



جامعة 8 ماي 1945-قالمة  
كلية الحقوق والعلوم السياسية



تخصص: قانون أعمال

قسم الحقوق

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في قانون الأعمال

## دور البورصة في تمويل الاستثمار

تحت إشراف الدكتورة:

موشارة حنان

إعداد الطلبة:

1/ سمراني نسرين

2/ عباس أميمة

تشكيلة لجنة المناقشة

الرقم	الأستاذ	الجامعة	الرتبة العلمية	الصفة
1	شوايدية منية	جامعة 8 ماي 1945	أستاذ التعليم العالي	رئيسا
2	موشارة حنان	جامعة 8 ماي 1945	أستاذ محاضر-أ -	مشرفا
3	مجدوب لامية	جامعة 8 ماي 1945	أستاذ محاضر-أ -	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
1438

## شكر وتقدير

نحمد الله و نشكره على جزيل نعمه، و ما فعلنا هذا لولا فضل الله علينا.

نتقدم بالشكر و الامتنان للأستاذة المشرفة: "موشارة حنان" على قبولها

الإشراف على هذا البحث و على ما قدمته لنا من توجيهات

كما لا يفوتنا أن نتوجه بالشكر والتقدير لكل من قدم لنا المساعدة من قريب

أو بعيد في إعداد هذا البحث.

وفي الأخير نشكر الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة راجين من الله تعالى أن تنال

مذكرتنا الرضا بين أيديهم.

# الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم:

﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾.

أهدي هذا النجاح إلى نفسي الطموحة لقد ظننت أنني لا أستطيع ولكن من قال أنا لها نالها وإن أبت رغما عنها أتيت وها أنا اليوم أختم بحث تخرجي بكل همة و نشاط فالحمد لله اللهم لا تجعله آخر عهدي من العلم و أجعلها خير بداية لطريق أعظم اللهم بارك لنا في عملنا. أهدي ثواب جهدي إلى من تربيت على يده ومن علمني القيم و المبادئ إلى من لا ينفصل إسمي عن اسمه إلى الذي كان له الفضل الأول بعد توفيق الله في بلوغي التعليم العالي "والدي الحبيب حفظه الله".

أهدي ثمرة جهدي و فرحتي المنتظرة إلى من وضعتني على طريق الحياة و غمرتني بجدها وحنانها إلى اليد الخفية التي أزالته عن طريقي الأشواك لتمهد لي طريق العلم إلى من لهج لسانها بالدعاء لي "أمي الحبيبة حفظها الله".

إلى ملهمي نجاحي صناع قوتي صفوة أيامي سلوة أوقاتي إلى الشموع التي تنير لي الطريق دوما إخوتي "أيمن"، "رامي" "ابتسام".

إلى أبناء أختي "أيهم"، "أيان".

إلى من كانت تحتضن إسمي في دعوتها "جدتي شفاها الله و أطال عمرها".

نسرین

# الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم:

﴿وَلَسَوْفَ يُعْطِيكَ رَبُّكَ فَتَرْضَى﴾

أهدي هذا النجاح إلى كل من سعى معي لإتمام هذه المسيرة .

أهدي ثواب هذا البحث إلى من تربيت على يده و من كان لي مصدرا للدعم و العطاء  
"أبي".

إلى من أنارت ليالي العتمة و من أفنت عمرها في سبيل أن أحقق طموحي إلى من سهرت و  
ساندت و كافت دوما "أمي".

"دمت لي سندا و مسندا و أمنا و أمان وثقة و ائتمان إلى آخر العمر".

إلى من وقفت إلى جانبي من صغري من كانت لي أما ثانية و دعما لي في احتياجي لها "أختي  
نهاد".

إلى من وقفت دائما على شجاعة و فخرا على من كانوا لي سندا و مصدرا لقوتي إلى من أزالوا  
من طريقي كلمة خوفا من كانوا في منزلو أبا لي "إخوتي": "رمزي"، "بلال".

إلى من كان دعما معنويا شجعني وقت انهيار و من كان لي وقت عمتي إلى زوجي "أسامة"  
دمت لي مسكنا.

ولن أنسى أبناء إخوتي: "إيلين، فراس، أسينات".

أميمة

## قائمة المختصرات:

---

### قائمة المختصرات:

ل. ت. ع. ب. م: لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

ش. إ. ب. ق: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

و. ع. ب: الوسيط في عمليات البورصة.

ج. ر: الجريدة الرسمية.

ق. ت. ج: القانون التجاري الجزائري.

م . ع . س: المملكة العربية السعودية .

د . س . ن: دون سنة النشر.

ص: صفحة

مقدمة

يعد الاستثمار أساس التنمية الاقتصادية والاجتماعية بالنظر لما له من أهمية في جميع القطاعات، وبالرغم من تعدد الأساليب المتاحة لتمويله إلا أن بورصة القيم المنقولة تعتبر من أهم المصادر التمويلية التي يتم اللجوء إليها بدلا من الاستدانة من البنوك.

حيث أصبحت العديد من الشركات و المؤسسات بحاجة إلى رؤوس الأموال لمباشرة الاستثمار وتوسيعه، ونتيجة للتطورات الاقتصادية التي شهدتها الجزائر ظهرت الحاجة الملحة إلى إنشاء بورصة يتم فيها تداول مختلف الأوراق المالية لأجل إمداد المستثمرين برؤوس الأموال.

وقد تم تكريس ذلك رسميا بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>، الذي تضمن إنشاء بورصة للقيم المنقولة مقرها الجزائر العاصمة، يتم داخلها عقد الصفقات و تداول الأوراق المالية من طرف الحكومة وشركات المساهمة . كما تضمن هذا المرسوم تنظيم و مراقبة و سير عمليات البورصة غير أنه لم يتم تفعيل هذه الأخيرة إلا بعد سنة 1997 ومن ثم أصبحت جزء لا يتجزأ من القطاع المالي. وبذلك أصبحت بورصة القيم المنقولة من أهم المصادر التمويلية إذ أنها تساهم إلى حد بعيد في انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي (المدخرين) إلى أصحاب العجز المالي (المستثمرين)، حيث أنها تعتبر بالنسبة للمدخرين مصدر للفرص الاستثمارية أما بالنسبة للمستثمرين مصدر للتمويل.

ويشمل الاستثمار في البورصة تداول الأوراق المالية القصيرة و الطويلة الأجل المتمثلة في أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) و أدوات المديونية (السندات بأنواعها)، و العمليات الواقعة على هذه الأدوات إما أن تكون عاجلة وهنا تكون رغبة المستثمر تحقيق ربح رأس مالي في حالة ارتفاع أسعارها، أو عمليات آجلة و يلجأ إليها المستثمر قصد المضاربة.

وتعتبر عملية تداول الأوراق المالية من أكثر العمليات تنظيما بوجود العديد من النصوص القانونية التي تضبطها، وعلى الرغم من هذا التنظيم إلا أنها تبقى محفوفة بالمخاطر، حيث أن هذه الأخيرة تختلف باختلاف الأداة المالية المتداولة في البورصة.

<sup>1</sup> المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم بالقانون 03-04، جريدة رسمية عدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.



ومن ثم فإن اختيارنا لموضوع دور البورصة في تمويل الاستثمار كان نتيجة لعدة دوافع ذاتية وموضوعية. فبالنسبة للدوافع الذاتية فهي :

- ✓ الميول الشخصي للبحث في هذا الموضوع .
  - ✓ تناسب الموضوع مع تخصص قانون الأعمال الذي يمزج بين الطبيعة القانونية والاقتصادية.
- أما الدوافع الموضوعية فتتمثل في:

- ✓ محاولة تبيان المركز الذي تحتله البورصة كآلية من آليات تمويل الإستثمار.
- ✓ تزويد المكتبة بمرجع يخص البورصة.
- بناء على ما تقدم فإن هذه الدراسة تهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف أبرزها ما يلي :
- ✓ تحديد الإطار النظري للاستثمار المالي والمخاطر المحاطة به.
- ✓ محاولة معرفة الشروط الواجب توفرها في المستثمر .
- ✓ محاولة تحديد مدى قدرة البورصة على توفير الحماية للمستثمرين.

