جامعـة الدكتور يحيى فارس بالمدية
كلية العلوم الاقتصاديةو التجارية و علوم التسيير

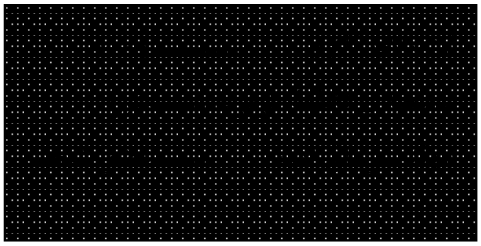
دور البورصة في حماية أموال المستثمرين
(دراسة حالة بورصة الجزائر ومصر)

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص : مالية و بنوك

إعداد الطالبتين :
زيان حياة
مرزوق عائشة

إشرافـالدكتور ة:
سعيدي فاطمة الزهراء

أمام لجنة المناقشة



السنة الجامعية 2016-2017

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ،والصلات والسلام على رسول الله المعلم الذي علمنا قيمة الشكر والتقدير لمن هم أهل الفضل حيث **قال صلى الله عليه وسلم :**(لا يشكر الله من لا يشكر الناس).

رواه الترمذي

لذلك لن نمضي قبل أن نقدم أسمى آيات الشكر والتقدير والامتنان والمحبة إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة.....

إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة.....

إلى جميع أساتذتنا الأفاضل في كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير.

والشكر الأول موجه للأستاذة المشرفة**الدكتورة سعيدي فاطمة الز هراء** على نصائحها وتوجيهاتها طيلة رحلة البحث ،

كما نتقدم بالشكر الخالص للأساتذة أعضاء لجنة المناقشة

لإشرافهم على مناقشة مذكرتنا

كما نتقدم بالشكر لكل من زرع في قلوبنا الشجاعة والحماس للمضي قدما ولو بالكلمة الطيبة ولكل من ساندنا منذ بداية البحث.

فشكرا لكم جميعا وجازاكم الله خيرا بما تحبونه وترضونه.

اهداء

أهدي ثمرة جهدي إلي أغلي ما أملك في هذا الوجود

إلي الشمعة التي احترقت لتضيء دربي إلي التي حملتني وهنا علي وهن إلي التي أرضعتني كأس الفضيلة و زرعت في قلبي الأمل إلي أمي العزيزة أدامها الله

و حفظها.

إلي رمز الفداء و الصمود أبي العزيز أطال الله في عمره .

إلي كل شهدائنا الأبرار الذين ضحوا بالغالي و النفيس و رووا الأرض بدمائهم الطاهرة الزكية .

إلى خطيبي وكل أفراد عائلته.

إلي كل رفاق دربي في الجامعة إلي كل أصدقائي .

إلي كل أفراد العائلة و رفيقتي في هذا العمل.

إلي كل حامل مشعل علم .

اهدي هذا العمل

زيان حياة

اهداء

إلى من وصانا بهما الله و رسوله خيرا في الدنيا

حفظهما الله وبارك في حسناتهما

ذوي الفضل في بلوغي هذه المرحلة في حياتي

اللذان لن يكفيني البحر مدادا لتعداد

فضائليهما فكل واحد أحب و أرقى درجة إلى قلبي

- إلى والديا الحنونين-

حفظهما الله وأطال عمرهما.

إلى إخوتي و أخواتي و أزواجهم

وخاصة إلى أخي موسي الذي كان سندا لي ولم يبخل علي بشيء

إلى أروع ما منحتني الدنيا رفيقات عمري وكل صديقات الدراسة

إلى من شاركتني في إعداد و إنجاز هذه المذكرة حياة وكل عائلتها

كما اشكر جميع أفراد عائلتي صغيرا وكبيرا

إلى كل من يعرفني من قريب أو بعيد

إلى كل من ساعدني و لو بكلمة طيبة أو بابتسامة

أهدي هذا العمل:

مرزوق عائشة

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
شكر و تقدير	
إهداء	
مستخلص	
فهرس المحتويات	I - I
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
مقدمة	**أ-د**
الفصل الأول: مفاهيم عامة حول البورصة	
تمهيد	02
المبحث الأول: ماهية البورصة.....	03
المطلب الأول:نشأة و مفهوم البورصة.....	03
1-نشأة البورصة.....	03
2- مفهوم البورصة.....	04
المطلب الثاني: مكونات البورصة و هيكلها التنظيمي.....	05
1-تقسيمات البورصة.....	05
2- الهيكل المنظم و المسير للبورصة.....	10
المطلب الثالث:خصائص البورصة و أهدافها.....	11
1-خصائص البورصة.....	11
2-أهداف البورصة.....	12
المطلب الرابع : أهمية البورصة و وظائفها..........	14
1-أهمية البورصة.....	14
2-وظائف البورصة.....	18
المبحث الثاني: آليات التعامل في البورصة..........	21

المطلب الأول: تسعير البورصة.....	21
1-.مفهوم التسعير في البورصة.....	21
2-طرق التسعير في البورصة.....	21
المطلب الثاني: عمليات البورصة.....	23
1-العمليات الآنية	24
2-العمليات العاجلة.....	24
المطلب الثالث:أوامر البورصة.....	24
1-مفهوم أمر البورصة.....	25
2-أنواع الأوامر	25
المطلب الرابع :المتعاملين في البورصة	29
1-تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل**...**.....	29
2- تصنيف المتعاملين إلي عارضين و طالبين	31
المبحث الثالث: القيم المتداولة في البورصة.....	33
المطلب الأول:الأسهم.....	33
1- مفهوم الأسهم.....	33
2- قيم الأسهم	34
3- أنواع الأسهم**.....**	35
المطلب الثاني: السندات	39
1- تعريف السندات **.....**	39
2- قيم السندات.....**.....**	40
3- خصائص السندات.....	41
4- أنواع السندات.....	42
5- إهتلاك السندات	46
المطلب الثالث: المشتقات المالية.....	49
1- مفهوم عقود المشتقات.....	49
2- أنواع عقود المشتقات المالية	49
خلاصة الفصل	55

الفصل الثاني: مفاهيم حول الاستثمار المالي ،المستثمر وعملية الاستثمار المالي، المحفظة المالية	
تمهيد.....	57
المبحث الأول: مفاهيم حول الاستثمار المالي.....	58
المطلب الأول:مفهوم الاستثمار المالي ،قرار الاستثمار	58
1- مفهوم الاستثمار المالي	58
2- قرار الاستثمار.....	59
المطلب الثاني: مبادئ و أدوات الاستثمار المالي	62
1-مبادئ الاستثمار المالي	63
2-أدوات الاستثمار المالي**.....**.....	64
المطلب الثالث: مراحل و استراتجيات الاستثمار المالي	65
1- مراحل الاستثمار المالي	65
2- استراتجيات الاستثمار المالي **.....**	67
المطلب الرابع: مزايا و عيوب الاستثمار المالي	72
1- مزايا الاستثمار المالي	72
2- عيوب الاستثمار المالي	72
المبحث الثاني : المستثمر و عملية الاستثمار المالي	73
المطلب الأول: مفهوم المستثمر و أنواعه	73
1- مفهوم المستثمر **.....**	73
2-أنواع المستثمر .....**.....**	78
المطلب الثاني أهداف و دوافع المستثمر	81
1-أهداف المستثمر	82
2- دوافع المستثمر	84
المطلب الثالث: العوامل المحددة لسلوك المستثمر	85
1-المناخ الاستثماري	85
2-التوعية الاستثمارية.....	85
3-تحليل أداء الشركات	86
4-أداء الأسواق المالية	86

5- السمات الشخصية للمستثمر	87
المطلب الرابع : تخطيط الاستثمارات في الأوراق المالية	89
1-التخطيط للاستثمارات	89
2- أهم الدراسات التي يجريها المستثمرون	90
المبحث الثالث: محفظة الأوراق المالية.....	92
المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية و أهدافها	92
1-مفهوم المحفظة المالية.....	92
2-أهداف المحفظة المالية	94
المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية و سياسات تكوينها	95
1-أنواع المحافظ المالية	95
2-سياسات تكوين المحافظ المالية	98
المطلب الثالث: آليات تكوين المحافظ المالية	99
1- قيود تكوين المحافظ المالية	99
2- ضوابط تكوين المحافظ المالية	100
3-مراحل و طرق تسيير المحافظ المالية .....**.....**	101
المطلب الرابع :تقييم العائد و المخاطر في المحافظ المالية	103
1-عائد المحفظة المالية.....	103
2- مخاطر المحفظة المالية.....	105
خلاصة الفصل	112
الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر ومصر في حماية أموال المستثمرين	
تمهيد.....	114
المبحث الأول :الإطار العام لبورصة الجزائر	115
المطلب الأول :تنظيم السوق الجزائرية	115
1-السوق النقدي.....	115
2-سوق رأس المال.....	115
المطلب الثاني :نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها.....	116

1- نشأة بورصة الجزائر.....	116
2- مراحل تطور بورصة الجزائر	118
المطلب الثالث :تنظيم البورصة الجزائرية.....	119
1-الهيئات المكونة في البورصة الجزائرية.....	119
2-الأطراف المتدخلة في البورصة	122
المطلب الرابع :نظام التداول في البورصة الجزائرية.....	126
1-شروط قبول التسجيل في قيد البورصة	126
2-الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية	128
المبحث الثاني :الإطار العام لبورصة مصر.....	137
المطلب الأول :نشأة البورصة المصرية ومراحل تطورها.....	137
1-نشأة البورصة المصرية	137
2-مراحل تطور البورصة المصرية.....	138
المطلب الثاني :التنظيم الإداري والتشريعي لبورصة مصر.....	143
1-التنظيم الإداري لبورصة مصر.....	143
2-التنظيم التشريعي لبورصة مصر.....	144
المطلب الثالث :المؤسسات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية المصرية.....	145
1-الهيأة العامة لسوق المال.....	146
2-الشركات المساهمة وشركات السمسرة	149
3-شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي.....	151
4-هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال	151
5-بعض المؤسسات الخاصة.....	151
المطلب الرابع :نظام التداول في البورصة المصرية.....	153
1-الأوراق المالية المتداولة في البورصة المصرية	153
2-شروط التداول في البورصة المصرية.....	154
3-شروط مزاولة مهنة السمسار في البورصة	155

4-مؤشرات البورصة المصرية.....	158
المبحث الثالث:حماية كل من بورصة الجزائر ومصر للمستثمرين.....	161
المطلب الأول :آليات حماية بورصة الجزائر للمستثمرين.....	161
1-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	161
2-الحماية عن طريق التنظيم القانوني.....	166
3-إطلاق دورات تكوينية لتأهيل مهنيو السوق	168
4-صندوق ضمان الزبائن	168
5-التعاون الدولي كآلية لحماية المستثمرين	170
المطلب الثاني :آليات حماية بورصة مصر للمستثمرين	174
1-الهيئات	174
2-القوانين والتشريعات الرامية لحماية المستثمر.....	179
3-بعض الاتفاقيات التي أبرمتها البورصة في إطار حماية المستثمرين	184
المطلب الثالث:معوقات حماية المستثمر. وكيفية استفادة بورصة الجزائر من بورصة مصر.....	184
1-معوقات حماية المستثمر في بورصة الجزائر	185
2-كيفية استفادة بورصة الجزائر من بورصة مصر في مجال حماية المستثمرين	189
خلاصة الفصل	191
خاتمة.....	193
قائمة المراجع.....	198

مستخلص:

تعد البورصة وسيلة من وسائل التمويل و الاستثمار و التي تتميز بالعديد من المزايا التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد و استثمارها في سلة من الأوراق المالية المختلفة ، من خلال إدارة فنية متخصصة ، يقوم بها شخص رشيد يحسن اختيار القرار الاستثماري الملائم له يدعي المستثمر ، و هذا بناءا على أسس علمية و عملية تختلف من شخص لآخر ، و لكن قلة خبرة بعض المستثمرين و نتيجة لعوامل أخري تكون خارج نطاقهم تحول دون إمكانية تحقيق أهدافهم .

لهذا تقوم مختلف البورصات بسن القوانين و التشريعات في سبيل حماية أموال هذه الفئة من مختلف المخاطر المحيطة بهم ، و من بينها البورصة المصرية التي تعد من بين البورصات العربية الأكثر تطورا في حماية المستثمر ين و حماية أموالهم ، أما بالنسبة لبورصة الجزائر فهي بورصة غير كفؤ ة غير متطور ة من حيث القوانين والأطرالمتعلقة بحماية المستثمر ين .

الكلمات المفتاحية : البورصة ، المستثمر ، الاستثمار المالي ، المحفظة المالية .

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية من بين الآليات المهمة لربط وحدات العجز المالي ووحدات الفائض المالي ،كما لها دور في عمليات التنمية الفردية والمؤسسية والاقتصادية ،تحتوي على مجموعة من الأسواق من بينها البورصة التي تعتبر الميدان الحقيقي للاستثمار في الأوراق المالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها والأدوات المستحدثة كالمشتقات المالية التي تسمح لمالكيها بالحصول على السيولة في أي وقت وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي الذي يعتبر سوقا لتداول هذه الأوراق .

ومن ثم نجد أن البورصة تقوم بدورها المنوط بضخ وتحويل مختلف رؤوس الأموال من اجل القيام بعملية الاستثمار المالي التي تعتبر عملية قائمة بحد ذاتها لما لها من أهداف ،وعلى ضوء هذه الأهداف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية عن طريق تشكيل محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التمويلية ،حيث يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية التي تسمح له بالحصول على عوائد مجزية،وهذا بإتباع أسس وأساليب التحليل الفني والأساسي المناسبة ،التي من شانها أن تساعده على اتخاذ القرار الاستثماري الملائم بغية تحقيق الأهداف المرجوة وبأقل المخاطر الممكنة .

إلا انه وبالرغم من إتباع المستثمر لمختلف الأساليب والسياسات فان تعرضه للمخاطر وحتى الضغوطات في البورصة أمر لا مفر منه،في ظل التطورات التكنولوجية والمالية التي تشهدها البورصات العالمية ،لهذا وجب على هذه الأخيرة أن تسعى جاهدة إلى تبني سياسات مالية وأساليب واطر قانونية لحماية أموال هذه الفئة من مخاطر التداول التي قد تنتج عن التقلبات الشديدة في الأسعار أو من جراء استعمال أساليب الغش والتلاعب .

ولقد شهدت البورصات العربية اهتماما كبيرا بإنشاء صناديق لحماية المستثمرين ومن بين هذه البورصات البورصة المصرية التي تعد من بين الأسواق المالية العربية الأكثر تطورا في مجال حماية المستثمرين ،أما بالنسبة لبورصة الجزائر فهي غير فعالة ،ومن اجل تفعيل دورها لابد من سن القوانين التنظيمية والإدارية داخل البورصة وتحديثها في سبيل حماية أموال المستثمرين .

أولا: إشكالية البحث

اعتمادا على هذا الطرح وضمن إطار الهدف العام للدراسة، **ارتأينا صياغة إشكالية موضوع بحثنا كما يلي:**

ما هي آليات حماية كل من بورصة الجزائر ومصر لأموال المستثمرين ؟

ثانيا: الأسئلة الفرعية

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

-ماذا نقصد بالبورصة ؟وما هي القيم المتداولة فيها؟

-ما هو الاستثمار المالي ؟وما هي مختلف الاستراتيجيات المتبعة فيه؟

-على أي أساس يتم تكوين محفظة الأوراق المالية؟

-كيف يمكن لبورصة الجزائر ومصر حماية أموال المستثمرين ؟

ثالثا: فرضيات البحث

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

-إن بورصة الأوراق المالية تتولد عنها منافع إضافية للمستثمرين تتمثل في زيادة الأرباح والفوائد الناتجة عن العملية الاستثمارية .

-الاستثمار المالي مرتبط بتكوين المحافظ الاستثمارية المشكلة من الأوراق المالية المتنوعة لتوفير أقصى ربح بأقل مخاطر .

-تساهم بورصة الجزائر في حماية أموال المستثمرين عن طريق وضع التشريعات اللازمة لذلك ،و متابعة تنفيذها ،بالإضافة إلي التوعية و الإفصاح عن المعلومات، وهي تختلف عن طريقة حماية بورصة مصر للمستثمرين.

رابعا: أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من أهمية البورصة و المستثمرين علي حد سواء ،حيث نلاحظ أن دور هذه السوق تتزايد أهميته بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية ،مما يجعلها تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد الوطني.

فالاستثمار في هذا المجال يسمح بالحصول علي أكبر عوائد مع تحمل أيضا مخاطر كبيرة ،و لكن قلة الدراية في هذا المجال تحول دون معرفة المستثمرين بأساليب و الطرق الكفيلة بحماية أموالهم من مختلف المخاطر،ولهذا وجب تفعيل دور البورصة عن طريق وضع قوانين وتعليمات وهيئات تعمل على حماية أموال المستثمرين.

خامسا: أهداف البحث

يهدف الباحث من خلال إجراء هذا البحث إلى التعرف على كل المفاهيم المتعلقة بالبورصة من خصائص ووظائف والمتعاملين فيها، وكذا المفاهيم المتعلقة بالمستثمر أنواعه وأهدافه ،وكيفية حماية البورصة له .

سادسا: حدود البحث

نظرا لطبيعة الموضوع و الذي جاء تحت عنوان دور البورصة في حماية أموال المستثمرين ، فإنه سيتم التركيز على بورصة الجزائر ومصر كعينة .

سابعا: منهج البحث

حتى نتمكن من الإجابة والإلمام بهذا الموضوع واختبار الفرضيات المعتمدة، قمنا بإتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، وذلك من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها كما استعملنا المنهج التاريخي كدراسة لنشأتهما، رغبة منا إلى الوصول إلى الأهداف المرجوة وا إنجاز دراستنا على أكمل وجه.

ثامنا: أسباب اختيار الموضوع

توجد عدة أسباب دفعتنا إلى اختيار البحث في هذا الموضوع دون غيره من المواضيع الأخرى، يمكن تلخيصها في الخطوط العريضة الآتية:

-نوع التخصص العلمي الذي سلكناه، فهذا الموضوع له صلة وثيقة بفرع العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك.

- الرغبة الشخصية في الإلمام بموضوع دور البورصة في حماية أموال المستثمرين والتعمق في تفاصيله، لما يكتسيه من مكانة وأهمية على المستوى الإقليمي والعالمي.

تاسعا: الدراسات السابقة

حسب إطلاع الطالبتين وفي حدود ما توفر لديها من معلومات ومراجع حول موضوع البحث، هناك العديد من الدراسات والبحوث العلمية التي أنجزت في مختلف جامعات الوطن أو خارجه، والتي تناولت الموضوع أو جانب منه والمتعلقة بدور البورصة في حماية أموال المستثمرين ،ومنها على سبيل المثال لا الحصر نذكر ما يلي:

1-دراسة آيت مولود فاتح ،2012.

بعنوان **حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري،أطروحة دكتوراه، جامعة تيزي وزو.** تتمحور إشكالية الدراسة حول كيفية حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري.

و قد قام الباحث بتقسيم بحثه إلي بابين حيث تناول في الباب الأول: حماية الادخار عبر تنظيم سوق مالية حاملة لضمانات ،حيث تناول في فصليه ما يلي تنظيم السوق الأولية من تنظيم للدعوة العلنية للادخار كوسيلة لحماية المستثمر و حماية المساهم في شركة المساهمة العامة هذا فيما يخص الفصل الأول،أما الفصل الثاني فكان بعنوان تنظيم بورصة القيم المنقولة حيث تناول في مبحثيه ما يلي تنظيم بورصة القيم المنقولة،تنظيم نشاط الوساطة في عمليات البورصة.

أما الباب الثاني فقد كان بعنوان :الحماية المؤسساتية للادخار المستثمر في القيم المنقولة، و قد جاء مقسم إلي فصلين حيث تناول في الفصل الأول ضمان إعلام ملائم للمدخرين حيث تناول فيه مبحثين مراقبة نوعية الإعلام ونشره، و وسائل رقابة إعلام ضامن لحقوق المدخرين، أما الفصل الثاني فكان بعنوان : حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في القيم المنقولة حيث تناول في مبحثه حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالوساطة المالية،ضمان المساواة بين المتدخلين في السوق،وخلصت الدراسة إلى ضرورة بناء

إطار قانوني ملائم للاستثمار في القيم المنقولة وحمايته واتخاذ تدابير أخرى لتشجيع ولتعبئة الادخار وتوجيهه إلى توظيفات في السوق المالية .

قام الباحث بتقديم حقائق حول البيئة القانونية لبورصة الجزائر والدور الفعال الذي تلعبه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية أموال المستثمرين في سن العديد من القوانين المتعلقة بذلك من بينها المتعلقة بتسريب معلومات خاطئة أو مضللة والتلاعب بأسعار البورصة والتأثير عليها . إلا انه لم يتطرق إلى آليات أخرى كصندوق حماية المستثمر والاتفاقيات الدولية الرامية إلى ذلك .

2-دراسة محمد صالح الحناوي،2007 .

كتاب بعنوان **دليل المستثمر المصاحب لكتاب أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية للنشر والتوزيع** .تناول في هذا الكتاب مفاهيم حول أساسيات الاستثمار في شراء وبيع الأوراق المالية وتكوين محفظة الأوراق المالية كما تطرق إلى لمحة حول سوق الأوراق المالية في مصر،بالإضافة إلى مقابلة شخصية مع الكاتب حول ملامح الإصلاح الجديدة لسوق الأوراق المالية المصرية

كان الغرض الأساسي لهذا الدليل هو مساعدة القارئ على استيعاب المفاهيم الأساسية حول الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وكذلك الآليات التي يستخدمها المستثمر في شراء وبيع الأوراق المالية وا نشاء المحافظ الاستثمارية والتحوط ضد المخاطر المختلفة للاستثمار،وتطرق الكاتب إلى كيفية حماية المستثمرين في بورصة مصر عن طريق المطالبة بإنشاء جمعيات لحماية المستثمر وتعليمه ووضع خلية تحت تصرف المستثمرين لتلقي الشكاوي ودراستها وكذا ميثاق أخلاقيات التعامل في سوق الأوراق المالية كما دعي إلى التعامل بالعمليات الفورية وعدم السماح بالتعامل بالمشتقات المالية (الشراء بالهامش

والبيع على المكشوف) ،إلا أن الكتاب لم يتطرق إلى مختلف الأطر التشريعية والتنظيمية المعمول بها لحماية المستثمر وكذا الهيئات المسخرة لذلك .

3-دراسة طاهر شوقي مؤمن.

بحث بعنوان **حماية المستثمر من مخاطر التداول بالبورصة المصرية والسعودية، كلية العلوم الإدارية والمالية ،جامعة الملك خالد** . وتمحورت مشكلة البحث حول اختلاف الأنظمة القانونية في تناول حماية المستثمر حيث قسم البحث إلى ثلاثة مباحث حيث تناول المبحث الأول مخاطر التداول في البورصة، أما المبحث الثاني فتناول مواجهة مخاطر التداول في البورصة المصرية ،أما المبحث الثالث فتناول مواجهة مخاطر التداول في البورصة السعودية،وخلصت الدراسة إلى عدم التطبيق الكامل لمبدأ المعاملة العادلة للمساهمين حيث يعاني البعض منهم وخاصة الأقلية منهم والأجانب من تعرضهم لأخطار وأضرار جسيمة نتيجة عدم كفالة التعويض عن الخسائر التي تصيبهم نتيجة ممارسات غير مشروعة سواء في البورصة المصرية أو البورصة السعودية، ففي البورصة المصرية تم علاج مشكلة الأضرار التي تصيب المستثمرين نتيجة أخطاء أو تعثر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وهي المخاطر غير التجارية، بينما لم تكفل البورصة المصرية أي وسائل حماية للمستثمر من المخاطر التجارية وخاصة عمليات التلاعب بالأسعار وغيرها من الممارسات غير المشروعة.تطرق الباحث إلى كيفية حماية المستثمر المصري من المخاطر غير التجارية عن طريق صندوق حماية المستثمر و حماية المستثمر من المخاطر التجارية عن طريق رفع الدعوى المدنية بينما لم يتطرق إلى هيئات أخرى لحماية المستثمرين كصندوق ضمان التسويات والهيأة العامة لسوق المال.

عاشرا: صعوبات البحث

لقد واجهتنا مجموعة من الصعوبات في إعداد هذا البحث، خاصة فيما يتعلق بجمع المعلومات المتعلقة بحماية المستثمرين في بورصة الجزائر ومصر و كذا قلة المراجع حول موضوع دور البورصة في حماية أموال المستثمرين.

إحدى عشر: هيكل البحث

بناءا على طبيعة المشكلة محل الدراسة ووفقا للهدف منها و استنادا على فرضياتها، فإن الدراسة المقترحة تكون وفقا لخطة منطقية يتم تقسيمها إلى ثلاثة فصول:

يتناول **الفصل الأول** والذي وضع تحت عنوان **مفاهيم عامة حول البورصة** ، ثلاث مباحث، حيث يتطرق المبحث الأول إلى ماهية البورصة من نشأة ومكونات وأهمية ، وفي المبحث الثاني آليات التعامل في البورصة ، ويتطرق المبحث الثالث إلى القيم المتداولة في البورصة.

و **الفصل الثاني** سنحاول فيه دراسة **مفاهيم حول الاستثمار المالي ،المستثمر وعملية الاستثمار المالي ،المحفظة المالية** من خلال ثلاثة مباحث ، و هذا بالتعرض إلى مفاهيم حول الاستثمار المالي في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني نتطرق إلى المستثمر وعملية الاستثمار المالي ومحفظة الأوراق المالية في المبحث الثالث .

و في **الفصل الثالث** سنتطرق إلى **دور بورصة الجزائر ومصر في حماية أموال المستثمرين** وذلك في ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول الإطار العام لبورصة الجزائر وفي المبحث الثاني الإطار العام لبورصة مصر ، وفي المبحث الثالث سنتناول حماية كل من بورصة الجزائر ومصر للمستثمرين .

إلى أن توصلنا في الأخير إلى خاتمة تضمنت مجموعة من النتائج و التوصيات.

الفصل الأول :

مفاهيم عامة حول البورصة

تمهيد:

لقد أدت الحاجة لرؤوس الأموال لإقامة مشاريع تنموية ضرور ية من أجل بناء اقتصاد قوي، إلى البحث عن بديل أخر للتمويل ،إلى جانب البنوك وهنا برزت أهمية أسواق الأوراق المالية ،نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب الحاجة إلى هذه الأموال ،بالإضافة إلى دورها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة ،بمعنى أنها تعمل على توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية .

إن التطور الذي شهدته البورصة جعلها أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد ،وسمة رئيسية للاقتصاديات المتطورة حيث حضت باهتمام كبير وخاصة من طرف الحكومات والمستثمر ين.

من هذا المنطلق استوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم وتحليل البورصة ،وقصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي :

المبحث الأول:ماهية البورصة.

المبحث الثاني:آليات التعامل في البورصة .

المبحث الثالث:القيم المتداولة في البورصة.

المبحث الأول:

ماهية البورصة

للمال دور أساسي في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، و لتلبية ذلك كان من الضروري توفير أسواق مالية مختلفة، من أهمها أسواق الأوراق المالية (البورصة)، فوجود هذه الأسواق في أي بلد يعتبر المرآة عاكسة للوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول و تقدمها، فهي تعد من أهم أجهزة و مكونات الأسواق المالية، لأنها تقوم بالربط بين مختلف القطاعات و الفئات أصحاب الفوائض المالية و الفئات التي تعاني من العجز المالي .

لذلك سنحاول في هذا المبحث التطرق إلي نشأة و مفهوم البورصة ، أنواعها ، خصائص و مختلف الوظائف ، أهميتها علي مختلف الجوانب .

المطلب الأول: نشأة و مفهوم البورصة

سنتطرق في هذا المطلب إلي نشأة البورصة و تطورها ، تعريفها.

1-نشأة البورصة:

يرجع تاريخ نشأة الأسواق المالية إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (Collgin marcoterum) في القرن 5 قبل الميلاد وكذلك انشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا ،وكانت هناك أسواق عرب في الجاهلية ،حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن ،وصيفية إلى الشام .كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه بازار يعرض فيها التجار أمتعتهم ويتفقون فيها على الأسعار[1].

أما كلمة بورصة فهي فرنسية تعني" كيس نقود"،ويطلق هذا اللفظ على السوق الذي تعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية ،بسبب أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس .إن منشأ هذه التسمية هو أن تجار مدينة "بروج " عاصمة الفلمنك الغربية في

[1]-صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية ،عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة ،الطبعة الأولى ،القاهرة ،2003 ، ص5.

بلجيكا في القرن16 كانوا يجتمعون في قصر تاجر غني يدعى فان دي بورص ،ولذلك أطلق اسم صاحب القصر على كل مكان أو اجتماع تكون غايته تداول الأعمال التجارية[1].

وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الوراق المالية إلى القرن16 ميلادي حيث عرفت باسم البورصات ،ثم تحولت في النصف الثاني من القرن 17 إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال ،فكانت أول بورصة للأوراق المالية في أنفرس في بلجيكا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، و في لندن 166، و في باريس عام1808 ،أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821م في شارع وول تسريت.

2-مفهوم البورصة:

تعد البورصة سوق يلتقي فيها البائع و المشتري لإتمام عملية التبادل ،و من ثم فإن عمليات البورصة تتسع لتشمل كافة المعاملات و الأنشطة التي يمارسها المتعاملون و يحتاجون إليها لإشباع احتياجاتهم و رغباتهم سواء كانت هذه المعاملات و الممارسات تتعلق ببضائع أو صكوك مالية .

و للبورصة عدة تعاريف منها:

هي الجهاز الذي يتم عبره عمليات (سوق الأوراق المالية أو السلع)هذا من جهة و من جهة أخري هي مجموع العمليات المتخذة ضمن شروط معينة سوءا كان من قبل أصحاب المصلحة شخصيا أو من قبل الوسطاء[2].

البورصة مكان معلوم و محدد مسبقا يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بالتبادل بيعا و شراء ً و يتوفر فيها قدر مناسب من العلانية و الشفافية ،بحيث تعكس أثارها علي جميع المتعاملين وعلي معاملاتهم ، فتحدد بناء عليهم الأسعار سواء صعود أو هبوط أو ثابت[3] .

[1] -صلاح الدين شريط ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود ومالية ،جامعة الجزائر 2012/2011 ، ص77 .

[2] -محمد يوسف ياسين،البورصة عمليات البورصة ،منشورات دار الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى ، بيروت ، 2004، ص13.

[3] -محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع ،الطبعة الثانية ،القاهرة ،1999، ص10.

البورصة هي مصطلح يطلق علي السوق المخصصة لبيع و شراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ إتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق[1].

بورصة القيم المنقولة هي المكان الذي تجري فيه المعاملات عي رؤوس الأموال طويلة و متوسطة الآجال بواسطة أشخاص مؤهلين و متخصصين في هذا النوع من العمل ركيزتها القيم المنقولة و هي أوراق تمنح لحاملها ، يتم تفاوض علي هذه الأوراق في البورصة في مكان يسمي المقصورة ،وبسعر مقابل نقود يتحدد وفقا لقانون العرض و الطلب[2].

و يمكن تعريفها أيضا بأنها "السوق المالية طويلة الأجل التي تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهي تساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر[3] .

المطلب الثاني :مكونات البورصة و هيكلها التنظيمي

لكل سوق أنواع و تقسيمات مختلفة و هيكل تنظيمي يضمن السير الحسن له، و بطبيعة الحال فلسوق الأوراق المالية مكونات و تقسيمات مختلفة و له أيضا هيئات و هيكل تنظيمية تسهر علي مراقبته و تنشيطه ،و هذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث .

1- تقسيمات البورصة:

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلي سوق الإصدار و السوق الثانوي أو سوق التداول.

[1] -نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، دراسة حالة سوق رأسمال في ماليزيا ،مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال ، الجامعة الإسلامية غزة،2007، ص28.

[2] -فتيحة إبن بوسحاقي، بورصة الجزائر ،مذكرة ماجستير،تخصص النقود والمالية ،جامعة الجزائر 2003/2002، ص28.

[3] - دالي علي لمياء،مُساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية " مداخلة في الملتقي الدولي حول " سياسات التمويل و أثرها علي الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،جامعة بسكرة ، ص05.

1-1- السوق الأولي(سوق الإصدار):

يعني أنه يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة سواء كانت أسهم أو سندات من طرف مؤسسات قائمة ففي السوق تنشأ العلاقة بين مصدر الورقة المالية لأول مرة فهو المقترض و المكتب قيما أيضا لأول مرة وهو المقرض و عليه يمكن تعريفه أنه" سوق الإصدارات حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقرض و المقترض أو بين مصدر الورقة المالية و المكتتب فيها لأول مرة و لذلك هو سوق مالي تتجمع فيه المدخرات لتحويلها إلي استثمارات جديدة لم تكون موجودة من قبل"[1].

كما يمكن تعريفه أيضا"سوق تصنعه مؤسسات مالية متخصصة كوسيط مالي تعرض فيه للجمهور المستثمرين أورقا مالية لمؤسسة خاصة أو عامة لتصديرها لأول مرة "[2].

و تعمل هذه المؤسسة علي تقديم النصح و المشورة فيما يخص أنواع الأوراق المالية الملائمة ، أوقات الإصدار ، كمية الأوراق المالية المصدرة ،كما تضمن توزيع الأوراق المالية المصدرة .

كما توجد هناك طرق أخري لإصدار الأوراق المالية و تصريفها و هما طريقة الأسلوب المباشر وأسلوب المزاد .

-**الأسلوب المباشر**:يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين من المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع الأسهم و السندات التي تم إصدارها و يكون هذا الاتصال مباشر.

-أسلوب المزاد: طبقا لهدا الأسلوب لا تكون العملية بشكل مباشروا إنما دعوة كل المستثمرين الذين لهم رغبة في شراء هذه الإصدارات بحيث يقوم كل مستثمر بتقديم معطيات تشتمل على الكميات المراد شراؤها وكدا السعر المفضل لتقوم هذه المؤسسة بقبول هذه الطلبات ابتداء من أعلى سعر إلى أقل سعر وهكذا حتى يتم تعريف كل الإصدارات [3] .

[1] -محمد سويلم،إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية،كلية التجارة، بدون دار النشر، بدون طبعة ، جامعة منصورة ،مصر ، 1997، ص34.

[2] -السيد البدوي عبد الحافظ ،إ دارة الأسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر العربي ، بدون طبعة، القاهرة ،بدون سنة ، ص14.

[3] منير إبراهيم الهندي،الأوراق المالية وأسواق رأسمال ، منشاة المعرف ،بدون طبعة ،الإسكندرية ،2002، ص84.

1-2-السوق الثانوي أو سوق التداول :

هو سوق للتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل بيعا أو شراء بسعر السوق، والتي سبق الاكتتاب بها في السوق الأولى ومن هنا يمكننا أن نعرف سوق التداول بأنه المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء والتي يترتب عنها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة [1] .

وأهم ميزة للسوق الثانوي هو أنه يوفر للأوراق المالية المصدر في السوق الأولى عنصر السيولة لذا يستمد السوق الأولي فعاليته وكفاءته من فاعلية وكفاءة السوق التداول وينقسم سوق التداول بدوره إلى قسمين السوق المنظم والسوق الغير منظم.

1-2-1-السوق غير المنظم:

يقصد بها الأسواق التي تجري فيها التعامل بالأوراق المالية، ولكن خرج البورصة و التي تتولاها بيوت السمسرة، و لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار و المستثمرين ، و يتحدد سعر الورقة في هذه السوق بالتفاوض. ويتضمن هذا السوق سوقين آخرين هما السوق الثالث والسوق الرابع.

1-2-1-1-السوق الثالث:

هو جزء من السوق غير المنظم، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثلا (صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات التأسيس) وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها.

[1] -شوقي جباري، مصطفي قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة التنظيم و العمل ، العدد 05،ص09.

1-2-1-2-السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة[1].

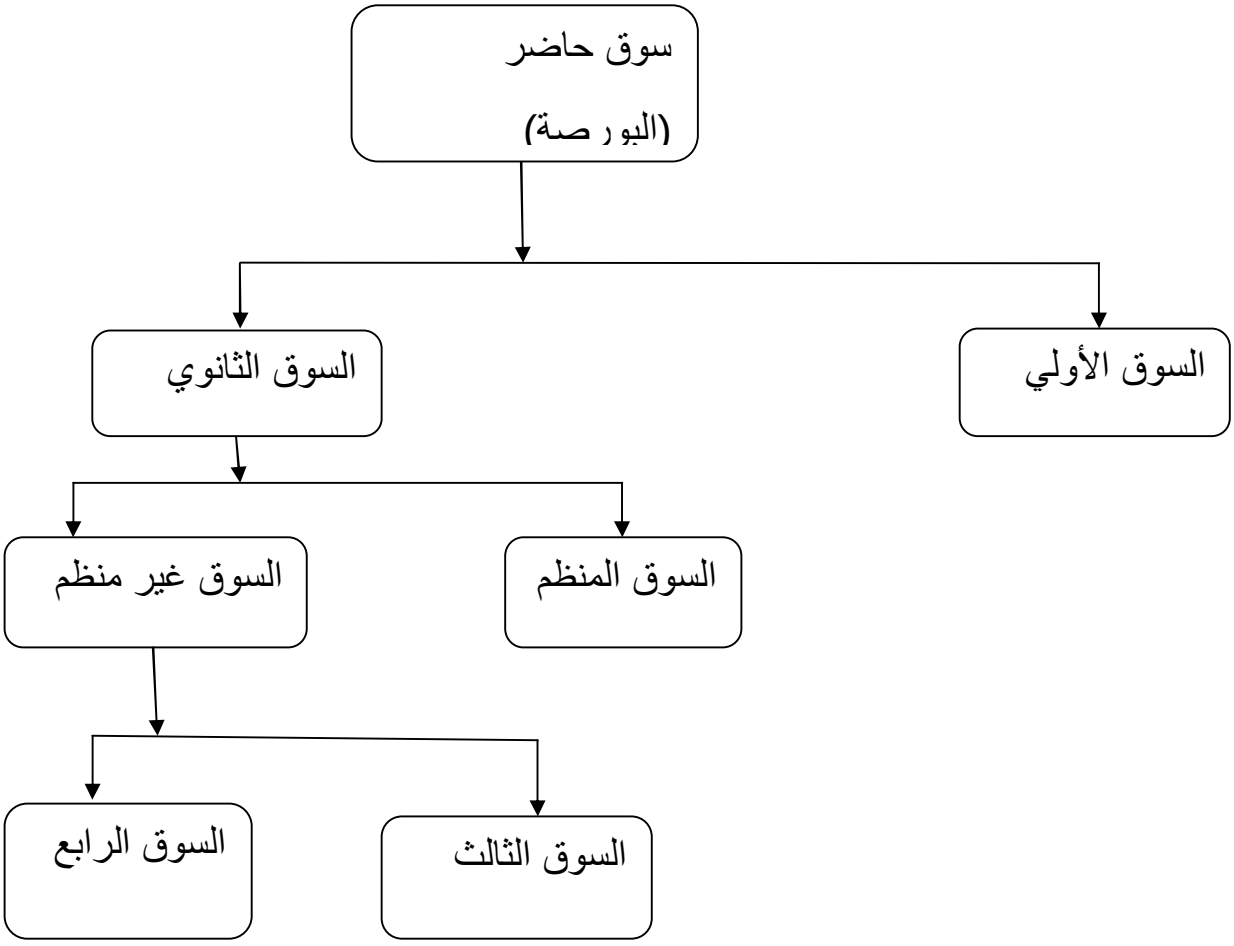
1-2-2-السوق المنظم:

هو جزء الثاني للسوق الثانوي وأهم جزء أيضا، فهو عبارة عن مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محدودة من قبل ومعلن عنها تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية ، و تتداول فيها أوراق مالية مسجلة ،وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين، فالتعامل بها يتم بصورة علنية وكذا الأسعار المتفق عليها[2] .

[1] -حمادة أحمد الطلاع ، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد ، جامعة الأزهر ، غزة، 2010، ص36.

[2] -بن أعمر بن حاسين،فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية ، جامعة تلمسان، 2013، ص28.

الشكل رقم (01-01) :مخطط لسوق الأوراق المالية



المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجانب النظري .

2-الهيكل المنظم و المسير للبورصة:

تختلف التنظيمات المسيرة للبورصات الأوراق المالية من دولة إلي أخري عبر العالم لذلك سنحاول هنا التركيز علي أهم المبادئ و النظم الموجودة في أغلب البورصات عبر العالم.

2-1-الهيئة المنظمة للبورصة:

تتولي هذه الهيئة مهمة تنظيم البورصة ووضع قواعدها العامة و التي تتحدد من خلالها متطلبات و شروط إدراج الشركات في البورصة ،و تضع القواعد المنظمة لعمل الوسطاء داخلها و شروط العضوية ،و كذا إجراء معاقبة المخالفين لهذه القواعد فضلا عن رقابة أنشطتهم و مراقبة إجراءات التعامل في البورصة و تشرف هذه الهيئة علي الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة و من مهام هذه الهيئة الإشراف علي العروض العامة و الاكتتاب.

2-2-الهيئة المسيرة للبورصة :

و تدعي كذلك بلجنة عمليات البورصة و تتكفل هذه اللجنة بحماية المدخرين و ضمان حسن سير عمليات التداول و إصدار نشرات وبيانات و معلومات عن التداولات و علي عكس الهيئة المنظمة للبورصة فإن هذه اللجنة تهتم فقط بإدارة بورصة واحدة (الأسواق المنظمة)ومن حق هذه اللجنة الاعتراض علي إدراج أوراق مالية أو أدوات مالية داخلها ، كما تمتلك هذه اللجنة الحق في توقيف الأعضاء في حال تجاوز القواعد كما يقوم مجلس إدارة بوضع النظام الخاص بالبورصة (النظام الداخلي للسوق)و لا يحق لأي شخص أو مجموعة من الأشخاص فتح بورصة إلا انه يحق ذلك للاتحادات المهنية و النقابات (غرف التجارة و الصناعة و اتحاد المنتجين).

كما تهدف هذه الهيئة لخلق بيئة عمل مناسبة تتميز بالشفافية و تقليل أخاطر تقلبات الأسعار و تتشكل لجنة البورصة من أعضاء و من بين سماسرة و من قبل الدولة [1].

و تتشكل الهيئة المسيرة للبورصة من :

[1]-بن دحان الياس الأزهر ، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم الاقتصاد العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي ، جامعة بسكرة 2012 /20113، ص7.

-الجمعية العامة:حيث تتكون من أعضاء البورصة و يرأس الجمعية العامة رئيس لجنة البورصة أو نائبه ،و تنظر هذه الجمعية في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص فيها يتعلق بتعديل اللوائح الداخلية للبورصة وتصدر قر ارات هذه الجمعية بأغلبية الأصوات[1].

-هيئة التحكيم: تقوم هذه الهيئة بالفصل بين المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و تكون قراراتها ملزمة.

-مجلس التأديب: يقوم هذا المجلس بالنظر في المخالفات التي يرتكبها السماسرة وفقا للقوانين و الأنظمة السائدة.

-مندوب الحكومة : تشرف الحكومة علي جميع البورصات ويكلف مندوب الحكومة بالإشراف علي تطبيق القوانين و اللوائح ،و لا تعد اجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره ، و إلا كانت قراراتهم باطلة و له حق الاعتراض علي أي قرار صادر مخالف لقوانين المنظمة لعمل البورصات أو لوائحها أو الصالح العام.

المطلب الثالث : خصائص البورصة و أهدافها

تتميز البورصة بالعديد من الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، لما لها من طبيعة خاصة سواءا من حيث السرعة ، أو من حيث طبيعة المعاملات التي تتم فيها و التي تكون غير مادية (الأوراق المالية) ، و هي لها أيضا جملة من الأهداف تسعي لتحقيقها و التي تمس مختلف الأطراف الفاعلة فيها .

1-خصائص البورصة:

تختص الأوراق المالية بطبيعة خاصة و هي أن التبادل يتم فيها بين النقود و الأدوات المالية ، فالمشتري يدفع النقود مقابل صكوك تتمثل في أوراق مالية إلا أن المشتري لا يستلم أصولا حقيقية .

[1]-أرشد فؤاد التميمي،الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات،دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ،بدون طبعة، عمان، 2010،ص26.

و يلاحظ أن الصكوك المتبادلة في الأسواق المالية تمثل حقوقا للملكية أو ديونا عي الشركات و هذا يعني أن شراء الورقة المالية يؤدي إلي إنشاء علاقات اقتصادية مهمة ،و هذا ما يكسبها عدة خصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى:

-سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما عن باقي الأسواق المالية الأخرى ،نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، و هناك شروط و قيود لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.

-التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم ،و كذلك المنافسة التامة، و حتى يتم تحديد الأسعار العادلة علي أساس العرض و الطلب.