وعلى هذا الأساس فإن الإشكالية التي نحاول الإجابة عليها من خلال هذه الدراسة تتمثل في:

### ما مدى فعالية البورصة في تمويل الاستثمار في الجزائر؟

و للإجابة على إشكالية الدراسة اعتمدنا على المنهج الوصفي وذلك من خلال جمع المعلومات المتعلقة بالموضوع وإبراز بعض المفاهيم بالإضافة إلى المنهج التحليلي الذي تمت الاستعانة به في تحليل النصوص القانونية.

و لهذا قمنا بتقسيم موضوعنا إلى فصلين:

- ✓ **الفصل الأول** تطرقنا إلى الاستثمار المالي و ذلك من خلال إبراز مفهومه و مراحل (المبحث الأول) و الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة (المبحث الثاني).
- ✓ أما **الفصل الثاني** تطرقنا إلى الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة حيث تناولنا طبيعة الأدوات المتداولة في البورصة (المبحث الأول) و مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية (المبحث الثاني).

الفصل الأول:

الاستثمار المالي

## تمهيد:

يعتبر الاستثمار المالي من أبرز أنواع الاستثمارات وأكثرها تنظيماً بوجود العديد من الأنظمة والقوانين التي تنظم وتضبط عملية تداول الأوراق المالية في البورصة، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر آلية من آليات جذب الاستثمار من جهة، كما أنها تساهم في تمويل الاستثمار من جهة أخرى. إذ أنها تسمح للمستثمرين بتوظيف أموالهم للحصول على عائد مالي جيد، ويتم ذلك وفقاً لشروط وإجراءات خاصة بالتعامل في الأوراق المالية.

وسنتناول هذا الفصل في مبحثين:

**المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي.**

**المبحث الثاني: الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة.**

## المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي:

إن الاستثمار المالي هو ذلك النوع الذي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم و السندات وغيرها من الأدوات الأخرى، وذلك بغرض تحقيق أقصى ربح ممكن. ولأجل بلوغ ذلك يجب على المستثمر إتباع المراحل و المبادئ التي تقوم عليها العملية الاستثمارية.

وعليه سنتناول في مفهوم الاستثمار المالي (المطلب الأول) ثم مراحل الاستثمار المالي ومبادئه (المطلب الثاني).

## المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو ذلك النوع من الاستثمار الذي يسمح للمستثمر بتحقيق أقصى عائد مالي ممكن في ظل تحمل نسبة منخفضة من المخاطر. و لهذا سنتناول تعريف الاستثمار المالي (الفرع الأول) وحوافز و أهداف الاستثمار المالي (الفرع الثاني) وأنواع الاستثمار المالي و الأسس التي تحكمه (الفرع الثالث).

## الفرع الأول: تعريف الاستثمار المالي

إن مصطلح الاستثمار يتخذ عدة وجهات تختلف باختلاف الطريقة التي ينظر من خلالها المستثمر إلى رأسماله، إلا أن كل وجهات النظر اتفقت حول العناصر الأساسية المشكلة للاستثمار والمتمثلة في العوائد المالية المستقبلية الناتجة عن تخلي المستثمر عن أمواله لفترة من الزمن وكذلك عوامل المخاطرة التي يتحملها المستثمر.<sup>1</sup>

حيث يعرف الاستثمار المالي لغويا مصدر استثمر ويستثمر وهو للطلب معنى طلب الاستثمار وهو من الثمر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة جيجل، المجلد 15، العدد 2، جوان 2018، ص51.

<sup>2</sup> - نخبه من اللغويين، قاموس المعاني الجامع، الطبعة الثالثة، مجمع اللغة العربية، القاهرة، سنة 1986.

أما اصطلاحاً فيعرف الاستثمار المالي على أنه: "حصيلة امتلاك المستثمر سواء كان شخص طبيعي أو معنوي أدوات الملكية كألسهم بأنواعها، أو أدوات مديونية كالسندات بأنواعها لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة"<sup>1</sup>.

وهناك من يعرف الاستثمار المالي على أنه تخصيص جزء من الأموال لتوظيفه في الأصول المالية لفترة من الزمن بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل لمواجهة الزيادة في معدل التضخم و تغطية المخاطر المصاحبة لتدفقات الأموال"<sup>2</sup>. أي أن المستثمر يخصص جزء من المال يتاجر به على أمر الحصول على عائد مستقبلاً.<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة يتبين أن أكثر المفاهيم التي يتداخل معها الاستثمار هي المضاربة والمقامرة، لذا وجب التمييز بينها.

### 1- تمييز الاستثمار المالي عن المضاربة.

إن المضاربة حسب مضمونها مرادفة للاستثمار ولكن ظروفها استثنائية قد تؤثر سلباً على البورصة<sup>4</sup> حيث أن المضارب يبني استثماراته على تنبؤات محسوبة، ويكون مستعد لتحمل درجة عالية من الخسارة على أمل تحقيق أرباح جيدة تكون ناتجة عن التقلبات المتوقعة في سعر الأداة الاستثمارية.<sup>5</sup> في حين أن المستثمر يرغب في تحقيق عائد مرتفع جداً ويتحمل مقابل ذلك نسبة منخفضة جداً من المخاطر.

<sup>1</sup>- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، تحليل و إدارة، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، سنة 2004، ص20.

<sup>2</sup>- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة و المالية، الاستثمار و التمويل- التحليل المالي و الأسواق المالية الدولية -، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص217.

<sup>3</sup>- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، سنة 2008، ص197.

<sup>4</sup>- أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص18.

<sup>5</sup>- شقيري نوري موسى وآخرون ، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، سنة 2012، ص31.

2- تمييز الاستثمار المالي عن المقامرة

المقامر تكون لديه رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية من المخاطر من أجل الحصول على عائد مرتفع جدا، حيث أن المقامر هو مستثمر و لكن لو أخذنا درجة المخاطر التي يتحملها فتكون أعلى من المخاطر التي يتحملها المستثمر و المضارب، كما أن العائد الذي يرغب في تحصيله غير مؤكد و عالي جدا على عكس المستثمر و المضارب.<sup>1</sup>

و من خلال الجدول أدناه<sup>2</sup> سوف نوضح أهم الفروقات بين الاستثمار و المضاربة و المقامرة.

جدول رقم (1): مقارنة بين الاستثمار، المضاربة والمقامرة

من حيث	الاستثمار	المضاربة	المقامرة
الأفق الزمني للعملية	أجل طويل	أجل قصير	أجل قصير جدا
الأمان	أكثر أمانا	أقل أمانا من الاستثمار	خطر جدا
الاستعداد لتحمل المخاطرة	متدنية نسبيا و تتوافق مع العائد المتوقع	على استعداد لتحمل درجة عالية من المخاطر	درجة المخاطر تكون أكبر من المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر و المضارب
نوع العائد	العائد الرأسمالي و العائد الجاري و يهتم بالعائد الطويل الأجل	العائد الرأس مالي فقط والعوائد قصيرة الأجل	العائد أو الربح السريع

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، سنة 2012، ص31.

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، المرجع السابق، ص19.