-التداول يتم عن طريق وسطاء ماليين ذوي خبرة في الشؤون المالية .

-سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة ،و إمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات ،فهي أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة و ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من نطاق العالم ،و في نفس الوقت.

-يتطلب الاستثمار المالي فيها توفر المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة .

-تمنح للمستثمرين فيها عوائد مرتفعة نسبيا ، و بالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة[1] .

- توفير المعلومات الضرورية للمستثمرين.

تتصف البورصة بالتطور مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم[2] .

2-أهداف البورصة:

تلعب البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دورا خطيرا وحيويا إذ تدور فيها اكبر الصفقات التجارية والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد ولها دور حيوي و فعال في خدمة التمويل والاستثمار،

[1]-صلاح الدين شريط ، مرجع سبق ذكره ، ص91.

[2]-جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية و النقدية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولي، عمان ، 2002، ص56.

ومن أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها و أهدافها وتأثيرها الايجابي لابد لها من عدة أهداف يتم تحديدها للوصول إليها ألا وهي[1]:

- تحقيق الثقة في الأسواق: ويتم ذلك بعدم إفشاء المعلومات للمستثمرين للحفاظ على استقرار الأسعار في الأسواق وتنظيم المعاملات التجارية؛

-جعل الادخار اختياريا وليس إجباريا؛

-توافر المعلومات المالية: و هي المعلومات التي تعكس المركز المالي بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي و بالتالي تقرير إذا ما كان سيتم الاستثمار أم لا ؛

- أوراق مختلفة: تهدف إلي توفير نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلبي احتياجات المستثمرين؛

-توفير السيولة: تهدف إلي توفير السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة؛

-تقليل تكاليف المعاملات البحوث والإعلانات والمعلومات ؛

-إدارة السوق: الاهتمام بإدارة السوق بكوادرها وطاقاتها التكنولوجية لأنها تنعكس على أداء هذه الأسواق وبالتالي إذا أراد بلد تطوير أسواقها المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق؛

-تسهيل اقتراض الحكومة: و هذا من خلال تمويل نفقاتها من خلال ما تصدره هذه الحكومات من أوراق مالية وتداولها في السوق ويتوقف نجاح السوق المالية على مدى قدرته في تسهيل اقتراض الحكومات وتمويل نفقاتها؛

- مساعدة القطاع الخاص في الحصول على تمويل طويل الأجل: وتسهيل توجيه مدخرات المستثمرين نحو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة بالبورصة وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة؛

[1] -أنور عدنان نجم ، مدي إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2006، ص77.-

-حماية الجمهور من عمليات النصب والاحتيال: وذلك من خلال وضع بعض القوانين والأنظمة والرقابة على الشركاتوا إصدار النشرات والمعلومات التي تؤكد سلامة عمل هذه الشركات والمنشآت والتي تعزز الثقة والأمان لدى جمهور المساهمين والمكتتبين[1]؛

-السماح لمؤسسات القطاع العام و الخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور؛

-تقييم هذه الشركات عن طريق السوق؛

- ضمان التمويل عن طريق السوق ؛

- السماح بسيولة الادخار المستثمر علي المدى البعيد؛

- تحقيق و تكريس شفافية أكبر في مبدأ الحركية النقدية(السيولة و انتقال رؤوس الأموال) استثماراو ادخارا وربحا و خسارة[2]؛

المطلب الرابع : أهمية البورصة و وظائفها

تكتسي البورصة أهمية بالغة في وقتنا الحاضر خصوصا مع التطور التكنولوجي الذي وصلنا إليه، فهي تعتبر أداة مالية و اقتصادية فعالة ،لما لها من تأثير علي مختلف النشطات والقطاعات الاقتصادية ، و هذا نظرا للدور الذي تقوم به في تحريك عجلة التطور و النمو الاقتصادي.

1-أهمية البورصة:

تستمد أهمية البورصة من خلال مختلف الآثار التي تخلفها علي المجلات التي تمسها،و الفوائض المالية التي تضيفها لها و لذلك سوف نتطرق إلي أهمية البورصة من خلال دراستها علي مختلف الأطراف و القطاعات الفاعلة فيها :

[1] -أنور عدنان نجم، نفس المرجع السابق، ص78.

[2] -زيد ثابت جميل الحسن،شركات استثمار الأموال (البورصات العالمية) و تحليل الأسباب و الآثار المترتبة علي انهيارها في الأردن، مذكرة ماجستير في الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا،2009، ص09.

1-1-بالنسبة للفرد المستثمر:

يقوم المستمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات[1].

1-2-بالنسبة للاقتصاد الوطني :

-يعتبر أداة دفع غير محدودة في الاقتصاد ،فهي تؤثر في كل الجوانب ونشاطات الاقتصاد ،وهي في نفس الوقت تتأثر بهذا كله ،ومن خلال هذا التأثير والتأثر المتبادل تحدث نتائج جيدة .

-جذب الفائض غير المعبأ ،وذلك من خلال جذب المال غير الموظف وتحوله من مال عاطل لا اثر له إلى رأسمال مشغل وله اثر ايجابي .

- توظيف الأموال بفعالية ،حيث يجذب طرح الأسهم مدخرات الأفراد والشركات ويوظفها لهم بشكل يحقق عائدا مناسبا لهم .

- تحسين كفاءة الإدارة ،حيث تتابع الإدارة أسعار أسهم شركتها في البورصة وبالتالي تعمل هذه الإدارات على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهمها [2] .

-توجيه مجالات الاستثمار ،فهي توجه المستثمرين إلى المشروعات الناجحة والتي من شانها رفع قيمة أسهمها .

-ترشيد الإنفاق الاستثماري ،وذلك من خلال توجيه المستثمرين إلى الاستثمارات المناسبة وتحذيرهم من الاستثمارات غير المناسبة .

---

[1] -زيدان محمد ،نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق"، مداخلة في ملتقي الدولي حول سياسات التمويل و أثرها علي الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،بسكرة ، يومي22/21 نوفمبر 2006، ص03.

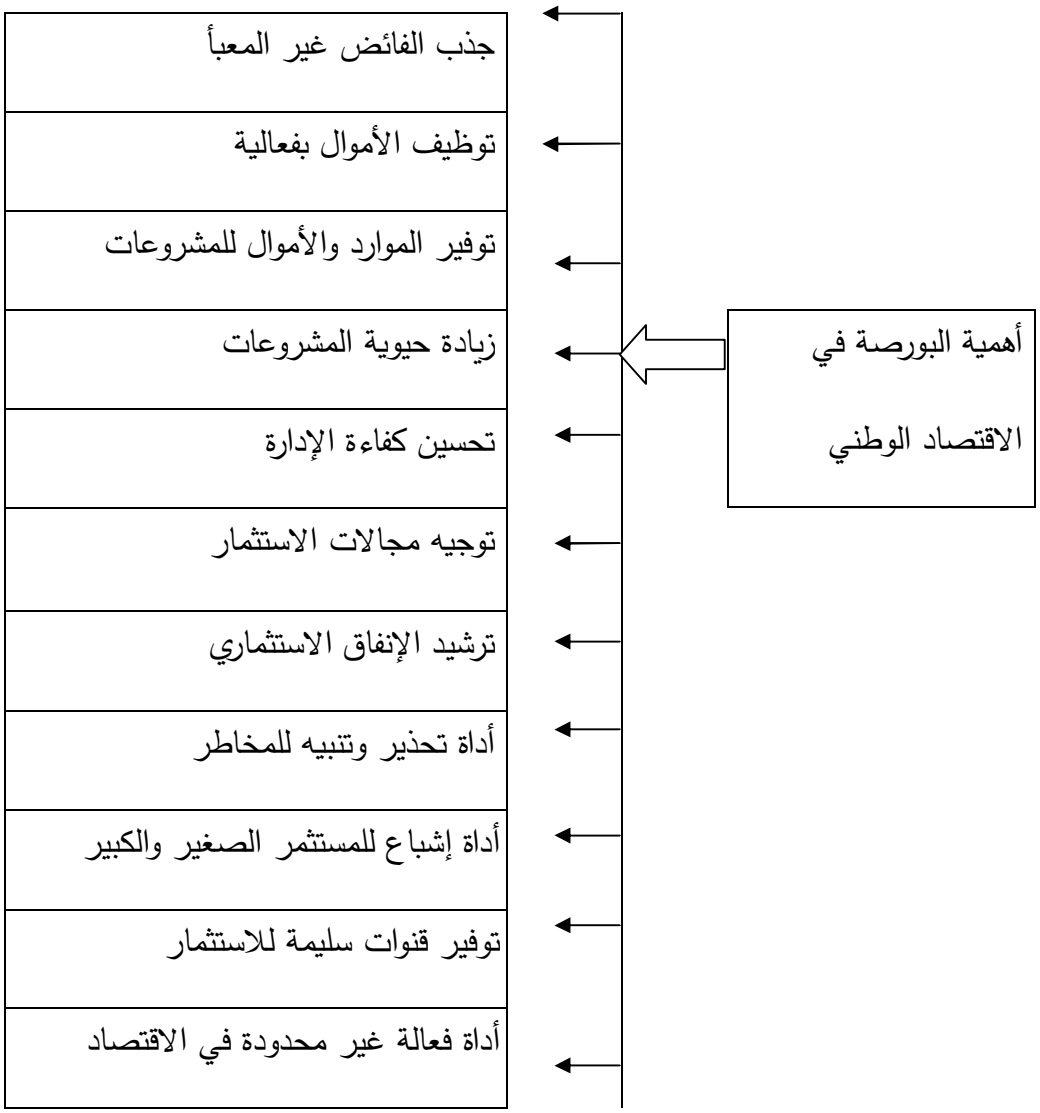
[2] -محسن احمد الخضيري ، مرجع سبق ذكره ، ص18.

-الحد من معدلات التضخم ،وذلك من خلال امتصاص فائض السيولة وتوجيهها نحو الاستثمار.

- تحدد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ .

والشكل الموالي يوضح أهمية البورصة في الاقتصاد الوطني.

الشكل (01-02):أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني



المصدر:بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم الاقتصاد العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة ،20113/2012 ص21 .

1-3- بالنسبة للشركات:

-تحويل الخطر وذلك عن طريق تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها شركات المساهمة ،وكذلك تعتبر الأسواق المالية بمثابة أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات .

-تساعد الشركات على توسيع نشاطاتها وذلك من خلال الحصول على الموارد التي تحتاجها من خلال طرح أسهمها للاكتتاب[1] .

1-4- بالنسبة للتنمية :

-تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية من خلال تزويد السوق المالية بالسيولة بشكل مستمر وذلك من خلال اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات .

-المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك الأسواق والمتمثلة في الأذون والسندات التي تصدرها الخزينة العمومية ذات الآجال المختلفة[2].

1-5- أهمية أخرى :

-المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض" المقترضين" إلى الفئات التي لديها عجز "المقترضين ".

2-وظائف البورصة

تؤدي البورصة عدة وظائف سواء للمستثمر الفرد أو شركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني و هذه الوظائف تتلخص في:

[1]-رسمية قرياقص ،أسواق المال –أسواق رأس المال –المؤسسات ،الدار الجامعية للطباعة والنشر ،بدون طبعة ،الإسكندرية ،1999، ص47 .
[2]-صلاح الدين شريط ،مرجع سبق ذكره ، ص90 .

2-1-خلق أسواق دائمة و مستمرة:

و ذلك لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته ،فالمستثمر يقبل علي شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها عند الحاجة للنقود ، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد(الطبعين أو المعنويين) المستثمرة في شكل سندات وأسهم.

فالمعروف أن دوافع الادخار لدي هؤلاء متنوعة و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروف الطارئة ،و التي لا تكون محددة بزمن معين ، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسومة،و صاحب السهم لا يستطيع استرداد أمواله في أي وقت حيث أنها تتحول إلي موجودات في المنشأة و تبقي طالما أن النشأة باقية ز هنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو أي وسيلة أخري ،و بهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات و تلبية شرط المدخر في سرعة علي استثماراته لتلبية احتياجاته.

كما أن العمليات الخاصة بالبيع و الشراء تنعقد باستمرار دون توقف سوءا كانت في رواج أو كساد مع اختلاف طفيف في الثمن و هذا بشرطين هما:

-وجود بائعين و مشترين عي استعداد للبيع و الشراء باستعمال المضاربة

-التعامل علي المكشوف :بإمكان البائع إذا لم يكن حائز علي أوراق مالية يريد بيعها أن يلزم اتفاق علي إمكانية الحصول عليها في وقت يعني أنه لا يشترط حيازة أو ملكية البائع للسلعة.

2-2-تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية الاقتصادية :

تحتاج عملية التنمية إلي رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدي الدولة و في هذه الحالية بدل الاتجاه الدولة للاقتراض الخارجي فهي تلجأ للاقتراض الداخلي، من خلال طرح سندات الحكومة للاكتتاب،كما أنه عند وجود بورصة الأوراق المالية سيسمح ذلك بتزويد السوق المالي بالسيولة بشكل مستمر من خلال جذب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية لشراء الأسهم و السندات ،الأدوات المالية الأخرى، مما يوفر قدر غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية[1].

[1]-خالد عجولي،وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 2006، ص17.

2-3-المساعدة علي تلافي تقلبات الأسعار:

تقوم البورصة في هذا المجال بدورها لكسر حدة التقلبات،و التي ترجع أساسا للانفعالات المتعاملين في البورصة (و قد تكون خاطئة)،و يتحقق ذلك بأن يقوم أعضائها المتخصصون وعملائها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات ، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم ،و كذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له و يساعد ذلك علي كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور و تهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بالعمليات عكسية لما سبق القيام بها إلي أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية[1].

2-4-تسهل بورصة الأوراق المالية عملية الاستثمار الخاصة بالآجال القصيرة:

كثير من الأموال الفائضة عن حاجة الشركات أو الأفراد تسبب تقلبات موسمية، تعتري ما يؤدي من أعمال أو سبب كساد مؤقت يطرأ علي بعض أعمالهم ،لذا يلجأ البعض إلي استثمار هذا الفائض في أوراق مالية عن طريق البورصة[2].

[1]- خالد عجولي ، نفس المرجع السابق ، ص18.

[2]-محسن أحمد الخضري،مرجع سبق ذكره ، ص19.

المبحث الثاني:

آليات التعامل في البورصة

يتم التعامل في البورصة عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها ،وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات ،وتتولى الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها ،وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين،وفي هذا المبحث سنوضح أهم المتعاملين وكذا عمليات و تسعير البورصة .

المطلب الأول: تسعير البورصة

يأتي هذا المطلب لدراسة مختلف التقنيات المستخدمة في تسعير الأوراق المالية ،حيث لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية ،أي عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب.

1-مفهوم التسعير في البورصة:

سعر البورصة هو القيمة التي يبلغها صك أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة ،وترتبط العمليات التي تجرى في البورصة على إحدى الصكوك ببعضها أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون العرض والطلب[1].

2-طرق التسعير في البورصة :

فيما يلي سنتعرض لطرق وكيفية تحديد أسعار الأوراق المالية المتبعة في معظم البورصات العالمية .

2-1 التسعير بالمناداة :

تتم التسعيرة على أساس هذه الطريقة ،باجتماع ممثلو جميع العروض والطلبات في مقصورة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم ،ونظرا للفوضى والضجيج

[1]-يوسف محمد ياسين ،مرجع سبق ذكره ، ص 104.

الذي يلاحظ وجودها في هذه الطريقة فان المتفاوضين يلجئون إلى إرفاق طلباتهم الشفهية بإشارة من اليد وهي وضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حال الشراء وفي اتجاه عامودي في حال البيع[1].

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

2-2 التسعير بالتدرج:

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة ،بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج [2]،حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك،ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي ،يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة .

في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ،ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك .

2-3 التسعير بالصندوق :

هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن وذلك في حالات استثنائية مثل تعدد وكثرة عروض البيع و طلبيات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي [3].

في إطار هذه التسعيرة يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلبياتهم في صندوق خاص (كصندوق البريد) وتعمد البورصة إلى تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبيات .

---

[1] جبار محفوظ ،تنظيم وا إدارة البورصة ، دار هومة للنشر ، الطبعة الأولى ، الجزائر، 2002 ، ص 114.

[2] -بن عزوز عبد الرحمان ،دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير،تخصص إدارة مالية ،جامعة قسنطينة 2012/2011 ، ص119 .

[3] -يوسف محمد ياسين ، مرجع سبق ذكره ، ص108 .

2-4 التسعير بالمقابلة:

وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء ،تؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد التوازن .

يعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما المسعر (موظف في البورصة) والخبير (مندوب احد الوسطاء)، إذ يقوم المسعر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة[1].

2-5 التسعيرة الرسمية :

هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في البورصة في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة .وبصفة عامة تتعلق التسعيرة بالبيانات التالية :

-عدد السندات وقيمة القرض المقيدة في التسعيرة.

-اسم القيمة المتداولة وموعد السحب في حالة وجوده .

-أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم والسعر السابق لها.

-القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد[2].

المطلب الثاني :عمليات البورصة:

أسهمت تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في تطوير تكامل بورصات فانعكس ذلك في تعدد و تنوع عملياتها و تحريرها من القيود، مما أتاح فرصة لعموم المستثمرين المحليين و الأجانب للتعامل بمختلف الأوراق المالية ، بجانب زيادة تدفق الأموال بين وحدات العجز و وحدات الفائض ، فعلى إثر

[1] -محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، بدون طبعة ، عمان ، 1999 ، ص76.

[2] - شمعون شمعون ،البورصة -بورصة الجزائر، الأطلس للنشر ،بدون طبعة ، الجزائر، 1999، ص46 .

ذلك تطورت العديد من التعاملات في البورصة، أسهمت في زيادة الموجودات المالية ،و بهذا الصدد هناك عمليات الآنية(نقدا) والآجلة (المستقبلية).

1-العمليات الآنية:

و تسمي أيضا بالأسواق العاجلة ،و هي التي تنصب عملياتها علي التعامل نقدا و التسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل علي الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول،و يتحمل هنا الوسيط مسؤولية التنفيذ السريع و الدقيق للصفقة ،و بما ينسجم و طبيعة السوق المالي،أما العمر الزمني لهذه العمليات فيكون بالأيام و الأسابيع و الشهر كحد أدني،و يجوز تمديده لأشهر لاحقة بموافقة أطراف الصفقة و السوق.

2-العمليات الآجلة:

يطلق عليها أيضا بالأسواق أو العقود المستقبلية ، مضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها بشراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا ،علي أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة و الدفع مستقبلا .

نشأت هذه الأسواق بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية ،و لضمان حقوق الأطراف المتعاملة ، إذ تشترط أنظمة البورصة علي أطراف العمليات المالية تقديم تأمين مالي مقابل الصفقة يسمي و لحين حلول موعد التنفيذ تختلف نسبة التغطية حسب نوع العملية وشروط البورصة[1].

المطلب الثالث :أوامر البورصة

يبرز دور الوساطة المالية في البورصة ومدى مساهمتها في تفعيل المعاملات المالية من خلال تنفيذ مختلف الأوامر الصادرة من المتعاملين ثم التأكد من تسويتها سواء تعلق الأمر بعملية شراء أو عملية بيع .

[1]-بوبريمة إحسان ، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية(دراسة حالة الاستثمارات المحفظية في الأردن من 1996-2005) ،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، جامعة قالمة 2007/2006، ص72.

1- مفهوم أمر البورصة :

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية ،وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ ،ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر،وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه ،كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط ،وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر[1].

2-أنواع الأوامر:

تنقسم الأوامر إلى عدة أنواع منها:

2-1-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

يقصد بهذه الأوامر تلك التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها ،وفي هذا المجال يوجد نوعان هما :

2-1-1-أوامر السوق:

وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى العرض والطلب .وهو الأكثر دقة وشيوعا ،وبموجب هذا النوع من الأوامر فان المستثمر يعطي تعليمات لسماسرة كي يبيع ويشتري عددا من الأوراق المالية بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع ،وبأسرع وقت ممكن[2].

[1] -رشيد بوكساني ،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 2006/2005 ص52.

[2] - زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، بدون طبعة ، عمان ،1998، ص191 .

2-1-2-الأوامر المحددة :

في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة ،وبعد ذلك لا يملك الوسيط سوى الانتظار لاغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو اقل منه في حالة أمر الشراء أو اعلي منه في حالة البيع ،وا ذا لم يحصل المستثمر على السعر الذي حدده فان السمسار أو" المتخصص" يسجل هذا الأمر في سجلاته الخاصة بالأوامر ويحتفظ به للتنفيذ في المستقبل عندما تسمح الظروف بذلك[1].

وبعض هذه الأوامر يكون لها تاريخ محدد لتنفيذها،وتتمثل عيوبه في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة حتى وان كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد ،فان قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا .قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا.

2-2-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ :

يكون الفاصل الزمني هو المحدد الأساسي لهذا النوع من الأوامر حيث نميز بين:

2-2-1-أوامر محددة بيوم ،أسبوع أو شهر :

يقصد بالأمر الذي مدته يوم ذلك الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم،وهو يعتبر أمر السوق لأنه لا يحدد سعر معين للتنفيذ ،وغالبا ما يكون هذا النوع من الأوامر مبنيا على توقعات مسبقة بان ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في ورقة مالية معينة .

أهم ما يميز الأمر بيوم هو أن ظروف السوق والظروف الاقتصادية إضافة إلى ظروف الشركة ،كلها عرضة للتغير بين لحظة وأخرى ،ومن ثم فان ما قد يكون ملائما له في يوم أخر .

أما الأمر الذي مدته أسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه،بينما المر الذي مدته شهر فانه ينتهي بنهاية الشهر الذي اصدر فيه الأمر وتجدر الإشارة إلى أن الأمر قد يتحدد بفترة اكبر من ذلك (شهرين أو أكثر) وقد تمتد مدته لتتحول إلى أمر مفتوح.

[1]-صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره ، ص99 .

2-2-2- الأوامر المفتوحة :

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه،ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات ،فقد ينسى المستثمر انه اصدر أمرا مفتوحا نظرا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره ،وحتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائما لتنفيذه ،كذلك قد تصل إلى السوق معلومات لأوامر البيع المحددة التي سبقت الإشارة إليها بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة ،و إذا ما وصل السوق معلومات كان من شانها انخفاض القيمة السوقية للورقة،حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة [1].

2-3-الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

نجد من هذه الأوامر ما يلي:

2-3-1-الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية :

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر.

2-3-2-الأمر المفتوح في حدود سعر معين :

يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد زمنا (وقتا) معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه [2].

2-4- الأوامر الخاصة:

ومن هذه الأوامر نجد:

[1]-منير إبراهيم الهندي ،مرجع سبق ذكره ، ص125 .

[2]- عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، عمان ،2007، ص252 .

2-4-1-أوامر الإيقاف:

هي عبارة عن الأوامر المحددة المتبوعة بأمر الإيقاف،وتعني إشارة قف تدنية المخاطر بمعنى تدنية الخسائر الناتجة عن التقلبات في الأسعار ونجد ضمن هذه الأوامر

2-4-1-1-أمر الإيقاف المتعلق بالبيع :

حيث يجب على الوسيط تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه .

2-4-1-2-أمر الإيقاف المتعلق بالشراء:

حيث يجب أن يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه [1].

2-4-2-أوامر الإيقاف المحددة:

تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف .في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين :سعر إيقاف وسعر محدد ، وبمجرد قيام شخص أخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه ،فانه يتم وضع أمر محدد وبالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على انه أمر محدد مشروط والجدير بالذكر انه إذا تم الوصول إلى سعر الإيقاف فانه من المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف وان كان من غير المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف المحدد [2].

2-4-3-أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه ،وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وماذا كانت الصفقة بيعا أو شراء وتوقيف تنفيذها،أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم

[1]-عصام حسين ، نفس المرجع السابق، ص 89 .

[2]-محمد صالح الحناوي وآخرون ، تقييم الأسهم والسندات ،مدخل للهندسة المالية ،المكتب الجامعي الحديث ، بدون طبعة، مصر،2007، ص42 .

على أساسه الصفقة،وتجدر الإشارة إلى أن التعامل بهذا النوع من الأوامر يقتصر على العملاء الذين لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة الوسيط وقدرته على التحكم.

من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للوسيط بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص الملائمة دون انتظار الأوامر المحددة من الوسيط كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة ولا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظة أوراق مالية.

ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من الوسطاء بهذا النوع من الأوامر لأنه يزيد من عبئ العميل الواقع عليهم إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء[1].

المطلب الرابع :المتعاملين في البورصة

هناك عدة تصنيفات للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية (البورصة) تختلف هذه التصنيفات باختلاف الأسس المعتمد عليها في التصنيف ، و سوف نتطرق إلي أهم هذه التصنيفات.

1-تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل:

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل،والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

1-1-المضاربون المحترفون:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة،هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته،و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق ،هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

[1]- عبد الرحمان بن عزوز ،مرجع سبق ذكره ، ص130 .

1-2-المضاربون الهواة:

وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

1-3-المتآمرون :

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

-معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.

-العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.

-تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

1-4-المستثمرون :

هناك نوعان من المستثمرين:

المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركةوا إدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثاني المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

1-5-المحتاطون:

تهتم هذه الشراكة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة و الحادة في الأسواق ،إذ تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من أجل الحيطة و تقليل المخاطر، خصوصا

وأن المشتقات تسمح لهم بتحقيق مستوي تأكد يتفوق عب الأوراق المالية الأصلية ،ولكن ذلك لا يعني ضمانا كاملا .

1-6-المراجح :

وهم شريحة استثمارية تتعامل بالمشتقات المالية عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر ،إذ تشتري من سوق منخفضة الأسعار و تبيع في سوق أخري مرتفعة الأسعار و تحقق ربحا عديم المخاطر[1].

2-تصنيف المتعاملين إلي عارضين و طالبين:

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، انه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار. وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

2-1-الطالبون لرأس المال :

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين[2]:

الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية. ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:

- محرك السوق ومنعشها.

[1] -سليم جبو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين (2001-2010)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق ، جامعة ورقلة،2012/2011، ص13.

[2] -محمد أمين زويل ، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق ،الدار الجامعية، بدون طبعة ، مصر ،2002 ، ص51.

-يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.

-يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.

-يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

2-2-العارضون لرؤوس الأموال :

ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق ،ويمكن تقسيمهم إلى:

-السماسرة ووكلاء التبادل.

-صناديق الاستثمار.

- المحكمون والمراقبون :"يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم [1] .

[1]-مصطفي رشدي شيحة، اقتصاديات النقود و المصارف، دار المعرفة ، الطبعة السادسة ، مصر، 1996، ص551.

المبحث الثالث:

القيم المتداولة في البورصة

تعتبر البورصة حلقة وصل بين مختلف العارضين لرؤوس الأموال و الطالبين لها ، لكن هذا التواصل الذي يكون بينهما لا يتم إلا بتوفر ما يثبت هذه الحقوق و الالتزامات التي تنشأ بينهما ، و هنا يظهر لنا ما يسمي بأوراق الملكية و المديونية ،و التي تسمي أيضا بالأوراق المالية، و هذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب بالإضافة إلي الأوراق المالية في شكلها الجديد ألا و هي المشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم

تشكل الأسهم احد أصناف الأدوات المالية المتداولة في البورصة ،وتتميز بعدة خصائص ،ولها عدة أنواع سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية :

1-مفهوم الأسهم :

يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

التعريف الأول :الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية ،حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموما ،ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية[1] .

التعريف الثاني:السهم هو حق المساهم في شركة الأموال ،وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري[2].

[1]-طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ،كلية التجارة ،الدار الجامعية ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، 2007، ص11 .

[2]- شمعون شمعون ، مرجع سبق ذكره ، ص21 .

التعريف الثالث:السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة ،سواء كانت نقدية أو عينية ويتكون رأسمال الشركة من هذه الأسهم[1] .

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال ،ويمثل جزءا من رأسمال الشركة ،ويتمثل في صك يعطي للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة ،وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة .

2-قيم الأسهم :

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي :

2-1-القيمة الاسمية :

تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس وعلى ضوئها يتم توزيع الأرباح .

2-2-القيمة الدفترية:

وهي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم وتمثل نصيب السهم الواحد من حق الملكية وتحسب بناءا على قسمة رأسمال المدفوع زائد الاحتياطات على عدد الأسهم وهي تعتبر مؤشر مهم للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم السوقية لذا فهي تلعب دورا مهما في تقييم الاستثمار بالأسهم .

2-3-القيمة السوقية :

وهو السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق بالنسبة إلى الأسهم فان سعرها في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو اقل من القيمة الدفترية وذلك في ضوء ربحية الشركة،وتعتبر أيضا قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فهي تمثل إجمالي السوق على قيمة السهم .

[1]-محمود يوسف ياسين ،مرجع سبق ذكره ، ص42 .

2-4-القيمة الحقيقية :

تدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة وتتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة ،الأرباح الموزعة على المساهمين ،آفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة.

2-4-القيمة عند التصفية :

والتي تعني قيمة السهم عند تصفية الشركة سواء عند اندثارها أو عند انتهاء حياتها بعد99 سنة[1].

3-أنواع الأسهم :

للأسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كما يلي:

3-1- تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به

يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي[2]:

3-1-1-أسهم اسمية :

وهي أسهم تحمل اسم صاحبها ،وتدون فيه البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:الاسم ،اللقب، نوع ورقة الأسهم ...الخ.

3-1-2-أسهم لحاملها:

يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ،ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى ،ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.

[1] سعيدي فاطمة الزهراء ،محاضرة في الأسو اق المالية المعمقة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، الطبعة الأولى، جامعة المدية 2015/2014، ص 50-51 .

[2] - هوشيار معروف كاكامولا ،الاستثمار والأسواق المالية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، بدون طبعة ، عمان ، 2003، ص92 .

3-1-3-أسهم لأمر أو الإذن :

وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة (للأمر) وتتداول بطريقة التظهير ،مع العلم بان هذا النوع نادر الوقوع[1].

3-2- من حيث طبيعة الحصة المقدمة :نميز بين

3-2-1-الأسهم النقدية :

هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقدا ،وتسمى أيضا باسهم رأسمال .

3-2-2-الأسهم العينية :

هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأسمال الشركة .إذ أن البعض قد قدم حصة عينية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الأسهم ،ويتمتع حملة الأسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الأسهم النقدية[2].

3-2-3-الأسهم المجانية :

تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي ،وبالتالي فان هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال .ويتم توزيعها مجانا على المساهمين ،حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي ،ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية[3].

[1]- تقيدة عبد الله ،بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وا إمكانية تطويرها ، مذكرة ماستر في العلوم التجارية ، تخصص مالية ،جامعة المدية 2013/2012 ، ص27 .

[2]- سارة بوزيد ،إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ،جامعة قسنطينة 2006/ 2007، ص22 .

[3]-السيد عليوة ،تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين ،القاهرة ،بدون طبعة ،2006، ص52 .

3-3- باعتبار الاستهلاك واسترداد القيمة[1]:

3-3-1-أسهم رأسمال:

وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ،ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها .

3-3-2-أسهم التمتع (الاستهلاك):

وهي الأسهم التي استهلكت قيمتها بان ردت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجيا، أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة وهو ما يسمى بإطفاء السهم.

3-4-باعتبار الحقوق الممنوحة لمالكها:

تقسم إلى :

3-4-1-الأسهم العادية :

وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها ،ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي مزايدة أخرى ،ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه ،وهناك شركات(وفقا للقوانين الوضعية) تصدر أسهما متفاوتة في الحقوق ،كحق التصويت أو توزيع الأرباح.

وهناك أسهم عادية ضامنة لها طرف ثالث(الحكومة مثلا أو شركة أخرى).يضمن لها حد أدنى من الأرباح الموزعة ،ويتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية.

-حق الحصول على أرباح من الشركة ،ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى بنصيبهم (الدائنون وحملة الأسهم الممتازة وحملة السندات).

-حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى.

[1]- تقيدة عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص29 .

-حق حضور الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات وأي وقائع أخرى .

-حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.

-حق الترشيح لمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة .

-حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأسمال الشركة .

3-4-2-الأسهم الممتازة :

يعرف السهم الممتاز كما يلي:"انه يمثل سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شانه في ذلك شان السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة ،والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في وقت لاحق[1].

يطلق على السهم الممتاز أيضا اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية ،ويتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية :

-حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها ،وهذا من شانه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الأسهم للحصول على الأرباح .

-حق الأولوية عند تصفية الشركة ، فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية .

ويكمن الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر التالية:

-يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية ،ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

[1]- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ،الأسواق والمؤسسات المالية ،الدار الجامعية ، بدون طبعة ، الإسكندرية ،2001، ص 270 .

-حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة .

-يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح هذا معناه أن حملة الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.

-في حالة التصفية، فان الأولوية في هذه الأموال تكون لحملة الأسهم الممتازة مقارنة بحملة الأسهم العادية ،ولكن الأسبقية تكون لحملة السندات في أموال التصفية .

-يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الأسهم الممتازة ،بحيث تقوم بشرائها من أصحابها ،ولا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية[1].

المطلب الثاني:السندات

تعتبر السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو حتى الوزارات المالية في الحكومات ،فهي احدي الأدوات المالية طويلة الأجل و يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط التالية: تعريف السندات و قيمها ،أنواعها و خصائصها ،إهتلاك السندات .

1-تعريف السندات:

للسندات عدة تعاريف منها:

التعريف الأول: شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع فائدة متفق عليها منسوبة إلي القيمة الاسمية للسند[2].

[1]-محمود محمد الداغر ،الأسواق المالية ، دار الشروق للنشر والتوزيع ،عمان ،الطبعة الأولى ،عمان ، 2005، ص101 .

[2]-أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم و السندات تصور وأحكام، مداخلة في مؤتمر "أسواق الأوراق المالية و البورصات أفاق و تحديات"، كلية الشريعة و القانون ، جامعة أم القر 2007 ،المملكة العربية السعودية ، ص05.

التعريف الثاني: تعرف علي أنها صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام وتصدره الشركات أو الحكومات، ويعتبر حامل السند دائنا لها ويعطي لحملة السندات فائدة ثابتة سنوية ولهم استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين [1].

التعريف الثالث:هي عبارة عن صكوك ذات قيمة اسمية قابلة للتداول و غير قابلة للتجزئة تصدرها شركات المساهمة و تعطي للمكتسب مقابل الأموال التي أسلفوها للشركة[2].

و تجدر الإشارة أنه عند إصدار السندات فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:

-القيمة الاسمية :وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.

- معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

-أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.

2-قيم السندات:

للسندات مجموعة من القيم يمكن ذكرها كما يلي:

2-1-القيمة الاسمية:

هي القيمة التي يمتد بها تاريخ إصدار السند من قبل الشركة وتمثل قيمة القرض الذي تحصلت عليه الشركة و التي تكون ملتزمة بسدادها في تاريخ لاحق و عل أساسه يحسب معدل الفائدة.

[1] -عبد الله بن محمد العمراني،السندات من منظور الشرعي"، مداخلة في مؤتمر "أسواق الأوراق المالية و البورصات أفاق وتحديات ،كلية الشريعة والقانون ، جامعة أم القرى المملكة العربية السعودية 2007، ،ص03.

[2] -حسن محمد الرفاعي ، مداخلة بعنوان"سوق الأوراق المالية من المخاطرة إلي الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي ،الملتقي الدولي الثاني "متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية "،جامعة بشار، 2010 ص03 .

2-2-القيمة السوقية:

تظهر هذه القيمة عند التداول للسند في السوق و معاينة السندات ببقية السندات الأخرى ،و تتحدد من خلال التقاء أوامر العرض و الطلب.

2-3-القيمة الدفترية:

القيمة التي يحصل عليها صاخب السند عند انتهاء تاريخ الاستحقاق و هي تحسب عن طريق إضافة القيمة الاسمية إلي مجموع الفوائد.

2-4-القيمة الصفرية :

القيمة التي يجري دفعها فعلا لصاحب السند و تكون عند تاريخ الاستحقاق[1].

2-5-القيمة الجارية:

هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق الثانوية.

2-6-القيمة الحقيقة :

هي القيمة التوقعية لسعر السند عن طرف المستثمر قبل التداول عليه .

3- خصائص السندات:

رغم الاختلاف في نوعية السندات إلا أن العديد من خصائصها يبقي ثابتا و يمكن تلخيص هذه الخصائص فيما يلي :

خاصية التداول في البورصة(أي صكوك لحاملها) و لا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا وجدت سوقا نشطة لرأسمال لتسهيل تداول الأوراق المالية ،و لهذا السبب فإن في نشر الإصدار شرطا يتم بموجبه قيد الإدراج

[1]-عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعة ، بدون طبعة ،الإسكندرية ، 2005، ص 261-262.

بالبورصة حيث تدرج السندات بجدول أسعار البورصة و بدون هذا الشرط يصعب إصدار و تغطية القرض و بذلك تعتبر السندات استثمارية مالية.

-**الخاصية القانونية**:السندات هي بمثابة صكوك يقبل حاملوها و بشروط موحدة إقراض الشركة (المدين) وتختص الشركة بتحديد هذه الشروط مسبقا و من طرف واحد ، و هذا يعني أن المكتتبون يقبلون هذه الشروط و بدون تحفظ و من جهة أخري يحق لحاملها التنازل عنها أو بيعها دون علم المدين (الشركة)[1].

-تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها تقلبات أسعار الفائدة.

-يعتبر حامل السند دائنا بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركةو لا أن يتغير ميعاد استحقاق الفوائد و يستوفي حملة سندات فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم تربح.

-أن يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة بين الشركة و الغير.

-لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بنسبة له.

-يعطي السند الحق في الاستيلاء علي فوائد ثابتة، بالإضافة إلي ذلك يجوز بصورة استثنائية أن يشترط استيلاء حامل السند زيادة علي الفائدة الثابتة نسبة مئوية من الأرباح و يسمي السند في هذه الحالة (السند المشترك في الأرباح) دون أن يعد حامله لهذا السبب مساهما إذا يشترط أن لا يسمح له بالتدخل في الإدارة[2] .

-قابلية السند للتداول (يحق لحامله بيعه لغيره).

-أن يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد للاستحقاق و إنما يمكن بيعه في سوق ثانوي[3].

4-أنواع السندات :

للسندات أنواع مختلفة تختلف باختلاف معيار تصنيفها وعلي هذا الأساس فالسندات تنقسم إلى أنواع عديدة يمكن تصنيفها إلى ما يلي :

[1] -بن عيسي عبد القادر،أثر استخدام المشتقات المالية ف إحداث الأزمات المالية العالمية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية (2006-2012) ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة 2012، ص25 .

[2] -عبد القادر الحمزة ،أساسيات البورصة :قواعد الاقتصاديات الاستثمارية المالية، دار الكتاب الحديث ،بدون طبعة ،عمان ،2010، ص28.

[3] -ضياء مجيد الموسوي، البورصات :أسواق رأس المال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، بدون طبعة ، القاهرة ، 2003، ص37.

4-1-أنواع السندات باعتبار المنفعة العائدة منها

تنقسم السندات باعتبار المنفعة العائدة منها إلى[1]:

4-1-1-السند ذو الفائدة الثابتة:

وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب كاملة وتكون مدة السند ليست طويلة عادة وعند حلول أجل السند يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية وكذا الفوائد الثابتة المنسوبة إلى القيمة الاسمية.

4-1-2-السند الصفري أو السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

هي سندات ليس لها فائدة تدفع دوريا ولذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها والتي تعادل سعر الشراء بالإضافة إلى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات.

4-1-3-السند ذو معدل فائدة متغير:

وهو السند الذي يكون بمعدل فائدة يتغير دوريا على فترات كل أشهر أو سنة ويكون متغير على حسب حالة السوق المالية.

4-2-أنواع السندات باعتبار الطرف المصدر لها:

تنقسم السندات باعتبار الطرف أو الجهة المصدرة لها إلى:

4-2-1-السندات الحكومية:

وهي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم وتتميز هذه السندات بأنها خالية من المخاطر والسبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن لحامليها تحويلها من خلال البورصة أو خارج البورصة إلى سيولة.

[1] - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره ، ص7.

4-2-2-سندات الشركات:

يصدر هذا النوع من السندات من قبل الشركات التجارية ومن ضمنها البنوك والشركات الصناعية وشركات الخدمات ويتم استخدام الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها واستثمارها.

4-3-أنواع السندات باعتبار طريقة التملك:

تنقسم السندات باعتبار طريقة التملك إلى سندات اسمية وسندات لحامله يمكن شرحها كما يلي[1]:

4-3-1-السند الاسمي:

وهي تلك السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل عن طريق التسجيل في سجلات الشركة ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل (الدين الأصلي و الفائدة) أو مسجلة تسجيلا جزئيا (أصل الدين) وأما الفائدة يتم الحصول عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها.

4-3-2-السند لحامله:

وهي السندات التي لا تحمل اسم الشخص المالك لها وتنتقل ملكيتها عن طريق الاستلام.

4-4-أنواع السندات باعتبار الضمان:

السندات باعتبار الضمان نوعان وهما السندات المضمونة وغير المضمونة.

4-4-1-السندات المضمونة:

هي تلك السندات التي تصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب كاملة ويستند عليها في حساب الفوائد وتكون هذه السندات مصحوبة بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك أو بضمان عيني

[1] - شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي،دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دون طبعة ، لبنان، 2002، ص 138-139.

كر هن تقرره الجهة المصدرة للسند على عقاراتها لصالح حملة هذه السندات وتجدر الإشارة أن الضمان يحدد مسبقا عند الاكتتاب.

4-4-2-السندات غير المضمونة:

وهو السند التقليدي الذي سبق تعريفه من قبل ولا يكون مصحوبا بضمان شخصي أو عيني وا ٍنما الضمان الوحيد لهذا النوع هو سمعة الشركة المصدرة له.

4-5-أنواع السندات باعتبار المدة:

للسندات مدد مختلفة أقصرها الموجودة في السوق النقدية والتي لا تتعدى عام ولكن بما أن الدراسة تتمحور حول السوق المتوسطة والطويلة الأجل فقط فإننا سوف نقوم بالتطرق للسندات المتوسطة والطويلة الأجل.

4-5-1-السندات المتوسطة الأجل:

وهي تلك السندات التي تكون مدتها محصورة ما بين سنة وسبعة سنوات.

4-5-2-السندات الطويلة الأجل:

مدتها محصورة من سبع سنوات إلى خمسة وعشرون سنة في الغالب وكلا النوعين يباع بقيمة ثابتة ويدفع عليه فائدة دورية طول مدته ثم يسترد مالكه قيمته الاسمية في نهاية تلك المدة.

4-5-3-من حيث القابلية للتحويل:

للسندات بهذا الاعتبار نوعان و هما

4-5-4-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

وهي تلك السندات التي يمكن لمالكها من إمكانية تحويلها إلى سهم عادي إذا رغب في ذلك وغالبا يشترط مرور مدة معينة حتى يتمكن مالك السند الاستفادة بذلك، وغالبا ما تلجأ المنشآت إلى هذه الوسيلة للحصول على التمويل من المساهمين المترددين في الاكتتاب في الأسهم هذا مع أن معدل العائد

على هذا النوع غالبا يكون اقل من معدل الفائدة السائدة في السوق نتيجة الميزة التي تسمح بها من إمكانية التحويل إلى أسهم عادية[1].

4-5-5-السندات غير القابلة للتحويل:

وهي تلك السندات التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم وهي نفسها السندات التقليدية عائدها يكون أكبر من عائد السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

5-اهتلاك السندات:

باعتبار أن السندات تمثل قرض قصير لأجل معين فإنه يترتب علي الجهة المصدرة سداد هذا القرض في الأجل المتفق عليه ،إن طريقة أو كيفية السداد قد ينص عليها نظام إصدار السندات كما أنها قد تعود لاختيار جهة المصدر في حال عدم وجود نص صريح حول ذلك و هناك عدة طرق لاهتلاك السندات.

5-1-السداد الجزئي للسندات :

يتوقف مقدار الجزء المسدد علي إمكانيات الشركة المصدرة و هناك طريقتان :

5-1-1-شراء السندات من الصندوق:

في هذه الحالة تقوم الشركة بشراء سنداتها أو جزء منها من الأسواق المالية ثم تقوم بإلغاء ما اشترته، و يختار هذا الأسلوب عندما تري الشركة المصدرة أن قيمة السندات الجارية أقل من القيمة الاسمية في الأسواق.

5-1-2-استدعاء جزء من السندات و سداد قيمتها لأصحابها:

و في هذه الحالة لابد من وجود نص قانوني في نظام الإصدار يسمح للشركة باستدعاء السندات.

[1]- خيري الجزيري، إدارة المنشات والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة ، بدون طبعة ، مصر، 2002، ص130.

5-1-3-تكوين احتياطي اهتلاك السندات :

ينص نظام إصدار علي شرط تكوين احتياطي لاستهلاك السندات وهذا علي عدة طرق منها:

- تخصيص مبلغ سنوي ثابت طيلة فترة القرض .
- تخصيص مبلغ سنوي كنسبة مئوية معينة من قيمة السندات المصدرة.
- تخصيص مبلغ سنوي متزايد (يتزايد من عام لأخر).
- تخصيص مبلغ سنوي متناقص.
- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

5-2-السداد التدريجي:

يستخدم هذا الأسلوب عندما تصدر شركة سندات بتواريخ استحقاق متتالية .

5-2-1-تقديم جوائز و مكافأة سداد:

بهدف تشجيع مستثمرين علي اقتناء السندات فإنها تقوم بإصدار سندات بقيمة اسمية معينة لكن عند السداد قد ترفع منها أو تخفض من تلك القيمة و يعتبر الفرق هنا مكافأة سداد[1].

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق بين الأسهم والسندات ملخصة في الجدول أدناه .

[1]-مروان عطوان ، الأسواق النقدية و المالية و مشكلاتها في عالم النقد و المال –أدوات و آليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، الجزائر ، بدون سنة ، ص76- 80.

الجدول(01-01) :مقارنة بين الأسهم والسندات

الأسهم	السندات
1-جزء من رأس المال الشركة.	1 -دين على الشركة.
2-حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	2-حامل السند دائن بقيمة السند.
3-ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3-عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4-حامل السهم له حق الرقابةوا إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4-حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
5-حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.	5-حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6-عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6-حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7-القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7-القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8-عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.	8-الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9-للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	9-حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.

المصدر :سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية،أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية،تخصص تجارة دولية ،جامعة بسكرة 2015/2014،ص44 .

المطلب الثالث :المشتقات المالية

بالإضافة إلي الأدوات الملكية و المديونية ، يوجد هناك أنواع أخري من الأدوات يطلق عليها المشتقات المالية ، و لتوضيح ما سبق ذكره سنتطرق إلي مختلف المفاهيم المتعلقة بالمشتقات .

1-تعريف عقود المشتقات:

تعرف الأدوات المالية المشتقة علي أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل أخر ، يطلق عليه الأصل الأساس أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع ، و من أبرز أشكالها عقود المستقبليات ، العقود الآجلة ، عقود الخيارات و غيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة[1].

كما تعرف علي أنها عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط و الاستثمار و المضاربة و يكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها و تتعلق بفترات والتز امات خارج الميزانية[2].

2-أنواع المشتقات المالية :

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات المالية

2-1- عقود الخيار

2-1-1-تعريفها :

الخيارات المالية عبارة عن عقود مالية لحاملها الحق في بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا ينفذ في تاريخ لاحق محدد مع حرية التنفيذ أو عدمه[3].

و بالطبع هناك بالمقابل علي مشتري الخيار بأن يدفع ثمنها لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع فيها من جراء هذا العقد ، ويسمي بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه، و بالنسبة للبائع فهو ملزم بالتنفيذ

[1]-أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال ،الدار الجامعية ، بدون طبعة ،الإسكندرية ، 2003، ص201.

[2]-محمد بن رجم خميسي،المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، الملتقي العلمي الدولي حول:الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة سطيف ، أيام 20-21أكتوبر2009 ، ص3.

[3]-فريد النجار ، أسواق المال و المؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، بدون طبعة ،الإسكندرية ، 2009، ص198.

في حال طلب منه ذلك مشتري الحق علي عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزما بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك أي إذا كان التنفيذ لصالحه.

2-1-2-أنواع عقود الخيار:

تنقسم عقود الخيار إلي عدة أنواع حسب عدة معايير

2-1-2-1-حسب تاريخ التنفيذ:

-الخيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخري علي أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء ، وذلك خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد.

-الخيار الأوربي: يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عددمن الأوراق المالية أو أصول أخر علي أن يتم تنفيذ العقد في تاريخ استحقاقه.

2-1-2-2-حسب طبيعة العقد:

-خيار الشراء : يعطي لصاحبه الحق في شراء و ليس الالتزام بالشراء ،و يستخدم لتحقيق أغراض المضاربة حيث يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ.

-خيار البيع : ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك ، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق ،و اللجوء إلي السوق للبيع بالسعر الأعلى.

2-1-2-3-حسب ملكية الأوراق المالية:

-الخيار غير المغطي: هو حق الاختيار الذي لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

-الخيار المغطي:هو حق اختيار شراء أو بيع ، يكون محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

2-2-العقود الآجلة :

يتم من خلالها بيع و شراء الأصول المالية في تاريخ لاحق ، حيث يلتزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق ، و بسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد ،و يسمي هذا السعر بسعر التنفيذ (مثلا تستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع و شراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدي البنك) و ذلك لتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف و من هنا فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية و سوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص و مغلق بين طرفين [1].

2-3-العقود المستقبلية :

يتم التطرق هنا إلي مختلف تعاريف العقود المستقبلية ،و مختلف أنواعها

2-3-1-تعريف العقود المستقبلية:

يمكن تعريفها كما يلي:

التعريف الأول: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي،فهي تشبه العقود الآجلة قديما ، و تمثل هذه الأدوات تعاقد بين طرفين أحدهما بائع و الأخر مشتري ، بغرض تسليم السلعة أو الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق متفق عليه[2].

التعريف الثاني: يعرف العقد المستقبلي أيضا علي أنه التزام متبادل بين طرفين يفرض علي احدهما أن يسلم الأخر أو يستلم كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان و زمان محددين و بسعر محدد و بواسطة طرف ثالث كوسيط[3].

---

[1] -سارة بوزيد ،مرجع سبق ذكره ، ص28.

[2] -محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم السندات و الأسهم ، الدار الجامعية ، بدون طبعة ، الإسكندرية ، 2000، ص413.

[3] -سرارمة مريم ، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية" رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2012/2011، ص24.

2-3-2-أنواع العقود المستقبلية:

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي[1]:

-عقود مستقبلية علي أسعار فائدة: و هي العقود التي تتم بين مشتري العقد و بائع العقد ، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية ، و لا يتم التسليم الفعلي لأصول المقترضة .

-العقود المستقبلية التي تنصب علي مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ و سعر محددين مسبقا ،و تكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثابتة تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر علي أساس سعر إقفال آخر يوم التعامل في العقد و سعر الشراء العقد.

-عقود مستقبلية علي السلع: هو بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما علي تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

[1]-أحمد صالح عطية ، مرجع سبق ذكره، ص235-240.

الجدول(1-2):مقارنة بين عقود الخيار والعقود الآجلة والمستقبلية

وجه المقارنة	عقود الخيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- ماهيتها	هي عقود خيارية بالنسبة لمشتري أي يكون له الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزما لمصدره وهي نمطية ولا تتم فيها التسوية السعرية على أساس يومي	هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها.	هي عقود نمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محلا للتفاوض بما يجعلها عقودا غير شخصية والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما.
2-درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي	ليس لهل سوق ثانوي الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه (دون خسائر) وبالتالي فهي تنطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل	لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء
3-مدى التعرض للخسارة	تقتصر خسائر مشترى عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط .ولا يحق لمشترى عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر (أي البائع) عند التعاقد حتى في حالة تنفيذ المشترى لعقد الخيار	تتحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقا لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر.	خسائر مشترى العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة.

4-استخدامها	على الرغم من أنها تستعمل كوسيلة للتحوط ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد، إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضا من جهة نظر كل من مشترى عقد الخيار ومحرره (البائع) .	لا يجد المضاربون مكانا في سوق العقود الآجلة فهم لا غرض لهم في الأصل محل التعامل، بل إن كل ما يهم المضارب هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوم بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح.	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح.

المصدر:سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية ،تخصص تجارة دولية ،جامعة بسكرة ، 2015/2014 ،ص50 .

2-4-عقود المبادلات:

هي اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهد الطرفان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد. أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول[1].

و تستخدم المبادلات في عدة أغراض منها :

-الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.

-تخفيض تكلفة التمويل.

-الدخول إلي أسواق جديدة.

-استحداث أدوات جمركية[2].

[1] -عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمشق ،2009-2010، ص22.

[2] -حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم(دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية،الأردن،السعودية وفلسطين ،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية،تخصص الأسواق المالية و البورصات ،جامعة بسكرة 2015/2014 ، ص23.

خلاصة الفصل:

وجدنا من خلال هذا الفصل أن البورصة تعتبر الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي و الصناعي ، الذي مرت به معظم الدول ،و للبورصة مجموعة من الوظائف ، فهي تعتبر قناة كاملة للتمويل السريع و الأمثل بين المدخر و المستثمر ،و حلقة اتصال بين مختلف قطاعات المجتمع .

و البورصة تعد المكان الذي يلتقي فيه كل من يبحث عن توظيف أمواله لتحقيق جملة من الأهداف تختلف من شخص لآخر ، و في إطار ذلك سنحاول في الفصل القادم إعطاء فكرة مبسطة عن بيئة الاستثمار بإضافة إلي شخص المستثمر و كيفية تكوينه للمحفظة المالية الملائمة.

الفصل الثاني:

مفاهيم حول الاستثمار المالي،المستثمر،عملية الإستثمار المالي،محفظة الاوراق المالية

تمهيد:

يعد الاستثمار واحدا من أكثر أشكال النشاط الاقتصادي حضورا ومثارا للاهتمام من قبل الدارسين والمهتمين بل من قبل متخذي القرار السياسي والاقتصادي فهو ركن أساسي من أركان الحياة الاقتصادية ،ويعد سبيلا بالغ الأهمية لتحقيق التطور والتنمية الاقتصادية .

ويوجه الاستثمار الأصول المملوكة أو المقترضة(مقابل فوائد معينة يتحملها) بغرض تحقيق إيرادات كافية تغطي هذه الأصول وتكاليفها (وهوامش المخاطر المتوقعة) وتحقق عائدا ايجابيا ايضافيا ، ولنجاح هذه العملية على المستثمر أن يدرك مفهوم الاستثمار المالي (أهدافه ،والمقومات الأساسية للقرار الاستثماري)،وان يتبع الأساليب والطرق العلمية للمفاضلة بين بدائل الاستثمار المتاحة وتحديد خصائصها وذلك بما ينسجم مع هدفه الاستثماري .

وتشكل محفظة الأوراق المالية إحدى أهم الأدوات المستعملة في الاستثمار المالي حيث يختار المستثمر محفظته بما ينسجم واحتياجاته في إطار التركيز على أفضل عائد وبأدنى مستوى من المخاطر وهذا ما سنحاول عرضه في هذا الفصل بتقسيمه إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول : مفاهيم حول الاستثمار المالي.

المبحث الثاني:المستثمر وعملية الاستثمار المالي .

المبحث الثالث :محفظة الأوراق المالية .

المبحث الأول:

مفاهيم حول الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية من أكبر الموضوعات المثيرة للاهتمام ،فالاستثمار يتطلب تحميل المستثمر درجة معقولة من عدم التأكد من النتائج كون هذا الأخير مرتبط بالعديد من المخاطر ،لذلك يجب عليه أن يكون ملم بكل ما يتعلق به .

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي وقرار الاستثمار

جرت العادة أن يستهل التعريف في بدايته بتسليط الضوء على مفردات موضوع الدراسة، وذلك بتحديد المراد من تلك المفردات لغة واصطلاحا، بحيث يغدو ذلك مدخلا لتناول بقية فقرات موضوع الدراسة، وجريا على هذه العادة المتبعة، فإننا سنعني في هذا العنصر بضبط المعنى المراد من مصطلح الاستثمار في اللغة وفي الاصطلاح الاقتصادي.

1-مفهوم الاستثمار المالي:

-الاستثمار لغة:

مشتق من كلمة استثمر ، يستثمر معناها ينمي أي يزيد النماء يكون غالبا في الأموال في صورتها النقدية أو المالية أو التجارية أو أي صورة من الصور الأخرى التي عرفها الإنسان عبر التاريخ سواء كانت عقارات ،منقولات بالإضافة إلي الصور المعنوية الأخرى[1].

-الاستثمار من الناحية المالية :

فهو حصيلة امتلاك المستثمر الطبيعي أو المعنوي لأدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات المديونية (السندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة[2].

[1] -فارس فيصل،أهمية الاستثمار الأجنبي مباشر في الدول العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر،2004، ص03 .

[2] -أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص20.

-الاستثمار في اصطلاح الاقتصاديين:

-الاستثمار هو التضحية بقيم (مبالغ) حالية مؤكدة في سبيل الحصول علي قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل[1].

- يعرف الاستثمار علي أنه استثمار الأموال في الأصول التي سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية علي أمل أن يتحقق من وراء هذا الأصل عائد في المستقبل[2].

- كما يعرف الاستثمار علي أنه الاستثمار المتعلق بالأسهم و السندات و أذونات الخزانة و الأدوات التجارية و القبولات المصرفية، و الودائع القابلة للتداول و الخيارات[3].

و عليه يعرف الاستثمار المالي علي أنه توظيف الأموال في أصول مالية ، بغض النظر عن شكلها و يتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأسمال توفر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

2-قرار الاستثمار:

يهدف المستثمر المالي من وراء استثماره في الأوراق المالية إلي تعظيم مكاسبه و منافعه ،من خلال زيادة قيمة و مرد ودية تلك الأوراق المالية ،الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلي زيادة ثروتهم، ولتحقيق ذلك لابد من اتخاذ قرار استثماري رشيد.

فقرار الاستثمار يتطلب الخبرة و المعرفة التامتين بجوانب التعامل في البورصة و نوعيات الأوراق المالية المتداولة فيها ، حتى يتمكن من تحقيق العوائد و الأرباح المطلوبة.

[1] -سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ، بدون طبعة ، القاهرة ، بدون سنة ، ص23.

[2] -نمري نصر الدين ، الموازنة الاستثمارية و دورها في ترشيد الإنفاق الاستثماري (دراسة حالة مشروع كهربة السكك الحددية لضاحية الجزائر)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة ،جامعة بومرداس، 2009، ص26.

[3] -صلاح الدين شريط ، مرجع سبق ذكره ، ص36.

2-1-مفهوم القرار الاستثماري

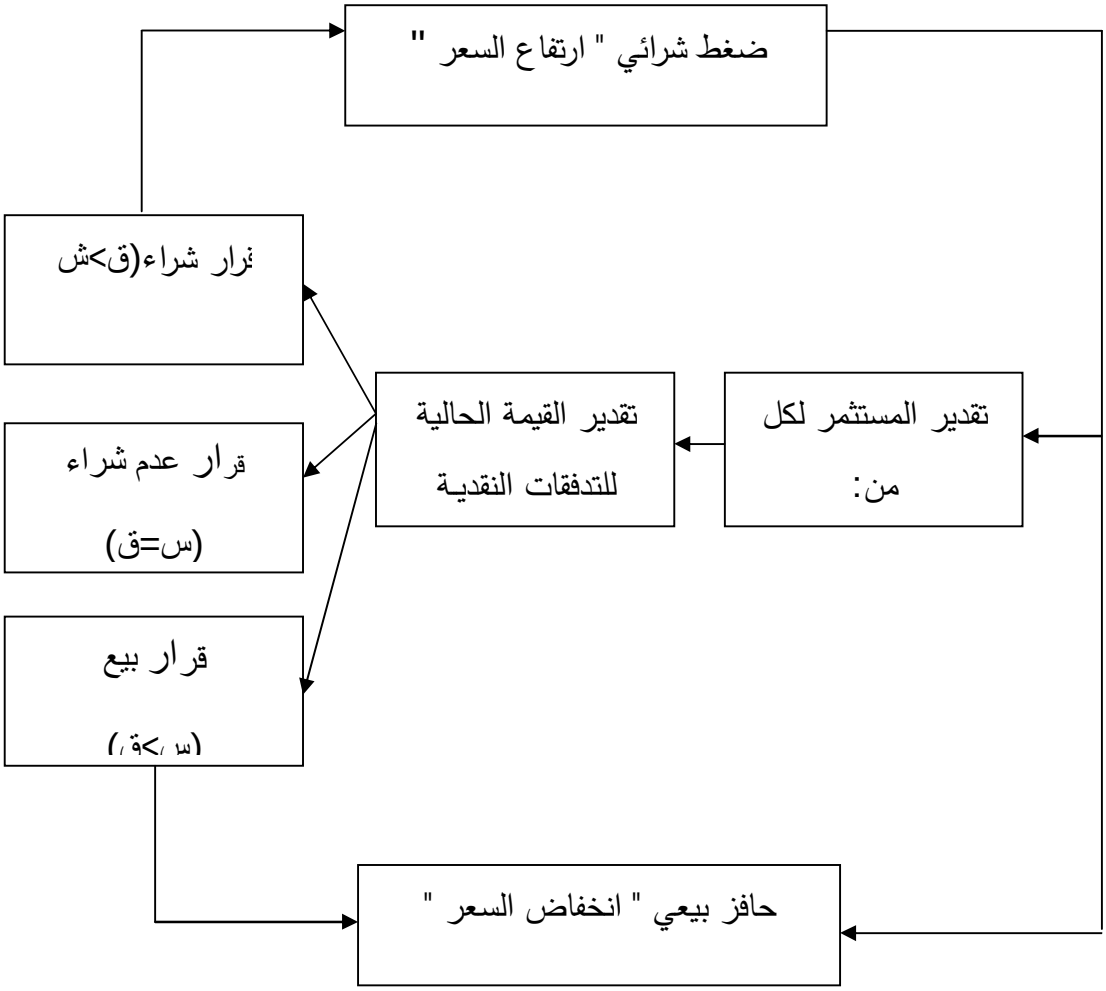
إن صنع القرار الاستثماري يعتبر من أصعب مراحل العملية الاستثمارية ويتمثل في اختيار البديل الملائم المكن من بين البدائل المتاحة وتحديدها وتحليلها والموازنة بينها ومن ثم اختيار البديل الملائم حسب رغبات المستثمر وميوله مع مراعاة المبادئ الاستثمارية[1].

2-2- أنواع القرارات الاستثمارية

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تطلب منه اتخاذ قرار، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأوراق الاستثمارية من جهة، وقيمتها من وجهة نظر أخرى، ضمن ثلاثة أنواع كما هو موضح في الشكل التالي:

[1]- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، عمان ، 2006، ص 159.

الشكل رقم02-01: نموذج القرار الاستثماري



المصدر: محمد مطر،فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر،الطبعة الأولى،عمان، 2005، ص 17.

وفقا للنموذج الموضح أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحدا من ثلاثة قرارات حسب ظروفه وظروف السوق:

- قرار الشراء:

يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الاستثمارية (ق) وذلك كما يراها المستثمر أي (س<ق)، مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا، يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة[1].

- قرار البيع:

بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد في نطاق نموذجه الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن (س) في تلك اللحظة مازال أقل من (ق) مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن (ق)، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة (س>ق) مولدا بالتالي حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع، وذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي.

المطلب الثاني :مبادئ وأدوات الاستثمار المالي

تشير عملية اتخاذ قرارات الاستثمار إلى القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة ،ولكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة لابد من مراعاة مجموعة من المبادئ والأدوات .

[1] -محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر ،الطبعة الأولى، عمان ، 2005، ص 18.

1-مبادئ الاستثمار المالي :

حتى يتم اتخاذ أي من قرارات الاستثمار فان على المستثمر مراعاة مجموعة من المبادئ والمتمثلة في[1] :

1-1-مبدأ الاختيار :

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

1-2-مبدأ المقارنة :

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

1-3-مبدأ الملائمة:

يعتبر منحنى التفضيل الأساس لتطبيق هذا المبدأ وشكل هذا المنحنى يتحدد بدخل المستثمر، عمره ، وظيفته ومركزه الاجتماعي ،ويشترط هذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الإمكانيات المالية والثقافية للمستثمر[2] .

1-4-مبدأ الموضوعية :

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

---

[1]- زياد رمضان ،مرجع سبق ذكره ، ص28-29 .

[2]-ارشد فؤاد التميمي ، عزمي أسامة ،الاستثمار بالأوراق المالية ،دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى،عمان ،2004 ، ص17 .

1-5-مبدأ التنويع :

يراعي هذا المبدأ عندما يكون الاستثمار يتميز بمخاطرة كبيرة لذا يجب على المستثمر أن يلجا إلى تنويع استثماراته للحد منها ، وتوجد أسس مختلفة للتنويع من أهمها[1]:

*تنويع قطاعي؛

*تنويع سوقي(أسواق حاضرة، مستقبلية، محلية،أجنبية)؛

*تنويع في الأوراق المالية(أسهم، سندات) ؛

*تنويع في نوعية الورقة المالية(أسهم ممتازة/أسهم عادية)؛

2-أدوات الاستثمار المالي:

تصنف أدوات الاستثمار المالي طبقا لطبيعة الالتزام ،النوع الأول :يمثل حقوق الملكية وتضم الأسهم العادية والأسهم الممتازة .والنوع الثاني يمثل حقوق المديونية وتضم السندات طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة وشركات الأعمال ،وشهادات الإيداع المصرفي والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات ذات السمعة الائتمانية العادية .

وحدد قانون بورصة عمان للأوراق المالية رقم(23) المؤقت في 1997 بموجب المادة(3) من أحكام الفصل الأول الأوراق المالية كالآتي[2]:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول ؛

- إسناد القرض الصادر عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة والمؤسسات العامة أو البلديات ؛

- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية ؛

[1]-محمد عوض عبد الجواد ،علي إبراهيم الشديفات ،الاستثمار في البورصة –أسهم –سندات-أوراق مالية،دار الحامد للنشر والتوزيع ، بدون طبعة ، عمان ، 2006، ص 53 .

[2]-ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي ،مرجع سبق ذكره ، ص22 .

- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار ؛

- إسناد خيار المساهمة ؛

- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية؛

- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع ؛

- أي أوراق مالية محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل المجلس مع مراعاة التشريعات المعمول بها ؛

تختلف طبيعة أدوات الاستثمار باختلاف نوعها ومجالها بما يجعل المستثمر على درجة عالية من الدقة في الاختيار وتكوين محفظته من الأوراق المالية ،والخيارات المتاحة أمام المستثمر هي إما من حيث الجهة المصدرة للورقة المالية ،أو من حيث ثبات العائد من عدمه هذا بجانب اختلافهما من حيث خاصية الأمان والسيولة .

المطلب الثالث: مراحل و استراتجيات الاستثمار المالي

إن اتخاذ المستثمر لقرار الاستثمار يكون علي أساس المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة، من خلال مختلف الاستراتجيات المتاحة له ،و بالتالي فإنه يستثمر في الأوراق المالية من خلال تحليلها و إدارتها بناء علي عدة خطوات لابد من إتباعها للوصول إلي أفضل النتائج.

1-مراحل الاستثمار المالي :

للقيام بعملية الاستثمار لابد من إتباع عدة خطوات ننجزها فيما يلي:

1-1-تحليل الأوراق المالية:

يعتبر تحليل الأوراق المالية الخطوة الأولي في عملية اتخاذ القرار الاستثمار، حيث يتم تقييم

و تحليل الأوراق المالية ،و تحتاج عملية التقييم لدراسة خصائص الاستثمارات المختلفة و العوامل التي تؤثر عليها،ثم يتم اختيار احد نماذج التقييم المتعارف عليها لتحديد سعر الورقة المالية أي قيمتها

الحقيقة ، حيث يعتبر كل من العائد و المخاطر هما المحددات الرئيسية الواجب التنبؤ بها للوصول إلي القيمة الحقيقة للورقة المالية، كما يجب علي المستثمر أن يأخذ بالاعتبار مدي كفاءة السوق ،

و هناك مدخلين أساسين لتحليل الأوراق المالية ، و هما مدخل التحليل الفني و التحليل الأساسي[1] .

1-1-1-التحليل الأساسي:

يهدف إلي تحقيق تقدير معقول لقيمة الأسهم الحقيقة في الأسواق المالية ،و ذلك من خلال قيام بمجموعة من التحاليل علي مستوي الاقتصاد ككل وعلي مستوي القطاعات ،و علي مستوي الشركات ،و هذا من أجل الوقوف علي أهم الشركات الرائدة في السوق المالي و المراد الاستثمار في أسهمها .

1-1-2- التحليل الفني:

دراسة تطور السوق و ذلك بالاعتماد أساسا علي قاعدة المنحنيات و ذلك من أجل التوقع بالاتجاهات المستقبلية[2]،و التي من خلالها يمكن تحديد الوقت المناسب لاتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

1-2- إدارة محفظة الأوراق المالية:

تشير هذه الخطوة إلي إدارة المحفظة المكونة من مجموع الأوراق المالية المختارة ليتم إدارتها كوحدة استثمارية واحدة أي محفظة بحيث تساهم بتحقيق أهداف المستثمر بتعظيم العائد و تخفيض المخاطر ،و هذا من خلال اختيار عناصر المحفظة من حيث أنواعها و نسبة الأموال المستثمرة في كل منها مقارنة بإجمالي ثروة المستثمر، و يتوقف نجاح الاستثمار من خلال عملية المراجعة الدائمة للمحفظة لتحديد متى و كيف يجب تغيير عناصر المحفظة ، بحيث تتغير أهداف المستثمرين من ناحية ،كما تتغير أسعار الأوراق المالية من ناحية أخري، و يلاحظ أن بناء المحفظة و مراجعتها لابد

[1] -سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاه المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية ،مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل الجامعة الإسلامية غزة،2010 ، ص60 .

[2] -سناع فاتح ، دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري(دراسة حالة سوق الأسهم السعودية)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات ، جامعة قسنطينة ، 2008 ، ص03.

أن تتم بصفة مستمرة من خلال إتباع إحدى الإستراتجيتين الإستراتيجية السلبية وا إستراتيجية الاستثمار النشطة.

2-استراتجيات الاستثمار:

تنقسم إستراتجيات الاستثمار إلي أربعة أقسام، القسم الأول هو الاستراتجيات التي تعرف بكفاءة أسواق رأسمال، و هي تخص المستثمر الذي يعتمد على التحليل الأساسي لأن هذا المدخل يمده بالقيمة الحقيقية للورقة، القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر السوقي لهذه الورقة، ومن هنا يجب تحديد الإستراتجية التي يتمكن من خلالها المستثمر من تحقيق أرباح و تعتمد الإستراتجية التي تعترف بكفاءة السوق على مبدأ واحد فقط و هو الشراء و الاحتفاظ .أما المستثمر الذي يتعامل التحليل الفني الذي يبني إستراتجيته على أساس تحديد نمط لتحرك أسعار الأوراق الماليةبناء ً ا على المعطيات التاريخية ثم توقع الاتجاهات المستقبلية للأسعار، ومن هنا تكون الإستراتجية الوحيدة هي شراء الأوراق المالية التي تبين التوقعات أن قيمتها سترتفع وبيع الأوراق المالية التي تبين التوقعات أن قيمتها ستنخفض في المستقبل .أما القسم الثالث و الرابع فهو يخص إستراتيجيات صغار المستثمرين.

2-1-الإستراتجية التي تعرف بكفاءة السوق:

يطلق علي هذا النوع من الاستراتجيات اسم الإستراتجية الساكنة ،و ذلك لأن كفاءة السوق تمل في طياتها بأن أسعار الأسهم تعكس قيمتها الحقيقة أي العائد يتناسب مع المخاطر ،و بالتالي يستحيل علي المستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقة ،و ذلك لأن المعلومات التي وصلت إلي هذه النتائج تكون متوفرة لكل المستثمرين في نفس الوقت و دون تكلفة و هي تحتوي علي:

2-1-1- إستراتجية الشراء و الاحتفاظ :

تقتض هذه الإستراتجية بأنه بمجرد توفر الأموال ، علي المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، ولكي تتحقق هته الإستراتجية ينبغي أن نراعي عدد من الاعتبارات:

-تنويع الاستثمارات : يساهم التنويع الجيد بشكل كبير في تخفيض نسبة المخاطر؛

- مستوى المخاطر : و التي يمكن التحكم فيها عن طريق التنويع الجيد للمحفظة؛

-السيولة : و هذا من خلال تشكيل محفظة مالية يسهل تصريفها ومن الأفضل أن تكون مشكلة بأوراق مالية قصيرة الأجل ؛

- توقيت الاستثمار:و هو التوقيت الجيد لأوقات البيع و الشراء[1]؛

2-2-الاستراتجيات التي لا تعرف بكفاءة السوق:

و تعرف أيضا بالإستراتجيات النشطة للاستثمار وهي تقوم على فرض معاكس تمام ا للفرض الذي تقوم عليه الإستراتيجيات الساكنة حيث أن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات وفي نفس الوقت، كما أنهم لا يعتمدون علي نفس وسائل التحليل و المعلومات وتقدير القيم و في هذا الصدد توجد ثلاثة مداخيل للإستراتجية النشطة لإدارة المحفظة المالية و هي :

2-2-1-إستراتجية اختيار الأوراق المالية:

تقوم إستراتيجية اختيار الأوراق المالية على قيام المستثمر باختيار الأوراق المالية اعتمادا على التحليل الأساسي أو الفني، إضافة إلى طرق تقييم الأسهم بهدف إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية واتخاذ قرار تضمينها المحفظة بناء على هذه النتائج.

2-2-2- إستراتجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:

و يقصد بها إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي للقطاعات الأخرى و إن الشائع تقسيم أسهم القطاعات إلي أربعة أقسام و هي:

[1] -بلجبلية سمية، أثر التضخم علي عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996-2006)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات ، جامعة قسنطينة ،2010، ص73.

2-2-2-1-أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة :

هناك علاقة عكسية بين كل من الأسعار وأسهم الشركات في كل من فترتي الرواج و الكساد.

2-2-2-2-أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية:

لا تختلف هذه الأسهم عن سابقتها إلا أنها لا تتأثر كثيرا بموجات الكساد والرواج في الفترة قصير الأجل .

2-2-2-3-الأسهم الدفاعية :

لا تتأثر كثيرا بالدورات الاقتصادية لذلك فهي من الأوراق قليلة المخاطرة مثل السندات[1].

2-2-3-إستراتجية توقيت السوق :

تقوم علي فكرة أن المستثمر يمكنه تحقيق أرباح غير عادية، إذا ما تمكن المستثمر من معرفة التوقيت المناسب الذي يقوم فيه بتكوين محفظة من الأسهم في أوقات الرواج والتوقيت المناسب لبيع الأسهم واستثمار الأموال في أصول مالية أخرى عند توقع انخفاض أسعار الأسهم[2].

2-3-إستراتجية السمات المتعددة:

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي تتوفر فيها مجموعة من السمات المحددة تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي تتوفر فيها المميزات التالية:

-أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل؛

-أن يكون مضاعف الربحية أي سعر السهم/ربحيته أكبر من % 40 مقارنة بأعلى مضاعف ربحية؛

-أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل ؛

[1]- بلجبلية سمية ، نفس المرجع السابق ، ص76.

[2]-حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي ، ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمشق ،2009، ص33.

-أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة؛

-أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي على الأقل ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة؛

-أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة؛

-أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنان؛

-أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة؛

-أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار ؛

2-4- إستراتجية السمة الواحدة:

تتكون هذه إستراتجية من سبعة إستراتجيات:

2-4-1- إستراتجية المضاعف:

يقصد بتلك الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له أكبر من مضاعف الربحية الفصلي.

2-4-2- إستراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل توزيعات :

تقتضي هذه الإستراتجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي يتوقع أنه سيتم اشتقاقها، أو الأسهم التي يتوقع أن تصدر أسهما مقابل التوزيعات، وذلك حتى يتمكن هذا المستثمر من الاستفادة من خاصية زيادة السيولة لهذه الأسهم ،و ارتفاع قيمتها الحقيقية[1].

2-4-3- إستراتجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة:

تقتضي شراء السهم الذي يتوقع زيادة في توزيعاته النقدية.

[1] -بلجبلية سمية ، مرجع سبق ذكره ، ص78.

2-4-4- إستراتجية الإصدارات الجديدة:

تقتضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشأة التي طرحت إصدارتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة ،وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية.

2-4-5-أسهم الشركات الصغيرة:

حيث يولد الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عائدا يفوق عائد السوق حتى بعد أخذ المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار بعين الاعتبار،لأن بعض المنشآت الصغيرة عادة لا تتوفر بشأنها معلومات كافية.

2-4-6- أسهم الشوكات الخاسرة:

إن الاستثمار في أسهم المنشأة التي منيت بخسارة عادة ما يكون أكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في أسهم المنشأة التي حققت أرباحا حتى مع تثبيت حجم المنشأة يظل العائد الكبير [1] .

و عموما إن تطبيق المستثمر للإستراتجية الاستثمارية هي ضرورة لمعرفة حسن أداء محفظته و تحتوي الإستراتجية الاستثمارية على عناصر عديدة منها[2]:

- ما هو الهدف من الاستثمار؟
- ما هي البدائل الاستثمارية المساندة ؟
- كيف أتمكن من مواجهة المخاطر في حالة حدوثها ؟
- ما هو العائد المتوقع علي المدى القريب و البعيد ؟
- ما هي التسهيلات التي استطيع الحصول عليها ؟

[1] -بلجبلية سمية، نفس المرجع السابق، ص79.

[2] - عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع ،الطبعة الأولي، عمان ،2008، ص199.

المطلب الرابع :مزايا وعيوب الاستثمار المالي

إن الاستثمارات المالية تتمتع بمجموعة من المزايا ومقابل هذه المزايا هناك عيوب إلا أن محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل على العيوب ويمكن تلخيصها فيما يلي[1]:

1-مزايا الاستثمار المالي :

- لها أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قياسا بأدوات أخرى للاستثمار ،هذه الأسواق توفر مرونة اكبر للتداول وزيادة سيولتها .

- تكاليف المتاجرة بها منخفضة ،فاغلب الصفقات تتم بواسطة الهاتف أو أية وسيلة اتصال فعالة ،كما أنها لا تحتاج إلى كلفة خزن أو صيانة .

- تتمتع بخاصية التجانس ،فأسهم الشركة غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها مما يسهل عملية تقويمها واحتساب عوائدها .

- وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة دون أن يكونوا خبراء في الموضوع .

2-عيوب الاستثمار المالي :

- انخفاض درجة الأمان عما هي في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل السندات المضمونة بموجودات الشركة التي أصدرتها أو الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح.

- يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة أو الطويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم.

[1]- زياد رمضان ،مرجع سبق ذكره ، ص41 .

المبحث الثاني:

المستثمر وعملية الاستثمار المالي

يعد المستثمر العنصر الأهم و الفعال في منظومة الأسواق المالية ، و بدونه تتوقف حركت الأسواق،و نظرا للمكانة الكبيرة التي يعتليها هذا الأخير ارتأينا أن نتطرق في هذا المبحث إلي كل ما هو خاص به من (مفاهيم ، أنواع ، أهداف، دوافع).

المطلب الأول: مفهوم المستثمر وأنواعه

قبل الشروع في الاستثمار يتعين علي كل مستثمر تحديد فئة المستثمرين التي ينتمي إليها ذلك لأن المستثمرين في السوق المالي تختلف أهدافهم ،و كذلك حاجاتهم و بالتالي تختلف طرق تسيرهم للمحفظة.

1-مفهوم المستثمر:

لغة: اسم مفعول من استثمر ، و يقال استثمر أمواله ،استغلها و جعلها تثمر.

اصطلاحا: كل شخص يقوم باستغلال أمواله في بيع و شراء الأوراق المالية المتداولة في البورصة سواء كان هذا الشخص طبيعي أو معنوي.

كما يمكن تعريفه بأنه ذلك الشخص الذي يقوم باستثمار جزء من دخله غير المخصص أو غير الموجه للاستهلاك الحالي، و الذي يستهدف خلق رأسمال و تحقيق قيمة مضافة ، أي أنه يهدف للحصول علي منفعة أو ربح في المستقبل ، و هو شخص غير مهني و غير متمرس يتوجب حمايته[1]. كما و انه يوجد في البورصة عدد كبير من المستثمرين و هم :

[1] -آيت مولود فاتح، حماية الاثار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري ،أطروحة دكتوراه في العلوم ،تخصص قانون ،جامعة تيز وزو 2012 ، ص09.

1-1-**المستثمرون المؤسساتيون**: هي مؤسسات تجمع المدخرات و تستثمر ها في السوق المالي(صناديق التقاعد، مؤسسات التأمين)[1].

1-2-**صناديق الاستثمار**:هي صناديق خاصة تفتح رأسمالها للاكتتاب العام لتستخدم تلك أموال في شراء أسهم مؤسسات أخري مسجلة و غير مسجلة في البورصة ،و تسمي بصناديق الاستثمار الجماعية في القيم المنقولة.

1-3-المؤسسات المدمجة في البورصة: هي قيام مؤسسة بشراء أو بيع أسهم مؤسسة أخري.

1-4-**الأشخاص الطبيعيون**: هم الأشخاص الذين يستثمرون أموالهم الخاصة في شراء و بيع الأسهم دون اللجوء إلي صناديق الاستثمار، و عليه فالمستثمر يري سوق الأوراق المالية بأنها مكان مناسب لاستثمار أمواله و للحصول علي عائد معروف في حالة السندات ،أو علي أرباح في حالة الأسهم،

و إضافة إلي ذلك فالمستثمر يأمل في زيادة القيمة الحقيقية للأصل الاستثماري ، الأمر الذي يحمل معني المضاربة و هنا تجدر الإشارة إلي كل من المضارب و المقامر.

1-5- المضاربة :

تعرف بأنها بيع أو شراء صوريان ليس بغرض الاستثمار، ولكن بغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، والقيمة الاسمية والدفترية من ناحية أخرى، ويجب أن تتوفر في المضارب ثلاث صفات هي[2]:

-أن يشتري أو يبيعأصلاً ماليا.

-أن يواجه عدم تأكد في السعر أو الربح المتوقع من بيع السهم.

[1]-بن ثابت علال ، بن جاب الله محمد، مداخلة بعنوان" المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية و دورهم في التأثير علي حوكمة المؤسسات في ملتقي دولي حول سياسات التمويل و أثرها علي الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة بسكرة، يومي21-22 نوفمبر 2006 ، ص08.

[2]-عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ،المضاربة والمقامرة في الاسواق المالية المعاصرة (تحليل اقتصادي وشرعي) ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ،كلية الاقتصاد والإدارة ،جدة المملكة العربية السعودية، 2007 ، ص7-10 .

-أن يكون هدفه من البيع أو الشراء ليس الانتفاع من الأصل، إنما الزيادة الرأسمالية في قيمة الأصل، وبالتالي لا ينطبق تعريف المضارب على الحالات التالية:

- من يشتري سلعة ثم يبيعها لاحقًا بسعر معروف مسبقًا، فهو ليس مضاربا، وهذه العملية تعرف بالموازنة(arbitrage)؛

- من يشتري سلعة بغرض تعظيم منفعته المتوقعة، لأنه سوف يستهلك السلعة ولا يحصل على زيادة رأسمالية من بيعها لاحقا، فهو ليس مضاربا ؛

- المصنع الذي يؤجل شراء مدخلاته لتوقع انخفاض سعرها، لأنه لن يعيد بيع تلك المدخلات بعد ارتفاع سعرها، فهو ليس مضاربا؛

- المستهلك الذي يشتري السلعة لتوقع ارتفاع سعرها، لأنه لن يبيعها، ولن يستفيد من الزيادة الرأسمالية في قيمتها، إذ أن الغرض من الشراء هو الاستهلاك، وبالتالي فهو ليس مضاربا؛

1-5-1-نظريات المضاربة:

1-5-1-1-نظرية معلومات الأسعار(Information Price Theory):

تعتبر هذه النظرية الأساس في تفسير المعلومات التي تظهرها الأسعار. وحسب هذه النظرية، فإن وظيفة الأسعار ليست لتحقيق توازن السوق فقط، حيث تتساوى الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة، بل هي أيضا مؤشر للتحركات المستقبلية .وحيث إن الأسعار توفر معلومات عن المضاربة على التحركات المستقبلية للأسعار، فإن ارتفاع الأسعار اليوم يتأكد بارتفاعات متتالية بعد ذلك، حيث يعلم الناس عن المعلومات (الخاصة) التي سببت الارتفاع.

1-5-1-2-نظرية الفقاعة السعرية (Price Bubble Theory):

تتكون الفقاعة السعرية حينما تكون العلاقة بين السعر السوقي للأصل المالي والتغير المتوقع فيه علاقة موجبة، وهذا يعني أن سعر الأصل سوف يرتفع إذا توقع المتعامل ارتفاع سعره .وهذا يؤدي إلى أن تكون العلاقة بين سعر الأصل المالي والتغير الحقيقي فيه موجبة .وينتج عن هذه الحالة أن

التوقعات الذاتية الاعتباطية للتغير في الأسعار تقود التغيرات الفعلية فيها بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية الحقيقية كالإيرادات والدخل، وبذلك تتكون الفقاعة السعرية.

1-6-المقامر :

يمكن تعريف المقامرة بأنها مراهنة علي دخل كبير غير مؤكد فعندما تتوفر لدي المستثمر رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية من عدم التأكد من النتائج سعيا وراء الربح فإنه يتحول عندئذ إلي مقامر، والمقامرة في سوق الأسهم تكون إذا تم الشراء أو البيع بناء على التخمين بما سيكون عليه السوق فيما يخص السهم ؛ بقصد الاستفادة من تغير الأسعار وتقلبها[1].

و منه فالمضارب كلما ابتعد عن المستثمر الرشيد فإنه يعمل ليكون مقامر علي كل من العائد و المخاطر،و الجدول التالي يبين أهم الفروقات بين كل من المستثمرو المضارب و المقامر.

[1]-علي عبد الأحمد أبو البصل ،المضاربة والمقامرة في بيع وشراء الأسهم "دراسة فقهية مقارنة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ،المجلد 25،العدد الثاني ،جامعة الطائف ،المملكة العربية السعودية ،2009 ، ص2 .

الجدول(2-1):الفرق بين المستثمر و المضارب و المقامر.

	المستثمر	المضارب	المقامر
المدة الزمنية	طويلة	قصيرة	قصيرة الأجل
القرار الاستثماري	على العائد	على المدة و المبلغ	على المدة و المبلغ
الاستعداد لتحمل الخطر	منخفض	مرتفع	مرتفع جدا
نوع الربح	تدفقات مستمرة و طويلة	ربح سريع و كبير	ربح سريع و كبير جدا
دراسة المشروع	تتم الدراسة	تتم الدراسة	لا تتم الدراسة
الأثر	تحقيق نمو في رأسمال	تآكل رأسمال إذا لم تتحقق التوقعات	تآكل رأسمال إذا لم تتحقق التوقعات
دافع الشراء	شراء من أجل الاستثمار	شراء من أجل المضاربة	شراء من أجل مقامرة
الرضا بالمردودية	يرضي بمردود متوسط	لا يرضي إلا بمردود عال جدا	لا يرضي إلا بالكل

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجانب النظري من ص73 الى 76.

2-أنواع المستثمر

من أهم معايير تصنيف المستثمرين نجد : معيار العمر ، الوضعية المالية، الخبرة، طول فترة الاستثمار.

2-1-حسب معيار العمر:

يصنف المستثمرون في البورصة وفقا معيار العمر إلي ثلاث أصناف:

2-1-1-أقل من 35 سنة (مرحلة تكوين رأس المال):

غالبا ما ينصح الخبراء المستثمرين في هذه المرحلة باختيار أسهم منخفضة الخطر و عادة ما تكون أسهم مؤسسات رائدة في مجالها ليس لها منافس مباشر و يتسم نشاطها بالوضوح.

2-1-2- من 35 إلى 55 سنة(مرحلة نمو رأس المال):

من أجل تنمية رأس المال يتوجب على المستثمر في هذه المرحلة تحمل مخاطر أكبر مقابل الحصول علي عوائد مرتفعة .

2-1-3- من 55 فما فوق(مرحلة حماية رأس المال):

هي المرحلة التي يحاول فيها المستثمرون حماية رؤوس أموالهم من التضخم و من أي تقلبات في الاقتصاد قد تضر بمركزهم المالي، حيث أن أغلبهم يختار أسهم مؤسسات كبيرة، رائدة في مجالها، تقدم توزيعات أرباح بانتظام.

2-2- حسب معيار الوضعية المالية :

يصنف المستثمرون في البورصة وفقا لوضعيتهم المالية إلى صنفين:

2-2-1- المستثمرون الذين لديهم التزامات مالية دورية (مثل دفع أقساط ديون الإيجار، القروض العقارية...الخ) :

هذا النوع من المستثمرين يلجأ إلى الاستثمارات عالية السيولة و إستراتيجية تنويع المحفظة لتجنب الخطر، و التي عادة ما تكون منخفضة العائد، ذلك من أجل الوفاء بالالتزامات المالية الدورية عند تواريخ استحقاقها .