ومن خلال ما سبق نستنتج أن الاستثمار المالي يتميز بالعديد من المزايا يمكن إجمالها فيما يلي:

- أدوات الاستثمار المالي يتم تداولها في أسواق على درجة عالية من الكفاءة و التنظيم مقارنة بأدوات أخرى للاستثمار.<sup>1</sup>
- المعاملات في البورصة تجري بسرعة و سهولة، فسهولة التعامل و الاتصال و استعمال التكنولوجيا الحديثة يسهل من إجراء العمليات في وقت مناسب للجميع، فعامل الوقت دوره يمكن تجاهله في إتمام أكبر عدد من المعاملات.<sup>2</sup>
- أدوات الاستثمار المالي توفر مرونة أكبر للتداول و تتمتع بالتجانس فيما بينها مما تسهل عملية تقييمها و احتساب عوائدها، حيث أن الاستثمار بهذه الأدوات، لا يحتاج إلى خبرات ذاتية من المستثمر، و ذلك لوجود المختصين من الوسطاء لتقديم الخدمات الاستثمارية.<sup>3</sup>

و لكن هذه المزايا لا تمنع من وجود عيوب، إلا أن محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل عن العيوب و من أهم عيوبها انخفاض درجة الأمان في بعض منها و تعرضها إلى مخاطر انخفاض القدرة الشرائية خاصة ذات الدخل الثابت.<sup>4</sup>

### الفرع الثاني: حوافز الاستثمار المالي وأهدافه

سنتناول في هذا الفرع حوافز الاستثمار المالي (أولا) و أهدافه (ثانيا).

#### أولاً: حوافز الاستثمار المالي

هناك العديد من الحوافز التي تدفع بالمستثمر لاستثمار أمواله في البورصة و من هذه الدوافع ما يلي:

- توفر درجة عالية من الرعي الاستثماري لدى المستثمرين الذي من شأنه أن يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة التي يحظى بها الاستثمار في الأوراق المالية. حيث

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع السابق، ص22.

<sup>2</sup> رابح حريزي، البورصة و الأدوات المتداولة فيها، دار بلقيس للنشر، الجزائر، دون سنة النشر، ص59.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص22.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص23.

أن توفر مثل هذا الوعي لدى المدخرين يكسر حاجز الرهبة من المستقبل و يحثهم على قبول قدر معقول من مخاطر الأعمال سعياً وراء الحصول على عائد يزيد من قيمة مدخراتهم.<sup>1</sup>

- الاستثمار المالي يحقق للمستثمر أقصى عائد ممكن حيث يعد الربح من أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين، كما أن هذا العائد يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون الآخر، و بطبيعة الحال سوف يختار المشروع الذي يحقق أكبر قدر من الأرباح.<sup>2</sup>
- توفر المناخ القانوني و الاجتماعي و السياسي المناسب للاستثمار، و ذلك لتوفر عنصر الأمان الذي يشجع المدخرين على توظيف أموالهم، ومن أهم مظاهر المناخ وجود قوانين تحمي حقوق المستثمرين وتنظم المعاملات الجارية في البورصة. بالإضافة إلى الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي الذي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين، و يخلق لديهم دوافع الاستثمار.<sup>3</sup>
- السماح للمستثمرين الأجانب بالدخول إلى السوق المحلية، وإبرام اتفاقيات مبادلة في الأسهم المقيمة.<sup>4</sup>

### ثانياً: أهداف الاستثمار المالي

على ضوء التطور الحاصل في الفكر المالي و النظرية المالية تطورت الأهداف التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها إذا أصبح الهدف الأساسي من الاستثمار هو تحقيق أكبر عائد مالي و ذلك مقابل درجة من المخاطر و التي يجب أن تتناسب مع هدف تحقيق الربح.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، الطبعة السادسة، منقحة و مزيدة، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، سنة 2006، ص21.

<sup>2</sup> إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي، مجلة الأبحاث الاقتصادية و الإدارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد 02، العدد9، جوان 2016، ص71.

<sup>3</sup> محمد مطر، المرجع السابق، ص22.

<sup>4</sup> إيمان رحال، المرجع السابق، ص72.

<sup>5</sup> دريد كمال آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، الطبعة الأولى، دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009، ص25.



و عليه فإن أهم أهداف الاستثمار المالي يمكن إجمالها فيما يلي:<sup>1</sup>

### 1- تأمين المستقبل:

غالبا ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سامعينا، وهو على أبواب التقاعد حيث أن هيكهم لتأمين مستقبلهم يجعلهم يستثمرون مالا لهم من أموال في البورصة من خلال شراء الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطر.

### 2- تحقيق أكبر دخل جاري:

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

### 3- حماية الأموال من انخفاض قوتها لشرائية نتيجة التضخم:

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

### 4- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية و يقبلون ما يترتب عن إخبارهم.

### 5- حماية الدخل في الضرائب:

غالبا يلجأ المستثمر إلى هذا النوع من الاستثمار بغرض الاستفادة من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات و التنظيمات المعمول بها.

<sup>1</sup> ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2011، ص13.

الفرع الثالث: أنواع الاستثمار المالي والأسس التي تحكمه

سننظر في هذا الفرع إلى أنواع الاستثمار المالي (أولاً) والأسس التي تحكم عملية الاستثمار المالي (ثانياً).

أولاً: أنواع الاستثمار المالي

يمكن تقسيم الاستثمار المالي حسب عدة معايير كالتالي:

1- حسب معيار الزمن: وينقسم إلى استثمار قصير الأجل و استثمار طويل الأجل.<sup>1</sup>

أ- الاستثمار الطويل الأجل:

و يطلق عليه بالاستثمار الرأسمالي حيث يعد الاستثمار في الأسهم و السندات من أنواع الاستثمار الطويل الأجل.

ب- الاستثمار القصير الأجل:

و يطلق عليه بالاستثمار النقدي و يشمل الاستثمار في الأوراق المالية كأذونات الخزينة و القبولات المصرفية.

2- حسب معيار التعدد: ينقسم الاستثمار المالي حسب معيار التعدد إلى استثمار فردي و استثمار جماعي.

أ- الاستثمار الفردي: ويقصد به شراء أصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراة في هذه الأصول.<sup>2</sup>

ب- الاستثمار الجماعي: هذا النوع يشمل نوعين أو أكثر من الأصول المالية رغبة في تحقيق التوظيف الأمثل بما تملكه هذه الأصول من أموال.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص36.

<sup>2</sup> محمد سعيد عبد الهادي، المرجع السابق، ص217.

<sup>3</sup> عصام حسين، المرجع السابق، ص197.

## 3- حسب معيار الأداة

و ينقسم إلى استثمار مباشر واستثمار غير مباشر.

أ- الاستثمار المباشر: ويشمل الاستثمار في الأسهم العادية والممتازة وكذلك السندات.

ب- الاستثمار غير المباشر: يتمثل في الصكوك التي تصدرها صناديق الاستثمار التي هي عبارة عن أداة تعطي كامل الحق في الملكية الشائعة في محفظة الأصول حيث أن الربح ينتج عن المحفظة وليس عن الأداة.<sup>1</sup>

## ثانياً: الأسس التي تحكم عملية الاستثمار المالي

إن الاستثمار في الأوراق المالية يستوجب وضع أسس تضمن عملية الاستثمار و من بين هذه الأسس ما يلي:

## 1- العائد Return:

و يشمل الربح الذي يحصل عليه المستثمر مقابل تخليه عن الأموال الحالية و العائد يمكن أن يكون ثابت مثل: فوائد أدوات المديونية (السندات) أو متغير مثل: مقسوم الأرباح كأدوات الملكية (الأسهم) و العائد الرأسمالي قد يكون ربح كما قد يكون خسارة،<sup>2</sup> حيث أن البورصة تعفي عوائد تختلف باختلاف طريقة الاستثمار فيها و العائد من الأوعية الاستثمارية الأخرى (البنوك) يؤثر على الاستثمار في البورصة، حيث أن ارتفاع العائد في هذه الأوعية يؤدي إلى انخفاض عمليات التعامل في البورصة لأنه سيوجه الكثير من الأموال إلى البنوك للتمتع بهذا العائد الكبير الآمن، و بالعكس فإن انخفاض أسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في البورصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أحمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008، ص58.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع سابق، ص23.

<sup>3</sup> جيهان جمال، عالم البورصة، رؤية تحليلية بسيطة، الطبعة الثالثة، مركز الدراسات الاقتصادي، سنة 2011، ص217.