2-2-2- المستثمرون الذين ليست لديهم التزامات مالية دورية:

حيث يمكنهم الاستثمار في أدوات مالية عالية المخاطر للحصول على عوائد أكبر.

2-3-حسب معيار الخبرة :

يصنف المستثمرون فيالبور صة وفقا لمعيار الخبرة كالتالي:

2-3-1- المستثمرون المبتدئون :

هم المستثمرون الذين تتوفر لديهم أموال و إرادة في الدخول إلى عالم البورصة، و هم دون خبرة، أي أنه ليس لديهم فكرة كافية عن كيفية تسيير المحفظة، و عن كيفية اختيار الأسهم، أو أن لهم التزامات أخرى لا تسمح لهم بالتكفل بإدارة المحفظة، هذه الفئة تلجأ إلى خدمات الوسطاء المستشارين. حيث أن المستشار يقدم نصائح للزبون عن نوع الأسهم التي ينبغي الاستثمار فيها، التوقيت الملائم للشراء و البيع[1].

2-3-2- المستثمرون الخبراء :

هم المستثمرون الذين يخصصون كل أو معظم وقتهم للاستثمار في البورصة، فهم على اطلاع دائم بما يحدث في السوق و لديهم الخبرة الكافية بما يحدث في السوق ، لذلك فهذا النوع من المستثمرين لا يلجأ إلى الوسيط إلا من أجل تنفيذ أوامر الشراء و البيع.

[1]-عماد الدين شرابي، اتخاذ فرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد علي التحليل الفني، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، 2011، ص31.

2-4-حسب معيار طول فترة الاستثمار:

إن هذا المعيار يختلف حسب وجهة نظر كل مستثمر، فمثلا المستثمرون الذين يعتمدون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على التحليل الفني يعتبرون أن الاحتفاظ بالأسهم لمدة سنة يعتبر استثمارا على المدى الطويل، في حين يعتبره مستثمر آخر استثمارا على المدى القصير، و يمكن تصنيف المستثمرون من حيث طول فترة الاستثمار إلي [1]:

2-4-1-الاستثمار من أجل المضاربة اليومية:

في هذه الفئة يندرج المستثمرون الذي تتراوح فترة امتلاكهم للأسهم من بضع ساعات إلى يوم تداول واحد، الهدف من ذلك هو تعظيم العائد في أقصر مدة زمنية ممكنة عن طريق المضاربة على سعر السهم.

2-4-2- الاستثمار على المدى القصير :

تتراوح فيه فترة امتلاك الأسهم من يومين إلى شهر.

2-4-3- الاستثمار على المدى المتوسط:

تتراوح فترة امتلاك الأسهم من شهر إلى ستة أشهر.

2-4-4-الاستثمار على المدى البعيد:

تتراوح فترة امتلاك الأسهم من ستة أشهر إلى سنة.

2-4-5- الاستثمار على المدى البعيد جدا:

تتراوح فترة امتلاك الأسهم من سنة فما فوق، و هي تعرف بإستراتيجية الشراء و الاحتفاظ، و هنا يكون مصدر العائد توزيعات الأرباح و ليس سعر السهم في البورصة .

وعموما وبناءا علي ما سبق يمكن تقسيم المستثمر إلي ثلاثة أنواع:

[1] - عماد الدين شرابي، نفس المرجع السابق، ص34.

1-المستثمر المتحفظ conservative Investir:

و هو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية علي ما عداه ، و بالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر علي قراراته الاستثمارية ، فيكون حساسا جدا اتجاه عنصر المخاطرة ،و غالبا ما نجد هذا النمط في كبار السن و ذوي الدخل المحدود[1].

2-المستثمر المضارب Spéculateur:

و هذا النمط علي عكس سابقه، بحيث يعطي الأولوية لعنصر الربحية علي ما عداه ،و لذا تكون حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متدنية ،فيكون علي استعداد لدخول مجالات استثمارية خطرة طمعا في الحصول علي معدلات مرتفعة من العائد علي الاستثمار.

و يمكن و جود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن ،أو بين المستثمرين الكبار ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

3-المستثمر المتوازن:

و هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتمامه لعنصري العائد و المخاطرة بقدر متوازن ،و هكذا تكون حساسيته تجاه المخاطر في حدود المعقول ، تمكنه من اتخاذ قرارات استثمار ية مدروسة بعناية ، تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظيم العائد و تدني درجة المخاطر، و يندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمي من المستثمرين [2].

المطلب الثاني :أهداف ودوافع المستثمر

للمستثمر عدة أهداف تزيد من ميل المستثمر لهذا النوع من الاستثمارات ،كما انه له عدة دوافع تزيد من رغبته لتحقيق هذه الأهداف .

[1]-بداح محسن السبيعي ،العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، مذكرة ماجستير في المحاسبة ،جامعة الشرق الأوسط ،2012 ، ص29 .

[2]- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره ، ص21.

1- أهداف المستثمر:

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال ،ذلك انه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر وهذه الأخيرة تتمثل في[1]:

1-1- تامين المستقبل :

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

1-2- تحقيق اكبر دخل جاري:

عندما يكون الهدف هو الدخل الجاري فان المستثمر يرغب بتركيز محفظته الاستثمارية على الأصول التي تولد دخل أكثر من تلك التي تحقق أرباحا رأسمالية وهذه الإستراتيجية تلائم أحيانا المستثمرين الذين يرغبون بان تكون محفظتهم المالية مكملة للدخل المتأتي من وظائفهم لمقابلة نفقات الحياة الاعتيادية ،وعادة يفضل المتقاعدون هذا الهدف لجزء من محافظهم وذلك لتوليد دخل قابل للإنفاق[2].

1-3- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول :

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

[1]-عبد القادر عمران الجودي صاطوري - علي بورزق ، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية ،جامعة تبسة ،2006/2005 ص 3-4 .

[2]-عبد الرؤوف ربابعة ، بناء المحافظالاستثمارية وا إدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر،هيأة الأوراق المالية ، ص16 .

1-4- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم :

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

1-5- حماية الدخول من الضرائب :

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها ،حيث انه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية[1].

1-6- تحقيق اكبر نمو ممكن للثروة :

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

1-7- زيادة قيمة الأصول :

كلما تمكن المستثمر من زيادة قيمة الموجودات والمحافظة عليها كان استثماره صحيحا .

1-8- توفير السيولة المالية:

يهدف الاستثمار إلى توفير القدرة المالية في تحقيق كافة المهام المطلوبة بنجاح .

1-9- تجنب الوقوع في المخاطر :

يجب الاعتماد على مبدأ الحيطة والحذر عند الاستثمارات غير المؤكدة لتجنب الوقوع في مخاطر غير محسوبة ،والتي قد تقلل من نسبة العوائد المعتمدة على الاستثمار.

[1] - mouriddette ,valeur mobiliers et gestion de portefeuille ,S .M.G que beccomada , 2eme, édition, 1999,p16 .

2- دوافع المستثمر:

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي[1]:

2-1- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات :

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

2-2- توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار :

وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها ، ولعل من ابرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية ،إضافة إلى ذلك فان جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا ، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار .

2-3- تعدد الأدوات الاستثمارية :

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

[1]- حمزة محمود الزبيدي ،الاستثمار في الأوراق المالية ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان ،2004 ، ص21-22.

المطلب الثالث:العوامل المحددة لسلوك المستثمر

عند قيام شخص ما باستثمار مالي فإنه يأخذ بعين الاعتبار جملة من العوامل التي تؤثر في قراراته الاستثمارية سواء كانت تتعلق بالبيئة المحيطة به أو بالمستثمر في حد ذاته و هذه العوامل يمكن حصرها فيما يلي:

1-المناخ الاستثماري :

يعرف المناخ الاستثماري علي أنه مجموعة القوانين والسياسات والمؤسسات الاقتصادية و السياسة التي تؤثر في ثقة المستثمر و تشجعه في استثماره ، و يرتكز المناخ الاستثماري علي عدة مقومات أهمها :

-الأوضاع الاقتصادية السائدة في البلد و أفاق تطوره بالإضافة إلي البني التحتية الأساسية .

-المناخ الثقافي و الاجتماعي من حيث العوامل المؤثرة بنشاط المشروع ،و إمكانية تكامله و مقدار التعاون المطلوب.

-المناخ السياسي من بين هذه العوامل ،طبيعة النظام السياسي و احتمالات التأميم و الاستقرار السياسي ، تدخل الدولة.

-المناخ القانوني لابد من الإطار القانوني الذي يوفر الأسس التشريعية و القانونية المنظمة للنشاطات الاقتصادية عامة و الحركة الاستثمارية خاصة .

2-التوعية الاستثمارية:

يعتبر الوعي الاستثماري مفتاح الاستقرار و النجاح لأي سوق مالي، فمستوي معرفة المستثمر بمفاهيم و مبادئ الاستثمار يشكل ركيزة تحكم المستثمر في قراره الاستثماري ،و ذلك من خلال التسعير العادل لأدوات الاستثمار المتداول فيه ، و من خلال تفعيل ديناميكية التداول الفعال شراء وبيعا بناءا علي اختلاف توقعات المستثمرين و تقييماته.

3-تحليل أداء الشركات:

تحليل أداء الشركات ضروري القيام به لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، و بالتالي [1]،فهذا التحليل ينعكس بنتائجه علي توجيهات المستثمر، و التحليل يتضمن عدة مؤشرات و لكن أهمها للمستثمر : المؤشرات المالية التي تقيس ربحية الورقة المالية ومن أهمها نجد: مؤشر عائد السهم ، مؤشر العائد علي الأصول، مؤشر مكرر الأرباح ،مؤشر معدل دوران السهم العادي...الخ.

4-أداء الأسواق المالية:

تحليل أداء الأسواق المالية أو البورصات مهمة في الحكم علي توصيات المستثمرين و تفضيلهم الاستثمار في بورصة معينة دون الأخرى، كون مؤشرات البورصة تقيس حالة البورصة بشكل عام ،و يمكن حصر مجموعة من المؤشرات التي تحكم علي أداء الأسواق المالية:

4-1-مؤشر عدالة السوق: المقصود بها هي توفير فرص متساوية لكافة المتعاملين فيه ، سواء من ناحية الصفقات أو المعلومات .

4-2-مؤشر حجم السوق: إن اتساع حجم السوق هو مؤشر ايجابي علي نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ،و هو يقاس من خلال مؤشرين:

4-2-1-رسملة السوق: و هو مقدرة علي تعبئة المدخرات لتوجيهها للمنشآت المقيدة بالسوق التي تستثمر مواردها .

4-2-2-عدد الشركات المسجلة: و الذي يؤدي ارتفاعها إلي زيادة اتساع حجم السوق.

4-3-مؤشر عمق السوق: يقصد به استمرارية أوامر البيع و الشراء لورقة معينة.

4-4- مؤشر سرعة استجابة السوق : و هو إمكانية معالجة أي خلل محتمل في العرض و الطلب علي ورقة مالية معينة بسرعة.

[1]- سمير عبد الدايم حسن العويسي، مرجع سبق ذكره، ص77.

4-5-مؤشر اتساع السوق: يرتبط اتساع السوق بعمق السوق، و تكون السوق ذات سعة إذا تمت أوامر بيع و شراء الأسهم بكميات .

4-6- مؤشر سيولة السوق:هو القدرة علي بيع و شراء الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة .

4-7-مؤشر درجة التذبذب أو التقلب:يبين مؤشر التذبذب مدي وجود تذبذبات بالعوائد في السوق[1].

5-السمات الشخصية للمستثمر:

إن لخصائص المستثمر الذاتية دور كبير و مهم في مدي تجاوب سعر السوق مع المعلومات المتاحة ،و درجة تفاوتها بين المستثمرين، بل أن لها نفس نتائج درجة تفاوت سرعة وصول المعلومة إلي المستثمر ،وذلك من حيث تأثيرها علي الأسعار السوقية و من أهم هذه العوامل نجد:

5-1-السن:

من الصعوبة تحديد العمر الأكثر ملائمة للتعامل مع البورصة، لكن من المتوقع أن الشخص الذي في عمر الشباب يكون أكثر مغامرة و مجازفة علي تحمل المخاطر مقارنة مع شخص يكون في عمر الكهولة أو الشيخوخة، في سبيل تحقيق عائد أكبر.

لذلك من غير المتوقع أن يتجه الإنسان المتقدم بالعمر نحو الاستثمار في الأصول المالية التي لا تكون مضمونة العوائد،علي عكس الإنسان الذي يكون في مقتبل العمر.

5-2-النوع:

نظرا للطبيعة الفسيولوجية و السيكولوجية للجنس البشري، فمن المتوقع أن يختلف قرار الاستثمار عند الفرد باختلاف نوعه أو جنسه ،إذا كان ذكر أم أنثي و ذلك لما ترتبه هذه الطبيعة من تمايز و اختلاف من حيث الأهداف و الرغبات و الطموح.

[1]- سمير عبد الدايم حسن العويسي ، نفس المرجع السابق ، ص79.

5-3-المؤهل العلمي:

من المنطق أن يكون للمستوي التعليمي الذي يتمتع به الفرد أثر كبير علي نوعية قرار الاستثمار الذي يتخذه الفرد من وقت لأخر ، لأن التدرج في التعليم سيؤدي لرفع التفكير و تقدير عند المتعلم أكثر منها عند غيره،و عليه فمن المتوقع أن تكون قرارات ذوي المؤهلات العلمية الأعلى أكثر إحاطة بالمتغيرات المكانية و الزمانية المحيطة بموضع الاستثمار[1].

5-4-الخبرة العلمية:

إن الحصيلة المعرفية المبنية علي الممارسة العلمية للمستثمر لها إضافة نو عية علي صحة و سلامة قرار الاستثمار ،و بالتالي فإن من يمتلك الخبرة يكون تقديره أكثر دقة من غيره.

5-5-مستوي الدخل:

يسعي دائما أصحاب الدخول المتدنية إلي المغامرة و المجازفة ،و الاستثمار في الأصول الخطرة ،و ذلك طمعا في تحسين أوضاعهم المعيشية ، علي عكس أصحاب الدخول العالية الذين يملون إلي عدم مجازفة و مغامرة بالاستثمار في الأصول الخطرة ،و غير مضمونة العوائد.

5-6-مكان الإقامة:

يقصد بمكان الإقامة هو السكن داخل أو خارج العاصمة ، حيث أن قاطنيها يكونون أكثر إقبالا علي الاستثمار في البورصة ، مقارنة مع سكان المحافظات ، و ذلك لاعتبارات تمليها عوامل اقتصادية و اجتماعية و جغرافية كثيرة لا مجال لذكرها الآن ،هذا و يمكن الإشارة أن هذا العامل لم يعد ضروري لوجود التداول الإلكتروني[2] .

بالإضافة إلي العوامل السابقة هناك عوامل أخري منها:

[1] -فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية(الأسس النظرية و العلمية)، دار وائل للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولي، عمان، 2008 ، ص222-224.

[2] - نفس المرجع السابق ، ص 225 .

-العائد المتوقع : فإذا توقع المستثمر ارتفاع العائد علي الأصل المستثمر فمن المتوقع أن يكون هذا الأصل أكثر جاذبية لشرائه ،و تزداد الكمية المطلوبة منه.

-الخطر: فإذا توقع ارتفاع خطورة أصل من الأصول بالنسبة للأصول الأخرى تنخفض الكمية المطلوبة من هذا الأصل.

-السيولة: كلما زادت سيولة أصل معين ، كلما زادت الرغبة في حيازته و امتلاكه بالإضافة إلي علاوة الخطر، و كذلك التنويع[1].

المطلب الرابع: تخطيط الاستثمارات في الأوراق المالية

إن استثمار الأموال لا يصح تركها للارتجال أو التخبط ،بل يجب أن يتم ذلك على أساس خطة ودراسات تأخذ في الحسبان احتياجات المستثمر ودرجة الخطر التي يمكن تحملها.

1-التخطيط للاستثمارات :

تنطوي هذه الخطة على ستة خطوات يمكن ترتيبها كما يلي[2]:

- وضع موازنة تقديرية للأموال التي ستخصص للاستثمار.

- تحديد الأهداف الاستثمارية.

- تحليل الأخطار التي تصاحب كل نوع من الاستثمار.

- توزيع الأموال بين الأصول بطريقة تسهل الوصول إلى أهداف الاستثمار مع تجنب الأخطار وتخفيضها لأدنى حد ممكن.

- اختيار الصناعة المراد الاستثمار فيها والشركة المنتمية إليها.

[1]- محمود يونس، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع ،بدون طبعة ، القاهرة ، 2013، ص130.

[2]- محمد سعيد عبد الهادي ،الإدارة المالية ، دار الحامد للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى،عمان ،2008 ، ص231 .

-الاستمرار في الإشراف والتقييم وتعديل برنامج الاستثمار على ضوء الظروف المتغيرة وأحو ال سوق الأوراق المالية .

وا ذا بدا أن هذا المدخل يتصف بالصعوبة والتعقيد ،فمرجع ذلك إلى المشكلة الاستثمارية نفسها ليست سهلة ،وعلى المستثمر أن يأخذ الخطوات السابقة بعين الاعتبار وذلك وفق ترتيبها ،وا ننا نؤكد على ذلك لان بعض المستثمرين لا يحافظون على الترتيب المنطقي السابق أو أنهم يهملون ملاحظة أهمية البعض منها والنتيجة هي تعريض الأموال المستثمرة لخطر الخسارة والضيا ع .

2-أهم الدراسات التي يجريها المستثمرون:

لكي يكون توظيف الأموال قائما على أساس سليم وبعيدا عن المخاطر بقدر الإمكان ،هناك عدد من الدراسات يمكن الاسترشاد بها في توظيف المال بما تشمله تلك الدراسات من بحث وتحليل ،نستخلص منها النتائج التي تجعل الاستثمار قائما على أساس سديد ومن أهم الدراسات ما يلي[1]:

- التعرف على مدى ضمان الحكومة لقيمة الأوراق المالية القابلة للتداول بالبورصة فالأوراق المضمونة من الحكومة لن تنزل أسعارها بأية حال عند الحد الأدنى المضمون من قيمتها .

- دراسة نسبة قيمة السهم التي يتكون منها رأسمال الشركة إلى قيمة السندات التي تصدرها /القروض طويلة الأجل التي تحصل عليها.فإذا كانت هذه النسبة اقل من الواحد الصحيح ،معنى هذا أن الشركة تعتمد على القروض أكثر مما تعتمد على رأس المال المملوك لها.وعلى ذلك فان أرباح الأسهم قد تكون عرضة للتقلب لأنها سوف تتأثر بما يحدث من رخاء أو كساد ،مادامت الفوائد التي ستحقق لحملة سندات القروض طويلة الأجل ثابتة .

- دراسة نسبة الأرباح التي تحققها الشركة إلى مقدار رأسمالها العامل .فكلما كانت هذه النسبة في زيادة كلما دل ذلك على قدرة الشركة على تحقيق الأرباح ، ولاشك أن تطور رقم أعمال الشركة الماضي ودراسة الظروف التي سوف تؤثر على نشاطها في المستقبل ،يساعد على التنبؤ بحجم أعمال تلك الشركة في المدى القصير والطويل.

[1]- محمد سعيد عبد الهادي، نفس المرجع السابق ، ص232-233 .

- دراسة سياسة الشركة في توزيع الأرباح ،ونشير إلى انه كلما انخفضت نسبة المبالغ المضافة من تلك الأرباح للمخصصات والاحتياطات كلما تحققت نسبة عالية من الربح القابل للتوزيع في المدى القصير ،غير انه في المدى الطويل قد تضر هذه السياسة بمستقبل الشركة ،حيث انه إذا واجهتها أزمة طارئة في المستقبل فإنها قد تعجز عن مواجهتها كذلك فان المبالغة في مقدار المخصصات والاحتياطات ، تؤدي إلى حرمان المستثمرين من حصتهم العادلة من الأرباح المحققة .

- فحص ميزانية الشركة من خصوم وأصول ،والتعرف على نسبة كل نوع من الخصوم إلى جملة الخصوم ،وكل نوع من الأصول إلى جملتها كذلك ،ومقارنة أنواع كل ببعضها ،والتعرف على مقدار ما على الشركة من التزامات للغير ،ومالها من حقوق قبلهم ،وما إلى ذلك من الدراسات وفقا لقواعد التحليل المالي .

بهذا يتمكن المستثمر الحقيقي من تقدير القيمة الحقيقية للأسهم ،وهي في الظروف المعتادة تتفق مع قيمتها السوقية أو تقرب منها وبهذا فانه يقبل على استثمار أمواله وهو مطمئن إلى مستقبل ما يملكه

المبحث الثالث:

محفظة الأوراق المالية

لابد علي المستثمر قبل الخضوع في أي عملية استثمارية اختيار التوليفة المناسبة ،من الأصول المالية المراد الاستثمار فيها ، و التي تشكل لنا ما يسمي بالمحفظة المالية ، إذ تعتبر هذه الأخيرة بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة المالية و أهدافها

يسعي المستثمر إلي تكوين محفظة مالية مشكلة من عدة أوراق مالية ، يختلف مضمون هذه المحفظة و تشكيلتها من مستثمر إلي أخر ، حسب الهدف الذي يصبو إليه كل مستثمر.

1-مفهوم المحفظة المالية:

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأسمال ،و تزداد أهميتها من يوم لأخر الأمر الذي أدي إلي زيادة الاهتمام بها.

1-1-نشأة المحافظ المالية:

إن أول اكتشاف بشري لمنطق المحفظة هو في المثل الشهير القائل"لا تضع كل البيض في سلة واحدة "،فلا تضع كل البيض في سلة واحدة.

و يعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز " marko wits أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي ،و ذلك في عام 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين و الباحثين، أمثال كورن coren، وشارب sharpe، و تعتمد نظريتها علي تعظيم العائد ،و تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنويع بين أدوات الاستثمار .

حيث ظهر في بريطانيا و الولايات المتحدة خلال عقد الخمسينات و الستينات عدد كبير من البنوك

و الشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها لكي تستثمرها لهم استثمارا صحيحا ، تحقق من خلاله دخلا جيدا للبنك و للمدخر ، مما أدي إلي ظهور عدد كبير من المحافظ[1].

1-2-تعريف المحفظة المالية:

تعرف المحفظة المالية علي أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية ، تشكل مزيجا متجانس من هذه الوراق ، يتم اختيارها بعناية و دقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف و الغايات ، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم ، سندات ...الخ) تتباين و تختلف من حيث (القيمة ، معدل عائد متولد عنها ، مدة استحقاقها).

كما تعرف علي أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر ،و تخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمي مدير المحفظة.

فالمحفظة تشمل كافة الأوراق المالية التي يحتفظ بها المصرف ،و التي تتكون من أسهم و سندات ، بالإضافة إلي أذونات الخزينة ،و هذه المحفظة تتكون بالنسبة للمصرف أصلا من أصوله المتداولة ، حيث يستطيع بيعها في أي وقت يشاء[2].

و يمكن تعريفها أيضا علي أنها تشكيلة من الأوزان النسبية للأوراق المالية ، بعبارة أخري هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما ،و التي تساوي في مجملها 100% .

و من خلال ما سبق يمكن تعريف المحفظة المالية علي أنها أداة مركبة من أصلين أو أكثر يحتفظ بها المستثمر لتحقيق أهداف معينة ، و يشكل العائد و المخاطرة حجر الأساس عند تسييرها ، كما

[1] -سلماني عادل ، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة علي أدوات الاستثمار في سوق رأسمال الإسلامي (دراسة حالة ماليزيا)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص أسواق مالية وبورصات ، جامعة بسكرة ،2014، ص107.

[2] -سيرين سميح أبو رحمة، السيولة المصرفية و أثرها في العائد و المخاطرة (دراسة تطبيقية علي مصارف تجارية الفلسطينية) ، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة أعمال ، الجامعة الإسلامية، غزة 2009، ص51.

نلاحظ أن المحفظة المالية محتواة علي الأصول المالية المنتقاة بعناية، من حيث نوع و جودة العائد ، و هي التي تحقق للمستثمر عائد مربح و بأقل مخاطر ممكنة[1].

2- أهداف المحفظة المالية:

يلجأ المستثمرون إلي تكوين المحافظ المالية من أجل الحصول علي أكبر العوائد الممكنة، وبأقل درجات المخاطر الممكنة ، إضافة إلي إمكانية تحويل أصولها إلي سيولة بسرعة و بدون تحمل خسائر ،و هناك عدة أهداف تدفع المستثمر لإنشاء محفظة يمكن إيجازها فيما يلي:

2-1-المحافظة علي رأسمال الأصلي:

الاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدي فقدان العائد المطلوب باتجاه تآكل رأسمال ، لذلك فإن المحفظة تساعد في الحفاظ علي رأسمال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق ،و التي بدورها تنوع درجة المخاطرة و العائد.

2-2-نمو رأسمال المستثمر

يستهدف مديرو المحافظ زيادة حجم رأسمال المستثمر من خلال عملية التنويع ،و اختيار أوراق المنشآت (الشركات) ذات النمو محتمل مستقبلا، فالعائد الذي تحققه محفظة لا يعكس نزعة تدنية المخاطر بل تنمية العوائد في الوقت نفسه[2] .

2-3-تحقيق مستوي مقبول من السيولة:

إن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (مثل السندات)، فضلا عن الأوراق سريعة التسويق (مثل الأسهم) في أسواق التداول ، كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر[3] .

---

[1] -راضية كروش ، التنويع الدولي كأداة لتدنئه المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الكويت و السعودية للأوراق المالية لسنة2010، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة ورقلة، 2012، ص09.

[2] -محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره ، ص204.

[3] - نفس المرجع السابق، ص204.

2-4-استقرار تدفق الدخل :

يعد استقرار تدفق الدخل هدفا أساسيا من أهداف مديري المحفظة ،فبالإضافة إلي العمل علي المحافظة رأسمال المحفظة ، يتطلب من هذا الأخير المحافظة علي التدفقات النقدية للمحفظة ، باعتبار الدخل مصدرا مساعدا هاما للمساهمين في أصول المحفظة لذا ، فاستقرار الدخل يوفر حماية و منفعة للمحفظة.

2-5-التنويع:

يعتبر تنويع أصول المحفظة المالية من أهم الأعمال المنوطة بمدير المحفظة ، حيث يترتب علي مدير المحفظة القيام بتنويع أصول المحفظة ،بما يحافظ علي عملية التنويع المتوازن فيها، من أجل الحصول علي أكبر العوائد و بأقل درجات المخاطرة.

2-6-قابلية تحويل أصول المحفظة المالية إلي سيولة أو نقدية

يتطلب من مدير المحفظة أن يبني محفظته بطريقة يمكن تحويل أصولها إلي سيولة أو نقدية، بأقصى سرعة ممكنة ،و بدون أن يتحمل في سبيل ذلك خسائر تؤثر علي رأسمال المحفظة [1] .

المطلب الثاني :أنواع المحافظ المالية وسياسات تكوينها

مما لاشك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في إدارة محفظته ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها ، وتختلف السياسات التكوينية باختلاف الأهداف المرجوة من تكوين المحفظة وهذه الأهداف يتم تحقيقها من خلال نوع المحافظ ،ولهذا سنتطرق إلى أنواع وكذا مختلف السياسات المتبعة .

1-أنواع المحافظ المالية:

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها وتبعا للأهداف المرجوة منها ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى :

[1] حسن علي خريوش و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية ،دار ز هران للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولي، عمان ، 2012، ص20.

1-1-محافظ العائد (الدخل):

ترتكز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، حيث أن غالبية الأشخاص الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر[1].

1 -2-محافظ الربح (النمو):

وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للحافظة وهي تتناسب مع المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم في نفس الوقت وهي التي تبحث عن كيفية الحفاظ على معدل النمو لكل من الأصول والعوائد، وفي هذا النوع تكون معدلات النمو هي المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة [2].

1-3-محافظ الربح والعائد :

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح وهي تهدف لحماية رأس المال مع تامين دخل معين ،لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية ،ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر[3].

[1]- حسين خريوش وآخرون ،الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،مؤسسات التجهيز المكتبية ، بدون طبعة ،عمان ،1997، ص67 .

[2]-توفيق عوض شبير ،بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم ، دراسة تطبيقية للحصول على درجة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة ،جامعة غزة ،2015، ص 43 .

[3] - Josette peyrard ,la bourse ,veuibert ,France ,1998 ,p212.

1-4-المحفظة الدولية:

أخذت المحفظة الدولية اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين باعتبارها من أدوات الاستثمار الحديثة ،ولأنها توفر الأمان النسبي من خلال التنويع الذي تتصف به ويتضح ذلك من خلال :

- تنويع الأصول :وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأصول المالية .

-التنويع الجغرافي:لان رأس مال المحفظة يكون موزعا على أصول مالية في عدة دول.

-تنويع العملات :إذ بسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة تتنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول[1].

1-5-المحفظة التقليدية:

هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق ،وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر.

هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم . وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق .

1-6-المحفظة المهاجمة :

هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة ،لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص .

1-7-المحفظة الحذرة:

هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تامين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين ،ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوقيف بين انتظام العوائد ونمو الدخل ،وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى الطويل .

[1]-سارة عبدلي ،أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية ،مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة ورقلة ، 2012/2011، ص 15 .

1-8-المحفظة المضاربة:

تركز على تحقيق عوائد سر يعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة ،لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة.

2-سياسات تكوين المحافظ المالية:

هناك عدة سياسات متعارف عليها من قبل رجال الأعمال في مجال تكوين المحافظ وهي:

2-1-السياسة الهجومية (السياسة غير المتحفظة):

يبني المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار،بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال) . ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل (80 90) %. من قيمة المحفظة ،ويلجا المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي ،فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم [1].

2-2-السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة):

يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظا جدا اتجاه عنصر المخاطرة وذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان ،بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين (60 -80) [2]%.

[1] -بن موسى كمال ،المحفظة الاستثمارية –تكوينها ومخاطرها ،مجلة الباحث ،العدد3 ،جامعة الجزائر، 2004 ، ص 40 .

[2] -حسين عطا غنيم ،دراسات في التمويل ،بدون دار النشر ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، 1999، ص28 .

2-3-السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية):

يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطرة ،لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها ،وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار ،أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل اذونات الخزينة مضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات والأسهم العادية والممتازة أو سندات طويلة الأجل ...الخ .مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار، ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل، أما في حالة هبوط الأسعار فان احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة [1].

المطلب الثالث: آليات تكوين المحافظ المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر و احتياجاته ، لابد من التحديد المسبق للقيود و الضوابط المفروضة علي تكوينها ، بالإضافة إلي المبادئ ،و مراحل تشكيلها .

1-قيود تكوين المحافظ المالية:

ويمكن التميز بين القيود التالية:

1-1-قيود زمنية:

و نعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله ، أي بمعني تحديد نوع المدى الزمني الملائم له.

[1] -بن موسى كمال ،مرجع سبق ذكره ، ص40 .

1-2- قيود مالية:

أي إمكانيات المستثمر المالية ،و حجم و نوع الأموال التي تكون بحوزته ،و المخصصة لشراء و حيازة الأوراق المالية ، بالإضافة لمدي توفر الأموال للمستثمر حثي يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

1-3-قيود متعلقة بمدي الحاجة لتسييل المحفظة :

و يكون ذلك في حالة الأجل القصير، أو بشكل مفاجئ ، الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلي التخلص من بعض الأوراق المالية ،و في هذه الحالة لابد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

1-4-قيود ضريبية و إلزامية :

و هذا مرتبط بالقوانين و التشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق معينة ،أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة ،أو لأنشطة معينة ، لذلك لابد علي المستثمر أن يكون علي إطلاع بها حتى لا يتفا جئ بتغيرها.إذ تحدد بعض القيود الضريبية فرص الاستثمار الممكنة ،كما تحفز الإعفاءات الضريبية الاتجاه إلى استثمارات معينة[1] .

1-5-قيود و محددات المخاطر :

إن درجة تقلب المخاطر تتنوع و تختلف من استثمار لأخر ،و من ورقة مالية لآخري ،و من درجة خطر معين لأخر ،لذا لا بد علي المستثمر أن يكون علي علم بهذه المخاطر و مدي تأثيرها علي العائد[2].

2-ضوابط تكوين المحافظ المالية :

و بجواز تكوين المحفظة ، يجب علي المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية:

[1] -تكوين وا إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار،كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ،قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة ، بدون سنة ، ص4 .

[2] -محسن أحمد الخضيري، مرجع سبق ذكره ، ص68.

-يجب علي المستثمر أن يعتمد علي رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلي الاقتراض .

-يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة بحيث يحتوي علي أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة ، بعد أن يحدد المستثمر مستوي المخاطر التي يستطيع أن يتحملها ،علي أن تحتوي المحفظة أيضا علي جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية ،و التي يكون العائد بها مرتفعا و كل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر علي تحمل مثل هذه المخاطر.

-يجب علي المستثمر بين الفترة و الأخرى أن يجري تغيرات في مكونات المحفظة ، و هذا إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحميل مخاطر أكبر ،أو بالعكس حسب ظروف السوق ، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر.

-تحقيق مستوي ملائم في التنويع بين قطاعات الصناعية ، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة ، حتى و إن كان رأسمال الخاص بالمستثمر صغيرا، فكلما زاد تنويع القطاعات الصناعية التي تتضمنها المحفظة المالية ، انخفضت المخاطر.

3- مراحل و طرق تسير المحافظ المالية :

3-1-مراحل تسيير المحافظ المالية :

يتم تسير الحافظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها كما يلي:

- تحديد أهداف المستثمر؛

- تحليل مختلف الفرص الاستثمارية: يقوم المستثمر بتحديد الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق ، وتجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها و ترتيبها بهدف الوصول إلي الحافظة التي تعكس أهدافه؛

- تقييم كفاءة حافظة الوراق المالية: بعد تكوين الحافظة يقوم المستثمر بتقييم كفاءتها علي ضوء النتائج المتحصل عليها ،و التغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر[1] ؛

3-2-طرق تسيير المحافظ المالية :

يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لتسيير حافظته المالية:

3-2-1-التسيير المباشر:

هذا النوع من التسيير يقوم به مالك المحفظة ، و يصبح معقدا إذا كانت السوق متطورة ، ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية ،لأنه في هذه الحالة يتطلب تسيير الحافظة وقت و كذا الوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار، و القيام بعمليات الشراء والبيعوا إصدار الأوامر.

4-2-2-التسيير بالوكالة:

في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير الحافظة لحساب المالك، هذا الوسيط يتمثل في البورصة أو بنك معين أو مسير حافظة هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير و تحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة، و كذلك كيفية تسديد مستحقات المسير.

4-2-4-التسيير بالاستثمار :

هو أن يقوم مالك الحافظة بطلب النصح من مستشار مالي، حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين[2].

[1]-سارة عبدلي، مرجع سبق ذكره ، ص43.

[2]- نفس المرجع السابق ، ص44.

المطلب الرابع: تقييم العائد والمخاطر في المحافظ المالية

تعتبر العلاقة بين المخاطرة الواجب قبولها والعائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الاستثمار والإقراض الحديثة ،وقد يبدو انه كلما زادت درجة المخاطرة المتصدرة للاستثمار أو القرض كلما زاد معدل العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطرة .

1-عائد المحفظة المالية :

1-1-تعريف عائد المحفظة المالية :

إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية ،فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها،هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق اكبر من سعر شرائها ، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة [1].

وفي هذا الصدد لابد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد المحفظة المتوقع ، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع ،هذا الأخير الذي يعتبر أهم ناتج ومحصلة لذا أصبح يصاغ في شكل توزيع احتمالي ،وفي هذا الشأن نميز بين توزيع احتمالي موضوعي وتوزيع ذاتي (شخصي) فأما التوزيع الاحتمالي الموضوعي فيعتمد على بيانات تاريخية موضو عية ، أما التوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية ثم يتم تخصيص احتمالات لها.

1-2- حساب عائد المحفظة المالية :

1-2-1- العائد التاريخي:

يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية و أوزانها النسبية، لان العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط

[1]- محمد صالح الحناوي وآخرون ،الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها ،مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، بدون طبعة ، الإسكندرية ،2005، ص216 .

المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة [1]، ويحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية:

$$R_p=\sum w_i R_i$$ .....المعادلة رقم :(2-1).

حيث:

Rp = العائد التاريخي للمحفظة ;

wi = الوزن النسبي للورقة المالية i;

Ri= القيمة المتوقعة للعائد ;

N=عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية ;

1-2-2-العائد المتوقع للمحفظة المالية :

يحسب بالعلاقة التالية[2] :

$$E(R_p)=(W_1R_1)\ P_1+(W_2R_2)\ \ P_2+\ldots\ldots\ldots\ldots+(W_nR_n)P_n$$

$$=\sum(W_i\ R_i)P_i$$

المعادلة رقم :(2-2) .

حيث:

Wi : وزن الورقة المالية داخل المحفظة;

Ri :عائد الور قة المالية ;

[1]-عبد الغفار حنفي ،البورصات :أسهم ،سندات ،صناديق الاستثمار ،المكتب العربي الحديث ، بدون طبعة، القاهرة ،1996 ص 108.

[2]-سارة بوزيد ، مرجع سبق ذكره، ص32-33 .

Pi : احتمال حصول العائد;

N : عدد الاحتمالات;

2- مخاطر المحفظة المالية:

إضافة إلى العائد يتوض المستثمر إلى مجموعة من المخاطر عند تكوينه للمحفظة المالية .

2-1-تعريف خطر المحفظة المالية:

يختلف مفهوم المخاطرة عن الخطر فبالنسبة لشركات التامين تعد المخاطرة ذلك الحادث المستقبلي محتمل الوقوع.ولا يتوقف ذلك على إدارة الطرفين الذي تم بينهما العقد[1] ،أما بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية فينظر إلى المخاطرة على أنها التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المحسوبة ويمكن أن يعبر عنها كميا بالانحراف المعياري للعوائد المتوقعة[2]. أما بالنسبة للخطر "فهو احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، فإذا كان هناك احتمال مرتفع بان تكون التنبؤات خاطئة ،فان هذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية أيضا ،أما إذا كان الاحتمال منخفض فان درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا"[3]. أو هو تذبذب العائد المتولد ،أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد ،أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا[4].

2-2-مصادر المخاطر :

تنقسم مصادر المخاطر إلى قسمين هما:

[1]- بلعزوز بن علي ،استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ،مجلة الباحث ،العدد7،جامعة ورقلة 2009 ، ص332 .

[2]-فيصل محمود الشواورة ، مرجع سبق ذكره ، ص37 .

[3]-محمد صالح الحناوي ،الإدارة المالية والتمويل ،الدار الجامعية ،الطبعة الأولى ،الإسكندرية ،2000، ص270 .

[4]-زياد رمضان ،مرجع سبق ذكره ، ص284 .

2-2-1-مصادر المخاطر المنتظمة:

تنقسم إلى :

2-2-1-1-مخاطر التضخم (القوة الشرائية):

إن أول خطر يمكن أن يتعرض له المستثمر في الأوراق المالية و خاصة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، و هو الخطر الناتج عن انخفاض القيمة الشرائية للنقود أي تدهور قيمة النقود من حيث ما يمكن الحصول عليه من سلع و خدمات[1].

2-2-1-2-مخاطر السوق :

تتمثل في المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، وتتعدد الأسباب التي يمكن أن تؤثر في سلوك المتعاملين بالسوق وما يترتب عليها من تقلب في الأسعار .إذ تتضمن تلك الأسباب الاضطرابات السياسية والأنباء والإشاعات المرتبطة بالبيئة الاقتصادية والاجتماعية وتغير الإجراءات والقرارات المرتبطة بالسياسة المالية للدولة، والتي عادة ما يكون لها انعكاساتها على أداء سوق الأوراق المالية[2].

2-2-1-3-مخاطر سعر الفائدة :

و يتعلق مخاطر سعر الفائدة بعمليات الإقراض و الاقتراض، بحيث يتغير هذا المعدل أثناء هذه العمليات بشكل يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق خسائر نتيجة لارتفاع المصاريف المالية أو تفويت فرص لتخفيضها، أو انخفاض الإيرادات المالية نتيجة لانخفاض معدل الفائدة ، تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معاكس لأسعار الفائدة، و تؤثر مخاطر سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية[3].

[1]-ماجد احمد عطا الله ،إدارة الاستثمار ،دار أسامة للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان2011 ، ص74 .

[2]-راضية كروش ، مرجع سبق ذكره ، ص 28 .

[3]-طارق عبد العال حماد،إدارة المخاطر :أفراد،إدارة ، شركات، بنوك، الدار الجامعية ، بدون طبعة، الإسكندرية ،2007 ، ص 372 .

2-2-2-مصادر المخاطر غير المنتظمة :

تتمثل في [1]:

2-2-2-1- المخاطر الإدارية :

يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات اختلال بين العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات، فهذا النوع من الأخطاء قد يتسبب في انخفاض معدل العائد الفعلي.

2-2-2-2-المخاطر التشغيلية :

وتعود هذه المخاطر إلى تراجع نظام المعلومات أو الرقابة الداخلية والتي تترجم في تذبذب عوائد العمليات التشغيلية للمؤسسة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال بما يلي :التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي .

2-2-2-3-المخاطر القانونية :

ترتبط المخاطر القانونية لمؤسسة ما بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغير التشريعات إلى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أدائها .

2-2-2-4- مخاطر الرفع المالي :

مخاطر الرفع المالي تحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات

الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية.

---

[1]-سعادي زيان ،دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية ،مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة البويرة ،2015/2014، ص 118 .

2-3-تقنيات التعامل مع الخطر:

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل قدر من الخطر،ولذلك تجده يحاول التعامل معها من خلال النقاط التالية[1]:

-**تحاشي أو تفادي المخاطر**: يتم تفادي المخاطرة برفض الفرد أو المنظمة لأي مشروع أو عمل ينطوي عليه التعرض للمخاطرة ،تعتبر هذه التقنية سالبة وليست ايجابية لأنها تعد أسلوبا يحرم الفرد أو المنشاة من الغرض و البدائل الاستثمارية لتحقيق عوائد مرضية .

-**تقليل المخاطر**: يتم تقليل المخاطر بطريقتين الأولى تكمن في منع المخاطرة والتحكم فيها،والثانية تكمن في استخدام قانون الأعداد الكبير ،ذلك انه عن طريق دمج عدد كبير من وحدات التعرض من وحدات التعرض للوصول لتقديرات دقيقة بشكل معقول للخسائر المستقبلية .

-**الاحتفاظ بالمخاطر :**عندما لا يتم تفادي المخاطرة أو تقليلها أو تحويلها يتم بذلك الاحتفاظ باحتمال الخسارة التي تنطوي عليها تلك المخاطر .

-**تحويل المخاطر:**يمكن نقل أو تحويل المخاطر من طرف إلى آخر أكثر استخداما وتأقلما ،وذلك عن طريق التغطية ،التامين والتنويع .

-**اقتسام المخاطر**: عند اقتسام المخاطرة يتم تحويل احتمال الخسارة من الفرد إلى الجماعة والاحتفاظ بالمخاطرة المحولة إلى المجموعة بجانب مخاطر أفراد المجموعة الآخرين .

-**توزيع المخاطر**:يتم توزيع الأخطار التي تتعرض لها الحافظة وجعلها عند أدنى مستوى لها من خلال التنويع بحيث يتم اختيار عدد من الأوراق المالية ذات الدرجات المختلفة من المخاطر غير النظامية .

2-4-قياس المخاطر:

يتم الاعتماد على عدة طرق إحصائية منها[2] :

[1] -سارة عبدلي ، مرجع سبق ذكره ،ص32 .
[2] -سعاد زيان ، نفس المرجع السابق، ص120-123 .

2-4-1- التباين:

هو عبارة عن مجموع انحرافات البيانات عن الوسط الحسابي وبما أن المجموع يساوي صفرا دائما كان لا بد من حذف الإشارة السالبة لنحصل على مقياس ذي معنى، وذلك من خلال تربيع الانحرافات، حيث تستخدم مربعات الانحرافات في حساب التباين.

إذن يعتبر كل من التباين والانحراف المعياري كمقياسين للمخاطر و يعبر عن التباين بتشتت القيم عن وسطها الحسابي أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين ويحسب التباين لأصل مالي واحد بالطريقة التالية:

$$\delta^2 = \sum_n \big(Rx - E(Rx)\big)^2 P(Rx)$$

المعادلة رقم :(2-3) .

حيث:

δ^2 : يمثل التباين؛

Rx:العائد المتوقع عند احتمال x ؛

P(Rx):احتمال تحقق العائد؛

E(Rx):القيمة المتوقعة للعائد.

2-4-2-الانحراف المعياري :

الانحراف المعياري يأخذ بالحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها فهو يقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لهذه التدفقات .

يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي وتبين المعادلة التالية كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$\delta_{Rp} = \sqrt{a^2\delta_{x1}^2 + (1-a)^2\delta_{x2}^2 + 2a(1-a)cov\,(x_1.x_2)}$$

المعادلة رقم :(2-4) .

2-4-3-معامل الاختلاف:

معامل الاختلاف هو مقياس نسبي للمخاطر حيث يزودنا بحجم المخاطر لكل دينار من القيمة المتوقعة للعائد، يكون الانحراف المعياري مناسبا للمخاطرة عند المقارنة بين ورقتين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عند ما تختلف القيم المتوقعة لهما يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبن درجة المخاطرة لوحدة من العائد و يحسب بالطريقة التالية:

$$CV = \frac{\delta_{Rx}}{E(Rx)}$$

المعادلة رقم :(2-5) .

2-4-4-معامل بيتا β:

هو مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقيس حساسية عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق ، والتي تشكل محفظة السوق وهو حاصل ضرب معامل الارتباط*r* بين

العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة δ_{Rx}والانحراف المعياري لعائد السوق δ_{Rm} والذي يعطى بالعلاقة التالية[1]:

$$COV(R_x R_M) = r(R_x . R_m) * \delta_{Rx} * \delta_{Rm}$$

المعادلة رقم :(2-6).....

ومنه يمكن صياغة معامل بيتا من خلال ما يلي:

$$B_x = \frac{COV(R_x . R_m)}{\delta^2_{Rm}} = r\frac{(R_x . R_m)(\delta_{Rx})(\delta_{Rm})}{\delta^2_{Rm}} = r\frac{(\delta_{Rx})(R_X . R_M)}{\delta_{Rm}}$$

المعادلة رقم:(2-7).

[1]-شقيري نوري موسى وآخرون ،إدارة المخاطر ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ،الطبعة الأولى ،عمان ،2012 ، ص 68 .

خلاصة الفصل:

تم التطرق في هذا الفصل إلى الاستثمار المالي الذي هو عبارة عن توظيف الأموال المالية بهدف تحقيق عوائد استثمارية ،والذي يمتاز بسهولة تداوله وتحويله إلى سيولة وقلة مخاطره بالمقارنة مع الاستثمارات الأخرى وكذا المبادئ التي يقوم عليها وهي الاختيار ،المقارنة ،الملائمة ...الخ، بالإضافة إلى مزاياه وعيوبه .

ويعتبر المستثمر الشخص الذي يسعى إلى تحقيق أرباح كبيرة مقابل تحمل مخاطر قليلة معتمدا في ذلك على خطة ودراسات قبل القيام بعملية الاستثمار لبلوغ مجموعة من الأهداف ولتحقيق هذه الأهداف وجب تشكيل محفظة مالية تقوم على إتباع سياسات واليات والتي من بينها السياسة الهجومية والتي يتبناها المضاربون الذين يفضلون العائد الكبير على عنصر الأمان ،والسياسة الدفاعية والتي يتبناها المبتعدون عن المخاطرة والذين يفضلون عنصر الأمان على حساب الربح.

غير أن العائد المراد تحقيقه تعترضه جملة من المخاطر منها مخاطر التضخم ، مخاطر السوق ،مخاطر أسعار الفائدة ، خطر الإشاعات،وكذا الاستغلال من طرف الوسطاء ولمواجهة هذه المخاطر وجب تفعيل دور البورصة في حماية المستثمر وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث.

الفصل الثالث :

دور بورصة الجزائر ومصر في حماية اموال المستثمرين

تمهيد:

تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات العالمية و الأولي عربيا ،و لذلك فهي لديها تجارب مختلفة من حيث الصفقات و التعاملات ،و القوانين المؤطرة لها، علي عكس البورصة الجزائرية التي تعتبر من بين البورصات العربية حديثة النشأة (1993) ، و هي تعتبر أيضا من بين البورصات قليلة النشاط و التداول ،و في إطار هذا الاختلاف المتباين بينهما ، فلكل بورصة هيئات ومنظمات و أطراف متدخلة فيها علي غرار المستثمر ، الذي يعتبر من أهم الأطراف الفاعلة فيها ، ويعتبر أيضا في نفس الوقت الشخص الأكثر تعرضا للمخاطر التي تمسه أو تمس أمواله ، من خلال المخاطر التي يتعرض لها داخل البورصة من اختلاس و تغليط في المعلومات و غيرها من المخاطر.

لذلك سنحاول في هذا الفصل التطرق إلي كيفية حماية المستثمر من مخاطر التداول في البورصة عن طريق مختلف الهيئات و المنظمات التي تسخرها البورصة لهذا الغرض ،ومن خلال ذلك يتم تقسيم هذا الفصل إلي ثلاثة مباحث هي كالأتي:

المبحث الأول: الإطار العام للبورصة الجزائرية.

المبحث الثاني: الإطار العام للبورصة المصرية .

المبحث الثالث: دور بورصة الجزائر ومصر في حماية أموال المستثمرين .

المبحث الأول:

الإطار العام لبورصة الجزائر

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقا لرأس المال، كمصدر إضافي للتمويل، إذ كان هذا السوق بمثابة مركز اقتصادي غائب عن السوق المالي منذ الاستقلال، بسبب النظام الاقتصادي المركزي المتبع من طرف الدولة، ولم تبدو ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات التي شرعت فيها سنة 1988 .

المطلب الأول :تنظيم السوق الجزائرية

تنقسم السوق الجزائرية إلي سوقين السوق النقدي و سوق رأسمال وهذا ما سوف نتطرق إليه.

1-السوق النقدي:

تتكون السوق النقدية في الجزائر بعد إصلاحات 1990 أو بعد إصدار قانون النقد والقرض من: 7متعاملين فقط و 5 بنوك تجارية عمومية وبنك مركزي وصندوق التوفير والاحتياط، وصندوق الاستثمار، ووصل العدد سنة 2004 إلى 22 بنك و 5 هيئات مالية و 11 مؤسسات مالية غير بنكية مؤطرة بالقوانين التالية [1]:

2- سوق رأس المال:

إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات أدت إلى نشأة صناديق المساهمة والتي ملكت أسهم المؤسسات بأقساط متساوية نتيجة تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بعد إصدار قانون جانفي 1988 ، مما استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات.

وفي سنة 1990 قامت السلطات بتحضير شروط قيام سوق مالية من خلال هيئة مؤهلة تسمى "الجمعية العامة للصناديق المساهمة "التي أنشأت شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس

[1]-رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، 2011/2010، ص37 .

المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة والتي أصبحت فيما بعد تسمى بورصة " القيم المنقولة."

ويتكون سوق رأس المال في الجزائر من [1]:

2-1- سوق أولية :

تتضمن مجموعة من البنوك العمومية، التي تعمل على مساعدة المؤسسات لدخول البورصة وذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق والتوقيت المناسب....الخ.

2-2- سوق ثانوية :

وتتمثل في بورصة القيم المنقولة التي تتداول فيها الأوراق المالية.

2-3- سوق السندات أو السوق غير المنظمة :

وهي سوق تتداول فيها سندات الخزينة العمومية[2] .

المطلب الثاني :نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي:

1-نشأة بورصة الجزائر:

فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 و سجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 ، حيث تم تعديل لجزء من القانون التجاري و نشر العديد من القوانين من بينها : قانون "01/88" المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون "03/88"وكذا "04/88" المعدلين والمكملين للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري و المتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات

[1]- لموشي راوية ،دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، جامعة بسكرة ، 2013/2012 ، ص127 .

[2]-صندوق النقد العربي ،التقرير الاقتصادي العربي الموحد ،2007 ، ص147 .

العمومية الاقتصادية و القانون88 /01 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير ، منذ و أن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل"spa " أو شركات ذات أسهم، قانون88 /03 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) (Les Holding)[1] ، والمتمثلة في[2] :

1- صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛

2- صندوق مناجم الفحم و الري؛

3- صندوق التجهيز؛

4- صندوق البناء؛

5- صندوق الكيمياء ، البتروكمياء ، الصيدلية؛

6- صندوق الاتصال ، الإلكترونيك و الإعلام الآلي؛

7- صندوق الصناعات المختلفة؛

8- صندوق الخدمات .

وفي 1990/12/09 تم إنشاء شركة مساهمة(S V M)متكونة من مجموعة من المساهمين وهم صناديق المساهمة الثمانية و التي بلغ رأس مالها ب 320000 دج تتكون من ثمانية أعضاء و كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة،إلا أن هذه الأخيرة تراجعت لسبب رئيسي و هو ضعف رأس مالها، وكذا بفضل سياسة الدولة المنتهجة و ذلك بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية، و معدل التضخم المرتفع و هذا ما يتنافى و مبادئ البورصة[3].

[1]-ايت أكان عزيزة ،بوصيقع فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ،مذكرة ماستر في العلوم التجارية ، تخصص ماالية المؤسسة ،جامعة البويرة ،2015/2014، ص93 .

[2] -بورصة القيم المنقولة ، SGBV، http//www.sgbv.dz/ar/ ، تاريخ الاطلاع:2017/03/07 .

[3]-بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ،مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا في علوم التسيير ، تخصص مالية، جامعة قسنطينة 2007، ص100 .

2-مراحل تطور بورصة الجزائر:

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية :

2-1-المرحلة التقريرية(1990-1992):

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء صناديق المساهمة وكذلك إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة SVM مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة .وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

-مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

-مرسوم تنفيذي رقم177 -91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال [1].

2-2-المرحلة الابتدائية(1993-1996):

بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة ، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافقوا إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر [2].

[1] - عليش فطيمة ، سارة دولاش ،آلية تفعيل صناديق الاستثمار ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية وبنوك ، جامعة المدية، 2015/2014 ، ص101 .

[2] - رشيد هولي ، مرجع سبق ذكره ، ص38 .

2-3-مرحلة الانطلاق الفعلية (1996- 1999) :

مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها [1].

المطلب الثالث : تنظيم البورصة الجزائرية

تعد بورصة الجزائر إطار لتنظيم و سير العمليات فيها التي تصدرها الدولة و شركات الأسهم، لذلك لابد من توفر هيئات و أطراف لتسيرها و السهر علي ذلك .

1-الهيئات المكونة في البورصة الجزائرية :

تسير بورصة الجزائر من خلال عدة هيئات يمكن ذكرها كما يلي:

1-1-لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة :

أنشأت هذه اللجنة سنة 1993 بناءا علي مرسوم تشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993المتعلق ببورصة القيم المنقولة ،و التي تم تضمينها 13 فيفري 1996، و التي تعتبر سلطة سوق البورصة مكلفة بإعداد و تحضير النصوص التنظيمية التي تشكل محيط لسوق مالية حقيقة[2].

و هي تتكون من رئيس و ستة أعضاء ،هؤلاء الأعضاء مبينين كالتالي ،و هذا حسب المادة 13 من القانون 03-04-إضافة لرئيس اللجنة.

-قاضي يقترحه وزير العدل.

-عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

-أستاذ جامعي يختاره الوزير المكلف بالتعليم العالي.

[1]-رشيد هولي ، نفس المرجع السابق، ص 38 .

[2]- حاضري سارة، جرائم البورصة، مذكرة ماجستير في الحقوق و العلوم السياسية ، تخصص قانون ، جامعة ورقلة ، 2014، ص10.

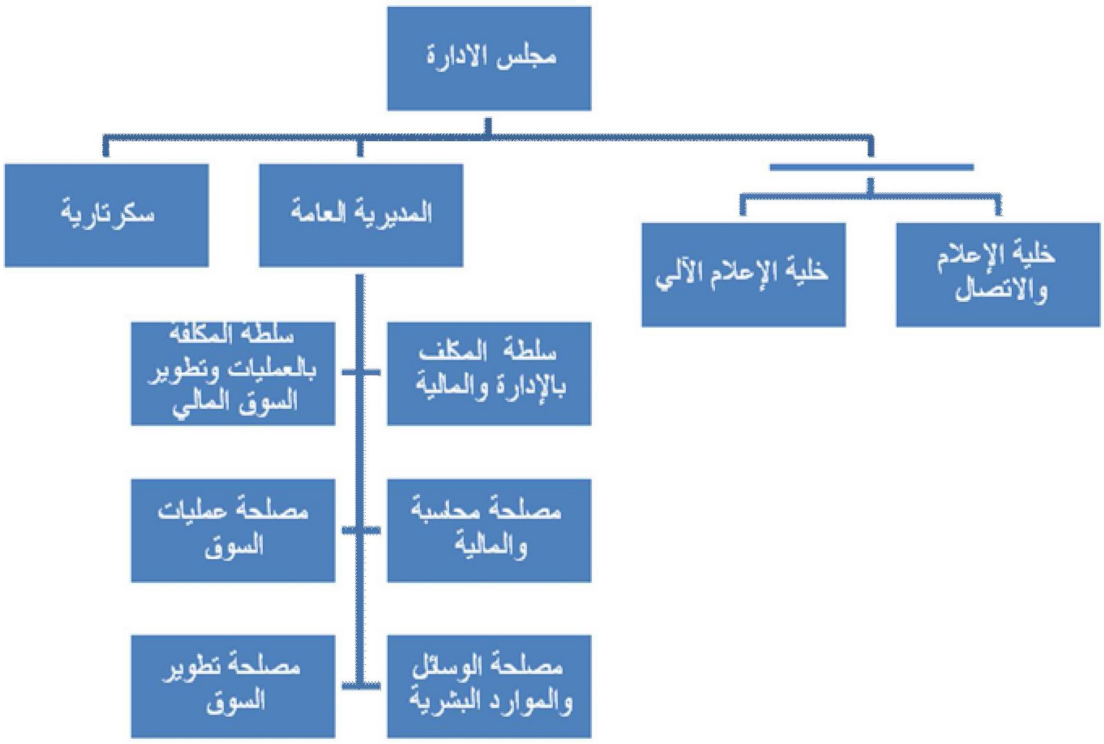
-عضو يختاره محافظ بنك الجزائر .

-عضوان يختاران من بين المسيرين الأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة .

-عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين[1].

-بحيث يتم تعين الرئيس لمدة 04 سنوات، بينما الأعضاء يتم تحديد نصفهم كل سنتين فالأول يتم تحديده من طرف رئيس الحكومة بينما الأعضاء من طرف الوزير المكلف بالمالية ،ويوضح الشكل الموالي هيكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

الشكل (03-01): يوضح الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة



المصدر:حفصي رشيد تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، 2011/2010، ص106.

[1]- بن عمر محمد صالح ، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و دورها في ضبط السوق المالية ، مذكرة ماستر في الحقوق، تخصص قانون الأعمال ، جامعة الوادي 2015، ص36.

1-2- شركة تسيير بورصة القيم SGBV:

وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة وتسمي أيضا بمؤسسة السوق،[1]بحيث كانت الانطلاقة الفعلية لها في 1996[2]، و قد أسندت لها العديد من المهام ،منها مهمة تنظيم جلسات التسعيرة ،و تسيير منظومة التفاوض ، و التنظيم العلني للادخار في بورصة القيم المنقولة ، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و النشرة الرسمية للتسعيرة [3]، و لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة مجلس إدارة مكون من هيئة مالية تتمثل في :

-البنوك التجارية : BNA-BADR-CpA-BDL-CNEp-BEA

-البنوك الخاصة: Union Bank

-شركات التأمين: SAA-CNMA-CCR-CAAT-CAAR

و قد تأسست برأسمال قدره أربعة و عشرون مليون ، بحصص متساوية بين الوسطاء[4].

1-3- المؤتمن المركزي للسندات :

يعتبر الهيئة الثالثة ضمن الهيئات المنظمة للبورصة ،و هي الهيئة التي جاء بها قانون03-04 مؤرخ في 17-فيفري 2003 ، و المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، و هي عبارة عن هيئة أسست علي شكل شركة ذات أسهم ، و بترخيص من طرف لجن تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و يقدر رأسمالها الاجتماعي ب65000000دج موزعة بين مختلف المساهمين فيها من بنوك (BNA-BEA-CPA-BADR-CNEP) و مؤسسات (صيدال ، مؤسسة رياض سطيف، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي)[5].

يقوم المؤتمن المركزي علي السندات بمهمة تسوية و تسليم المعاملات علي السندات و في إطار ذلك فهو يقوم بثلاث وظائف رئيسية و هي :

---

[1] شريف ريحان ، طاووس حمداوي، رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية ،مجلة تواصل في العلوم الإنسانية و الاجتماعية ، العدد 34 جوان 2013، ص50.

[2] - مولاتي عبد الباسط ، دور الصيرفة الشاملة في تنشيط بورصة الجزائر (دراسة تحليلة و استشرافية)، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية و بنوك ، جامعة الوادي ،2015، ص69.

[3] - أحسين عثماني، سعاد شعابنية "نظام مالي محاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات و أثره علي بورصة الجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقي الدولي حول حوكمة الشركات المالية للحد من الفساد المالي و الإداري ، جامعة بسكرة . يومي 6-7-ماي 2012، ص10 .

[4] -حمليل نوارة ، النظام القانوني للسوق الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم ، تخصص قانون ، جامعة تيزي وزو ، ص133.

[5] -بوكساني رشيد ، نسيمة اوكيل ، مقومات تطوير بورصة الجزائر ، حوليات العلوم الاجتماعية و الإنسانية ، العدد 05 ،جامعة قالمة ، 2010 ، ص04.

1-3-1- وظيفة الحفظ: يقوم بمسك حسابات باسم مهنيين و هو يتولي مسك حسابات الوسيط المالي.

1-3-2- وظيفة حركة التداول للسندات : و ذلك عن طريق النقل من حساب لأخر ، كما يقوم بقيد حسابات السندات ة الأوراق المالية في حسابات الدائنة و المدينة،و ذلك بحلول تاريخ التسوية .

1-3-3- وظيفة إدارة السندات : فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات ، و ذلك حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية كما أنه يقوم بوظائف أخري منها:

-تقنين الأدوات المالية ؛

-جمع المعلومات الاسمية بناء علي طلب المؤسسات التي تقوم بالإصدار[1].

2-الأطراف المتدخلة في البورصة:

علي غرار الهيئات الموجودة في البورصة يوجد عدة أطراف أخري متدخلة في البورصة نذكر منها :

2-1-الوسيط :

هو شخص طبيعي ، يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزها -، حيث يقوم ببيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه ، و يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل ، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه ، حيث يؤدي دورا فعال في تحريك عمليات البورصة ، إذا أنه لإرسال أمر إلي البورصة يجب الاتصال حتما بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، حيث منحت هذه الأخيرة الاعتماد لمجموعة من الشركات لممارسة أنشطة الوساطة في البورصة نذكر منهم:

-شركة الراشد المالي :ممثلة من طرف كل من القرض الشعبي الجزائري CpA، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياطCNEP، شركة الجزائرية للتأمين الشامل: CAAT.

[1]- الجوزي غنية ، أهمية اعتماد الوسيط كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة و تمويل تطويرها " دراسة حالة مجمع صيدال" ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسات ، جامعة الجزائر 03، 2012/2011، ص133.

-المؤسسة المالية للإرشاد و التوظيف: المشكلة أساس من طرف البنك الوطني الجزائري . ,BNAو بنك التنمية المحلية BDL و الشركة الجزائرية للتأمين SAA .

-مؤسسة توظيف الأموال المنقولة SPDM و التي تشارك فيها كل من بنك الفلاحة و التنمية الريفية BADRو الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين CAAR.

- يونيون بنك UNION BANK: و هو يعتبر الوسيط الوحيد ذو رأسمال الخاص ،و يقدر بحوالي مليون دينار جزائري.

بالإضافة إلي الوسطاء نجد هيئات أخري متدخلة في البورصة و منها :

-الشركات الحاصلة علي تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لإصدار أوراق مالية و عرضها علي الجمهور.

-وزارة المالية: إذ يتدخل وزير المالية لتعين رئيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و المصادقة علي النظام العام للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .

-بنك الجزائر : إذ يلعب دورا أساسيا في السياسة النقدية و في مراقبة النظام المصرفي و المالي ، فيتدخل في مسار معالجة المعاملات علي الأوراق المالية ، و ذلك لأن كل الوسطاء يستعملون حسابات شركاتهم الأم المفتوحة لدي بنك الجزائر لتبادل الأموال المتعلقة بتداول الأوراق المالية[1].

-صندوق الضمان : الذي يتكون من مجموع الوسطاء و يسير من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ز ذلك ضمانا لمسؤولياتهم اتجاه زبائنهم ، و يمول الصندوق من الاشتراكات الإلزامية للوسطاء ، و نواتج العقوبات المفروضة علي المخالفين للوائح و قوانين البورصة.

-المتعاملون : يتيح التشريع الجزائري مجالا واسعا أمام تدخل الأشخاص الطبعين لاستثمار أموالهم

[1]- بوبرمة هشام ، النظام المصرفي الجزائري و إمكانية الاندماج في العولمة المالية، مذكرة ماجستير عي علوم التسيير ، تخصص نقود ومالية ، جامعة 20 أوت سكيكدة ، 2009/2008، ص138.

و تسييرها مباشرة من قبل صاحبها أو تسيير من طرف الوسيط في عمليات البورصة عن طريق الوكالة أو المساهمة أو الاستثمار في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة و تسيير ما تم استثماره بشكل غير مباشر[1].

و الشكل التالي يبن لنا طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر في ظل المرسوم التشريعي 10/93.

[1]- بوبرمة هشام ، نفس المرجع السابق ، ص139.

الجدول (03-01): طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر في ظل المرسوم التشريعي 10/93 .

الوسطاء في البورصة	طبيعة النشاط	رأس المال	تاريخ الحصول على الاعتماد	الهيأة المكونة للوسيط
الراشد المالي	نشاط غير محدد	9000.000	رقم 10/99 في 1997/07/27	-صناديق إعادة التامين -البنك الخارجي الجزائري -الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي .
الشركة المالية للاستثمارات والتوظيف	نشاط غير محدد	9000.000	رقم 02/99 في 07/27 1999	-الشركة الوطنية للتامين -البنك الوطني الجزائري -بنك التنمية المحلية .
شركة التوظيف في القيم المنقولة	نشاط غير محدد	9000.000	رقم 03/99 في 1999/07/27	الشركة الجزائرية للتامين وا إعادة التامين . -بنك الفلاحة والتنمية الريفية .
الشركة العامة المالية الاستثمارية	نشاط غير محدد	9000.000	رقم 04/99 في 1999/07/27	-القرض الشعبي الجزائري -الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط -المؤسسة الجزائرية للتامين .
وسيط البنك الاحتياطي	نشاط غير محدد	1000.000	رقم 2000/01 في 2000/02/15	البنك الاتحادي

المصدر:بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر،مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا PGS تخصص مالية ،جامعة قسنطينة،2007 ، ص135.

بينما الجدول الموالي يبين طبيعة الوسطاء المعتمدين في البورصة في ظل تعديل 04/03.

الجدول(03-02) :الوسطاء المعتمدين في البورصة في ظل تعديل 04/03.

رقم القرار	تاريخ الاعتماد	البنك
04/005	2004/03/03	بنك الفلاحة و التنمية الريفية
04/007	2004/03/14	البنك الوطني الجزائري
04/007	2004/10/14	بنك التنمية المحلية
04/014	2004/10/03	البنك الخارجي الجزائري
04/015	2004/10/03	القرض الشعبي الجزائري
04/027	2004/12/28	صندوق التوفير و الاحتياط

المصدر: بوجملين وليد، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري ، مذكرة ماجستير في الحقوق ،جامعة الجزائر 2007/2006، ص153.

المطلب الرابع : نظام التداول في البورصة الجزائرية

لدخول أي شركة لسوق المالية الجزائرية لا بد لعا أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط و القيود حتى يتم إدراجها في البورصة ،و هذه الشروط تتعلق بالأوراق المالية في حد ذاتها أو بالمؤسسة محل الإدراج .

1-شروط قبول التسجيل في قيد البورصة:

يتم قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على طلب يقدمه المصدر الذي يجب أن تتوفر فيه جملة من الشروط حددتها المادة 03 المؤرخ

في 18 نوفمبر 1997 المتعلق ببورصة القيم - اللجنة بموجب نظامها رقم97 المنقولة وتتمثل هذه الشروط في الآتي:

1-1-الشروط العامة (الخاصة بالمؤسسة محل الإدراج):

-يجب أن تتوفر المؤسسة المصدرة علي هيئة المراقبة الداخلية.

-يجب أن ينشر المصدر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين علي سنة تقديم طلب القبول[1].

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

-إعلان شركة تسيير بورصة القيم عن قيامها بتحويلات و التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلي البورصة .

-تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي[2].

-أن تكون المؤسسة المصدرة للأوراق المالية تأخذ شكل شركة المساهمة طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.

1-2- الشروط الخاصة (حسب طبيعة الورقة):

1-2-1- الشروط الخاصة بالأسهم:

و تتمثل في :

-يجب أن يكون لها 300 مساهم علي الأقل يوم إدخالها إلي البورصة [3] .

-يجب أن يكون للشركة رأسمال لا يقل عن مائة مليون دينار (100000000دج) .

- يجب أن يوزع علي الجمهور ما نسبته 20% من رأسمال الكلي للشركة علي الأقل[4].

[1]-قوراري مجدوب ، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي ، مذكرة ماجستير في القانون العام، جامعة تلمسان 2010/2009، ص90.

[2]- صليحة بولحية ، تقييم أداء بورصة الجزائر2000-2001، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية وبنوك ، جامعة ورقلة، 2014/2013، ص07.

[3]- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها " سير البورصة " ،2004، ص06.

[4]-رشيد بوكساني ، نسيمة أوكيل، مرجع سبق ذكره ، ص05.

1-2-2- الشروط الخاصة بالسندات:

-يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساويا علي الأقل لمائة مليون دينار جزائري (100000000 دج).

-يجب أن يكون عدد حائزي السندات مائة (100) حائز علي الأقل يوم الإدخال.

-يجب أن تضع الشركة زيادة علي ذلك هيكلا داخليا لرقابة الحسابات و ضمان خدمة مقبولة لنقل السندات.

-تعفي السندات التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية من شكليات القبول طبقا لأحكام القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة[1].

2-الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية:

سنتناول في هذا العنصر كل المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية ، حيث و مع أول بروز لها اقتصرت علي ثلاث شركات عمومية تنازلت الدولة عن 20% من رأسمالها العام للاكتتاب لكل من رياض سطيف (منتجات غذائية) صيدال (إنتاج الأدوية)، الأوراسي (الفندقة) أما شركة سوناطراك فقد اقتصر دورها علي إصدار ما قيمته 5 ملايير من السندات و هذا بداية من تاريخ 22ماي 1997، أما بداية التسعيرات فكانت بتاريخ 13 سبتمبر 1999، كل يوم اثنين إلي غاية 10 أفريل 2002، أين أضيفت يوم الأربعاء إلي جانب الاثنين.

2-1- القرض السندي لسونطراك :

تعتبر شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي في الجزائر يطرح أوراق مالية يتم تداولها في بورصة الجزائر حيث منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 01 بتاريخ 1997/11/18 من خلال مذكرة إعلامية قدمتها شركة سونطراك بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايير دج بسعر فائدة مقداره 13%لمدة 05 سنوات ،و نتيجة للسيولة العالية لهذا الأخير بسبب الأمان و المردودية ، لقي إقبالا كبيرا من طرف الجمهور ، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية السابقة ،و ذلك برفع مبلغ القرض النهائي إلي 12 مليار دينار جزائري بعلاوة إصدار بنسبة 2.5%من القيمة

[1]- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها " سير البورصة " ،مرجع سبق ذكره ، ص06.

الاسمية و مدة القرض05 سنوات تبدأ من 04 جانفي 1998،و قد تم تقسيم هذا القرض إلي ثلاثة فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة هي 100.000، 50000، 10000، بغية استقطاب عدد أكبر من المستثمرين ،و توفير أكبر قدر من السيولة لسندات محل الإصدار[1].

2-2- مجمع رياض سطيف :

يعتبر مجمع رياض سطيف من بين مؤسسات صناعية الكبري في الجزائر ، المتخصص في تحويل الحبوب ،و إنتاج و توزيع المنتجات المشتقة، حيث قام هذا المجمع بإصدار أسهم بقيمة اسمية مقدرة ب1000 دج للسهم [2]، و هذا بتاريخ 17 جويلية 1998، و هو يعتبر أول المؤسسات التي دخلت إلي بورصة و أول مؤسسة خرجت منها بعد تجربة دامت أكثر من 07 سنوات و ذلك في 2006.

حيث انسحبت مؤسسة رياض سطيف من البورصة بناء علي طلب منها ، و ذلك علي إثر قرار مجلس مساهمات الدولة بسحب المؤسسة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص، وقد أيدت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالموافقة على هذه العملية أثناء اجتماعها المنعقد بتاريخ 23 ماي 2006 ، وبموجب ذلك توقفت العمليات المرتبطة بسهم مؤسسة رياض سطيف من البورصة ابتداء من 10 أفريل2006 [3].

ولقد سمحت فترة العرض العلني للانسحاب من البورصة ببلوغ نسبة إنجاز قدرها% 94.28 ، وقد تم عرض أسهما على المساهمين بسعر 1500 د.ج للسهم الواحد، أي بفارق 800 د.ج للسهم مقارنة بسعر الاكتتاب المحدد بمبلغ 2300 د.ج للسهم الواحد أثناء دخول المؤسسة للبورصة.

[1] - حفصي رشيد، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية الأسواق ، جامعة ورقلة، 2011/2010، ص106.

[2] - فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم مسعرة في البورصة مع الإشارة لحالة (الجزائر ، المغرب)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص دراسات اقتصادية ،2006 ، ص100.

[3] - محمد زرقون ، العرض العمومي في البورصة و أثره علي الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث، العدد 12، 2013، ص108.

2-3- شركة الخطوط الجوية الجزائرية:

تتمتع شركة الخطوط الجوية الجزائرية بتجربة رائدة في مجالها، حيث تتمثل حصتها في سوق نقل المسافرين بنسبة % 78.4 على مستوى الشبكة الدولية، و % 100 فيما يخص الشبكة الداخلية، ولديها 38 محطة دولية و 29 وطنية، كما تتمتع بشبكة تجارية قوية وتشمل 43 وكالة بالخارج و 48 وكالة موزعة على التراب الوطني ، وتحصلت شركة الخطوط الجوية الجزائرية على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 27 أكتوبر 2004 تحت رقم04 /02 ، حيث قامت شركة بإصدار سندات على مرحلتين.

-المرحلة الأولى: تمت في شهر مارس 2004 ، أما المرحلة الثانية فتمت في شهر نوفمبر2004 ، وحدد المبلغ الأدنى للاكتتاب ب 50000 دج، وكل اكتتاب إضافي يكون بأقساط من 10000 دج لكل قسط ، وقد بلغت قيمة القرض السندي في المرحلة الأولى 4.4 مليار دينار، والذي كان يخص لقطاع البنوك ومؤسسات الاستثمار، كما تضمن هذا القرض السندي شطرين :

-**الشرط الأول** :بمعدل فائدة 3% ومدة استحقاق تتراوح بين سنة و 3 سنوات؛

-**الشرط الثاني** :بمعدل فائدة % 3.75 ومدة استحقاق 5 سنوات؛

أما قيمة القرض السندي في **المرحلة الثانية** فقد بلغ 24.98 مليار دينار، وتضمن هذا القرض شطرين:

-**الشطر الأول** :والذي خصص للاكتتاب من قبل الجمهور العام بمبلغ 14.18 مليار دينار ولمدة 6 سنوات ،وبمعدل فائدة متزايد كل سنتين (6%-3.75%-3%).

-**الشطر الثاني** :والذي خصص لقطاع البنوك ومؤسسات الاستثمار، بمبلغ إجمالي 10.71 مليار دينار ولمدة محصورة بين سنتين و 5 سنوات وبمعدل فائدة 3% و3.75 %[1].

[1]- زواوي فضيلة ، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق المكانيزمات الجديدة في الجزائر " دراسة حالة مؤسسة سونلغاز " مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة بومرداس ، 2009/2008، ص 121.

2-4-شركة سونالغاز:

قامت شركة سونلغاز بإصدار قرض سندي بقيمة 20 مليار دينار2 ، خصص لتمويل مشاريع استثمارية من أجل التوسع في نشاطها وقد اقتصر العرض على البنوك ومؤسسات الاستثمار في مرحلته الأولى، وبعدها تم إصدار جزء آخر للجمهور.

وتحصلت شركة سونلغاز على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 27أفريل 2005 تحت رقم 05/02 .

وتضمن الإصدار الأول من هذا القرض ثلاثة أقسام وهي:

-القسم الأول :بمبلغ 8 مليار دينار بمعدل فائدة 3% ومدة 5 سنوات؛

-القسم الثاني :بمبلغ 6 مليار دينار بمعدل فائدة % 3.25 ومدة 6 سنوات؛

-القسم الثالث :بمبلغ 6 مليار دينار بمعدل فائدة % 3.50 ومدة 7 سنوات؛

وحدد المبلغ الأدنى للاكتتاب بقيمة 20000 دج، وكل اكتتاب إضافي يكون بأقساط من 10000 دج لكل قسط، وهذه السندات غير مجسدة ويمكن للمكتتبين شراء ما يريدون من السندات ابتداء من 22 ماي إلى 23 جوان 2005 على مستوى البنوك التابعة لنقابة الإصدار والبنك المرافق لهذه العملية هو البنك الوطني الجزائري[1].

2-5- مجمع صيدال:

بعد تطبيق قانون استقلالية المؤسسات 01/8 المؤرخ في 12 جانفي 1988 تم تغيير اسم المؤسسة الوطنية للصناعات الصيدلانية لتأخذ اسم صيدال و هي عبارة عن مؤسسة ذات أسهم تخضع للمراقبة مباشرة من إحدى صناديق المساهمة(صندوق المساهمة بترو كيمياء و صيدلة) ، وفي إطار تطبيق الأمر (95-22) المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية تحصل المجمع علي إمكانية الدخول إلي البورصة و ذلك من خلال فتح رأسماله بنسبة 20%الممثل ب2000000 سهم

[1]-زواوي فضيلة ، نفس المرجع السابق، ص122.

بسعر ثابت يقدر ب800 دج للسهم الواحد ، ثم بدأ العملية بتاريخ 15 فيفري 1999، علي أن تغلق في 15 مارس من نفس السنة و الجدول التالي يبين تفاصيل عن المجمع[1].

الجدول (03-03) : بطاقة فنية لمجمع صيدال

مجمع صيدال	
رأسمال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 500000000 دج
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20%من رأسمال الاجتماعي (أي ما يعادل 2000000 سهم)
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة " كيمياء صيدال بنسبة 80%
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2 مليون سهم اسمي بسعر إصدار 800 دج
تاريخ العرض	15 فيفيري -15 مارس
تأشيرة لجنة cosob	التأشيرة رقم 98-04 بتاريخ 24 ديسمبر 1988
تاريخ الدخول للبورصة	17 جويلية 199
تاريخ أول تسعير في البورصة	20 سبتمبر 1999

المصدر : بن حمو عصمت محمد ، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتجية الخوصصة ، أطروحة دكتوراه في علوم تسيير ، جامعة تلمسان 2015-2016، ص152 .

[1] بن حمو عصمت محمد ، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتجية الخوصصة " دراسة حالة مؤسستي صيدال و الأوراسي " أطروحة دكتوراه في علوم تسيير ، جامعة تلمسان ، 2015-2016، ص152.

6-2 مؤسسة الأوراسي :

هي مؤسسة فندقية من 5 نجوم تم تدشينها و فتح أبوابها للزبائن بتاريخ 02 ماي 1975 ويمثل جزء من تراث المؤسسات الوطنية صوناتور ثم ألتور و أخيرا الديوان الوطني للمؤتمرات والمحاضرات oncc و في سنة1991 تم تغيير وضعيته القانونية ليتحول إلى مؤسسة عمومية اقتصادية" مؤسسة أسهم برأسمال اجتماعي 40 مليون دينار." و لتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولةو الرامي لتنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأسمال الشركة للاكتتاب العام بنسبة20%، و هو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 250 دج[1].

إن بيانات هذه العملية موضحة في البطاقة الفنية التالية :

جدول(03-04): البطاقة الفنية لمؤسسة الأوراسي

مؤسسة تسيير فندق الأوراسي	
رأسمال الاجتماعي	شركة ذات لأسهم برأسمال اجتماعي 1.5 مليار دينار
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة % 20 من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل 1,2مليون سهم
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة للخدمات بنسبة80%
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 1,2 مليون سهم اسمي بقيمة 250 د ج و سعر إصدار400 دج للسهم
تاريخ العرض	من 15 جوان 15 جويلية1999
تأشيرة**COSOB**	التأشيرة رقم 01/99 بتاريخ 24 ماي 1998
تاريخ الدخول للبورصة	20 جانفي 1999
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	14 فيفري 1999

[1]- بن حمو عصمت محمد ، نفس المرجع السابق ، ص155.

المصدر: بن حمو عصمت محمد ، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة ،أطروحة دكتوراه في علوم التسيير ،جامعة تلمسان ،2016/2015 ص156.

2-7 القرض السندي لمجموعة الأشغال العمومية " حداد" :

هي شركة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد بنسبة % 100 ويتمثل نشاطها الرئيسي في انجاز الأشغال المتعلقة بالطرق والطرق السيارة والسكك الحديدية والمنشآت الفنية والسدود بحيث قامت بإصدار قرض سندي بقسيمة سنوية 4.1 .%مدة استحقاق تبلغ 05 سنوات ابتداء من تاريخ التمتع به الذي يصادف يوم 14 ديسمبر 2009 ،و هو مضمون بواسطة الرهون المؤسسة علي أرض و مقر المجموعة كائن بالدار البيضاء[1].

2-8- المؤسسة الوطنية للحفر ENAFOR:

هي فرع من فروع سوناطراك تشتغل في القطاع شبه البترولي قامت بإصدار قرض سندي بقيمة 8 ملايير دينار في ديسمبر 2005، و لجأت للمرة الثانية إلي سوق السندات من خلال إطلاق قرض سندي بقيمة 6 ملايير دينار سنة 2008.

2-9- شركة دحلي " دايو الجزائر " للفندقة و الترفيه العقاري :

هي أول شركة تابعة للقطاع الخاص التي استلمت تأشيرة إصدار قرض سندي بمبلغ 8.3 مليار ، موجهة إلي الجمهور حيث توجهت سنة 2008 إلي سوق السندات من أجل تمويل ثلاث مشاريع (حظيرة مائية ، فندق بشقق، ميناء استجمام مارينا) و هي شركة مساهمة تنشط أساسا في قطاع الفندقة و العقارات و الترفيه يبلغ رأسمالها 20.8 مليار دج [2].

[1]-غنية الجوزي ، مرجع سبق ذكره ، ص143.

[2]- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2008، ص29.

2-10- مؤسسة التعليم المهني عن بعد "أيباد":

و هي من القطاع الخاص تدخل أول مرة إلي السوق السندية سنة2007، و هي شركة مختصة في استغلال خدمات الانترنت و تركيب الشبكات المعلوماتية[1].

2-11- الشركة العربية للإيجار :

لجأت إلي سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2006[2].

2-12- شركة الائتمان الايجاري المغربي :

لجأت إلي سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2010 بمبلغ قدره 2 مليار دينار لمدة 05 سنوات[3].

2-13- المؤسسة الوطنية للكهرباء و الغاز:

قامت هذه المؤسسة بطرح سندات و ذلك كما يلي: سندات استحقاق لمدة 06 سنوات بمبلغ إصدار 15.3 مليار دينار ،و ذلك بتاريخ إصدار 25 ماي 2005، و قد كان الدخول الرسمي إلي البورصة في 29 ماي 2006[4].

2-14- شركة أليانس للتأمينات :

انضمت إلي البورصة عام 2010، بمبلغ إصدار يقدر ب1.433787970 دج بعدد أسهم يقدر ب1804511 سهم بسعر إصدار يقدر ب830 دج بقيمة اسمية تقدر ب 200 دج ثم افتتاح عمليات الاكتتاب في 02 نوفمبر 2010، و إقفالها في ديسمبر 2010[5].

[1]- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2007، ص20.

[2]- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2006، ص03.

[3]-لجنة تنظيم و مر اقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2010، ص44.

[4]-غنية جوزي ، مرجع سبق ذكره ، ص141.

[5]- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2010، ص28.

2-15- المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار :

هي فرع من فروع سوناطراك تشتغل في القطاع شبه بترولي لجأت إلي سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2008[1].

2-16- شركة رويبة:

تم إنشاء شركة رويبة الجديدة للمصبرات سنة 1966 مباشرة بعد الاستقلال بـ300 سهم موزعة على شخصين هما صالح عثماني (250 سهم بنسبة 83%) و محمد السعيد عثماني والد صالح عثماني (50 سهم بنسبة 17%) ، و نتيجة لعدة ضغوطات مرت بها المؤسسة فقد قامت بفتح رأسمالها لشريك أجنبي سنة 2005 ، هذا الأخير كان السبب في ريادة المؤسسة لكونه وضع إعادة هيكلة للمؤسسة [2].

و قد نالت ترخيص من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بتاريخ 06 فيفري2013، وطرحت 25% من رأسمالها الاجتماعي للبيع لتصبح بذلك ثاني شركة خاصة في الجزائر تدخل للبورصة بعد أليانس للتأمينات ، و قد قامت الشركة بإطلاق موقع إلكتروني جديد يحتوي على كل المعلومات التي قد يحتاجها المستثمرين حول الشركة.

[1]- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ،2007، ص 20.

[2] - غضبان حسام الدين ، المساهمة في اقتراح نموذج لحوكمة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية –دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية ،أطروحة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسير ، تخصص تسيير المنظمات ، جامعة بسكرة ، 2014/2013، ص224.

المبحث الثاني:

الإطار العام لبورصة مصر

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط حيث تعود جذورها إلي القرن التاسع عشرا عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 و تلتها بورصة القاهرة عام 1903.

المطلب الأول : نشأة البورصة المصرية و مراحل تطورها

تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات العربية التي ظهرت للوجود، و سنحاول في هذا المطلب معرفة كل الظروف الكفيلة بنشأتها بالإضافة إلي مراحل التي مرت بها .

1-نشأة البورصة المصرية:

نشأت بورصة الأوراق المالية المصرية علي نمط بورصات مختلف البلدان كمرحلة لاحقة لبورصة البضائع ،و قد أنشأت البورصة بمبادرة من القطاع الخاص ، حيث كان السماسرة يجتمعون لعقد الصفقات فيما بينهم علي قارعة الطريق و في بعض المقاهي مثل مقهى نيوبار بميدان الأوبرا بالقاهرة سنة 1883، حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة و إنما طبقا للعادات و التقاليد التي يألفونها و لم تفلح الجهود في خلق سوق منظمة لرأسمال في نهاية القرن التاسع عشر 19 نتيجة لعدم كفاية الأوراق المتداولة لسير العمل في بورصة منظمة[1].

حيث تم إنشاء بورصة الإسكندرية سنة 1883،و بعدها بورصة القاهر ة بسبع سنوات في عام 1890، حيث لم يبدأ العمل الفعلي فيها و الرسمي إلا بعد سنة 1888 (بورصة الإسكندرية) و1903 بالنسبة لبورصة القاهرة ،و هذا بمساهمة كل من أدوالف كاتاي ممثل عن courtier marchandis

[1]- مستجير رمزي شاكر ، دور سوق المال و بورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات ، دار الكتاب الحديث ،بدون طبعة، مصر، 2010، ص30.

وأ.ك.ريد ممثل courtier en valeurs بالإضافة إلي ممثل عن بنك الأهلي المصري، بنك المصري البريطاني ، بنك ليونيز الائتماني ، بنك مصر ، بنك العثماني الامبريالي[1].

و بذلك أصبحت البورصة المصرية الأولي عربيا و أفقيا و الخامسة علي المستوي العالمي من حيث النشاط ،و عدد الشركات و حجم رؤوس الأموال المستثمرة ، نظرا لارتفاع قيمة الأراضي الزراعية و تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمارات في مصر و انتشار شركات المساهمة خصوصا في مجال استصلاح الأراضي و التعمير و بعض البنوك[2].