## 2- المخاطرة Risk:

ويقصد بها احتمالات تحقق الخسارة المصاحبة للاستثمار، حيث أن المستثمر يحاول قدر الإمكان تجنب المخاطر أو لتخفيض درجتها. إذ أن المستثمرون المحافظون يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الإجراءات بغرض السيطرة على عوائدهم، و يتركون الفرص ذات النمو العالي من أجل المحافظة على نفوذهم في استثمارات بمعدل فوائد مضمونة بدرجة أكبر.<sup>1</sup>

## 3- الوقت Time:

إن عملية شراء الأوراق المالية محدودة بفترة من الزمن، و بموجبها يتحدد الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالأسهم و السندات، حيث أن عنصر الزمن يرتبط بنوع الشركة و نظرة المستثمر و توقعاته بالنسبة لنمو الشركة و تطورها.

## 4- السيولة Liquidity:

وهي الأموال المتوفرة لدى المستثمر أو الشركة، و التي تضمن سد الاحتياجات بحيث يضطر إلى بيع الأوراق المالية التي قد تسبب الخسارة في بعض الأحيان لأجل حل مشكلة نقص السيولة.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: شروط الاستثمار المالي

قبل الشروع في الاستثمار المالي يجب على المستثمر معرفة كل من الأنظمة و القوانين التي تحكم هذا النوع من الاستثمار، بالإضافة إلى الإطلاع على مراحل و أخذها بعين الاعتبار وذلك لتحقيق العائد المالي المرغوب.

و لهذا سنتطرق إلى مبادئ الاستثمار (الفرع الأول)، ومراحل الاستثمار المالي (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: مبادئ الاستثمار المالي

عندما يقوم المستثمر بتوظيف أمواله يجب عليه مراعاة المبادئ التي تقوم عليها العملية الاستثمارية و هذا ما سنتناوله من خلال هذا الفرع.

<sup>1</sup>- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع السابق، ص24.

<sup>2</sup>- جيهان جمال، المرجع السابق، ص218.

### أولاً: تحديد المركز المالي

يجب على المستثمر أن يحدد وضعه المالي، من حيث مصادر دخله و التزاماته المالية على المدينين القصير و الطويل، وعليه يجب أن يتم استثمار المبلغ الفائض عن الحاجة دون اللجوء إلى الاقتراض، وضرورة الاحتفاظ بأموال سائلة للتصرف بها في حالة الطوارئ.<sup>1</sup>

### ثانياً: تحديد الفترة الزمنية للاستثمار

معنى ذلك هل يريد المستثمر استثمار الفائض من أمواله استثمار طويل الأجل أم قصير الأجل، وذلك بالاعتماد على نوع الدخل الذي يرغب المستثمر في تحقيقه خلال الفترة الزمنية. ومن ثم تغيير السياسة الاستثمارية تبعاً لذلك.<sup>2</sup>

### ثالثاً: تنوع المحافظ الاستثمارية

إن تنوع الأصول المملوكة و المستثمر فيها من قبل المستثمرين الماليين يعد من أهم المبادئ التي يعتمدون عليها و الهدف من هذا التنوع هو الحصول على أكبر العوائد و بأقل المخاطر.<sup>3</sup>

### رابعاً: تحديد درجة المخاطر المصاحبة للعملية الاستثمارية

على المستثمر تحديد درجة المخاطر التي يرغب في تحملها، أي استعداده لتحمل الخسائر التي قد يتعرض لها جزء من استثماراته في المستقبل.<sup>4</sup>

### خامساً: اختيار الوقت المناسب للاستثمار

يجب أن يدرك المستثمر الوقت الأفضل للدخول للسوق، وعدم الدخول إلى السوق بغرض الاستثمار عند ارتفاع أسعار الأسهم بشكل كبير، أو عند بروز علامات و مؤشرات الأزمات المالية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> راشدة عزيزو، المؤسسة و الأسواق المالية، محاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، سنة 2021، 2022، ص60.

<sup>2</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص34.

<sup>3</sup> إيمان رجال، المرجع السابق، ص72.

<sup>4</sup> قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص35.

<sup>5</sup> راشدة عزيزو، المرجع السابق، ص61.

## الفرع الثاني: مراحل الاستثمار المالي

بغرض الوصول إلى العائد المالي المرغوب فيه يجب على المستثمر إتباع المراحل التي تقوم عليها العملية الاستثمارية وهي:

### أولاً: تحديد الهدف الأساسي للاستثمار

تتطلب العملية الاستثمارية بقيام المستثمر برسم السياسة الاستثمارية التي تتضمن تحديد الأهداف وقيمة الثروة التي سيخصصها لاستثماره، كما يقوم أيضاً بتحديد العوائد المالية المتوقعة في مقابل تحمل درجة من المخاطر.<sup>1</sup>

### ثانياً: تحليل الأوراق المالية

بعد الانتهاء من وضع السياسة، تأتي مرحلة دراسة الأوراق المالية لأجل اختيار أفضل الأوراق التي تتناسب و سياسة المستثمر، و ذلك بهدف اكتشاف الأوراق التي تشهد خلا سعريا والتي تعطي فرص أكبر لتحقيق أرباح غير طبيعية.<sup>2</sup>

### ثالثاً: مرحلة الاختيار

بعد دراسة الأوراق المالية يختار المستثمر الأوراق الميزانية التخطيطية و الأهداف و السياسات إلى تفاصيل تساعد على تحقيق الخطة المالية، ومن ثم تطوير أساليب تحسين المحفظة الاستثمارية.<sup>3</sup>

### رابعاً: تقييم المحفظة الاستثمارية

يتم بموجب هذه المرحلة تحويل الميزانية التخطيطية والأهداف و السياسات إلى تفاصيل تساعد على تحقيق الخطة المالية، ومن ثم تطوير أساليب تحسين المحفظة الاستثمارية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى وآخرون ، المرجع السابق، ص113.

<sup>2</sup> عبد الفقار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، مصر سنة 2006، ص13.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص14.

<sup>4</sup> أحمد السيد الكردي، مقال العنوان مبادئ و أسس إدارة الاستثمار المالي، تم التصفح عبر الموقع:

kenna.online.com بتاريخ 08-03-2024 على الساعة 14:41.

## المبحث الثاني: الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة

إن المشرع الجزائري سمح للأشخاص الطبيعيين (أفراد) و المعنويين (مؤسسات) بالاستثمار في بورصة القيم المنقولة نظرا لدورهم الفعال في تنشيط السوق المالي (المطلب الأول).

كما أن المشرع أخضع عمليات التداول إلى مجموعة من الشروط و الإجراءات لكي يتمكن المستثمر من الدخول إلى البورصة و توظيف أمواله فيها (المطلب الثاني).

## المطلب الأول: أنواع المستثمرين في البورصة

للاستثمار في مجال البورصة لابد من وجود أشخاص استثمارية لممارسة هذا النشاط منهم ما يسمون بعارضي رؤوس الأموال الذين يتكونون من أفراد استثمارية وأخرى تأسيسية ووسطاء و منهم ما يسمون بطالبي رؤوس الأموال وهذا ما سنتناوله فيما يلي:

## الفرع الأول: عارضوا رؤوس الأموال

تتكون هذه الفئة من أفراد استثمارية داخلية و خارجية و من مستثمرون تأسيسيين ووسطاء وهذه الفئة المهمة هي التي تتعامل بالأوراق المالية و تعرضها للتداول في البورصة فمنها:

## أولاً: الأفراد الإستثمارية:

تنقسم الأفراد الاستثمارية إلى صنفين هما:

## 1- الأفراد الاستثمارية الداخلية:

هذه الأفراد قد تكون مستثمر داخل الشركة كشريك يسعى دائما إلى الاستيلاء عليها و إدارتها كما يريد السيطرة على بقية الشركاء التابعين لها ذلك لحيازته على أكبر عدد من الأسهم فيها حيث نسبته تكون أعلى من أي شريك آخر وهنا يكون هذا النوع من الشركاء لا يهمه ربح الشركة و العوائد المالية الراجعة لها بقدر ما تهمة السلطة و السيطرة عليها أي تكون في المرتبة الموالية لهدفه الأساسي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سماح كحل الراس،منية شوايدية، النظام القانوني للمتدخلين في بورصة القيم المنقولة بين ضبط و تنشيط السوق المالي، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، سنة 2022-2023.