2-مراحل تطور البورصة المصرية :

مرت البورصة المصرية بعدة مراحل يمكن تقسيمها وفق تسلسلها الزمني إلي :

2-1- النشأة الأولي لسوق الأوراق المالية أو مرحلة ما قبل الاشتراكية :

نظرا للتطور الحاصل في الأوراق المالية سواءا الأجنبية ، محلية ، فضلا عن استكمال مصر لنظامها المصرفي ، أصبح الجو مهيأ لنشأة بورصة الأوراق المالية بعد أن كانت تتم المبادلات في الشوارع و المقاهي اتفق السماسرة علي تنظيم أعمالها عام 1903 ، بحيث وصل عدد الشركات المقيدة في البورصة عام 1907 إلي 228 شركة برأسمال سوقي يقدر ب91 مليون جنيه مصري كما أن البورصة المصرية كانت تعد خامس بورصة الأنشط عالميا في أربعينات القرن الماضي [3]، و في نفس العام صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر و قد تم تطبيقها في سبتمبر 1910و بدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في 1929.

[1]-أشرف محمد دواية ، تكامل الأسواق المالية العربية " أفاق و تحديات " ملتقي حول القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة ، بكلية إدارة الأعمال ،الجامعة الأردنية ، خلال 14-15 أفريل 2009، الأردن ، ص13.

[2]-عبد الله بن الضب ، كفاءة الأسواق المالية و تكملتها " دراسة قياسية (بورصة الكويت، بورصة دار البيضاء)خلال فترة 2001-2009، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة ، 2010-2011، ص153.

[3]- فارس محمد العجمي ، رقابة سوق المال علي إدارة محافظ الأوراق و صناديق الاستثمار -دراسة مقارنة بين القانون المصري الكويتي ، أطروحة دكتوراه في الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2012، ص06.

وتلي ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933، بموجب مرسوم ملكي ، ثم عدلت فيما بعد بمرسوم أخر في 24 أفريل 1940، ثم صدر في جويلية 1453 القانون رقم 326 بشأن التعامل بالأوراق المالية[1].

كما و صدر قانون رقم 161 لسنة 1957 ، الذي اكسب البورصة المصرية الشخصية الاعتبارية مع الأهلية للتقاضي و كذلك أوجد هذا القانون نوع من الرقابة الحكومية علي هذه البورصات لضمان السير الحسن فيها[2] .

2-2- مرحلة التوجه الاشتراكي :

كان صدور قانون رقم (7) لسنة 1959 الخاص بتحديد الحد الأقصى لنسبة الأرباح الموزعة بداية انتكاسة للنشاط الملحوظ لسوق الأوراق المالية باعتباره أولي خطوات تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي الذي كان قائما علي آليات السوق.

و قد ترتب علي ذلك انهيار أسعار هذه الأسهم و السندات ، و اضطرت الحكومة إلى غلق سوق الأوراق المالية لمدة شهرين بموجب القانون رقم (116) لسنة 1961، و بذلك اقتصر نشاط القطاع الخاص علي المشروعات الفردية بعد أن كان من أهم مقومات الاقتصاد المصري خلال النصف الأول من القرن العشرين .

و نظرا للارتباط الوثيق بين سوق رأسمال و نشاط الاقتصادي للقطاع الخاص فقد تأثرت سوق الأوراق المالية سلبيا بسبب تلك الإجراءات مما أدي إلي تجميد نشاطها تماما حيث انكمش عدد الشركات المساهمة من نحو (925) شركة في شهر جوان عام 1961 إلي نحو (36) شركة مساهمة قطاع خاص عقب قرار التأميم.

و خلال الفترة من عام 1961-1971 لم تنشئ سوي شركة واحدة في مصر كما تراجع حجم التعامل في بورصة القاهرة من نحو (38.4) مليون جنيه في عام 1960 إلي نحو (9.1) مليون جنيه عام

[1]-خالد إدريس ، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، جامعة ورقلة 2008/2007، ص101.

[2]- رشيد بوكساني ، مرجع سبق ذكره ، ص222.

1963 و استمر في الانخفاض حتى وصل إلي نحو (3.6) مليون جنيه في عام 1971 [1]،و وصل عام 1972 إلي 5.2 مليون جنيه بعد أن كان سنة 1962 وصل إلي 626 مليون جنيه .

2-3- مرحلة التحول نحو آليات السوق :

مع منتصف السبعينات ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية ،و قامت الحكومة بإصدار عدة قوانين و إدخال العديد من التشريعات المؤثرة في هذه السوق بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري ،و إعادة تنشيط سوق الوراق المالية للقيام بوظيفته ،و يمكن تقسيم هذه المرحلة إلي ثلاث فترات رئيسية هي:

2-3-1- الفترة (1973-1982):

صدرت في هذه الفترة العديد من القوانين و القرارات التي تهدف إلي تنمية سوق المال في مصر و هي :

-القانون رقم (43) لسنة 1974 بشأن استثمار رأسمال العربي و الأجنبي و المناطق الحرة و تعديلاته عام 1977.

-القانون رقم (157) لسنة 1981 الخاص بالضرائب.

- القانون رقم (121) لسنة 1981 بشأن تعديلات للائحة العامة للبورصات.

-القانون رقم (159) لسنة 1981 بشأن الشركات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم ، بالإضافة إلي ذلك تم إنشاء العديد من المؤسسات الهامة مثل : الهيئة العامة للاستثمار، الهيئة العامة لسوق المال[2].

2-3-2- الفترة (1983-1990) :

شهدت هذه الفترة بداية انطلاق سوق الأوراق المالية المصرية ،و ذلك نتيجة تحقيق القوانين سابقة الذكر جزء كبير من أهدافها بالإضافة أيضا إلي الإصلاحات التشريعية التي تم اتخاذها ،و قد

[1]- حسين عبد المنطلب ، حسين محمد الأسرج ، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر ،مذكرة ماجستير في الاقتصاد ، جامعة الزقازيق ، مصر ، 2002، ص56.

[2]- مفتاح صالح ، معرفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق أوراق مالية ٌدراسة واقع سوق الأوراق المالية عربية و سبل تفعيلها ، مجلة الباحث ، العدد07، جامعة بسكرة ، 2010/2009، ص189.

أدي كل هذا إلي تحسين في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال تلك الفترة حيث ارتفعت قيمة التداول من نحو (29)مليون جنيه عام 1983 إلي نحو (341) مليون جنيه عام 1990.

كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة من (3.7) مليون سهم إلي نحو (17) مليون سهم خلال نفس الفترة و لكن أيضا في تلك الفترة فقد شهدت السوق ضعفا ناتج عن ظهور شركات توظيف الأموال [1].

2-3-3- الفترة (1991-2000):

صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأسمال ،و الذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط و تنمية سوق رأسمال كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية مثل :

-المقاصة و التسوية في معاملات الأوراق المالية؛

-صناديق الاستثمار و السمسرة ؛

- تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية ؛

-ترويج و تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية و الاشتراك في تأسيس الشركات[2]؛

حيث و في عام 1994م تحولت البورصة من التداول اليدوي إلي استخدام نظام إلكتروني للتداول ، وفي عام 1996م بدأت شركة المقاصة مزاولة عملها ثم يلي ذلك خطة شاملة لتطوير و تحديث البنية التحتية و التشريعية لمواكبة التطورات السريعة ، حيث أصبح لكل من بورصة القاهرة والإسكندرية مجلس إدارة واحد و تم كذلك توحيد نظام المقاصة و التسوية بين البورصتين .

وتجدر الإشارة إلي أن مصر بدأت أول إصدار لها في شكل شهادات إيداع دولية عام 1996م مسجل في بورصة لندن ليتطور في عام 2013م إلي 13 إصدار في كل من بورصة لندن و نيويورك [3]. وفي عام 2000م تم إنشاء صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات ،و كذلك إدارة الإفصاح التي أنشأت قبله بعام ، لكن الركود الاقتصادي السائد في تلك الفترة سرعان ما أثر علي أداء البورصة .

[1]- حسين عبد المنطلب ، حسين محمد الأسرج ، مرجع سبق ذكره ، ص57.

[2]-خالد إدريس ، مرجع سبق ذكره ، ص 102.

[3]- مفتاح صالح ، بوعبد الله علي ،واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية ، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية ، العدد الرابع عشر ، جامعة بسكرة ، ديسمبر 2013، ص83.

و في الجدول الموالي نبين مختلف المراحل التي مرت بها البورصة المصرية من الفترة الممتدة من 2000-2013 .

الجدول(03-05): أهم الأحداث التي مرت بها البورصة المصرية

السنة	الحدث
2001	- إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID - استبدال النظام الالكتروني المحلي الصنع بنظام آخر مصمم من قبل EFAالعالمية
2002	- إلغاء الحدود السعرية علي الشركات الأكثر نشاط . - إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة (إنشاء سوق الأوامر و آخر للصفقات)
2003	- تم اعتمادها من طرف البورصة الأمريكية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج . - إطلاق مؤشر CASE30 محل مؤشر CASE50.
2005	- الربط بين بورصة مصر و شركة مصر للمقاصة . - البدء بنظام البيع و الشراء في ذات الجلسة . - قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات WFE
2006	- إدخال نظام التداول عبي الانترنت . - قيام شراكة بين البورصة المصرية و ناسداك OMX - إنشاء بورصة النيل للشركات الصغيرة و المتوسطة
2008	- إعادة تسمية بورصتي القاهرة و الإسكندرية تحت اسم بورصة مصر . - استبدال النظام الالكتروني بنظام أكثر تطور X-STEAMمن قبل OMX NASDAG
2009	- حدوث أزمة هبوط الأسعار للأوراق المالية لمدة 03 سنوات
2011	- تراجع مؤشر البورصة الرئيسي EXG30 بنسبة 49.3% . - إغلاق البورصة لمدة 55 يوم متواصلة جراء ثورة 25 جانفي .
2013	- إطلاق إستراتجية لإعادة هيكلة سوق مالي . - تقييد مجموعة من الشركات الإقليمية المصرية للمرة الأولي في البورصة . - إطلاق أول أداة مشتقة للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون من نيويورك يورنكست . - بدأ بنظام الاكتتاب العام في الشركات.

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد علي الجانب النظري .

المطلب الثاني :التنظيم الإداري والتشريعي لبورصة مصر

اعتنى المشرع المصري بمسألة تنظيم البورصة، فأصدر العديد من المراسيم والقوانين من اجل ذلك والتي يمكن إبرازها كما يلي:

1-التنظيم الإداري لبورصة مصر:

وتتكون من[1]:

1-1-لجنة البورصة :

تتكون من سبعة عشر عضو، تسعة من السماسرة، وخمسة من الأعضاء المنضمين، وثلاثة يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، لها سلطة تأديبية على جميع الأعضاء، كما تقوم بتحديد الحد أعلى و الحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

1-2-مكتب لجنة البورصة :

يتكون من رئيس ونائب وأمين الصندوق، ويقوم المكتب بتصميم أعمال اللجنة والإشراف عليها.

1-3-الجمعية العامة :

تتكون من أعضاء البورصة، العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفاتوا إبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

1-4-الهيئة العامة لسوق المال :

تتمثل أهم مهامها في مراقبة وتنفيذ اللوائح والقوانين، وحق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية، إذا صدرت مخالفة للقوانين أو للصالح العام ويضاف

[1]-ايت اكان عزيزة، بوصيقع فتيحة ، مرجع سبق ذكره ، ص74 .

إلى الأجهزة السابق ذكرها، اللجنة العليا للبورصة، هيئة التحكيم، مجلس التأديب ومندوب الحكومة [1].

2-التنظيم التشريعي لبورصة مصر:

تعددت المراسيم والقوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية المصرية منذ صدور أول مرسوم في 08 نوفمبر 1909 وحتى الآن وذلك على النحو التالي[2]:

2-1- مرسوم 8 نوفمبر1909:

صدر في ذلك التاريخ الأمر العالي المشتمل على اللائحة العامة للبورصات المصرية، إذ انه نص على العمل بها من أول سبتمبر عام 1910 وهو التاريخ الذي اعتبر بداية الترخيص الرسمي بفتح تلك البورصات في مصر، وأصبح نظام البورصات في مصر يقوم على الأركان التالية:

-انه لا يجوز فتح أي بورصة بدون ترخيص من الحكومة .وكل بورصة تفتح بغير هذا الترخيص تقفل بالطرق الإدارية.

-انه يجب أن يكون في كل بورصة مأمور أو مأموران من قبل الحكومة لمراقبة تنفيذ اللوائح.

-إن أي عمل في البورصة لم يتم طبقا لآمر عال لا يعتبر صحيحا قانونا، ويجب أن يشتمل ذلك الأمر العالي على الأخص على تشكيل لجنة إدارة البورصة وبيان اختصاصها.

2-2-مرسوم 31 ديسمبر1933 :

تميز هذا المرسوم بكونه تناول بورصات الوراق المالية وحدها، حيث صدرت مراسيم أخرى تناولت أوضاع بورصات البضائع .هذا وقد صدرت اللائحة الداخلية لبورصات الأوراق المالية بقرار من وزير المالية في1940/04/27 ثم عدل هذا القرار بقرار آخر في 1947/04/15 .

[1]- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ،أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية،تخصص تجارة دولية ، جامعة بسكرة 2015/2014 ص75 .

[2]-محمد حلمي عبد التواب ،البورصة المصرية والبورصات العالمية ، مؤسسة الطوبجي ، بدون طبعة ، مصر ،2004، ص26 -28 .

-القانون رقم 161 لسنة 1957 الخاص باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية:

صدر هذا القانون ليحل محل المرسوم الصادر عام 1933 والقانون رقم 326 لسنة 1953 وقد استمر العمل بهذا القانون حوالي 24 عاما حتى تم تعديله بالقانون رقم121 لسنة 1981 تم إلغاؤه بالقانون رقم 95 لسنة 1992 .

-القانون رقم 95 لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال :

صدر هذا القانون بهدف تنظيم سوق رأس المال، ومن الأحكام التي نص عليها ما يلي:

-ما نصت عليه المادة 15 من عدم جواز قيد الورقة المالية في أكثر من بورصة، واستثناءا من ذلك تقيد في بورصتي القاهرة والإسكندرية، وذلك برسم قيد واحد يقسم بينهما.

_ما نصت عليه المادة 61 من عدم جواز تداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلكوا إلا وقع التعامل باطلا.

-القانون رقم 93 لسنة2000 بإصدار قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية:

وقد صدر هذا القانون في شان الإيداع والقيد المركزي والتسوية والمقاصة في الأوراق المالية بهدف تنظيم عمليات إيداع وقيد الأوراق المالية وحفظها والتعامل عليهاوا إجراءات عمليات التسوية والمقاصة وتيسير عمليات تداول الأوراق المالية.

المطلب الثالث: المؤسسات المنظمة لعمل سوق الأوراق المالية المصرية:

تعتبر الهيئة العامة لسوق المال وبورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية من أهم المؤسسات التي تراقب تطبيق قواعد حوكمة الشركات في مصر. لذلك تقوم البورصة المصرية بتطوير قواعد القيد الخاصة بالشركات، وذلك لكي تفرق بين الشركات المقيدة التي تلتزم بممارسات وقواعد حوكمة الشركات وغيرها من الشركات التي لا تلتزم بذلك، وهذا ما تقوم به بورصات عديدة مثل البورصة الألمانية، وبورصة كوالالمبور، والبورصة المكسيكية.

سنوضح فيما يلي أهم المؤسسات العاملة في مجال تنشيط البورصة المصرية [1].

1-الهيئة العامة لسوق المال:

من أهم الخطوات التي اتخذت لتنشيط سوق الأوراق المالية كانت إنشاء الهيئة العامة لسوق المال والتي تؤثر في سوقي الإصدار والتداول وتعمل على تطوير بورصة الأوراق المالية، وأيضا التنسيق بين قانون الشركات المساهمة وقانون الاستثمار وتوحيد الإشراف على المشروعات الاستثمارية، وتحقيق بعض الإصلاحات لبورصة الأوراق المالية.

وقد ورد بشأنها الباب الرابع من القانون رقم 95 لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال، ومن أهم المهام الموكلة إليها ما جاء بالمادة 43 منه وحصرها فيما يلي:

-تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال؛

-التنظيم والإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به؛

-الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها؛

-مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية؛

-اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له؛

وقد نصت المادة 49 من القانون رقم 95 لسنة 1992على أن يكون لموظفي الهيئة العامة لسوق المال، الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع وزير الاقتصاد، صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولهم في سبيل ذلك الإطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التي توجد بها، وبذلك أعطى القانون لهيئة سوق المال القوة اللازمة لتنفيذ أحكامه كما حدد وسائل تسوية المنازعات، وحق التظلم من قرارات الهيئة وحدده بثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار أو العلم به.

[1]- صلاح زين الدين ، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية ،المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، كلية الاقتصاد ،جامعة دمشق ،أيام 15-16 أكتوبر 2008 ص45-52 .

وتعتبر الهيئة الجهة المسئولة عن تنفيذ قانون سوق المال، وعن الإشراف على تطوير السوق وتنظيم ومراقبة كافة أنشطة السوق. كما تتمتع هيئة سوق المال بصلاحيات للعقوبات الإدارية، شاملة الإنذارات، والشطب من الجداول، ووقف العمل بالتراخيص أو إلغائها،وا لغاء العمليات أو الصفقات حتى بعد التسوية إذا ما كان قد حدث أي تصرف أو عمل غير قانوني،وا جراء عمليات تفتيش ومعاينة، ووقف قرارات الجمعية العامة لمدة خمسة عشرة يوما في حالة إثبات الإضرار بحقوق الأقلية. وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بالتأثير في سوقي الإصدار والتداول كما يلي:

1-1-التأثير في سوق الإصدار:

بمقتضى قانون الشركات 159 لسنة 1981 للهيئة الحق فئ الرقابة على إنشاء الشركات بمقتضى الاختصاصات التي حددها القانون في الآتي:

- رئاسة وعضوية الهيئة للجنة المشكلة لتأسيس الشركات المصرية، وتعرض على هذه اللجنة كل المستندات وعقود التأسيس والنظم الأساسية لكل شركة، وذلك حتى تحصل على الموافقة التأسيس.

- وجوب حصول الشركات المساهمة والتي تطرح أسهما للاكتتاب العام على موافقة الهيئة على النشرة التي توجه للجمهور، وذلك للتأكد من البيانات التي ستنشر ومدى كفايتها وتضمنها كل الحقائق المتعلقة بالشركة.

- حصول الشركات المساهمة الجديدة أو القائمة على موافقة الهيئة على مبلغ مصاريف وعلاوة الإصدار التي تضيفها إلى القيمة الاسمية للسهم.

- قيام الهيئة بتولي التحقق من أن الحصص العينية التي تقدم في رؤوس أموال الشركات قد قومت تقويما صحيحا وذلك عن طريق تشكيل لجنة لتقويم كل حصة عينية.

- وجوب إرسال الشركات صورا من كل المستندات التي ترسل إلى المساهمين أو الشركاء لتقوم الهيئة بمراجعتها وتحليلها للوقوف على مدى مطابقتها لأحكام القانون.

- حق الهيئة في حضور الجمعيات العامة التي تعقدها الشركات، ووضع التقارير عنها، مع حق الاعتراض على أي قرار أو تصرف لا يتفق مع مقتضى القانون واللائحة.

- قيام الهيئة بتقييم أصول وخصوم الشركات الراغبة في الاندماج.

- التزام الهيئة بالتحقيق في الشكاوى التي تقدم من المساهمين أو أصحاب المصلحة واتخاذ قرار بشأنها في حدود ما ينص عليه القانون.

-تأكيد حق كل ذي مصلحة من المساهمين أو الشركاء أو غيرهم في الاطلاع لدى الهيئة على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالشركة وجواز الحصول على صور من هذه الوثائق.

1-2-التأثير في سوق التداول:

فقد حدد القرار الجمهوري الخاص بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال دورها في الرقابة وتنمية سوق التداول كما يلي:

- تشجيع وتنمية سوق التعامل على الأوراق المالية المصدرة أو الموجودة، وكذلك الجائز إصدارها أو التي يسمح بها لزيادة رأس المال والعمل على هذه الأوراق لتوفير اكبر قدر من السيولة للأوراق المالية.

- تشجيع وتأهيل وسطاء الأوراق المالية وغيرهم من العاملين في أسواق المال ومدهم بالتسهيلات التدريبية لرفع مستواهم المهني.

- إعداد الدراسات والمقترحات لمختلف الأجهزة الحكومية لاستحداث التعديلات الواجب إدخالها في القوانين واللوائح المعمول بها لاستصدار التشريعات اللازمة لتنمية وتنظيم سوق المال.

- الإشراف على توفير البيانات والمعلومات الكافية والمناسبة عن الأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وعن وسطاء السوق وغيرهم، والتأكد من سلامة هذه المعلومات والبيانات وجعلها متاحة بصفة منتظمة ودورية لتحقيق الغرض من توفيرها. ومراقبة سوق الأوراق المالية للتأكد من أن التعامل في الأوراق المالية غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية، ومن أن كل المعاملات على هذه الأوراق قد تمت من خلال بورصة الأوراق المالية.

2-الشركات المساهمة وشركات السمسرة:

2-1-الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هي المصدر الرئيسي الذي يغذي سوق الإصدار بالأوراق المالية فهي تعتبر المنتج الذي يغذي السوق بالسلع. وقد نصت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 في فصلها الأول في مادته الأولى على أن يكون للشركة رأس مال مصدر، ويجوز أن يحدد النظام الأساسي للشركة رأس مال مرخصاً به، ويقسم رأس مال شركة المساهمة حصة الشركاء غير المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم إلى أسهم اسمية متساوية القيمة في كل إصدار، ويحدد نظام الشركة القيمة الاسمية للسهم بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، ويشترط أن يكون رأس المال المصدر مكتتباً فيه بالكامل.

وتشترط اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م لصحة الاكتتاب سواء كان عاماً أو غير عام الشروط الآتية *[1]:

-أن يكون كاملا بأن يغطي جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في شركات المساهمة أو الحصص والأسهم في شركات التوصية بالأسهم؛

أن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الاكتتاب على شرط، بطل الشرط وصح الاكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً إلى أجل بطل الأجل وكان الاكتتاب فورياً ؛

أن يكون جدياً لا صورياً ؛

-ألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الاسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة؛

-أن تكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة؛

كما اشترطت على كل شركة طرحت أوراقاً مالية لها في اكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسب المساهمات في رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لانتهاء تلك المدة، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتي المركز المالي ونتيجة النشاط مصدقاً على ما ورد بهما من مراقب الحسابات، وذلك طبقاً للنماذج المرفقة بهذه اللائحة وطبقاً للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية.

* قرار وزير الاقتصاد والتجار ة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة 1997، ص 34.

2-2-شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية:

اشترطت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م في مادتها رقم 124 أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وأوجبت عليها إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها، وكانت في مادتها 120 قد حددت الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنها الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الآتية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية؛
- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها؛
- رأس المال المخاطر؛
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية؛
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار؛
- السمسرة في الأوراق المالية؛
- الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الاقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة؛

كما وضعت اللائحة التنفيذية حد أدنى لرأس المال المصدر لكل شركة من الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة المشار إليها على النحو التالي[1] :

- 250 ألف جنيه على الأقل لنشاط السمسرة في الأوراق المالية لا يقل المدفوع منه مقدماً عن الربع؛
- ثلاثة ملايين جنيه على الأقل لكل نشاط من الأنشطة التالية لا يقل المدفوع منه عن النصف؛
- نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب؛
- نشاط الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها؛
- نشاط المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية؛
- نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية؛
- خمسة ملايين جنيه على الأقل لنشاط صناديق الاستثمار مدفوعاً بالكامل؛
- عشرة ملايين جنيه على الأقل لنشاط رأس المال المخاطر مدفوعاً بالكامل؛

وقد وضع الحد الأدنى لرأس مال لشركات لضمان الجدية وحفاظاً على أموال المستثمرين وحمايتها. ويقتصر التعامل في بورصة الأوراق المالية على السماسرة. وقد يستعين السمسار بنوعين من المساعدين هما: المندوب الرئيسي والوسيط.

[1] - المادة 125 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992 بشأن سوق رأس المال، الهيئة العامة للمطابع الأميرية، 1997، ص 85.

3-شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

تأسست شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي كشركة مساهمة وفقا لأحكام القانون المنظم لسوق رأس المال رقم 95لسنة 1992بعد موافقة الهيئة1994. وهي هيئة ذاتية التنظيم تخضع لإشراف الهيئة العامة لسوق المال، وتعد مسئولة عن تنفيذ قانون الإيداع المركزي رقم 93 لعام 2000. وتتكون شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي من عضوية شركات السمسرة في الأوراق المالية، وأمناء الحفظ الحاصلين علي ترخيص مزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق المال، والشركات المصدرة للأوراق المالية، والبنوك والمؤسسات المالية التي ترغب في الاشتراك والتي تزاول نشاط السمسرة أو نشاط أمناء الحفظ.

وتعتبر شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي هي الهيئة المركزية الوحيدة في مصر المخول لها القيام بعمليات المقاصة والتسوية لعمليات البيع والشراء التي تتم ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية. كذلك تتمثل مهمتها في تطبيق نظام القيد المركزي في مصر بما يتضمنه من تحقيق الحيازة المركزية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحويل التعامل عليها إلي قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين.

4-هيئة الاستثمار وقطاع شركات الأموال:

قطاع شركات الأموال حل محل قطاع مصلحة الشركات سابقا، ويشرف على تنفيذ وتطبيق قانون الشركات رقم 159 لعام 1981 .وقد انتقلت تبعيته بموجب القرار 415لسنة 2001إلى الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة بعد أن كان تابعا لوزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية. ويخول له سلطة رفض طلبات تأسيس شركات والتصديق على قرارات الجمعية العامة غير العادية بتصفية نشاط. الشركة. وتقوم هيئة الاستثمار بالإشراف على الشركات المؤسسة وفقا للقانون رقم 8 لعام 1997 .

5- بعض المؤسسات الخاصة:

بالإضافة إلى الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية، يعمل بالسوق نوعان من المؤسسات الخاصة .النوع الأول هو الهيئات غير الهادفة للربح أو ذاتية التنظيم والتي تساعد على انضباط العمل في سوق المال .والنوع الثاني يضم المؤسسات الخاصة التي تهدف إلى تحقيق الربح.

4-1-المؤسسات الخاصة غير الهادفة لتحقيق الربح:

4-1-1-الجمعية المصرية للأوراق المالية:

تأسست الجمعية المصرية للأوراق المالية عام 1996، وهي بمثابة رابطة مهنية للأفراد الذين يعملون في سوق المال، وتضم حوالي 250 عضوا يمثلون أغلب الشركات العاملة في سوق المال . وتعتبر الجمعية هي الجهة الأساسية التي تنقل آراء العاملين في هذه المهنة للجهات الرقابية لأخذها في الاعتبار عند صياغة اللوائح والقوانين الخاصة بسوق المال .وتقوم الجمعية بتنظيم دورات تدريبية للعاملين، وعقد ندوات لزيادة الوعي الاستثماري لدى الجمهور .كما تتولى الجمعية فض المنازعات التي تنشأ بين الأعضاء أو بينهم وبين الغير.

4-1-2-الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار:

تأسست الجمعية في عام 2001 ويمثل أعضاؤها مؤسسات مالية واستثمارية وبنوك وشركات تأمين ومديري إدارة الأصول .تعمل الجمعية على رفع كفاءة الأعضاء وتحسين جودة الخدمات التي يقدمونها للمستثمرين عن طريق الدورات التدريبية وتنظيم ورش العمل .كما تمنح الجمعية شهادة لمهنة مديري إدارة المحافظ لضمان جودة وأهلية شاغلي هذه المهنة.

4-1-3-جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية:

و هي من أقدم الجمعيات المهنية في الشرق الأوسط فقد تأسست في عام 1946وغرضها الرئيسي العمل على رفع المستوى العملي والعلمي في مهنة المحاسبة والمراجعة، والسعي للاحتفاظ بالمهنة بالمستوى اللائق بها محليا ودوليا .كما تشارك الجمعية في الدراسات والآراء الخاصة بالقوانين الاقتصادية والضرائب والاستثمار، وذلك فضلا عن دورها الرئيسي في إعداد معايير المحاسبة والمراجعة والتي يصدر بها قرار من وزير التجارة الخارجية .وتقتصر العضوية بها على من يجتاز الامتحانات التي تعقدها الجمعية للحاصلين على درجات جامعية ودراسات عليا في مجال المحاسبة وذلك بعد قضاء عدد من السنوات في مكاتب محاسبة معتمدة[1].

[1] - جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية تضم 1350 عضوا عاملا من بين 18 ألف محاسب مسجل ويتم الحصول على عضويتها بعد أداء امتحانات عالية المستوى. وقد أعدت جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية بالاشتراك مع وزارة المالية ونقابة التجاريين، والهيئة العامة لسوق المال، والجهاز المركزي للمحاسبات مشروع قانون جديد لتنظيم مزاولة مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر لتعديل القانون الحالي رقم 133 لسنة1951.غير أنه للأسف لم تتم مناقشته وا إقراره في مجلس الشعب.

4-2-المؤسسات الخاصة الهادفة لتحقيق الربح:

يتعدد الممارسون الذين يهدفون إلى تحقيق الربح بسوق المال في مصر، فتوجد مكاتب للمراجعة والمحاسبة والمحاماة، وشركات التصنيف الائتماني، وشركات التحليل المالي ونشر المعلومات، وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وشركات الترويج وتغطية الاكتتابوا إدارة الأصول، ومكاتب المحاماة. وضمانا لجودة ودقة الإفصاح المالي، قامت الهيئة باعتماد مجموعة من مراقبي الحسابات.

المطلب الرابع: نظام التداول في البورصة المصرية

للبورصة المصرية العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها و لهذه الأخيرة قواعد و شروط تحكم تسييرها و شروط دخول إليها و هذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب

1-الأوراق المالية المتداولة في البورصة المصرية:

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة المصرية و يمكن تقسيم هذه الأوراق عموما إلي نوعين أسهم و سندات و يندرج تحت هذا التقسيم عدة أنواع أخري و فيما يلي نتناول أهم الأدوات المسموح بإصدارها و طرحها في سوق الأوراق المالية وفقا للقوانين و الأنظمة المعمول بها في البورصة المصرية:

-الأسهم.

-السندات .

-حصص التأسيس: هي صكوك لأصحابها نصيبا من الأرباح ، يحدده نظام الشركة ،و هي قابلة للتداول بالطرق التجارية ،و قد ظهرت هذه الحصص لأول مرة في نظام شركة قناة السويس[1].

-صكوك التمويل: تعتبر من الأوراق المالية التي نصت عليها لأول مرة المادة (15) من القانون رقم (146) لسنة 1988م في شأن شركات تلقي الأموال لاستثمارها ثم جاءت اللائحة التنفيذية لقانون رأسمال رقم (95) لسنة 1992 ، و تلجأ شركات المساهمة و التوصية بالأسهم إلي إصدارها لمواجهة الحاجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها[2].

[1]- حسين عبد المنطلب ،حسين محمد الأسرج ، مرجع سبق ذكره ، ص46.

[2]- نفس المرجع السابق ، ص46.

2-شروط التداول في البورصة المصرية:

يشترط لقبول تداول الأوراق المالية في البورصة المصرية توفر الشروط التالية :

2-1- الشروط العامة لقيد الأوراق المالية:

يشترط للقيد بجداول البورصة المصرية استفاء الشروط العامة التالية:

-أن تكون الأوراق المالية مقيدة بنظام الإيداع و القيد المركزي .

-أن يتم القيد لجميع الأوراق المالية المصدرة من ذات النوع و كذا قيد الإصدارات التالية و حق الأولوية في الاكتتاب وفق للأحكام الواردة بهذه القواعد.

-أن تلتزم الشركة طالبة القيد بإنشاء موقع إلكتروني علي شبكة المعلومات الدولية فور قيد أوراقها المالية بالبورصة .

- نشر القوائم المالية السنوية و الدورية و الإيضاحات المتمة لها و تقارير مراقبي الحسابات و غيرها من البيانات و المعلومات.

-أن يتم تقديم طلي القيد و مرفقاته من خلال الممثل القانوني للجهة المصدرة أو من خلال وكيل معتمد لديها .

-تقديم إقرار من كل مساهم رئيسي أو عضو مجلس إدارة بشأن مدي صدور أي أحكام قضائية ضده أو دعاوي نتيجة مخالفة سوق رأسمال و لائحته التنفيذية أو كونه محل تحقيق بشأنها .

2-2- شروط قيد أسهم الشركات المصرية :

-أن لا تقل أسهم الشركة المطروحة عن 10% من إجمالي الأسهم المقيدة للشركة ..

-أن لا تقل نسبة الأسهم حرة متداولة عن 5% من إجمالي أسهم الشركة ،و أن لا تقل قيمتها السوقية عند الطرح عن 10 مليون جنيه.

-أن لا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 300 مساهم مع مراعاة أن تكون الأسهم المخصصة لهؤلاء موزعة في ضوء الضوابط التي تحددها البورصة .

-أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة المطلوب قيدها عن 5 مليون سهم.

-تقديم تقرير بنموذج أعمال الشركة و هيكل إدارتها و سابقة أعمالها و سياسة الحكومية المتبعة

- أن لا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن أخر سنة مالية سابقة علي طلب القيد عن 5% من رأسمال المدفوع المطلوب قيده [1].

-أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه.

-تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها ،بحيث لا يتجاوز ألف سهم في الصك الواحد.

-تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام و إلا فيجب تقديم ثلاث ميزانيات مرضية عن ثلاث سنوات متتالية سابقة لطلب القيد.

-يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل و لا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربع تلك القيمة علي أن تقيد في جدول الأسعار المؤقت لحين سداد القيمة[2].

2-3- شروط قيد بالنسبة للسندات:

لا يقيد في البورصة إلا سندات الشركات التي قيدت أسهمها في البورصة فعلا ، أما إذا كانت الشركة أجنبية فيجب توفر ما يلي :

-تكون مقيدة منذ سنتين عل الأقل في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها علي الشركة

-لا تقل قيمة كل منها الاسمية بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه واحد بالتقريب.

- تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتتب لنقل الملكية .

أما إذا كانت السندات صادرة عن الحكومة و الهيئات العامة و أيضا الأوراق المالية التي تضمنها الحكومة سواء تناول هذا الضمان رأسمال أو الفوائد أو الأرباح فتقبل للقيد بقرار من وزير الاقتصاد.

3-شروط مزاولة مهنة السمسار في البورصة:

لممارسة مهنة السمسرة في البورصة لابد من توفر مجموعة من الشروط في من يرغب في مزاولتها:

- يكون مصري بالغ من العمر **25 سنة** ومتمتعا بالأهلية القانونية.

-لا يكون قد أشهر إفلاسه في مصر أو في الخارج أو حكم عليه في قضايا تمس بالشرف.

[1] -قواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2016، ص04.

[2] -أيت اكان عزيزة ، بوصيقع فتيحة ، مرجع سبق ذكره، ص77.

-لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة.

-أن يكون قد مضى **03 سنوات** على الأقل يعمل كوكيل لأحد الأعضاء، أو يكون قد زاول **ثلاثة سنوات** مندوبا رئيسيا، أو أربع سنوات وسيط .

-يؤدي بنجاح امتحانا تحريريا وشفويا أمام لجنة القبول للتأكد من توافر المعلومات اللازمة لعملائه.

-يكون لديه رأس مال في مصر لا يقل عن **10 آلاف** جنيه يملك منها **03 آلاف** نقدا على الأقل[1].

بالإضافة إلي الشروط السابقة هناك سمات أخري يجب توفرها في السمسار و هي :

-الأمانة المهنية و الصدق و العدالة الموضوعية .

-تجنب استغلال العملاء (المستثمرين المضاربين)

-ضرورة قيد السمسار في البورصة.

-تنفيذ أوامر العملاء بدقة .

- عدم التصرف غير القانوني برفع الأسعار أو خفضها بما يلحق الأضرار بالمتعاملين أو إتمام صفقات وهمية داخل البورصة.

-تحصيل العمولات القانونية فقط و هي نسبة في الألف من قيمة الأسهم أو السندات مقيدة .

-تحقيق أعلي عائد بأقل تكلفة و مخاطر[2] .

و الجدول التالي يبين لنا تطور حجم التداول في البورصة المصرية للفترة الممتدة من الفترة 2011-2016 ،بالإضافة إلي كل من القيمة السوقية.

[1]- رشام كهينة ، واقع و أفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة بومرداس 2009، ص122.

[2]-أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية،دار قباء الحديثة للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، مصر ،2007، ص131.

جدول رقم (03-06): حجم التداول في البورصة المصرية و الشركات المدرجة فيها للفترة الممتدة من(2011-2016).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
القيمة السوقية	48.679	61.621	61.517	69.908	54.913	34.463
حجم التداول	28.023	6.532	5.470	8.960	6.805	6.077
عدد الأسهم	3.648	11.211	10.270	12.915	16.861	26.692
ع/أيام التداول	58	62	61	66	65	65
م/تداول اليومي	80.1	105.4	89.7	135.8	104.7	93.5
م/دوران السهم	9.5	10.6	8.9	12.8	12.4	17.6
ع/ الشركات	214	213	212	215	222	222

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد علي نشرات صندوق النقد الدولي .

بينما الجدول الموالي يبين لنا تعاملات المستثمرين المصرين (الأفراد و المؤسسات) و المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية .

الجدول : رقم (03-07): تعاملات المستثمرين في البورصة المصرية للفترة 2011-2016

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأفراد	%41	%48	%50.8	%71	%77	%53
المؤسسات	%59	%52	%49.2	%29	%23.0	%4.7
الأجانب	%29	%20.0	%20.5	20.9%	%27.6	%19.4

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نشرات صندوق النقد العربي.

نلاحظ ارتفاع تعاملات المستثمرين الأفراد خلال الفترة من 2001 إلى 2015 لتنخفض في 2016 ،أما بالنسبة للمؤسسات فنلاحظ انخفاضها تدريجيا ،أما بالنسبة للأجانب فنلاحظ انخفاضها تدريجيا .

4-مؤشرات البورصة المصرية:

للبورصة المصرية العديد من المؤشرات نذكر منها ما يلي:

4-1- مؤشر CASE30:

بدأ العمل بمؤشر CASE30 في جانفي 1998 في بورصتي القاهرة و الإسكندرية بمصر بقيمة أساس 1000 نقطة و يضم هذا المؤشر 30 شركة من حيث السيولة و النشاط و يعد مؤشر CASE30 مؤشر للأسعار حيث يقيس العائد علي الاستثمار من خلال التغير في القيمة السوقية للسهم (الزيادة أو الانخفاض في رأسمال فقط).

و يتم ترجيح مؤشر برأسمال سوقي و يتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة علي إجمالي الأسهم المتضمنة فيه حيث يحسب بالعلاقة التالية:

نسبة الأسهم حر ة التداول * سعر الإقفال* الأسهم المقيدة لهذه الشركة = رأسمال سوقي معدل للشركة مقيدة يجب أن لا تقل نسبة التداول الحر للشركة عن 15 %كحد أدني لكي يتم إدراجها كما يتضمن هذا المؤشر الأسهم العادية فقط و يستبعد الملكية المزدوجة التي تصل إلي 30 %أو أكثر و تعني الملكية المزدوجة ملكية شركة لشركة أخري أو لها حصة فيها .

و قد تم تغير اسمه إلي EGX30 في 01 مارس2009 .

4-2- مؤشر EGX70:

هو مؤشر جديد أطلقته البورصة المصرية في فيفري 2009 ،و يقيس المؤشر أداء 70 شركة الأكثر نشاط في البورصة و غير المدرجة في مؤشر EGX30 ، و يقوم هذا الأخير بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأسمال السوقي المعدل و سيتم حساب قيمة المؤشر يوميا في نهاية كل جلسة تداول[1].

4-3- مؤشر EGX100:

بدأ العمل به في أوت 2009، حيث يقوم هذا الأخير بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيعها برأسمال السوقي للشركات .

يتفادى المؤشر تركيز علي صناعة بعينها و يشمل الأسهم العادية فقط .

4-4- مؤشر S&P/EGX ESG :

قامت البورصة المصرية بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصريينELOD و مؤسسة ستندر أندر بورز مؤشر S&P /EGX ESGو الذي يعد الثاني علي مستوي الأسواق الناشئة[2].

و الجدول التالي يبين تطور مؤشرات البورصة المصرية.

[1]- السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولي ، عمان ، 2010، ص 199-200.

[2]-أيت أكان عزيزة ، بوصيقع فتيحة ، مرجع سبق ذكره ، ص80 .

الجدول رقم: (03-08): تطور مؤشرات البورصة المصرية للفترة الممتدة من 2011-2016 :

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مؤشرات البورصة المصرية	%3.735	%5.462	%6.783	%8.927	%7.006	%12.345
نسبة التغير	-17.9	- 6.2	20.7	-7.1	-4.5	64-56

المصدر :من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجانب النظري .

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع مؤشرات البورصة المصرية خلال السنوات ،وهذا ما يعكس نسبة تغير كبيرة في المؤشرات .

المبحث الثالث:

حماية كل من بورصة الجزائر ومصر للمستثمرين

تعتبر بورصة الجزائر ومصر من بين الآليات المستخدمة في تمويل المشاريع الاستثمارية ،وتحتويان عل مجموعة من الهيئات التي تساعد على سير عملهما ،كما تحتويان على مجموعة من الشركات التي تعمل على حماية المستثمرين من مخاطر التداول في كلا البورصتين،وهذا ماسنتطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول :آليات حماية بورصة الجزائر للمستثمرين

تعمل بورصة الجزائر على توفير الحماية للمستثمرين سواء عن طريق تفعيل دور لجنة تنظيم عمليات البورصة أو عن طريق القوانين والتشريعات أو عن طريق التعاونيات الدولية ...الخ

1-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة :

تسهر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على السير الحسن للسوق وعلى حماية المدخرين والمستثمرين فيها ،من خلال الرقابة التي تمارسها على كل من المتدخلين في السوق والمنتوجات المالية المقيدة فيه أو من خلال القانون التجاري الذي اقر ذلك .

1-1-الرقابة القبلية :

وهي الرقابة التي تمارسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على الأعوان الاقتصاديين قبل دخولهم إلى السوق عن طريق إجراء الاعتماد المسبق ،كما تمارس رقابة قبلية على المنتوجات المالية قبل دخولها إلى السوق ،أي قبل طرحها في السوق الأولية عن طريق إجراء التأشيرة على المذكرة الإعلامية ،تهدف اللجنة من اشتراط نشر هذه المذكرة إلى ضمان إعلام الجمهور ،بشكل يمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم عن دراية .علاوة عن العناصر الإجبارية التي نص عليها القانون التجاري[1] ،يجب أن تتضمن المذكرة الإعلامية جملة من البيانات حول مصدر القيم المنقولة وتنظيمه

[1] - النشرة الرسمية للإعلانات القانونية ،و البيانات الواردة في المرسوم التنفيذي رقم 438/95 المؤرخ في 1995/12/23 ،المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلق بشركات المساهمة والتجمعات ،الجريدة الرسمية ،العدد80 الصادر في 24 ديسمبر 1995 ،وردت هذه البيانات في المادة 9 من هذا المرسوم .

،وضعيته المالية ،تطوره نشاطه ،موضوع العملية المزمع انجازها وخصائصها[1] .يمكن للجنة أن تطلب إضافة أو تعديل بعض البيانات المذكورة كما يمكن أن ترفض التأشير عليها إذا رأت نقصا فيها[2] .

-إجراءات التأشيرة[3] :

إن مراقبة السوق تجري أولا وقبل كل شيء عبر مراقبة المعلومات والعمليات التي يقوم بها مصدرو السندات المالية. ولهذا السبب تنص النصوص التشريعية التي تحكم سير سلطات الضبط على أنه يجب على هذه السلطات أن تضع تأشيرتها على الوثائق الإعلامية الخاصة بالكيانات التي تلجأ إلى الادخار العمومي. ويقوم المكلفون بالضبط، بمناسبة إجراء هذه الشكليات القانونية، بالتأكد من أن الوثائق تستوفي الالتزامات التشريعية والتنظيمية من خلال معاينة وجود مختلف الشهادات التي تقتضيها النصوص، على وجه الخصوص. ويتم تصميم إجراءات التأشيرة بكيفية تكاد تكون متشابهة تماما مع جميع السلطات الأخرى، ولا تحيد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عن هذه القاعدة:

-يجب أن يتم إعداد المذكرات الإعلامية الخاصة بالمصدرين حسب النموذج الذي سبق أن حددته .

-يمكن للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من خلال دراسة الملف، أن تطلب الشروح والتوضيحات أو الوثائق الإضافية، وتبين للمصدرين ماهية التعديلات الواجب إدراجها في المذكرات، والقيام بالتحقيقات التكميلية التي تسبق تسليم التأشيرة،

-وفي النهاية، يمكن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أن ترفض منح التأشيرة لعملية معينة . غير أنه، إذا كانت تبرر بعض التشريعات مثل هذا الرفض، وهو ما لا تنص عليه صراحة النصوص المطبقة على سلطة السوق المالية الجزائرية، فإنه يجب ذكرها. ومع ذلك، فإنه لا بد من الإشارة إلى أن النصوص التي تحكم سلطات ضبط الأسواق المالية لا تتدخل في الغالب بشأن طبيعة المراقبة التي تجري من خلال إجراءات التأشيرة.