## 2- الأفراد خارج مؤسسات المساهمة:

وهذا النوع من الأفراد لا يعد تاجرا وإنما كبقية الأفراد يتعامل بالأوراق المالية و يتداولها من أسهم و سندات و غيرها حيث يغتنم فرصة انخفاض الأسعار فيقوم بشرائها و ينتظر فترة ارتفاع الأسعار و يعرضها للبيع و مثال ذلك: الأسهم مثلا: فهي غير ثابتة السعر و القيمة فيقوم هذا الأخير بشرائها و تخزينها إلى حين ارتفاع أسعارها ليحقق منها ربح مالي جيد.

و هذا النوع من المستثمرين تقع عليه خطورة إن لم يتبع الطريق الصحيح وقت البيع.<sup>1</sup>

ومثال ذلك: إن كان له عدد كبير من الأسهم وعرضها للبيع دفعة واحدة فقد تنخفض قيمتها بسبب كثرة المبيعات في السوق و يخسرها لكن إن اتبع الطريق الصحيح حيث يشتريها ويتداولها و يبيعها وقت ارتفاع الأسعار يحقق عائد مالي ضخم منها و لا يؤدي به للخسارة.<sup>2</sup>

### ثانيا: المستثمرون التأسيسيون:

يعرفون على أنهم: "الهيئات التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية جمع المدخرات المتدفقة من مختلف القطاعات في الدولة و توظيفها في شكل أوراق مالية و نظرا لاستقرار وثبات قدرتها الادخارية والاستثمارية تعتبر هذه الهيئات من أكبر المالكين للسيولة".<sup>3</sup>

ومن أهم أنواع المستثمرون التأسيسيون ما يلي:

### 1- شركات التأمين

هذه المؤسسات التأمينية تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص ، وتحصل مقابل ذلك على عمولات مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا، يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، والمحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد سعيد عبد الهادي، المرجع السابق، ص215.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص216.

<sup>3</sup> جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، تنظيم و إدارة البورصة، الطبعة الأولى، الجزء الثالث، دار هومة للنشر والتوزيع، سنة 2002، ص13.

<sup>4</sup> رايح حريزي، المرجع السابق، ص160.



## 2- صناديق الإيداع و الضمانات:

تعتبر هذه الصناديق كمخزن للأموال تستغل كورقة منجية عند حدوث طوارئ أو حوادث استثنائية في المستقبل وهذه الصناديق قد تشارك أموالها على شكل أوراق مالية لزيادتها وربح عوائد مالية منها و تنقسم إلى عدة هيئات منها:<sup>1</sup>

- هيئة ذات رأس المال الثابت
- هيئة ذات رأس المال المتغير
- الصناديق الجماعية للتوظيف
- نوادي الاستثمار

### أ- هيئة ذات رأس المال الثابت:

تعطي هذه الهيئة للمساهمين في شركاتها فرصة استثمار أموالهم حيث تباع و تشتري الحصص للمساهمين مقابل ذاتي لها من أجل تقديم هذه الخدمة لهم، و المساهمين هنا لا يستطيعون التدخل في الأصول المالية الصافية للشركة بالتصرف أو الامتلاك حيث يتم توزيعها و تقسيمها عليهم بالتساوي بناءا على قرارات من الجمعية العامة.

### ب- هيئة ذات رأس المال المتغير:

هذا النوع من الهيئات يكون على شكل مؤسسات رأسمالها قابل للزيادة أو النقصان أي تقبل دخول الأسهم أو خروجها من الشركة وهذا ما يزيد في رأسمالها أو ينقص منه وذلك دون أي تقييد بقيمة معينة وهي على عكس الهيئات ثابتة الرأسمال.

### ج- الصناديق الجماعية للتوظيف

هذه الصناديق عبارة عن أموال مشتركة بين العديد من الشركات و الصناديق تكون كضمان للأوراق المالية للأفراد غير العاملين في نشاط البورصة فهي تعمل على جذب الأشخاص للاستثمار في البورصة

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، القاهرة، سنة 2000، ص42.

حيث تجمع الأموال وتتداولها في هذه السوق.<sup>1</sup>

#### د- نوادي الاستثمار

هذه النوادي تعتبر كبديل لكبار المستثمرين حيث تقوم بتغيير و استبدال خصائص المحفظة الخاصة بكل مستثمر بما يتلاءم معها في سوق البورصة وذلك يكون بناء على طلب من العميل مباشرة أو بتفويض من نادي القسم وفي هذه الجهة يتمتع كل عميل بالاستقلالية و الخصوصية في محفظته.<sup>2</sup>

#### 3- صناديق التقاعد:

تتمتع هذه الصناديق بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي و الإداري، فعملها يكون على شكل قروض بالتقسيم لها حيث تستغل المبالغ المالية من مساهمات المستخدمين في شكل أوراق مالية ثم ترجعهم لها لاحقا على شكل دفعات حيث تتداول هذه الأخيرة الأوراق المالية في سوق البورصة ثم ترجع الأصول المالية لمالكها بالتقسيم.

و في الكثير من الأحيان تقوم بشراء أسهم الشركات الجديدة ومن مختلف القطاعات ثم تبيعها في سوق الأوراق المالية ما يجعلها تلعب دورا هاما في زيادة سوق البورصة.<sup>3</sup>

#### 4- شركات الاستثمار

تقوم هذه الشركات باستقبال عدد من الأموال من المستثمرين الذين يريدون تمويل أموالهم و لا تتقيد بقطاع واحد و إنما تعمل على مختلف القطاعات، ترتب هذه الأموال على حسب المستثمرين فتقسمهم إلى فئات و كل فئة تقوم باستثمار أموالها على حسب ما يتلاءم معها و تكون لكل منها نصيب لحصص من الاستثمار.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> رايح حريزي، المرجع سابق، ص162.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص162.

<sup>3</sup> متولي عبد القادر، الأسواق المالية و التقديم في عالم متغير، دار المعارف للنشر و التوزيع، القاهرة، سنة 2010، ص83.

<sup>4</sup> منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين، دار المعارف، الإسكندرية، سنة 1999، ص12.

## 5- صناديق المؤشرات المتداولة

هذه الصناديق الاستثمارية يتم تداولها في أسواق الأسهم وهي تتعقب سعر الأداة المالية قد تكون مؤشرا أو سهما أو سلعة أو قطاعا من الأسهم وهذه الصناديق قادرة على أن تتعقب أسعار أداة مالية واحدة أو مجموعة من الأدوات المالية.

## 6- صناديق التحوط

تستخدم هذه الصناديق أموال مستثمرين آخرين في الأسواق المالية بهدف تحقيق عائد مالي منها بمقابل يتم الاتفاق عليه سابقا، وهذه الصناديق تسعى دائما للعمل على دخل أكبر و عائد مالي ضخم مقارنة بالمؤسسات الأخرى فهي تخاطر بأكبر عدد لها من العملات، وهذا ما يقع عليها العديد من المخاطر و نظرا لهذه الأخيرة لا يمكن للمستثمرين الأفراد ذوي رأسمال المحدود من الاستثمار في هذا الصناديق حيث تفرض الهيئات المالية شرط المستثمر المتعمد فيها.