[1] - المادة 3 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/96 المؤرخ في 22 جوان 1996 ،يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجا علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة ،الجريدة الرسمية عدد36 الصادر في 01جو ان 1997 ،والمعدل والمتمم بالنظام رقم 04 /01 المؤرخ في 08 جويلية 2004 ،السابق ذكرهما .

[2] -المادة 42 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 .

[3] -لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،التقرير السنوي ،فيفري 2010 ،ص91 .

غير أنه، وعلى ضوء فقه القانون الفرنسي، لا تشهد التأشيرة إلا على إجراء مراقبة معينة على مدى صحة وانسجام المعلومات التي أوردتها الكيانات المصدرة للسندات المالية.

ومهما يكن، فإن ذلك **لا** يفترض مدى ملائمة العملية، ولا تقدير وضعية المصدر ، ولا حتى التصديق على العناصر المحاسبية والمالية.

هذا و ترى اللجنة أنه إذا لم يستطع المدخرين خاصة الصغار الاطلاع على هذه المذكرة المفصلة جدا فلهم المطالبة بوثيقة تلخيصية و هي النشرة التمهيدية التي تحتوي على أهم البيانات عن الإصدار و عن المصدر.

1-2-الرقابة اللاحقة :

تقوم اللجنة زيادة على المراقبة القبلية على الإعلام بممارسة رقابة بعدية على الشركات المقبولة في جدول التسعيرة و تنصب على المنشورات القانونية و التنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات وهي الكشوف المالية و التقارير السنوية خصوصا أن إعلان تأشيرة اللجنة لا تتضمن تقديرا لنوعية العملية التي يقررها المصدر بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرات الإعلامية ملائمة ومنسقة و كافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

كما تقوم بمراقبة نوعية ودورية المعلومات الموضوعة تحت تصرف الجمهور. من حيث نزاهتها وشفافيتها من جهة ،ومن جهة ثانية تراقب مدى احترام وتطبيق الإجراءات القانونية من قبل الشركات المصدرة وجميع الفاعلين والمتدخلين داخل السوق ،يتأتى ذلك كله للجنة من اشتراطها على هذه الشركات إعلاما دوريا صحيحا ودقيقا يوجه للجنة وللجمهور على حد سواء[1] .

كما تقوم اللجنة بإجراء تحقيق لدى الشركات التي تلجأ للادخار العلني في البورصة أو لدى البنوك أو في المؤسسات المالية و لها أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه و لكل شخص أن يستعين بمستشار من اختياره .

[1] -حمليل نوارة ، مرجع سبق ذكره، ص 88 .

يلزم أعضاء اللجنة بالسر المهني حول الأعمال و الوقائع و المعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم وذلك تحت طائلة العقوبات [1]،كما يجب على الأعوان الخارجون الذين ساعدوا اللجنة أن يلتزموا بالسرية وذلك حسب المادة **39** من قانون **03-04** .

1-3-القيود القانونية التنظيمية على تداول الأسهم :

لا يتم تداول الأسهم بحرية مطلقة،وا نما تخضع لترتيبات وحدود، تم توضيحها في القانون التجاري، والتي يهدف من خلالها إلى حماية المساهمين من المضاربة الغير مشروعة، وحماية مصالح الاقتصاد الوطني، وذلك وفق ما يلي:

-لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري؛

-في حالة زيادة رأس المال، تكون الأسهم قابلة للتداول ابتداء من تاريخ التسديد الكامل لهذه الزيادة؛

-يحضر التداول في الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهما تنشأ بمناسبة زيادة رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة، وقد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا كان تحت شرط موقف لتحقيق الزيادة في رأس المال، ويكون هذا الشرط مفترضا في غياب أي بيان صريح[2].

1-4- الوفاء بقيمة السهم :

من خلال الجهود الرامية لضمان حقوق المساهمين، وسد الطرق الغير قانونية أمام التعاملات الغير مشروعة، سهر المشرع الجزائري على تنظيم العملية، حيث يتعين على المساهم أن يسدد المبالغ المرتبطة بالأسهم التي قام باكتسابها ، حسب الكيفيات المنصوص عليها في القانون الأساسي، وفي غياب ذلك، تتابع الشركة بعد شهر من طلب الدفع إلى المساهم المتخلف ببيع هذه الأسهم، ويعد المساهم المتخلف والمحال لهم المتتبعون والمكتتبون، ملزمين بالتضامن بمبلغ السهم الغير مسدد، ويمكن الشخص الذي سدد ما للشركة من دين، المطالبة بالكل ضد أصحاب السهم المتتابعين، ويبقى

[1] -المادة 39 من المرسوم التشريعي رقم10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة .

[2] -مختاري عبد الجبار،اثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية أسواق الأوراق المالية ،أطروحة دكتوراه في علوم التسيير،تخصص تجارة دولية، جامعة ورقلة ، 2016 /2017 ، ص83 .

العبء النهائي على عاتق الأخير منهم، حيث أن كل مكتتب أو مساهم أحال سنده، لا يبقى ملزما عن سداد الأقساط التي لا زالت لم تطلب، بعد سنتين من إثبات التنازل، وتكفل الأسهم التي لم يسدد مبلغ الأقساط المستحقة منها في الآجال المحددة، إعطاء الحق في القبول والتصويت في الجمعيات العامة وتخصم لحساب النصاب القانوني، ويتوقف الحق في الأرباح، وحق التفاضل في الاكتتاب في زيادات رأس المال المرتبطة بتلك الأسهم[1].

1-5-الحقوق الملازمة للسهم :

ضمن القانون الجزائري لحامل السهم مجموعة من الحقوق الملازمة له و المتمثلة فيما يلي[2]:

-حق تصويت في الجمعيات العامة؛

-الحق في نصيب من أرباح الشركة وحق اقتسام موجودات الشركة عند حلها؛

-حق التنازل عن السهم؛

-وحق رفع دعوى البطلان على القرارات الصادرة من الجمعية العامة ومجلس الإدارة المخالفة للقانون الأساسي للشركة.

1-6-حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:

تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة و أمنها، من خلال مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، و المؤتمن المركزي على السندات، و هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، و تسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي[3] :

-احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي، أو غير منصف ؛

[1] -المادة 715 مكرر 59 من القانون التجاري .

[2] -المادة 715 مكرر 72 من القانون التجاري .

[3]-Cosob- **Rapport annuel** 2012, P: 11, publications en line, disponible sur:

- http://www.cosob.org/publications/publications-rapport2012.pdf 02/052017 10:00 PM.

-سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية و حماية المستثمر ؛

-القيام بإدارة السندات و تسييرها وفق الأحكام التشريعية و التنظيمية التي تحكمها.

2- الحماية عن طريق التنظيم القانوني :

وتكون عن طريق الأوامر المباشرة أو الأوامر الإدارية

2-1-الأوامر غير المباشرة أو القضائية :

تنص المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93 -10المعدل والمتمم على انه(يمكن اللجنة إذا اقتضت حماية المستثمرين أو حسن سير السوق ذلك ، مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل الذين تحددهما.وفي حالة عدم التزام المصدر بواجباته ،يمكن اللجنة القيام بنشر هذه المعلومات ، وعلى المصدر أن يتحمل تكاليف نشرها[1] .

-تنص المادة 40 من نفس القانون على انه بإمكان رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ,ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في سوق القيم المنقولة أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسئولين عن هذا العمل بامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها ويحيل نسخة من طلبه هذا على المجلس القضائي للغرض الذي هو بمقتضى القانون)، وهنا يقع على الجهة القضائية المختصة الفصل في الأمر استعجاليا ,كما يمكنها أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي ,وأيضا تصدر قصد تنفيذ أمرها على شكل غرامة تهديدية تدفع إلى الخزينة العمومية[2].

ومن هنا يتضح بأن الأوامر القضائية تندرج في إطار الهدف العام للجنة وهو حماية الادخار والمستثمرين في مجال القيم المنقولة وذلك من خلال فرض شرطين أساسيين لإمكانية توجيه هذا النوع من الأوامر وهما:

-وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية.

[1] -المادة 6 من النظام رقم 2000-02 .

[2] -بن عمر محمد الصالح ، مرجع سبق ذكره ، ص98 .

-أن يكون هذا العمل من شأنه الإضرار بحقوق الأفراد المستثمرين في القيم المنقولة ونفس هذه السلطة منحها المشرع الفرنسي للجنة عمليات البورصة أيضا خلال المادة 2/12 من الأمر رقم67-833 في 28 سبتمبر 1967[1]، حيث يعود لرئيس لجنة البورصة الحق في إخطار رئيس محكمة القضايا الكبرى لباريس إذا ما لاحظ حدوث ممارسات تتعارض مع النصوص التشريعية أو التنظيمية ذات طبيعية من شأنها أن تشكل خطرا على حقوق المدخرين ليتخذ رئيس المحكمة الإجراءات اللازمة من اجل توقيف هذه الممارسات ,ويقيم ذلك عن طريق أمر استعجالي .

- كما تلزم المادة **41** من نفس القانون على هذه اللجنة بأن تقوم بمراقبة المذكرات التي تنشرها الشركات المسجلة في البورصة قبل أن تمنحها التأشيرة و لها مهلة شهرين يحق لها خلالها أن تمنح تأشيرتها أو ترفض منحها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات .

وتضيف المادة **46** من القانون ذاته أنه من حق هذه اللجنة أن تعين مراقبا ليحضر اجتماعات البورصة لمراقبتها وله أن يتدخل في اجتماع البورصة لتسوية نزاعات ذات طابع تقني و التي من شأنها أن تعيق سير اجتماع البورصة ،و تحدد كيفيات تدخل المراقب في لائحة تصدرها اللجنة .

-تنص المادة **64** من القانون ذاته ينشا صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبنهم .ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة وبحاصل الغرامات المنصوص عليها في المادة 55 أعلاه .

ويمكن شركة تسيير بورصة القيم أن تقدم ،عند الحاجة دعمها للصندوق .تتولى اللجنة تسيير الصندوق .

وتبين شروط تسيير الصندوق وعمله وقواعد تحديد أساس الاشتراكات وحسابها في لائحة تصدرها اللجنة.

[1] -حفيظة زوار ، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة ، مذكرة ماجستير في القانون ، تخصص الإدارة والمالية، جامعة الجزائر،2004/2003 ، ص88.

2-2-الأوامر المباشرة أو الإدارية :

قضت المادة 35 من المرسوم التشريعي 93-10المعدل والمتمم بأن على اللجنة التأكد من تقيد الشركات المقبول تداول قيمها في بورصة القيم المنقولة بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ,ولا سيما في مجال القيم المنقولة ,وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية ,فإذا ما لاحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة بغرض إعلام الجمهور أو المقدمة إلى اللجنة يكون من حق هذه الأخيرة أن تأمر هذه الشركات عند الاقتضاء بنشر استدراكات في هذا المجال ,ومن جهته منح المشرع الفرنسي هو الآخر هذه السلطة للجنة البورصة بموجب نص المادة 01/09 من الأمر 67-833 ,في تعديله الصادر بتاريخ 02 أوت 1989[1] .

3-إطلاق دورات تكوينية لتأهيل مهنيو السوق :

كي تقوم بمهامها المتعلقة بحماية المستثمرين على أحسن وجه، تقوم الهيئة بتبني الأنظمة والتعليمات الخاصة بمهنيي السوق ومصدري الأوراق المالية حتى يتسنى لهم القيام بمهامهم كما ينبغي في ظل احترام الشفافية وضمان حقوق المستثمرين. تقوم الهيئة بالترخيص والاعتماد للوسطاء الجدد في عمليات البورصة، كما تقوم بمراقبتهم للتأكد من توفر الوسطاء بصفة دائمة على الموارد البشرية و التقنية اللازمة لأداء نشاطهم على أتم الأحوال.

تقوم الهيئة بوضع ختمها وتأشيرتها على نشرات الإصدار الموضوعة تحت تصرف المستثمرين، كما تقوم بتحديد القواعد التي يجب إتباعها من طرف الشركات المصدرة في إعداد ونشر حساباتها السنوية و النصف السنوية و قواعد الإفصاح المستمر.

4- صندوق ضمان الزبائن:

في إطار عملية وضع صندوق الضمان الخاص بالزبائن المنصوص عليه بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 32 مايو سنة 1993 ، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعداد مشروع تعليمة تتعلق بإجراءات سير هذا الصندوق.

[1] -حفيظة زوار، نفس المرجع السابق ، ص88 .

وعلى سبيل التذكير، فإن صندوق الضمان يخصص لتغطية الالتزامات التي يتعهد بها الوسطاء في عمليات البورصة إزاء زبائنهم .ولقد وضح نظام أصدرته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في سنة 2004 شروط تسيير صندوق الضمان وتدخله وكذا قواعد وعاء الاشتراكات وكيفية حسابها.

ولقد كان مشروع التعليمة موضوع مشاورات مع الساحة المالية تم توسيعها على كل البنوك وشركات التأمين. وفي هذا الإطار خلال سنة 2009 ، انتقل وفد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى فرنسا من يوم 29 مارس إلى 03 يونيو سنة 2010 ، في مهمة دراسية لدى صندوق ضمان الودائع. ولقد سمحت هذه المهمة للوفد بالاطلاع على آليات سير صندوق الضمان ، ولا سيما فيما يتعلق بالنقاط المتعلقة بما يأتي [1]:

-كيفيات تدخل الصندوق؛

-موارد الصندوق ومختلف أصناف المساهمات؛

-آليات حماية المستثمرين؛

-دور سلطة الرقابة الاحترازية وكيفيات تدخلها؛

-طريقة حساب مساهمات المنتسبين لصندوق ضمان الودائع؛

-تسيير خزينة الصندوق.

وفي الواقع، فإن مصالح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قامت على إثر هذه المهمة الدراسية، بعملنصب ّ على التفكير في تعديل وتتميم النظام رقم 04-03 المؤرخ في 9سبتمبر سنة 2004 والمتعلق بصندوق الضمان.

واشتملت التعديلات المقترحة بصورة رئيسية على ما يأتي:

-تأسيس لجنة تسيير استشارية تتكون من ممثلي المنتسبين ويتمثل دورها في إبداء الآراء المعللة وتقديمها للّجنة؛

[1] -تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010، ص 71 .

-تعديل الانتظام الدوري لدفع الاشتراكات التي تصبح سنوية بعدما كانت تدفع كل ستة أشهر؛

-تأسيس حق الانتساب؛

-تعديل قواعد وعاء الاشتراكات ؛

غير أن مشروع هذا النظام لم يتم اعتماده .إذ أن التصديق عليه والتكفل به قد تمت إحالتهما إلى إطار إصلاح السوق المالية وبالاتصال مع ما تقتضيه الخيارات الوطنية في مجال التفاوض والمقاصة والتسوية والتسليم.

5-التعــاون الدولـــي كآلية لحماية المستثمرين:

تتمثل هذه التعاونيات في [1]:

5-1-المنظمة الدولية للجان القيم(IOSCO) :

تعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، عضوا عاديا للمنظمة الدولية للجان القيم (OICV-IOSCO)، وقد قدمت طلبا لتصبح من الدول الموقعة على اتفاق متعدد الأطراف بتاريخ 06-05-2009 .حاليا اللجنة مدرجة في المرفق B من مذكرة متعددة الأطراف للتبادل والتعاون مذكرة تفاهم متعددة الأطراف (MMOU / منIOSCO).

المنظمة الدولية للجان القيم (IOSCO) هي منظمة دولية تأسست في عام 1983، يوجد موقع أمانتها العامة في مدريد (اسبانيا). تجمع المنظمة بين المنظمين من البورصات الرئيسية في العالم، وتجتمع مرة في السنة. تعد المنظمة أكثر من 190 عضو، وتنقسم إلى فئتين رئيسيتين هما:

*الأعضاء العاديين: منظمات أسواق الأوراق المالية ؛

*الأعضاء المنتسبين: البورصات، المنظمات المالية...الخ؛

[1] - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ،2017 .

هدفها الرئيسي هو وضع معايير دولية لتعزيز الكفاءة والشفافية في أسواق الأوراق المالية، تحسين حماية المستثمرين وتعزيز التعاون بين المنظمات من أجل مكافحة الجرائم المالية.

5-2-شراكة منظمات الأسواق المالية للدول المطلة على البحر الأبيض المتوسط (PMRVM) :

وقعت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، يوم 26 مارس عام 2009 في باريس، ميثاق تأسيس "شراكة مؤسسية بين منظمات الأسواق المالية للدول المطلة على البحر الأبيض المتوسط.

تهدف الشراكة المؤسسية بين منظمات الأسواق المالية لضفتي البحر الأبيض المتوسط إلى تهيئة الظروف والفرق اللازمة لتعزيز التعاون العملي بين سلطات الأسواق المالية من حيث الضبط والإشراف على الأسواق المالية.

السلطات الموقعة على هذا الميثاق هي:

-الجزائر :لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB) ؛

–مصر: الهيئة العامة للرقابة المالية (EFSA) ؛

–إسبانيا(Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNVM؛

–فرنسا: هيئة الأسواق المالية(AMF) ؛

–إيطاليا(Commissione Nationale per le Società e la BorsaCONS) ؛

–المغرب: مجلس القيم المنقولة (CDVM) ؛

–البرتغال(Comissão do Mercado de Valores Mobiliàrios(CMVM ؛

–تونس: هيئة السوق المالية(CMF) .

3-5-اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية(UASA) :

تم تأسيس اتحاد الأوراق المالية العربية، و الذي مقره بدبي (الإمارات العربية المتحدة)، عام 2007 و هو منظمة لا تهدف إلى الربح. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها عضو في هذا الاتحاد منذ تأسيسه. وتهدف مهامه إلى إقامة تنسيق أفضل بين الأعضاء بهدف جعل الآليات التشريعية و التنظيمية للأسواق المالية العربية متماسكة و كذا تطوير التعاون التقني بين دول الأعضاء.

يظم اتحاد الأوراق المالية العربية خمسة عشرة (15) عضوا و هم كالتالي:

-المملكة الأردنية الهاشمية: هيئة الأوراق المالية الأردني؛

- الإمارات العربية المتحدة: هيئة الأوراق المالية والسلع(SCA) ؛

-تونس: هيئة السوق المالية(CMF)؛

-الجزائر: لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها(COSOB)؛

-المملكة العربية السعودية:هيئة السوق المالية السعودية(CMA) ؛

-سوريا: هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية(SCFMS)؛

-العراق: هيئة الأوراق المالية العراقية(ISC) ؛

-سلطنة عمان: الهيئة العامة لسوق المال لسلطنة عمان(CMA) ؛

-فلسطين: هيئة سوق رأس المال الفلسطينية(PCMA) ؛

-قطر: هيئة قطر للأسواق المالية(QFMA) ؛

-الكويت: هيئة أسواق المال الكويتية(CMA) ؛

-لبنان: هيئة الأسواق المالية اللبنانية(CMA) ؛

-ليبيا: السوق المالي الليبي(LMS) ؛

-مصر: الهيئة العامة للرقابة المالية(EFSA) ؛

-المغرب: مجلس القيم المنقولة(CDVM) .

5-4-المعهد الفرانكفوني للضبط المالي(IFREFI) :

أنشئ 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 مسألة تتعلق بالضبط المالي. وهو مخول لاتخاذ أي إجراء ضروري لتحقيق الأهداف التالية:

-تنظيم دورات تدريبية تقنية حول ضبط الأسواق المالية لصالح أعضائه؛

–المساهمة في إنشاء أدوات مشتركة في مجال التعليم في الأسواق المالية؛

–توفير فرص للقاءات، وتبادل المعلومات بين المختصين من مختلف المجالات في الأسواق المالية ورؤساء القطاعات الرئيسية من النشاط المالي والاقتصادي والقانوني؛

–تشجيع الوعي المتبادل من أعضائها، وطريقة أداء مهام كل منهما والأسواق المالية التي ترصد؛

–إجراء دراسات حول الموضوعات ذات الاهتمام المشترك، وخصوصا عندما الطابع الفرانكفوني أو استخدام إطار قانوني مشترك هو واحد من العناصر الأساسية للبحث؛

–الانخراط في أي نشاط آخر وفقا لأهداف الميثاق.

يعد المعهد خمسة عشر (15) سلطة ضبط و هي كالتالي:

-أفريقيا الوسطى: لجنة مراقبة السوق المالي لأفريقيا الوسطى(COSUMAF) ؛

–غرب أفريقيا: الاتحاد النقدي لغرب أفريقيا، المجلس الإقليمي للادخار العام والأسواق المالية (CREPMF)؛

–الجزائر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB) ؛

–بلجيكا: اللجنة البنكية و المالية و التأمين(CBFA) ؛

–الكاميرون: لجنة الأسواق المالية(CMF) ؛

–كندا: السلطة كيبيك الأسواق المالية(AMF) ؛

–فرنسا: هيئة الأسواق المالية(AMF) ؛

–غينيا: وزارة المالية، مشروع بورصة القيم غينيا كوناكري (PBVG) ؛

–لوكسمبورغ: لجنة مراقبة القطاع المالي (CSSF) ؛

–مولدوفا: اللجنة الوطنية للأوراق المالية (CNVM) ؛

–موناكو: لجنة رقابة سير المحافظ و الأنشطة االبورصية ولجنة مراقبة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة موناكو ؛

–المغرب: مجلس القيم المنقولة(CDVM) ؛

–رومانيا: اللجنة الوطنية للأوراق المالية(CNVM) ؛

–سويسرا: اللجنة الاتحادية المصرفية(CBF) ؛

–تونس: هيئة السوق المالية (CMF) .

المطلب الثاني :آليات حماية بورصة مصر للمستثمرين

تعددت و اختلفت الأساليب التي اتبعتها البورصة المصرية في حماية المستثمر و حماية أمواله، و ذلك من خلال الهيئات و الجمعيات المسخرة، لذلك سوءا داخل البورصة أو خارجها ،و لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلي جل الهيئات الرامية إلي ذلك، بالإضافة إلي القوانين و المراسيم التشريعية ,

1-الهيئات :

1-1-إدارة الإفصاح علي مستوي البورصة:

توفير المعلومات الهامة لكافة المتعاملين في السوق لتوفير الشفافية و العدالة في السوق المصري ، حيث أن قواعد و متطلبات الإفصاح بالبورصة تنص على وجوب الإفصاح على أية معلومات جوهرية خاصة بنشاط الشركات المقيدة إعداد نشرات عن الشركات للشركات أكثر نشاط بالبورصة لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل و أكثر وعيا .

1-2- إدارة البحوث و تنمية السوق:

إصدار عدة كتيبات تعليمية لتوعية المستثمر[1].

1-3-الهيأة العامة لسوق المال في حماية حقوق المستثمرين :

وتعتبر مصر أول بلد عربي فصل بين الوظيفتين التنفيذية والتشريعية حيث أنشئت الهيئة العامة لسوق المال سنة 1979 ، على أهداف تأسيس هذه الهيئة ودورها في حماية المستثمرين وتنظيم

[1] -أحمد خضر، إدارة سوق الأوراق المالية ، ماجستير إدارة أعمال ، جامعة دمشق ، كلية اقتصاد، ص26.

سوق الأوراق المالية بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية وحماية السوق من المخاطر التي يتعرض إليها إضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها[1].

عملت الهيأة العامة لسوق المال على تفعيل هذا الجانب من خلال العديد من الأنشطة التي تتمثل فيما يلي[2]:

1-3-1-توزيع كتيبات ومطبوعات عن سوق رأس المال:

فقد قامت الهيأة العامة لسوق المال بالتعاون مع الجمعية المصرية للأوراق المالية بتطوير بعض النشرات المتخصصة عن سوق رأس المال ،ومناخ الاستثمار الخاص به ،ونشر وتوزيع هذه المطبوعات وتوجيهها إلى المستثمرين والجمهور،لمعرفة الحقوق والواجبات وماهية الإجراءات التي تتبع في مواجهة المشاكل أو في الاستفسار عن أي معلومة معينة ،ومن أمثلة المطبوعات التي تم توزيعها ما يلي :مقدمة عن الاستثمار في سوق المال بمصر ،وكيف تستعد للاستثمار ،وكيف تختار أدوات الاستثمار ،وكيف تدير استثماراتك ،ودليل حقوق الأقلية من حملة الأسهم .

1-3-2-تدريب الصحفيين داخليا وخارجيا :

فقد اهتمت الهيأة بالتنسيق مع مشروع تنمية الأسواق المالية والمنظمات المالية الأخرى بإعداد برامج لتنمية وتطوير مهارات الصحفيين والإعلاميين في مجال الاستثمار والأسواق المالية ،وكيفية الحصول على المعلومات المالية الهامة من المصادر المتخصصة ،كالمؤتمرات الصحفية وورش العمل المصممة خصيصا لهم ،وذلك بهدف تحفيز الصحفيين على زيادة الوعي الاستثماري لدى الجمهور عن البورصة ،وكيفية الاستثمار فيها مع زيادة قدرة المستثمر على اتخاذ قراراته الاستثمارية الصحيحة .

1-3-3-عقد الندوات وتنظيم ورش العمل :

قامت الهيأة عام 2001 بتنظيم مجموعة من الندوات والمؤتمرات للمساهمة في نشر الوعي الاستثماري من خلال الأسواق المالية وزيادة قدرة الجمهور والمستثمرين على فهم واستيعاب سوق

[1] -بن دحان إلياس أزهر ، مرجع سبق ذكره ، ص51 .

[2] -علاء الدين أحمد جبا ، مرجع سبق ذكره ، ص294-295.

الأوراق المالية ،ومواكبة المجريات والتغيرات الاقتصادية الجارية ،وقد حرصت الهيأة على حضور العاملين بالقطاعات الاقتصادية الهامة في الدولة لهذه الندوات وجلب الخبراء والمستشارين والمحللين الماليين المصريين والأجانب لإدارة هذه الندوات لدعم الثقة في المعلومات والبيانات المستمدة منها ،ولمساعدة المستثمرين والجمهور على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ،وذلك على أسس علمية مطابقة للواقع الحالي للسوق ،ومن أمثلة الندوات التي عقدت ما يلي :(ندوات المنتدى الصحفي لسوق المال بعنوان حقوق الأقلية من حملة الأسهم ،ندوة عن دور ومسؤوليات المراقب الداخلي لشركات السمسرة ندوة عن خطط الحكومة لخصخصة وتحرير شركات قطاع الكهرباء).

1-3-4-إعداد مقترح ببحث إمكانية بث برامج متخصصة في أجهزة الإعلام :

فقد قامت الهيأة بإعداد وتصميم خطة لتفعيل دور أجهزة الإعلام في إنجاح وتنشيط بورصة الأوراق المالية،وزيادة وتوعية الجمهور وا إعلامه برسالة سوق رأس المال والتطورات التي تطرأ عليه أولا بأول،لما لهذا النشاط من فاعلية في توصيل المعلومات بشكل بسيط مباشر وما يتميز به من انتشار سريع .

1-4-الهيئة العامة للرقابة المالية :

أنشئت الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القانون رقم 10 لسنة 2009، لتحل محل كل من الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، والهيئة العامة لسوق المال، والهيئة العامة لشئون التمويل العقاري، في تطبيق أحكام قانون الإشراف والرقابة على التأمين الصادر بالقانون رقم 10 لسنة 1981، وقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، وقانون الإيداع 2001، كما تحل محل تلك الهيئات فيما تختص به في أية قوانين وقرارات أخرى.

1-5-صندوق حماية المستثمر :

يهدف صندوق حماية المستثمر إلي تأمين المتعاملين في الأوراق المالية من مخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بتغطية الخسارة المالية المقيدة بالجداول الرسمية بالبورصة وفقاً للمادة 23 من القانون 95 لسنة 1992 بإنشاء صندوق خاص لتأمين المتعاملين في الأوراق المالية من المخاطر المالية غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات

العاملة في مجال الأوراق المالية، وبناء على ذلك صدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم 1764 لسنة 2004 بإنشاء صندوق حماية المستثمر، وتم إلغائه بعد ذلك بالقرار رقم 1576 لسنة 2014 وذلك في المادة 19، وقد أعاد القرار الأخير تنظيم صندوق حماية المستثمر من المخاطر غير التجارية.

1-5-1-المخاطر التي يغطيها الصندوق :

و حسب المادة 15 من هذا القرار فإن صندوق حماية المستثمر يغطي خسارة مالية فعلية للعملاء الأعضاء ضد المخاطر غير التجارية الناشئة عن نشاط العضو في الأوراق المالية المقيدة في البورصة و تشمل الحماية الأخطار التالية[1]:

-إفلاس عضو الصندوق أو تعثره في سداد الالتزامات الناشئة عن معاملاته.

-إخلال العضو بالتعاقد المبرم بينه وبين العميل.

-خطأ أو إهمال أو احتيال العضو أو ممثله القانوني أو القائم بالإدارة الفعلية أو أحد من العاملين لديه، سواء بنفسه أو بالاشتراك مع الغير وفقاً لنتيجة التحقيقات التي تجريها الهيئة العامة للرقابة المالية أو الجهات القضائية أو الرقابية الأخرى، وتشمل هذه الحالة فقد أو سرقة أو إتلاف الأوراق المالية محل التداول.

-إخلال العضو أو أي من العاملين لديه بالواجب المهني.

1-5-2-حدود الحماية التي يوفرها الصندوق :

حسب المادة (16) من هذا القرار يلتزم الصندوق بالوفاء لعميل العضو بقيمة التعويض المقرر من الصندوق عن الخسارة التي لحقت بالعميل ،و تكون وحدة الحماية بحد أقصى مائة ألف جنيه عن كل ورقة مالية يتعامل عليها العضو ،و يجوز أن تتعدد وحدات التغطية بناء علي طلب العضو أو عملية مقابل سداد الاشتراكات الدورية المقابلة لها .

و في جميع الأحوال لا يلتزم الصندوق بتعويض عملاء أعضائه أو المستثمرين في الأوراق المالية عن أي خسائر مالية تنتج عن التغير في قيمة الوراق المالية الخاصة بالعميل أو الناتجة عن ضياع فرص استثمار أموال العميل بمعرفة العضو[2].

[1] - منشورات الهيئة العامة لسوق المال ، قرار رقم 106 لسنة 2006، ص11

[2] - منشورات الهيئة العامة لسوق المال ، قرار رقم 106 لسنة 2006،ص 12.

1-6-جمعية تنمية علاقات المستثمرين المصريين :

إطلاق جمعية تنمية علاقات المستثمرين المصرين في 31 ماي 2010 بالقاهرة ، عبر مجموعة من كبري الشركات المقيدة في البورصة المصرية و تهدف أساس هذه الجمعية إلي حماية حقوق المساهمين و الشركات علي حد سواء بالإضافة إلي تنمية و تطوير دور علاقات المستثمرين في السوق المصري و كسب ثقتهم و الحفاظ عليها [1] .

1-7-صندوق ضمان التسويات :

تواصلا لجهود حماية المستثمرين في البورصة، تم إنشاء صندوق لضمان التسوية برأس مال 30 مليون جنيه، حيث يتدخل الصندوق لتسوية العمليات غير المكتملة بأن يقوم بشراء الأسهم أو دفع المقابل نيابة عن الطرف المتضرر.

و هو وعاء يحتوي على جميع اشتراكات أعضاء التسوية التي تتم التسوية مباشرة علي حساباتهم لدي الشركة وبنوك المقاصة سواء لحساب الغير أو لحساباتهم .

يهدف إلي:

- ضمان تنفيذ التزامات التسوية الناتجة عن عمليات تداول الأوراق المالية المقيدة بالبورصة من خلال تحقق من تسوية جميع عمليات تداول .

-تشجيع الاستثمارات المحلية و الأجنبية علي التعامل في سوق المال المصري من خلال ضمان حصولهم علي حقوقهم في التوقيتات المحددة لها .

وهو يقوم بعدة أدوار منها :

-إتمام تسوية جميع عمليات لأعضاء صندوق في مواعيدها محددة .

-تغطية المخاطر الناتجة عن عدم التزام أعضاء صندوق تسوية عمليات المقيدة بالبورصة .

و من بين المخاطر التي يغطيها :

[1] - بيان جمعية تنمية علاقات المستثمرين المصرين ،القاهرة ،2010 .

-عدم قيام الأعضاء بسداد قيمة الأوراق المالية المشتراة.

-عدم قيام الأعضاء بتسليم أو تحويل الأوراق المالية المباعة[1].

1-8-شركة مصر لنشر المعلوماتegID :

هي شركة تأسست مابين البورصة المصرية EGX و Nasdaq OMX، و هي شركة تهدف إلي:

- تعزيز و تحسين كل من تعدد و نوعية المعلومات .

-زيادة مستويات الميكنة و الشفافية في المعلومات عن الأسواق لتكون قادرة علي بناء ثقة المستثمر في السوق المحلي و الدولي[2].

1-9-موقع توعية المستثمر :

و الذي أعد خصيصا لتوعية المستثمر و الذي يتناول معلومات عن مختلف الأسواق المالية غير المصرفية ، و التي توضح له حقوقه القانونية التي تساعده علي اتخاذ قرارات سليمة[3].

2-القوانين و التشريعات الرامية لحماية المستثمر :

عمد سوق رأس المال المصري إلي وضع مجموعة من القوانين التي تهدف إلي حماية المستثمر و حماية أمواله أثناء التداول في البورصة.

كما عمل القانون على حماية المكتتبين في الأوراق المالية من خلال مطالبة الشركات المصدرة لهذه الأوراق بتقديم معلومات كافية في نشرة الاكتتاب عن الشركة ومؤسسيها ورأس مالها ومديريها وعن عوائد ومخاطر الاستثمار المتوقعة، وبذلك يكون المستثمر على بينة ودراية عن موضع استثمار أمواله. كما أضاف القانون ضرورة تقديم شركات الاكتتاب العام تقارير ربع سنوية عن نشاطها معدة وفقا للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة التي تحددها اللائحة، وبالتالي ضمان توفير المعلومات بصفة دورية بما يمكن المستثمر من متابعة أداء الشركات التي يقوم باستثمار أمواله فيها. وبذلك يحاول القانون إيجاد توازن بين الرغبة في إقامة سوق قوى وحر لرأس المال وفى نفس الوقت وضع

[1] -صندوق ضمان التسويات www.rncsd.com.eg – 09-04-2017، 12.45

[2] -شركة مصر لنشر المعلومات www.egidegypt.com، تاريخ الاطلاع : 09-04-2017، 13.00.

[3] -موقع توعية المستثمر المصري ، www.iinvest.gov.eg ، تاريخ الاطلاع : 10-04-2017 ، 11.30.

الضوابط الكفيلة لحماية المتعاملين في هذا السوق، ووضع الضوابط الكفيلة لخلق جهاز قادر وفعال للإشراف والرقابة على سوق المال وإعادة تنظيم البورصات المالية بما يتناسب مع الإصلاح الاقتصادي ، وفيما يلي نتعرض لبعض القوانين المتعلقة بحماية المستثمر:

2-1- قانون الاستثمار رقم 230 لسنة 1989:

صدر هذا القانون ليحل محل القانون رقم 43 لسنة 1974مستهدفاً عدة مبادئ رئيسية منها منح المستثمر المصري كافة المزايا التي يحصل عليها المستثمر العربي و الأجنبي، وتخطى المعوقات الإدارية والإجرائية التي تؤثر على نمو حجم الاستثمار بتوحيد الجهة التي يتعامل معها المستثمر ومعالجة المشاكل بالنسبة للمشروعات القائمة بوضع الحلول لمديونياتها بالعملات الأجنبية والمحلية والعمل على إقالتها من عثرتها، وتشجيع الاستثمار في المجالات ذات الأولوية القومية في الدولة.

2-2-قانون سوق رأسمال رقم135 لسنة 1993:

و الذي يتضمن المواد التالية:

-المادة (96) : إلزام شركة السمسرة التي نفذت عملية علي خلاف أوامر العميل

تلتزم شركة السمسرة التي نفذت عملية علي خلاف أوارم العميل أو على ورقة مالية غير جائزة للتداول قانونا أو محجوز عليها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة و إلا يجب عليها التعويض للعميل و ذلك دون إخلال بحقها في الرجوع علي المتسبب بالتعويض .

-المادة(175): تنص على أن يكون الحد الأقصى لأموال المستثمرين لدى صندوق الاستثمار في البنك

أو شركة التأمين عشرين مثل المبلغ الذي يخصص لمباشرة ذلك النشاط.

-المادة(321):حظر التلاعب في الأسعار

يحظر مطلقا التلاعب في أسعار الأوراق المالية ، ويحظر على الأخص القيام بأي أو كل مما يلي:

- التأثير على السوق أو على الأسعار بأي تعامل من خلال تنفيذ عمليات لا تؤدى إلى تغيير المستفيد الفعلي.

-تنفيذ عمليات متفق عليها مسبقا بقصد الإيحاء بوجود تداول على ورقة مالية معينة.

-نشر أو المساعدة في نشر أخبار مضللة أو غير مدققة.

- نشر أخبار تتعلق بقرب تغير سعر ورقة مالية من أجل التأثير على أسعارها والتعامل عليها[1].

-اشتراك الجهة المصدرة في التعامل على أوراقها المالية بغرض التأثير على سعرها ، أو بطريقة يترتب عليها الإضرار بأي من المتعاملين عليها ، وذلك دون الإخلال بالأحكام المنظمة للتعامل على أسهم الخزينة.

-إجراء عمليات أو إدراج أوامر بنظم التداول بالبورصة بغرض الإيحاء بوجود تعامل على ورقة مالية أو التلاعب في أسعارها من أجل تسهيل بيعها أو شرائها.

- الاشتراك في أية اتفاقات أو ممارسات تؤدى لتضليل أو خداع المستثمر أو للتأثير بصورة مصطنعة أو التحكم في أسعار بعض الأوراق المالية أو في السوق بصفة عامة.

- القيام منفردا أو بالاشتراك مع آخرين بإدخال أوامر إلى نظم التداول بالبورصة يكون هدفها إعطاء صورة مضللة أو غير صحيحة عن حجم نشاط وسيولة أو سعر ورقة مالية معينة في السوق.

-استغلال أمر أو مجموعة أوامر صادرة من عميل أو مجموعة عملاء وتكون كميات هذه الأوامر من شأنها تحريك سعر ورقة مالية أو القيام بالتداول في ذات نفس اتجاه هذه الأوامر قبل تنفيذها مما قد يحقق أرباحا نتيجة استغلال أوامر العملاء بصورة غير مشروعة

-المادة (201): تنص على أن لا يجوز للشركة استخدام أموال العميل لتمويل عملياتها الخاصة أو الإنفاق منها علي أي نحو لحسابها .

-المادة (234):تنص على أن تعارض مصالح كل موقف يمكن أن تتعارض فيه مصلحة الشركة أو مصلحة أي من المديرين أو العاملين بها عند ممارستها لنشاطها المرخص لها به مع مصلحة العميل

[1] -قرار وزير الاقتصاد و التجارة الخارجية ، رقم 135، لسنة 1993.

أو يمكن أن تتعارض فيه مصالح العملاء الذين تقوم الشركة بتنفيذ عمليات لحسابهم علي نحو يمكن أن يؤدي إلي تغليب مصلحة أحد هؤلاء العملاء علي مصلحة عميل آخر أو من شأنه أن يؤثر علي قرارات العملاء أو الجمهور .

-المادة (243): تنص على أن يحظر علي شركة إتباع أية أساليب في عملها تنطوي علي الغش أو التدليس و بصفة خاصة إجراء معاملات علي حساب العميل أو باسمه دون تفويض منه أو إذن الإنفاق من أموال العملاء علي نشاط خاص بالشركة .

-المادة (249): تنص على أن لا يجوز للشريك صرف أي أرباح للعميل غير ناتجة عن عمليات حقيقة أو تزيد عن الأرباح الفعلية التي حققتها العملية .

-تقديم ضمان لأي من العملاء ضد الخسارة الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية في غير الأحوال التي تسمح فيها الهيئة بذلك[1].

2-3-قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992:

و فيما يلي نتعرض لبعض المواد المتعلقة بالشركات مساهمة في البورصة ، و كذلك صناديق الاستثمار،حيث تلزم البورصة كل الشركات بوضع خلية أو قناة خاصة بالمستثمرين تسمي وظيفة علاقات المستثمرين هي أحد أبرز الأنشطة الرئيسية لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات، حيث أنها وظيفة إستراتيجية مستقلة تهدف إلى تنشيط وتوطيد العلاقة مع المستثمرين الحاليين والمرتقبين، وفتح قنوات الاتصال بذوي العلاقة بسوق المال والاستثمار، وتوفير الإفصاح والشفافية اللازمين مما يكون له الأثر الإيجابي على ما يلي:

-رؤية المستثمرين لأداء الحالي للشركة وتوقعاتهم للأداء المستقبلي .

[1] -قرار وزير الاقتصاد و التجارة الخارجية رقم (135) لسنة 1993 .

-زيادة ثقة المتعاملين مع الشركة وأصحاب المصالح، وكذلك الترويج لزيادة المجموعات الداعمة للشركة[1].

-المادة(30): تنص على أن تلتزم الشركة بتحديد مسئول للعلاقات مع المستثمرين والاتصال بالبورصة[2].

-المادة (39): تنص على **:** يجب أخطار رئيس الهيئة بالقرارات التي تصدر بتعيين أعضاء مجالس الإدارة والمديرين المسئولين عن الإدارة العامة لأعمال الصندوق وبجميع البيانات المتعلقة بها خلال ثلاثين يوما من تاريخ صدور القرارات المشار إليها ، ويتم الإخطار على النموذج الذي تضمه الهيئة.

ولمجلس إدارة الهيئة للحفاظ على سلامة أموال المستثمرين بالصندوق أن يصدر قرارا "مسببا باستبعاد أي من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين المشار إليهم[3].

2-4- قانون حماية المنافسة و منع الممارسات الاحتكارية رقم 03 لسنة 2005.

2-5- قانون رقم 120 لسنة 2008: المتعلق بالمحاكم الاقتصادية :

صدور القانون رقم 120 لسنة 2008 المتعلق بالمحاكم الاقتصادية بغية إنشاء قضاء متخصص في المسائل الاقتصادية يحل محل المحاكم الابتدائية إل أن هذا القانون لم يعدل من الواقع الكثير ولم يحسن وضع الدائنين أو التجار المتعثرين ولم يؤثر إيجابا على البيئة القانونية والاستثمارية للبلد، فالانتقادات التي كانت موجهة في السابق ما زالت نفسها، وما أتى به القانون لم يغير سوى مسمى المحكمة الناظرة بالدعو .

[1] -الهيئة العامة للرقابة المالية ، قرار مجلس إدارة الهيئة العمة للرقابة المالية رقم 84 2016 ، بشأن إصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات.

[2] -دليل قواعد و معايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية ،وزارة الاستثمار ، مركز المديرين المصري ، فيفري 2011.

[3] -قانون 95 لسنة 1992 لسوق رأسمال .

2-6-قانون حماية المنافسة و منع الممارسات الاحتكارية بصيغته المعدلة رقم 190 لسنة2008[1].

2-بعض الاتفاقيات التي أبرمتها البورصة في إطار حماية المستثمرين :

توقيع مذكرة تفاهم في مجال تبادل المعلومات الرقابية بين هيئة العامة للرقابة المالية مع سلطة دبي للخدمات المالية تهدف إلى حماية المستثمرين وتعزيز سلامة الأسواق المنظمة من خلال توفير إطار للتعاون بين الهيئتين عن طريق إيجاد قنوات الاتصال والتفاهم المتبادل والمساعدة في مجال التدقيق والفحص لضمان كفاءة الهيئتين في القيام بتنفيذ المهام المنوطة بهما مع ضمان سرية البيانات التي يتم تبادلها بين الهيئتين[2].

و قد كشف رئيس الهيئة العامة للرقابة المالية أن تقرير ممارسة أنشطة الأعمال Doing 2017) Business Report) الصادر عن مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي عن تقدم مصر للعام الثالث علي التوالي في المؤشر الفرعي لحماية المستثمرين الأقلية في الشركات و أوضح في بيان له أن مصر تقدمت هذا العام 08 مراكز من بين 190 دولة يغطيها التقرير و ارتفعت الدرجات الحاصلة عليها من 45 إلى 48[3].

المطلب الثالث: معوقات حماية المستثمر و كيفية استفادة بورصة الجزائر من بورصة مصر

هناك العديد من المعيقات التي تحول دون سعي بورصة الجزائر لتوفير الحماية الكافية للمستثمر لحماية أمواله،لهذا وجب عليها الاستفادة من تجارب البورصة المصرية لتجاوز هذه المعيقات.

[1] - تحديث نظام الإفلاس (مصر و الأردن) ، المركز العربي لتطوير حكم القانون و النزاهة،بيروت ،2014.

[2] -إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية ، أخبار الإتحاد،الإصدار رقم (05)، أفريل –ماي-جوان-2014، ص15.