## ثالثا: الوسطاء

إن الوسيط في عمليات البورصة هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة و المنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول و الحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص.<sup>1</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن الوسيط يجب عليه أن يكون مسجل لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها وهذا التسجيل يقبل حسب ما يملكونه من كفاءة و سلوك وقاعدة مالية لهم.<sup>2</sup>

و يوجد نوعان من الوسطاء هما:<sup>3</sup>

**النوع الأول:** يسمى "ذو النشاط الكامل" يقوم هذا النوع بتوفير خدمة تنفيذ الأوامر و مشورة للمستثمرين و خدمات إدارة الحافظة أو التوظيف.

<sup>1</sup> المادة 02 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 15 المؤرخ في 15 أبريل 2015 **المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم**، جريدة رسمية عدد55، الصادر بتاريخ 21 أكتوبر 2015

<sup>2</sup> **نعيمه العربي**، وظيفة الوساطة المالية و دورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2009، ص75.

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني، بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz> يوم 29 مارس 2024 على 09:00 صباحا.

النوع الثاني: يسمى "ذو النشاط المحدود"، هنا يقوم بتوفير فقط خدمة تنفيذ الأوامر لحساب الزبائن دون الخدمات الأخرى.

و من أهم النشاطات التي يقوم بها الوسطاء في البورصة ما يلي:

- مفاوضة وتوظيف القيم المنقولة: هنا يتداول الوسيط القيم المنقولة حيث لا يمكنها التداول دون وسيط فهو يلعب دور أساسي فيها.
- هذه المفاوضة قد تكون لحساب الزبائن أو تكون لحسابه الخاص فهو يعمل على توظيفها بالبحث على المكتسبين أو مشتريين السندات لحساب مصدر يلجأ علنا للدخار.
- الإرشاد وتسيير الحافظة لحساب الغير فهو قد يكون مرشدا أو قد يكون مسيرا لحافظة القيم المنقولة.<sup>1</sup>

و من أشكال الوسطاء ما يلي:

#### ✓ شركات تجارية:

وهذه الشركات صنعت خصيصا لممارسة نشاط الوساطة ولا تعتبر أي شركة تجارية من الوسطاء فهي لها شروط تخضع لها.

وهذه الشركات تعمل على البحث عن المكتسبين و المشتريين للأوراق المالية فتوصل بين البائع و المشتري مقابل ربح مالي منفق عليه سابقا.

و من ثم يمكن القول أن شركة الوساطة يمكن أن تتخذ أي شكل من أشكال الشركات المنصوص عليها في ق.ت.ج.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني منصة المنهل <https://platfprm.almanhal.com>، يوم 29 مارس على الساعة 20:11.

<sup>2</sup> خديجة بلعربي، التنظيم القانوني لمهنة الوسيط في عمليات البورصة في الجزائر، مجلة الدراسات الحقوقية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولاي الطاهر سعيدة، المجلد 7، العدد 1، مارس 2020، ص 246.

✓ البنوك:

البنوك الاستثمارية ليست بنوك عادية تعطي قروضا و تستقبل ودائع و إنما لها عمل خاص ما يسمى: بالتعهد بضمان الإصدار: و من أهم الشركات المالية المساعدة لشركات المساهمة في البورصة حيث أن لها دور فعال في إعانة هذه الأخيرة لتمويل أوراقها المالية من حيث الإصدار أو البيع.<sup>1</sup>

كما يقدم هذا النوع من الاستثمارات خدمات أخرى لشركات المساهمة تتمثل في:<sup>2</sup>

- تقديم نصائح و إرشادات نافعة على أساس خبرتها التي تفوق خبرة شركات المساهمة.
- إعانتها في إجراءات التي تمر لدى الهيئات المنظمة للبورصة لتمويل أوراقها المالية.
- شراء و بيع الأوراق المالية عند الفرص المناسبة.

✓ المؤسسات المالية:

هي أشخاص معنوية مهمتها الأساسية القيام بالأعمال المصرفية لكنها على عكس البنوك لا تتلقى الأموال من الجمهور بل تعمل على الوساطة بين البائع و المشتري في الأوراق المالية و تكون هذه الشركات على شكل مساهمة، و الفرق بينها و بين البنوك أن البنك أوسع نطاقا من المؤسسات المالية.<sup>3</sup>

الفرع الثاني: طالبو رؤوس الأموال

يتعدد طالبو رؤوس الأموال حيث العديد من أنواع الشركات التي تكون لها نقص في السيولة و غير قادرة على استثمار مشاريعها تماما يؤدي بها إلى الدخول في سوق الأوراق المالية و بيع السندات و الأسهم المتواجدة فيها ليسهل عليها الربح و اكتساب عوائد مالية منها ما تكون مؤسسات عمومية أو دولة ما يتيح لهذه الأخيرة بيع أوراقها المالية بسهولة وهذه الطريقة لا تطرح فيها الدولة أو المؤسسة كل ما عندها من

<sup>1</sup>- صالحة العمري، المركز القانوني للوسيط في عمليات تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر، مجلة الاجتهاد القضائي، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 07، العدد11، جوان، 2020، ص280.

<sup>2</sup>- رابح حريزي، المرجع السابق، ص155.

<sup>3</sup>- خديجة بلعربي، المرجع السابق، ص247.

أسهم مثلاً: خشية انخفاض أسعارها و منها ما يكون على شكل بنوك مركزية أو تجارية و منها ما تكون خاصة أو مختلطة تريد رفع رأسمالها فتصدر أوراق مالية و تمويلها و تجعل عوائدها راجعة لرأسمالها الدائم.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: شروط التأهيل للاستثمار في البورصة

إن عمليات تداول الأوراق المالية في البورصة تخضع إلى مجموعة من القواعد و الإجراءات التي من شأنها حماية السوق من جهة و حماية المستثمرين من جهة أخرى.<sup>2</sup>

و لمعرفة ذلك لابد من التطرق إلى شروط القبول في التسعيرة الرسمية للبورصة (الفرع الأول) و إدخال القيم المنقولة في البورصة (الفرع الثاني).

### الفرع الأول: شروط القبول في التسعيرة الرسمية للبورصة

يقصد بقبول القيم المنقولة في البورصة إمكانية دخول هذه الأخيرة للتسعيرة، و بالتالي إمكانية تداولها.<sup>3</sup>

و حتى يتم هذا القبول يجب توافر مجموعة من الشروط نص عليها المشرع بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-23 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة<sup>4</sup>، حيث أن هذا النظام اعتمد تنظيم جديد للتسعيرة الرسمية على مستوى البورصة يتكون من خمسة أسواق وهي: سوق سندات الدين، سوق سندات الصادرة عن هيئات التوظيف الجماعي، سوق المستثمرين المحترفين، و سوق سندات الخزينة، و يمكن تلخيص هذه الشروط فيما يلي:

<sup>1</sup> محمد براق، أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مجلة الإدارة، كلية الحقوق و العلوم الإدارية، جامعة الجزائر، العدد 21، سنة 2001، ص 89، 90.

<sup>2</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة في البورصة طبقاً للتشريع الجزائري، مجلة دفاتر السياسية و القانون، جامعة ورقلة، مجلد 13، العدد 1، سنة 2021، ص 289.

<sup>3</sup> سماح كحل الراس، النظام القانوني للمتدخلين في بورصة القيم المنقولة بين ضبط و تنشيط السوق المالي، المرجع السابق، ص 298.

<sup>4</sup> نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-23 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية، العدد 05، الصادر بتاريخ 25 جانفي 2024.