[3] - ولاء جمال ، الرقابة المالية مصر تتقدم 08 مراكز في مؤشر حماية مستثمرين الأقلية ، موقع جريدة الدستور ،تاريخ الاطلاع 10-04-2017 ،13:00.

1-معوقات حماية المستثمر في بورصة الجزائر:

1-1-المعوقات التنظيمية والتشريعية :

إن بعض اللوائح والقوانين تم إعدادها وفق أطر نظرية تفتقر للمرونة الكافية وعدمقدر تها على مواكبة التطورات المستمرة الحادثة في الأسواق المالية الدولية خاصة في ما يتعلق بتسوية المنازعات ، وهذا ما ينعكس سلبا على جذب المستثمرين .

-غياب جهة تنظيمية تتمتع بصلاحيات مستقلة مهمتها وضع معايير وأسس لإفصاح الشركات عن بياناتها المالية وتنظيم أعمال السوق الأولية و تضبط ممارساتها وتضمن عدم السماح بأي تلاعب أو تحديد مسبق لتوجهات الأسعار .

-تفتقر تشريعات بورصة الجزائر بتلك التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية أي ما يعرف بالكفاءة ، وان كانت فإن صدور هذه البيانات يكون متأخرا لعدم تحديد فترات إصدارها وهذا ما يؤثر على قرارات المستثمرين.

-عدم إنشاء شركات تقدم خدمات التصنيف الائتماني والمؤسسات التي تتعلق بالإصدارات، من شأنها المساهمة في جذب المستثمرين ممن لا تتوفر لديهم الكثير من المعلومات عن قدرة الشركة المصدرة على الوفاء بالالتزامات، و تساعد كذلك الشركات على الحصول على التداول بتكاليف أقل، وخاصة الشركات ذات الملاءة المالية العالية.

-تفتقر بورصة الجزائر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول مما يعيق اكتشاف الانحرافات وتصحيحها كعمليات الغش والتلاعب ،إصدار بعض الإشاعات الخاطئة الغرض منها تغليط المستثمرين ،الصفقات المشبوهة وغيرها. وعليه فإن العقوبات غير محددة ما يزيد من تلك التجاوزات.

-افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين ، خاصة وان التداول يكون عن طريق الاستفادة من المعلومات من الداخل عن الشركة الغير المتوفرة

لعامة المستثمرين والتي غالبا ما يحصل عليها المطلعون على الأوضاع المالية للشركة بحكم مناصبهم مثل الإداريين والتنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة [1].

1-2-ضعف الإفصاح والشفافية:

يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم ،يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات أما في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية سنة كاملة التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار[2].

1-3-طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر:

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توفرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين[3]، إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOBيؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلا أن المتتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط، على الرغم من أن القانون صدر في جويلية 1996 ، بمعنى أن اقتصار عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية اللازمة لعملية الاستثمار وبالتالي ضياع حقوق المستثمرين .

[1] -سميحة بن محياوي ،مرجع سبق ذكره ، ص131 .

[2] -رشيد بوكساني ،نسيمة اوكيل ،مرجع سبق ذكره ، ص38.

3 -المواد 5-6-7من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 /1996/07 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم .

1-4-عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر:

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تتداول فيها ثلاثة أوراق مالية لثلاثة شركات، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق العربية[1].

1-5-ضعف دور الإعلام الاقتصادي وخاصة الصحافة:

الصحافة الاقتصادية هي العمود الرئيسي في هذا المجال بما تنشره من أرقام وتحليلات وتوقعات تسهم في خلق المستثمر الواعي المحصن ضد الإشاعات التي تؤثر سلبا على السوق، كذلك يجب على الشركات بمختلف أنشطتها وأحجامها مقاومة هذه الإشاعات سواء كانت ايجابية أو سلبية وتزويد مستثمريها بالمعلومات الدقيقة بعيدا عن الإشاعات .وتعد الصحافة من أفضل الوسائل لتعزيز الاستثمار والوعي بأهمية الأسواق وهي مطالبة بدور أكثر فاعلية في حماية المستثمر الصغير من خلال البيانات والمعلومات الدقيقة التي يريدها.

إن غياب المعلومات عن المستثمر وتركه فريسة للإشاعات يلحق أضرارا كبيرة بالسوق ومن هنا يبرز دور الشركات التي تتحمل المسؤولية كاملة في تثقيف مساهميها وتعزيز وعيهم، سواء من خلال الاتصال المباشر أو من خلال علاقاتها مع الصحافة لتفنيد الإشاعات وتقديم الإيضاحات وطمأنة المستثمرين دون مبالغة بحيث يدخل المستثمر في السوق بوعي تام ومعلومات متكاملة حول الشركة التي يرغب والقطاع الذي يستهدفه،وبالتالي نعمل على تعزيز ثقافة الاستثمار لدى الجميع .

1-6-ضعف الوعي الاستثماري :

إن المسؤولية المناطة بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي توعية عامة المستثمرين، بالذات صغارهم بطرق الاستثمار الأمثل في سوق الأوراق المالية، وبالتحديد في سوق الأسهم، وكذلك حالات الطرح الجديدة لأسهم الشركات التي ستدرج في السوق للاكتتاب العام، وأنه كيف لذلك الوعي

[1] -بوضياف عبير ، مرجع سبق ذكره ، ص124 .

أن يعمل على المنع والحد من الحالات والممارسات الخاطئة التي قد يشهدها السوق في كل حالة طرح أو اكتتاب جديدة أو إدراج للتداول كما حدث مؤخرا.

1-7-الممارسات السلبية للمستثمرين ومكاتب الوساطة والبنوك:

إذ أن بعض ما حدث خلال الفترة الماضية هو نتيجة لكثير من الممارسات السلبية التي قام بها بعض المتعاملون ومكاتب الوساطة وبعض المضاربين الكبار .إذ أن هناك فارق كبير بين حركة تصحيحية تستمر لفترة وتصوب أوضاعا معينة وحركة تستمر لفترة طويلة كالتي نشاهدهلحالي ًا في الأسواق، وبالتالي فإن ما حدث كانضروري ًا حدوثه نتيجة الإفراط في التعامل مع طفرة الأسواق .وفي ظل انخفاض مستوى الوعي لدى المستثمرين الذين ظنوا أن التعامل مع أسواق المال للربح فقط .

1-8- مشكلة تفشي الشائعات وتسريب المعلومات غير الصحيحة :

من خلال بعض الأخبار المنشورة وغير الدقيقة الذي يخلق المناخ الملائم لاستقبال هذه الشائعات .مما يتطلب من تلك الوسائل ضرورة التحري قبل نشر المعلومة كونها تؤثر على سلوك المستثمرين ، كما أن لإدارة السوق والمحللين الماليين دور مهم في عمليات التوعية .

1-9-عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار[1].

1-10-محدودية الأدوات المالية من الأسهم والسندات والعقار وصناديق الاستثمار لتنويع الأخطار التي يتعرض لها المستثمرون. مع أهمية متابعة المعلومات التي تنشرها الشركات والتي يمكن من خلالها متابعة أدائها وتقييم أدواتها الاستثمارية.

[1] -بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره، ص271 .

2-كيفية استفادة بورصة الجزائر من بورصة مصر في مجال حماية المستثمرين

–يجب استكمال المنظومة التشريعية للبورصة الجزائرية مقارنة بالبورصة المصرية من خلال وضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الاستثماروا إصدار لوائح للإفصاح وحوكمة الشركات بهدف انتظام وكفاءة السوق المالي وبالتالي تعزيز الثقة بالسوق، وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيه للمستثمرين الأجانب والمحليين، وحماية المستثمرين؛

-تطوير الإجراءات المتعلقة بالأنظمة والقوانين المعتمدة في بورصة الجزائر بنظيرتها في بورصة مصر بهدف الارتقاء بمستويات الإفصاح وتحسين الشفافية وتعزيز مستوى وعي المستثمرين بالمخاطروا إلزام الشركات بالعمل على تقديم كافة البيانات بما يساعد على نشر كافة المعلومات عن الشركات وبما يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة؛

-مسالة الوعي الاستثماري :إذ أن الجهود القائمة حاليا من قبل إدارة بورصة الجزائر حول هذه المسالة تعد جهودا محمودة لكنها تحتاج إلى مزيد من التنظيم والتعزيز مقابل الجهود المبذولة في البورصة المصرية ، وأهمية وضع خطة إستراتيجية تشارك فيها عدة جهات من الهيئة والسوق والجامعات والقطاع الخاص تحدد فيها الآليات المناسبة لتعزيز الوعي الاستثماري؛

-اقتراح إنشاء معهد مفتوح للتوعية الاستثمارية والتدريب في بورصة الجزائر لرفع مستوى الوعيوا إقامة دورات لكافة شرائح المستثمرين والمختصين والوسطاء، مع أهمية وضع معايير محددة حول أخلاق مهنة الوساطة والتحليل المالي المعتمدة في بورصة مصر ؛

-ضرورة إنشاء صناديق للادخار وتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار في صناديق الاستثمار والاستفادة من التجربة المصرية لتقليل المخاطر التي يمكن أن تلحق بهم من جراء استثماراتهم المباشرة في البورصة ؛

-تفعيل دور هيئات الضبط في تنشيط بورصة الجزائر،مما يجعلها أداة توفر البيئة القانونية والتنظيمية والإدارية التي بإمكانها تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وبعث الثقة لدى المتعاملين في السوق ،مقارنة بالبورصة المصرية ؛

-تفعيل بورصة الجزائر من خلال مواجهة التحديات، خاصة تلك المتعلقة بالشفافية وتنميتها، وا يجاد مؤشرات اقتصادية دقيقة عن كل القطاعات الاقتصادية مما يسمح للسوق بالعمل بفعالية على ضوء تلك المعلومات؛

-ضرورة تبادل التجارب بين مختلف القائمين على بورصة الجزائر ومصر بهدف الاستفادة من التجارب المختلفة لهذه الدول فيما بينها؛

-ضرورة تطوير نظام إفصاح شامل في بورصة الجزائر مقارنة ببورصة مصر يعتمد على مبدأ تدفق المعلومات المالية إلى سوق الأسهم، لأن متطلبات العرض والإفصاح يجب أن تتطور تبعا للتطورات الاقتصادية التي تحدث في السوق؛

-يجب على لجنة تنظيم البورصة ومراقبة عملياتها بصفتها سلطة الضبط أن تقوم بحملة واسعة لتوعية كافة المتعاملين في البورصة الجزائرية مقارنة بالبورصة المصرية ، لأن وسائل الإعلام يجب أن تستغل بهدف القيام بواجباتها على أكمل وجه والمتعلقة بالنشر والعرض الجيد لأخبار السوق، وتدلي بالآراء الموضوعية التي تساعد على إعادة الثقة إلى السوق وطمأنة المستثمرين.

خلاصة الفصل :

تعد البورصة الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء ها على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان من الأهمية إبراز الدور الذي تمارسه حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المستثمرين فيها،وقمنا في هذا الفصل إلى التطرق إلى كيفية حماية بورصة الجزائر للمستثمرين عن طريق المهام التي تقوم بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في القيام بالرقابة القبلية والرقابة اللاحقة و التي يكون الهدف منها تمكين المستثمرين من اتخاذ قراراتهم على دراية مسبقة، بالإضافة إلى القوانين التشريعية ،كما تطرقنا إلى آلية حماية بورصة مصر للمستثمرين عن طريق القوانين المنشورة من طرف هيأت البورصة وتوزيع الكتيبات والمطبوعات وعقد الندوات وتنظيم ورشات عمل .

ورغم الجهود المبذولة في إطار الحماية المقدمة للمستثمرين إلا أن هناك عددا من المعوقات لا يزال يقف أمامها ولعل ابرز هذه المعوقات يكمن في الجانب التشريعي بسبب قصور النصوص القانونية التي تحمي المستثمرين .

خاتمة

تعد بورصة الأوراق المالية أحد الآليات التي تسمح بتوظيف الأموال ، و التي أصبحت موضع اهتمام لدى المستثمرين لما توفره لهم من مزايا تسمح لهم بتحقيق ما يصبون إليه من تحقيق للعوائد و الأرباح و تقليل للمخاطر ، و هذا بإتباع طرق و أساليب إدارية محترفة ، تمكنهم من تحقيق أهدافهم على اختلاف احتياجاتهم.

و لكن في الواقع نجد أن المستثمر محصور في قوقعة تحول بينه و بين تحقيق أهدافه في ظل إمكانية التعرض لفقدان أمواله أو خسارتها ، لذلك لابد له من مواجهة مختلف الضغوطات والتحديات في سبيل المحافظة عليها في ظل مختلف التطورات التكنولوجية و المالية الراهنة و ذلك من خلال الأطر التنظيمية و التشريعية الملائمة لذلك داخل البورصة .

لذلك على البورصة أن تسعي جاهدة لحماية هذه الفئة و التي تعتبر من بين أهم الفاعلين في البورصة و عليه و إلماما منا بهذا الموضوع سعينا جاهدين لحصر مختلف الطرق و القوانين المسخرة لحماية أموال المستثمر في البورصة في كل من بورصة الجزائر و بورصة مصر .

نتائج البحث:

بعد استعراض عناصر البحث تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

1- يتم التعامل في البورصة بقيم منقولة متعددة تتمثل في الأسهم ، السندات ، المشتقات المالية و التي تتم من خلال تشكيل المحافظة المالية ، تتوقف إدارتها حسب أهداف و غايات كل مستثمر ، فيتبع السياسة الهجومية عندما يسعي إلى الكسب السريع للأرباح ، و إن كان ذلك مع تحمل مخاطر عالية ، و يتبع السياسة الدفاعية عندما يهدف المستثمر إلي تحقيق أرباح شبه ثابتة و قبول مستوي معين من المخاطر ، أما السياسة المتوازن فهي حل وسط بين السياسات .

2- تتعدد و تختلف أهداف المستثمر بحسب طبيعة المستثمر و الفئة التي ينتمي إليها ، و بالتالي تختلف معه أيضا نوع المحفظة الاستثمارية التي يكونها.

3- الدور الذي تقوم به لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ،و ذلك من خلال القيام بجملة من التحريات و معاينة الممارسات غير المشروعة داخل البورصة ،و اتخاذ جميع الإجراءات

اللازمة من أجل توقيع العقاب بالجاني ،من خلال تحريكها للدعاوي العمومية و القيام بالإجراءات القمعية في سبيل حماية المستثمر .

4مازالت البورصة الجز ائرية تعاني الضعف و هذا بارز من خلال عدد الشركات المدرجة والغياب الكبير في حركة العمليات و التداولات في البورصة الجزائرية و كذلك المؤسسات و الهيئات القائمة بصناعة السوق ، و عدم استحداث للمنتجات و الأدوات المالية الحديثة و هذا ما أثر بالسلب على سلوك المستثمرين في البورصة .

5- عدم استحداث نظم رقابية جديدة في بورصة الجزائر و تسخير هيئات و هياكل مخصصة للمستثمر و وضعها تحت تصرفه كالمواقع الإلكترونية ، أو أرقام خاصة بخدمته و تحت تصرفه.

6- تتمتع البورصة المصرية بعمق تاريخي يجعلها تقف بجوار أقدم بورصات العالم ، و التي حققت من خلالها مراكز متقدمة من حيث النشاط و القوة ، و تطور علي مستوي الأطر القانونية و التنظيمية في البورصة و الذي يتضح في مختلف القرارات التي تحمي المستثمرين في البورصة .

اختبار الفرضيات :

-الفرضية الأولي : " **إن بورصة الأوراق المالية تتولد عنها منافع إضافية للمستثمرين تتمثل في زيادة الأرباح و الفوائد الناتجة عن العملية الاستثمارية** " ، هذه الفرضية صحيحة لأن الاستثمار في الأوراق المالية تتولد عنه مكاسب إضافية للمستثمر إذا أحسن اختيار الاستثمار الملائم له

-الفرضية الثانية : "الاستثمار المالي مرتبط بتكوين المحافظ المالية المشكلة من الأوراق المالية المتنوعة لتوفير أقصي ربح بأقل مخاطر " هذه الفرضية صحيحة فمن خلال الدراسة وجدنا أن المستثمر يسعي دوما إلي تحقيق أكبر العو ائد و تجنب و تفادي أقل الخسائر و المخاطر الممكنة.

-الفرضية الثالثة : "تساهم بورصة الجزائر في حماية أموال المستثمر عن طريق وضع تشريعات اللازمة لذلك و متابعة تنفيذها بالإضافة إلي التوعية و الإفصاح عن المعلومات ،

و هي تختلف عن بورصة مصر " هذه الفرضية خاطئة فمن خلال دراستنا توصلنا إلى أن البورصة الجزائرية لا تتوفر علي التشريعات و القوانين الكافية و الكفيلة بحماية أموال المستثمر المتداولة في البورصة و كذا غياب تام للإفصاح و الشفافية عن المعلومات المالية من طرف شركات المسعرة في البورصة علي عكس البورصة المصرية التي تتوفر على قدر كافي من قوانين لحماية المستثمر علي غرار الهيئات و المواقع الإلكترونية المخصصة و الموضوعة تحت تصرف المستثمر ، بالإضافة إلى كتيبات و إصدارات لتوعية للمستثمر .

توصيات البحث :

من خلال ما تم التطرق إليه يمكن التوصل إلى مجموعة من التوصيات ، تهدف إلى توفير البيئة القانونية و التشريعية اللازمة لتفعيل دور البورصة في حماية أموال المستثمر في الجزائر و مصر و هذا لا يكون إلا عن طريق إتباع التدابير و الإجراءات و السياسات التالية :

- تفعيل السوق المالية الجزائرية و تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر علي اختيار الاستثمار المالي الذي يرغب فيه .

- وضع دليل يتضمن أفضل الممارسات لإدارة المستثمر الجزائري لأمواله من حيث وضع قواعد الشفافية القوية لتزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية التي تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد .
- ضرورة توفير الوعي الاستثماري و الأساليب العملية في تحليل المعلومات ، بالإضافة إلي إنشاء قنوات و مواقع للتواصل مع المستمرين في سبيل توفير كل المعلومات عن الأوراق المالية و لجميع المستثمرين و بصفة دورية و منتظمة .
- معظم المتعاملين في البورصة المصرية من المدن الكبيرة فقط وأن النسبة الأكبر تقع في القاهرة والإسكندرية، بالرغم من وجود رؤوس أموال كبيرة متراكمة في الأقاليم، لذلك توصي الدراسة بالاستفادة من التحولات الإلكترونية في البورصة والتي تسقط الحواجز الجغرافية وتختصر المسافات بين البورصة وكافة أنحاء الجمهورية بالترويج للاستثمار في البورصة في الأقاليم والانفتاح على كافة الأقاليم بخطة إعلامية مدروسة والتي سترفع حتما من أحجام التداول ورأس المال السوقي ومن ثم تجعلها أكثر جاذبية للاستثمارات المحلية والأجنبية.

- فرض عقوبات مشددة ضد نشر معلومات مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية من شأنها أن تؤثر في قرار المستثمر .
- الرقابة علي كافة الأنشطة المالية داخل البورصة الجزائرية.
- العمل علي القيام بسن قوانين تحمي المستثمرين خصوصا صغار المستثمرين و المستثمرين الذين ليس لديهم الخبرة و الدراية الكافية بأمور و أحوال السوق .
- وضع مخطط لتسويق القيم المنقولة في بورصة الجزائر بين الجمهور يهدف إلي الضمان الجيد للمستثمرين و المدخرين ، و تحسين صورة السوق و جعلها أكثر تنافسية .
- تنظيم أكثر لشركات الوساطة ، و متابعة الشركات المتعثرة ، و ذلك من خلال شطب الشركات المتعثرة ماليا من البورصة ،و غير القابلة للإصلاح و التي تخالف القواعد و الأوامر التي تطلقها الهيئة .
- تعزيز الأطر و التشريعات المخصصة لحماية المستثمر في بورصة الجزائر، و إنشاء صناديق و هيئات مخصصة لحماية أموال المستثمر ين في البورصة .

آفاق البحث :

لقد تبين لنا من خلال الخوض في مسائل هذا البحث بأن له جوانب مكملة لا زالت في حاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل، وختاما لهذا الموضوع يمكن أن نتقدم بها كمقترحات أبحاث وهي:

-دور الجمعيات العامة في حماية أموال المستثمرين.

-دور صناديق الاستثمار في حماية أموال المستثمرين .

-دور هيئات الرقابة في حماية حقوق صغار المستثمرين .

قائمة المراجع

قـائمة المـراجع:

أولا: المراجع باللغة العربية

أ-الكتب:

1. أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال ،الدار الجامعية ، بدون طبعة ، الإسكندرية ،2003.
2. أرشد فؤاد التميمي ، عزمي أسامة ،الاستثمار بالأوراق المالية ،دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، 2010.
3. أرشد فؤاد التميمي،الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، بدون طبعة ، عمان،2010.
4. السيد البدوي عبد الحافظ،إ دارة الأسواق و المؤسسات المالية،دار الفكر العربي، ، بدون طبعة، القاهرة، بدون سنة .
5. السيد عليوة ، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين بدون طبعة ، القاهرة، 2006.
6. السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر ناشرون و موزعون، الطبعة الأولي ، عمان ، 2010.
7. أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية،دار قباء الحديثة للنشر و التوزيع، بدون طبعة ، القاهرة مصر ،2007.
8. جمال جويدان الجمل،دراسات في الأسواق المالية و النقدية ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولي ،عمان، 2002.
9. حسن علي خريوش و آخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية ،دار زهران للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولي، عمان ، 2012.
10. حسين خريوش وآخرون ،الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،مؤسسات التجهيز المكتبية، بدون طبعة ،عمان ،1997.
11. حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ،بدون دار النشر ،الطبعة الأولى، القاهرة ، 1999 .

12. حمزة محمود الزبيدي ،الاستثمار في الأوراق المالية ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ،عمان ،2004 .
13. خيري الجزيري، إدارة المنشات والأسواق المالية، مطابع الولاء الحديثة ، بدون طبعة ، مصر، 2002.
14. رسمية قرياقص ،أسواق المال –أسواق رأس المال –المؤسسات ،الإسكندرية ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، بدون طبعة ، الإسكندرية، 1999 .
15. زياد رمضان ،مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ،دار وائل للنشر ،بدون طبعة ، عمان ،1998.
16. سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين الشمس ،بدون طبعة ، القاهرة، بدون سنة .
17. شعبان محمد إسلام البرواري ،بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دون طبعة، لبنان،2002 .
18. شقيري نوري موسى وآخرون ،إدارة المخاطر ،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ،الطبعة الأولى،عمان ،2012.
19. شمعون شمعون ،البورصة –بورصة الجزائر،الأطلس للنشر ، بدون طبعة، الجزائر ، 1999 .
20. صالح الحناوي،تحليل و تقييم السندات و الأسهم ، الدار الجامعية ،بدون طبعة، مصر ، 2001.
21. صلاح الدين حسن السيسي،بورصة الأوراق المالية ،عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة ،الطبعة الأولى ،القاهرة ،2003.
22. ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأسمال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، بدون طبعة ، القاهرة ،2003.
23. طارق عبد العال حماد ،دليل التعامل في البورصة ،كلية التجارة ،الدار الجامعية، بدون طبعة، الإسكندرية ،2007.
24. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر أفراد،إدارات ، شركات، بنوك، الدار الجامعية ،بدون طبعة ، الإسكندرية ،2007 .

25. عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية،الدار الجامعة ، بدون طبعة ، الإسكندرية ،2005 .
26. عبد الغفار حنفي ،البورصات :أسهم ،سندات ،صناديق الاستثمار ،المكتب العربي الحديث، بدون طبعة ، القاهرة ،1996 .
27. عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ،الأسواق والمؤسسات المالية ،الدار الجامعية ،بدون طبعة ،الإسكندرية ،2001 .
28. عبد القادر الحمزة ،أساسيات البورصة: قواعد الاقتصاديات الاستثمارية المالية، دار الكتاب الحديث ،بدون طبعة ،عمان ،2010.
29. عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ،2008 .
30. فريد النجار ، أسواق المال و المؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، بدون طبعة ، الإسكندرية، 2009 .
31. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، عمان ، 2006.
32. فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية(الأسس النظرية و العلمية)، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولي، عمان، 2008.
33. ماجد احمد عطا الله ،إدارة الاستثمار ،دار أسامة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، عمان ،2011.
34. محسن أحمد الخضيري،كيف تتعلم البورصة في 24ساعة ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ،القاهرة ،1999 .
35. جبار محفوظ ،تنظيم وا إدارة البورصة ، دار هومة للنشر ،الطبعة الأولى،الجزائر، 2002 .
36. محمد أمين زويل ، يونس البطريق،بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، بدون طبعة ، مصر ،2002.
37. محمد حلمي عبد التواب ،البورصة المصرية والبورصات العالمية ،مؤسسة الطوبجي، بدون طبعة ،مصر ،2004 .

38. محمد سعيد عبد الهادي ،الإدارة المالية ،دار الحامد للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى عمان ، 2008 .
39. محمد سويلم، إدارة البنوك و البورصات الأوراق المالية،كلية التجارة،بدون دار النشر، جامعة منصورة ،بدون طبعة، مصر ،1997.
40. محمد صالح الحناوي ،الإدارة المالية والتمويل ،الدار الجامعية ،الطبعة الأولى ، الإسكندرية ،2000 .
41. محمد صالح الحناوي وآخرون ، تقييم الأسهم والسندات ،مدخل للهندسة المالية ،المكتب الجامعي الحديث ،بدون طبعة ، مصر ، 2007.
42. محمد صالح الحناوي وآخرون ،الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها ،مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية ، بدون طبعة، الإسكندرية ، 2005.
43. محمد صالح الحناوي،تحليل و تقييم السندات و الأسهم ، الدار الجامعية ،بدون طبعة ، الإسكندرية ،2000.
44. محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ،دار النفائس للنشر والتوزيع ،بدون طبعة ،عمان ،1999.
45. محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم الشديفات ،الاستثمار في البورصة –أسهم – سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع ، بدون طبعة ،عمان ،2006 .
46. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى،عمان ، 2005.
47. محمد يوسف ياسين،البورصة عمليات البورصة ،منشورات دار الحلبي ، الطبعة الأولى ، بيروت ، 2004.
48. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولي ،عمان ،2005.
49. محمود يونس، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، بدون طبعة ،القاهرة ، 2013.

50. مروان عطوان ، الأسواق النقدية و المالية و مشكلاتها في عالم النقد و المال أدوات و آليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، الجزائر، بدون سنة .
51. مستجير رمزي شاكر ، دور سوق المال و بورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات ، دار الكتاب الحديث،بدون طبعة ، مصر، 2010.
52. مصطفي رشدي شيحة، اقتصاديات النقود و المصارف،دار المعرفة ، الطبعة السادسة ،مصر ،1996.
53. منير إبراهيم الهندي،الأوراق المالية وأسواق رأسمال ،منشاة المعارف، بدون طبعة، الإسكندرية ،2002 .
54. هوشيار معروف كاكامولا ،الاستثمار والأسواق المالية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، بدون طبعة ، عمان ، 2003.

ب - الأطروحات و المذكرات :

1. إحسان بوبريمة ، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية (دراسة حالة الاستثمارات المحفظية في الأردن من 1996-2005) ،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود ومالية ، جامعة قالمة 2006-2007.
2. أحمد خضر، إدارة سوق الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال ، جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد.
3. الياس الأزهر بن دحان ،دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم الاقتصاد العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية،تخصص اقتصاد دولي ، جامعة بسكرة،2012 /20113.
4. أنور عدنان نجم ، مدي إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية،مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2006.
5. آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري ،

أطروحة دكتوراه في العلوم ،تخصص قانون ،جامعة تيزي وزو 2012.

6. بن أعمر بن حاسين،فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،تخصص نقود ومالية ،جامعة تلمسان، 2013.
7. توفيق عوض شبير ،بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم ، دراسة تطبيقية للحصول على درجة ماجستير في المحاسبة والتمويل،كلية التجارة ، جامعة غزة .2005/2004 .
8. حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي ، ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمشق سوريا ،2009.
9. حسين عبد المنطلب ، حسين محمد الأسرج ، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر ،مذكرة ماجستير في الاقتصاد ، جامعة الزقازيق ، مصر ، مارس 2002.
10. حفيظة زوار ، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة ،مذكرة ماجستير في القانون ،تخصص الإدارة والمالية ،جامعة الجزائر ،2004/2003.
11. حمادة أحمد الطلاع ، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد ، جامعة الأزهر ، غزة، 2010.
12. حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم(دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية،الأردن،السعودية وفلسطين ،مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص الأسواق المالية والبورصات ،جامعة بسكرة 2015/2014 .
13. خالد إدريس ، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة 2008/2007.
14. خالد عجولي،وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،جامعة الجزائر ، ديسمبر 2006.

15. راضية كروش ، التنويع الدولي كأداة لتدنئه المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الكويت و السعودية للأوراق المالية لسنة2010، مذكرة ماستر في علوم التسيير،تخصص مالية المؤسسة ، جامعة ورقلة، 2012.
16. راوية لموشي ،دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار ،مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية،تخصص نقود ومالية ، جامعة بسكرة ،2013/2012 .
17. رشيد بوكساني ،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 2006/2005.
18. رشيد حفصي ، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص إدارة المؤسسة ، جامعة ورقلة، 2011/2010.
19. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير،تخصص إدارة مالية،جامعة قسنطينة، 2011/2010 .
20. زيد ثابت جميل الحسن،شركات استثمار الأموال (البورصات العالمية)،و تحليل الأسباب و الآثار المترتبة علي انهيارها في الأردن،مذكرة ماجستير في الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا،2009 .
21. سارة بوزيد ،إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير،تخصص إدارة مالية ،جامعة قسنطينة 2006/ 2007
22. سارة حاضري ، جرائم البورصة، مذكرة ماجستير في الحقوق و العلوم السياسية ،تخصص قانون ، جامعة ورقلة ، 2014.
23. سارة عبدلي ،أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية ،مذكرة ماستر في علوم التسيير،تخصص مالية المؤسسة ،جامعة ورقلة 2011/ 2012.
24. سعاد زيان ، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية،تخصص اقتصاديات المالية والبنوك ،جامعة البويرة ،2015/2014 .

25. سليم جبو،تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010)مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص مالية الأسواق ، جامعة ورقلة،2012.
26. سمية بلجبلية ، أثر التضخم علي عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006)، رسالة ماجستير في علوم التسيير،تخصص تسيير المؤسسات ، جامعة قسنطينة،2010.
27. سميحة بن محياوي ،دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية)،اطروحة دكتوراه في العلوم التجارية،تخصص تجارة دولية ،جامعة بسكرة،2015/2014 .
28. سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاه المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية ،مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة،2010.
29. سيرين سميح أبو رحمة، السيولة المصرفية و أثرها في العائد و المخاطرة (دراسة تطبيقية علي مصارف تجارية الفلسطينية) ، مذكرة ماجستير ،تخصص إدارة أعمال ، الجامعة الإسلامية، غزة 2009.
30. صلاح الدين شريط ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،تخصص نقود ومالية 2011-2012،جامعة الجزائر .
31. صليحة بولحية ، تقييم أداء بورصة الجزائر2000-2001، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ، جامعة ورقلة،2014/2013.
32. عادل سلماني ، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة علي أدوات الاستثمار في سوق رأسمال الإسلامي (دراسة حالة ماليزيا)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص أسواق مالية وبورصات ، جامعة بسكرة ،2014.
33.عاطف فر حة ، إدارة المشتقات المالية،ماجستير إدارة الأعمال،جامعة دمشق ،2009-2010.

34. عبد الباسط مولاتي ، دور الصيرفة الشاملة في تنشيط بورصة الجزائر (دراسة تحليلة و استشرافية) مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية و بنوك، جامعة الوادي ،2015.
35. عبد الجبار مختاري ،اثر تحرير تجارة الخدمات المالية على تنمية أسواق الأوراق المالية ،أطروحة دكتوراه في علوم التسيير،تخصص تجارة دولية ،جامعة ورقلة 2017/2016.
36. عبد الرحمان بن عزوز ،دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية ،مذكرة ماجستير في علوم التسيير،تخصص إدارة مالية ،جامعة قسنطينة 2012/2011.
37. عبد القادر بن عيسي ،أثر استخدام المشتقات المالية ف إحداث الازمات المالية العالمية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق الماليةجانفي2006-ديسمبر2012) ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير،تخصص مالية الاسواق، جامعة ورقلة 2012.
38. عبد القادر عمران الجودي صاطوري ، علي بورزق ،مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ،مذكرة ماجستير في العلوم التجارية ،جامعة تبسة ،2006/2005 .
39. عبد الله بن الضب ، كفاءة الأسواق المالية و تكملتها " دراسة قياسية (بورصة الكويت، بورصة دار البيضاء)خلال فترة 2001-2009، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص نمذجة اقتصادية ، جامعة ورقلة ، 2010-2011.
40.عبد الله تقيدة ، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وا إمكانية تطويرها ،مذكرة ماستر في العلوم التجارية ،تخصص مالية ،جامعة المدية 2013/2012 .
41. عبير بوضياف ، سوق الأوراق المالية في الجزائر ،مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا في علوم التسيير ،تخصص مالية،جامعة قسنطينة 2007.
42. عصمت محمد بن حمو ، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتجية الخوصصة "دراسة حالة مؤسستي صيدال و الأوراسي " أطروحة دكتوراه في علوم تسيير ، جامعة تلمسان 2015-2016.

43. عماد الدين شرابي، اتخاذ فرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد علي التحليل الفني،مذكرة ماستر في علوم التسيير ،تخصص إدارة مالية ، جامعة قسنطينة، 2011.
44. غنية الجوزي ، أهمية اعتماد الوسيط كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة و تمويل تطويرها " دراسة حالة مجمع صيدال" مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص مالية المؤسسات ، جامعة الجزائر 03، 2012/2011.
45. فاتح مناع ، دور تحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري(دراسة حالة سوق الأسهم السعودية)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية،تخصص بنوك وتأمينات، جامعة قسنطينة،2008 .
46. فارس فيصل،أهمية الاستثمار الأجنبي مباشر في الدول العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر،2004.
47. فارس محمد العجمي ، رقابة سوق المال علي إدارة محافظ الأوراق و صناديق الاستثمار -دراسة مقارنة بين القانون المصري الكويتي ، أطروحة دكتوراه في الحقوق ، جامعة القاهرة ، 2012.
48. فتيحة إبن بوسحاقي، بورصة الجزائر ،مذكرة ماجستير،تخصص النقود والمالية ،جامعة الجزائر 2003/2002.
49. فضيلة زواوي ، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق المكانيزمات الجديدة في الجزائر " دراسة حالة مؤسسة سونلغاز " مذكرة ماجستير في علوم التسيير ،تخصص مالية المؤسسة ، جامعة بومرداس ، 2009/2008.
50. فطيمة عليش ،سارة دولاش ،آلية تفعيل صناديق الاستثمار ،مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ،جامعة المدية ،2015/2014 .
51. فيصل حمدي ، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم مسعرة في البورصة مع الإشارة لحالة (الجزائر ، المغرب)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص دراسات اقتصادية ،جامعة ورقلة ،2006.

52. كهينة رشام ، واقع و أفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة بومرداس 2009.
53. مجدوب قوراري ، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي ، مذكرة ماجستير في القانون العام، جامعة تلمسان 2010/2009.
54. محسن السبيعي بداح ،العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية،مذكرة ماجستير في المحاسبة ،جامعة الشرق الأوسط ،2012.
55.محمد صالح بن عمر ، لجنة تنظيم و مر اقبة عمليات البورصة و دورها في ضبط السوق المالية ، مذكرة ماستر في الحقوق،تخصص قانون الأعمال ، جامعة الوادي 2015.
56. مريم سرارمة ، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008دراسة تحليلية" رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ،تخصص مالية، جامعة قسنطينة، 2012/2011.
57. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، دراسة حالة سوق رأسمال في ماليزيا ،مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال ، الجامعة الإسلامية غزة،2007.
58. نصر الدين نمري ، الموازنة الاستثمارية و دورها في ترشيد الإنفاق الاستثماري (دراسة حالة مشروع كهربة السكك الحديدية لضاحية الجزائر)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة،جامعة بومرداس، 2009.
59. نوارة حمليل ، النظام القانوني للسوق الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم ،تخصص قانون ، جامعة تيزي وزو.
60. هشام بوبرمة ، النظام المصرفي الجزائري و إمكانية الاندماج في العولمة المالية، مذكرة ماجستير عي علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة 20 أوت سكيكدة ، 2009/2008، ص138.

61. وليد بوجملين ، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري ، مذكرة ماجستير في الحقوق ، جامعة الجزائر ، 2007.

ت - الملتقيات :

1. أحسين عثماني، سعاد شعابنية "النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات و أثره علي بورصة الجزائر، مداخلة مقدمة في ملتقي دولي "حوكمة الشركات المالية للحد من الفساد المالي و الإداري يومي ماي ، جامعة بسكرة، 2012 .
2. أحمد بن عبد العزيز الحداد،الأسهم و السندات تصور وأحكام، مداخلة في مؤتمر "أسواق الأوراق المالية و البورصات أفاق و تحديات"،كلية الشريعة و القانون ، جامعة أم القري 2007،المملكة العربية السعودية.
3. أشرف محمد دواية ، تكامل الأسواق المالية العربية " أفاق و تحديات " ملتقي حول القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة ، بكلية إدارة الأعمال ،الجامعة الأردنية ، خلال 14-15 أفريل 2009، الأردن .
4. بن ثابت علال ، بن جاب الله محمد، مداخلة بعنوان" المستثمرون المؤسسيين ببورصة الأوراق المالية و دورهم في التأثير علي حوكمة المؤسسات في ملتقي دولي حول سياسات التمويل و أثرها علي الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية يومي21-22 نوفمبر2006،جامعة بسكرة.
5. حسن محمد الرفاعي ،مداخلة بعنوان"سوق الأوراق المالية من المخاطرة إلي الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي ،الملتقي الدولي الثاني "متطلبات التنمية في أعقابإفر ازات الأزمة المالية العالمية "،جامعة بشار، 2010.
6. دالي علي لمياء،"مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية " مداخلة في الملتقي الدولي حول " سياسات التمويل و أثرها علي الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،جامعة بسكرة.
7. زيدان محمد ،نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق"، مداخلة في ملتقي الدولي حول سياسات التمويل و

أثرها علي الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية،بسكرة يومي22/21 نوفمبر2006.

8. صلاح زين الدين ، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية ،المؤتمر العلمي الأول حول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، كلية الاقتصاد ،جامعة دمشق ،أيام 15-16 أكتوبر 2008 .
9. عبد الله بن محمد العمراني،السندات من منظور الشرعي،"، مداخلة في مؤتمر "أسواق الأوراق المالية و البورصات أفاق وتحديات ،كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القري المملكة العربية السعودية 2007 .
10. احمد بن رجم خميسي،المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، الملتقي العلمي الدولي حول:الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة فرحات عباس ، سطيف ، أيام 20-21أكتوبر2009.

ث- المجلات :

1. بلعزوز بن علي ،استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ،مجلة الباحث ،العدد7،جامعة ورقلة 2009 .
2. بن موسى كمال ،المحفظة الاستثمارية –تكوينها ومخاطرها ،مجلة الباحث ،العدد3 ،جامعة الجزائر 2004 .
3. بوكساني رشيد ، نسيمة اوكيل ، مقومات تطوير بورصة الجزائر ، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية و الإنسانية ، العدد رقم 05 ، 2010 .
4. رشيد بوكساني ،نسيمة أوكيل ،مقومات تطوير بورصة الجزائر ،مجلة العلوم التجارية ،المعهد الوطني للتجارة ،رقم 06 ،ماي 2006 .
5. شريف ريحان ، طاووس حمداوي، رهانات و تحديات التنمية الاقتصادية ،مجلة تواصل في العلوم الإنسانية و الاجتماعية ، عدد 34 جوان2013.
6. شوقي جباري، مصطفي قمان، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة التنظيم و العمل ، العدد 05.

7. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي،المضاربة والمقامرة في الأسواق المالية المعاصرة (تحليل اقتصادي وشرعي)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ،كلية الاقتصاد والإدارة ،جدة المملكة العربية السعودية، 2007.
8. علي عبد الأحمد أبو البصل ،المضاربة والمقامرة في بيع وشراء الأسهم "دراسة فقهية مقارنة"،مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية ،المجلد 25،العدد الثاني ،جامعة الطائف ،المملكة العربية السعودية،2009 .
9. محمد زرقون ، العرض العمومي في البورصة و أثره علي الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة مؤسسات الاقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث، عدد 12، 2013.
10. مفتاح صالح ، بوعبد الله علي ، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية ، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، العدد الر ابع عشر ، ديسمبر 2013.
11. مفتاح صالح ، معرفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق أوراق مالية "دراسة واقع سوق الأوراق المالية عربية و سبل تفعيلها ، مجلة الباحث ، عدد07، 2010/2009، جامعة بسكرة .

ج- القوانين :

1. المواد 5-6-7من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 /1996/07 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم .
2. الهيئة العامة للرقابة المالية ، قرار مجلس لإدارة الهيئة العمة للرقابة المالية رقم 84 2016 ، بشأن إصدار الدليل المصري لحوكمة الشركات.
3. المادة 42 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 .
4. المادة 39 من المرسوم التشريعي رقم10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة .
5. المادة 6 0من النظام رقم 2000-02 .

6. المادة 3 0من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/96 المؤرخ في 22 جوان 1996.
7. المادة 125 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992 بشأن سوق رأس المال المصرية
8. قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية المصري رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992،

ح- التقارير و المنشورات:

1. دليل قواعد و معايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية ،وزارة الاستثمار ، مركز المديرين المصري ، فيفيري 2011.
2. تحديث نظام الإفلاس (مصر و الأردن) ، المركز العربي لتطوير حكم القانون و النزاهة،بيروت لبنان 2014.
3. إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية ، أخبار الإتحاد،الإصدار رقم (05)، أفريل – ماي-جوان-2014، ص15.
4. منشورات الهيئة العامة لسوق المال ، قرار رقم 106 لسنة 2006.
5. بيان جمعية تنمية علاقات المستثمرين المصرين .
6. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها " سير البورصة " ،2004.
7. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2008.
8. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2007.
9. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2006.
10. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي 2010.
11. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، تقرير السنوي ،2007.
12. قواعد قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2016.
13. صندوق النقد العربي ،التقرير الاقتصادي العربي الموحد ،2007 .
14. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي 2011.
15. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي 2012.

16. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي 2014.
17. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي 2015.
18. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي2016.
19. التقرير السنوي لصندوق النقد العربي2017.

خ-المواقع الالكترونية

1. بورصة القيم المنقولةSGBV .http//www.sgbv.dz/ar/، تاريخ الاطلاع:2017/03/07، 10:30 .
2. بيان جمعية تنمية علاقات المستثمرين :
www.aboulenein @ egx .com .eg.
3. صندوق ضمان تسويات www.rncsd.com.eg – 2017-04-09، 12:45
4. شركة مصر لنشر المعلومات www.egidegypt.com، تاريخ الاطلاع : 09-04-2017، 13:00.
5. موقع توعية المستثمر المصري ، www.iinvest.gov.eg ، تاريخ الاطلاع : 10-04-2017 ، 11:30.
6. ولاء جمال ، موقع جريدة الدستور ،تاريخ الاطلاع 10-04-2017 ، 13:00.

د-المراجع باللغة الفرنسية:

1. mouriddette ,valeur mobiliers et gestion de portefeuille ,

S .M.G que beccomada ، 2eme édition,1999.

2. Josette peyrard ,la bourse ,veuibert ,France ,1998 .
3. v.jaffeux conyne ,Bourse et financement de enterprises, Ed Dalloz ,paris,1994 .

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	مقارنة بين الأسهم والسندات	48
2-1	مقارنة بين عقود الخيار والعقود الآجلة والمستقبلية	53
1-2	الفرق بين المستثمر ، المضارب ، المقامر	77
1-3	طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر في ظل المرسوم التشريعي 10/93	125
2-3	الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر في ظل تعديل 04/03	126
3-3	بطاقة فنية لمجمع صيدال	132
4-3	البطاقة الفنية لمؤسسة الاوراسي	133
5-3	أهم الأحداث التي مرت بها البورصة المصرية	142
6-3	حجم التداول في البورصة المصرية والشركات المدرجة فيها للفترة الممتدة من (2011-2016)	157
7-3	تعاملات المستثمرين في البورصة المصرية للفترة (2011-2016)	158
8-3	تطور مؤشرات البورصة المصرية للفترة الممتدة من (2011-2016)	160

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	مخطط لسوق الأوراق المالية	09
2-1	أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني	17
1-2	نموذج القرار الاستثماري	61
1-3	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	120