- يجب أن تكون القيم المنقولة محل طلب تداول في البورصة صادرة عن شركة مساهمة أو السندات التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي.<sup>1</sup>
  - يجب على الشركة المقدمة لطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة أن تدفع رأسمالها الاجتماعي كاملا و هذا ما أقرته المادة 19 من النظام 04-23 السابق الذكر.
  - كما يجب على الشركة أيضا إعداد مشروع المذكرة الإعلامية الذي يتضمن التفاصيل المتعلقة بالشركة ووضعها المالي، و تقديمه لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها للتأشير عليه ولهذه الأخيرة أجل شهرين لدراسة ملف طلب القبول وهذا ما نستشفه من المواد 17، 28، 29 من النظام 04-23.
  - اشترط المشرع على الشركة تعيين وسيط في عمليات البورصة يتصرف كمستشارها لكي يساعدها في إجراءات القبول و الإدخال، أي أن الشركة هي المنوط لها بأداء إجراءات القبول و الإدخال، كما أوجب المشرع على الوسيط التأكد من استيفاء الشركة لكل شروط القبول، وهذا ما تؤكدته المواد 20، 21، 22 من الناظم 04-23 السالف الذكر.
  - يجب على الشركة أن تثبت إيداع سنداتها لدى المؤتمر المركزي على السندات.<sup>2</sup>
  - كما يجب على الشركة التي تكون سنداتها موضوع طلب قبول للتداول في البورصة أن تبلغ اللجنة بأي تنازلات أو تخل عن عناصر الأصول التي حدثت قبل إدخالها.<sup>3</sup>
  - ويجب على الشركة تبرير وجود هيئة للتدقيق الداخلي، تكون محل تقييم من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، و بخلاف ذلك، فإنه يجب عليها الالتزام بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها للتداول في البورصة.<sup>4</sup>
- أما بالنسبة لسوق سندات رأس المال فإن المشرع اقتصر التداول في القسم الرئيسي على سندات رأس المال (الأسهم و شهادات الاستثمار) الصادرة عن شركة المساهمة التي يجب أن تبلغ قيمتها على الأقل

<sup>1</sup> المادة 18 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 04-23 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، سبق ذكره

<sup>2</sup> المادة 25 من النظام 04-23، المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، سبق ذكره.

<sup>3</sup> المادة 35 من النظام 04-23، المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، سبق ذكره.

<sup>4</sup> المادة 36 من النظام 04-23، المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، سبق ذكره.

5000 000 000 دج (خمسة ملايين دج).<sup>1</sup> بدلا من شرط رأس المال الاجتماعي المعتمد سابقا المقدر ب 500 000 000 (500 مليون دج).

- كما يجب أن توزع على الجمهور سندات رأس المال لا تقل عن 1000 000 000 دج و تكون موزعة على 150 مساهما على الأقل وذلك يوم الإدخال على أقصى تقدير طبقا للمادة 41 من النظام السالف الذكر.
- نلاحظ أن المشرع من خلال المادة 41 قام بتبسيط شروط القبول وذلك من خلال إلغاء نسبة 20% من رأس مال الشركة، و تعويضها بقيمة 1000 000 000 دج.
- يجب على الشركة التي تكون سندات رأس مالها موضوع طلب القبول للتداول في القسم الرئيسي أن تكون قد نشرت البيانات المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث السابقة للسنة التي تم خلالها طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك.<sup>2</sup> غير أنه يستثنى من تطبيق هذا الشرط الشركة التي تؤسس عن طريق اللجوء العلني للادخار.

وتجدر الإشارة أن المشرع بموجب النظام 04-23 المذكور سابقا استحدث قسم النمو مخصص للمؤسسات الناشئة و الشركات الصغيرة و المتوسطة حيث اشترط للدخول في هذا القسم أن لا تقل سندات رأس المال عن 10 000 000 دج بغض النظر عن رأس مال الشركة الاجتماعي و قيمة الشركة كما يجب أن توزع على ما لا يقل عن 50 مساهما أو المستثمرين المحترفين الثلاث. وهذا ما نصت عليه المادة 46.

- كما يجب على الشركة نشر البيانات المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك باستثناء الشركة التي تم تأسيسها عن طريق اللجوء العلني للادخار.
- كما اشترط المشرع على الشركة التي تطلب قبول سند رأس مالها للتداول في هذا القسم أن تعين راع للبورصة لمدة 5 سنوات مهمته مرافقة الشركة أثناء إصدار السندات و إعداد عملية القبول و التأكد من امتثالها لالتزاماتها الإعلامية و القانونية و التنظيمية<sup>3</sup> أما بالنسبة لسوق سندات الدين فإنه يشمل قسم ممتاز و قسم ناشئ.

<sup>1</sup> المادة 41 من النظام 04-23، المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، سبق ذكره.

<sup>2</sup> المادة 42 من النظام 04-23، المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، سبق ذكره.

<sup>3</sup> المادة 48 من النظام 04-24 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة، سبق ذكره.



- أما بالنسبة للقسم الممتاز فإن المشرع اقتصر التداول فيه على سندات الدين الصادرة عن الدولة و الجماعات المحلية، مهما كان المبلغ المصدر، بالإضافة إلى سندات الدين التي تصدرها الهيئات العمومية و شركات المساهمة التي يكون رصيد إصدارها يفوق أو يساوي مليار دينار جزائري (1.000.000.000 دج ) وذلك يوم الإدخال و هذا ما ورد في المادة 51 من النظام 23-04.
- أما القسم الناشئ فإن المشرع اقتصر التداول فيه على سندات الدين الصادرة عن الهيئات العمومية فشركات المساهمة التي يقل رصيد إصدارها عن مليار دينار جزائري (1.000.000.000 دج ) كما يجب على الشركة المقدمة لطلب قبول سندات الدين للتداول في هذا القسم تعيين راع في البورصة يكون مسجلا لدى اللجنة.<sup>1</sup>

أما بالنسبة لوق المستثمرين المحترفين فإن المشرع لم يخضع السندات محل طلب القبول لأي شرط من الشروط المتعلقة برأس المال أو الحد الأدنى للرصيد السندي أو برأس المال الموزع على الجمهور طبقا للمادة 60 من النظام السالف الذكر.

و تجدر الإشارة في الأخير أن لجنة تنظيم عمليات البورصة يجوز لها رفض طلب قبول سند للتداول في البورصة في حالة ما إذا كان ذلك يضر بمصلحة السوق و المستثمرين و هذا حسب ما نصت عليه المادة 30 من النظام 23-04.

#### الفرع الثاني: إدخال القيم المنقولة في البورصة

بعد تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة يتم إدخال هذه الأخيرة التسعيرة وفق المراحل و الإجراءات التالية:

#### أولا: افتتاح إجراءات إدخال قيمة منقولة

تنتهي شركة إدارة بورصة القيم إلى علم السوق بافتتاح إجراء إدخال قيمة منقولة عن طريق شراء إعلان في النشرة الرسمية للتسعيرة. و يتضمن هذا الإعلان مجموعة من البيانات من بينها:

- هوية المصدر.
- الوسيط في عمليات البورصة المكلف بالإدخال.

<sup>1</sup> المادة 52 من النظام 23-04 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سبق ذكره.

- عدد السندات و طبيعتها و خصائصها.
- السعر أو نطاق السعر المفتوح حسب الحالة.
- التاريخ و الإجراء المقرر للتسعيرة الأولى.
- وبصفة عامة، كل التوضيحات الضرورية بإعلام الجمهور.

و يجب أن يصدر هذا الإعلان قبل (10) عشرة أيام، على الأقل من التاريخ المقرر لأول تسعيرة.<sup>1</sup>

**ثانياً: إجراءات إدخال القيم المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة**

يتم إدخال القيم المنقولة في البورصة وفقاً لأحد الإجراءات التالية:

#### 1- إجراء التسعيرة المباشرة:

قد عرفته المادة 71 من النظام 04-23 على أنه ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة إدارة بورصة القيم عندما تكون السندات موضوع طلب القبول مملوكة لعدد من المساهمين لا يقل عن إحدى العتبات المذكورة في المادتين 41 و 45 حسب الحالة بتسجيل السند في التسعيرة الرسمية مباشرة للتداول عليها وفق شروط التسعيرة في السوق ابتداء من سعر إدخال تصادق عليه شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بناء على ظروف السوق.

حيث يوضح الإعلان الذي تنشره ش.إ.ب.ق عند إدخال قيمة منقولة مجموعة من البيانات نصت عليها

المادة 73 من النظام 04-23:

- الإجراء المختار.
  - تاريخ التسعيرة الأولى.
  - سعر الإدخال.
  - طريقة تسعيرة القيمة.
- 2- إجراء العرض بالسعر المفتوح:

<sup>1</sup> المادة 67 من النظام 04-23 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سبق ذكره.

عرفته المادة 75 من النظام 04-23 على أنه: "الإجراء الذي يتمثل في عرض عدد معين من السندات على الجمهور في يوم الإدخال عن طريق تحديد نطاق سعري".

و يحدد الإعلان عن طريق هذا الإجراء ما يلي:

- شروط قبول و تبليغ أوامر الشراء إلى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.
  - عدد السندات المتاحة للجمهور و نطاق السعر المحدد وكيفيات توزيع السندات بين الأمرين.
  - الشروط الخاصة للإدخال إذا اقتضت الحاجة.<sup>1</sup>
- و الجدير بالذكر أن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة تقبل أوامر الشراء التي يكون سعرها ضعف نطاق السعر المحدد. وهذا ما نستشفه من المادة 78 من النظام السالف الذكر.

### 3- إجراء العرض بالسعر الثابت:

حسب نص المادة 80 من النظام 04-23 فإن هذا الإجراء يتمثل في عرض عدد معين من السندات على الجمهور، يوم الإدخال، بسعر ثابت محدد مسبقاً.

و يشمل إعلان الإدخال عن طريق العرض بالسعر الثابت مجموعة من البيانات حددتها المادة 81 من النظام 04-23 كما يلي:

- شروط قبول و تبليغ أوامر الشراء إلى ش.إ.ب.ق.
- عدد السندات المتاحة للجمهور و السعر الثابت الذي تقترح به هذه السندات و كيفيات توزيع السندات بين الآخرين.
- الشروط الخاصة للإدخال وذلك عن الاقتضاء.

و تجدر الإشارة أن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة لا تقبل إلا أوامر الشراء التي يكون سعرها موافقاً لسعر العرض. وفي حالة ما إذا كان العرض إيجابياً فإن سعر الإدخال هو نفسه سعر العرض.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المادة 76 من النظام 04-23 المتعلق ببلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، سبق ذكره.

<sup>2</sup> المادة 82 من النظام 04-23 المتعلق ببلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها ، سبق ذكره.

### الفرع الثالث: مزايا الإدراج في البورصة

إن إدراج الشركة في البورصة يمنح لها العديد من المزايا يمكن إجمالها في النقاط التالية<sup>1</sup>

#### أولاً: رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة

مهما كان غرض الشركة [تخفيض ديونها أو إطلاق مشاريع تنمية كبرى...] فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل لا نهاية له.

#### ثانياً: تنوع مصادر التمويل

يجب على الشركة تنوع مصادر التمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة، ومن ثم فإنه يمكن للشركة بفضل إدراجها في البورصة الاستفادة من الأموال الخاصة و الأموال المقترضة التي تحتاجها .

#### ثالثاً: تنوع نطاق المساهمين

تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال الشركة حتى و لو لم يستطيع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

#### رابعاً: تعزيز الشهرة

إذ تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها و مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني و الدولي.

<sup>1</sup>- لعراب سارة، اتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، علوم في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2018، ص143.

## خلاصة الفصل الأول :

حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة الاستثمار المالي الذي هو عبارة عن توظيف جزء من الأموال داخل البورصة بهدف تحقيق أكبر عائد مالي ممكن، وذلك مقابل تحمل نسبة منخفضة من المخاطر ومن أجل تحقيق ذلك يجب على أصحاب الفائض المالي (المستثمرين) التخطيط الجيد للغرض الاستثماري.

ولتفعيل البورصة وزيادة السيولة سمح المشرع للأشخاص الطبيعيين (أفراد) والأشخاص المعنويين (المؤسسات) بشراء وبيع مختلف الأوراق المالية بسرعة وبسهولة وفي أي وقت وفقا لشروط وإجراءات خاصة بالتعامل في الأوراق المالية.

# الفصل الثاني:

الأدوات الاستثمارية المتداولة في

البورصة

**تمهيد:**

سنتطرق في هذا الفصل إلى الأوراق المالية باعتبارها من أهم الأدوات الاستثمارية المتداولة في بورصة القيم المنقولة و التي تتولى إصدارها شركات المساهمة.

فبالرغم من أن المشرع الجزائري نظم التعامل بالأوراق المالية داخل البورصة وذلك من أجل ضمان السير الحسن لها و تنشيطها إلا أن المستثمر عندما يقوم بعملية التداول قد يقع في العديد من المخاطر التي من شأنها أن تؤثر على العائد المالي المتوقع.

وفي إطار حماية المستثمرين و الحد من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية فإن المشرع أحدث هيئات تتولى الإشراف على البورصة و أوكل العديد من المهام من أجل حماية السوق المالي و تنظيمه.

وعليه سنعالج هذا الفصل في مبحثين:

**المبحث الأول: طبيعة الأدوات المتداولة في البورصة**

**المبحث الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.**

### المبحث الأول: طبيعة الأدوات المتداولة في البورصة

إن العمليات التي تتم داخل البورصة متنوعة و تتعدد حيث أن المشرع أتاح الفرصة للمستثمرين للقيام بهذه العمليات وذلك من أجل انتقال الفوائض المالية ممن يملكونها إلى ممن يحتاجونها عن طريق الأدوات المالية.

لذلك سنتناول أنواع العمليات الجارية في البورصة (المطلب الأول) ثم نتطرق إلى أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة (المطلب الثاني).

#### المطلب الأول: أنواع العمليات الجارية في البورصة

تقوم سوق البورصة بعدة عمليات تكون الأوراق المالية محلا لها منها ما تكون عمليات عاجلة آنية و منها ما تكون عمليات آجلة مستقبلية وهذا ما سنتطرق إليه مما يلي:

#### الفرع الأول: العمليات العاجلة:

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة ،التي تنصب عمليتها على التعامل نقدا والتسليم الفوري للأوراق المالية.

#### أولاً: تعريف العمليات العاجلة

إن العمليات العاجلة هي تلك العمليات الآنية الحالية التي يتم تنفيذها دون انتظار أجل محسوب عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية و الوفاء بتمنها بصفة حاضرة.<sup>1</sup>

وسميت آنية لعدم تجاوزها 48 ساعة لانتقال الملكية لمشتريها و إتمام العملية حيث بمجرد إبرام الصفقة يسلم ثمنها و يكتسب ملكيتها وهذا ما يكون في الفترة المحددة في الصفقة و الأسعار التي تحددها آليات التسعير في السوق بين أعلى سعر يعرضه المشتري و أدنى سعر يقبله البائع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد فراج عمر فراج، عمليات البورصة و أوامر العملاء بين قانون تجاري و الفقه الإسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية و العربية، قسم القانون، جامعة الجوف، المملكة العربية السعودية، المجلد 13، العدد 13، سنة 2021، ص 623.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، الطبعة 1، منشورات الحلبي للحقوق، بيروت، لبنان، ص 300.



وتوجد حالتين يسلم فيها البائع الأسهم لوسيطه ليقوم بدوره بإعطائها لوسيط المشتري وهذه الحالة إما أن تكون قبل تنفيذ الأمر وهذا ما يشترطه أغلبهم وإما بعد تنفيذ الأمر و إبرام الصفقة وفي كلتا الحالتين تقوم الإدارة الخاصة بسوق البورصة بالترتيبات اللازمة.<sup>1</sup>

### ثانيا: الهدف من العملية العاجلة

و الهدف من هذه العملية ينقسم إلى نوعين<sup>2</sup>:

**النوع الأول:** هدفه تخزين الأوراق المالية و الاحتفاظ بها إلى غاية ارتفاع سعرها و إعادة بيعها لتحقيق ربح مالي منها.

**النوع الثاني:** هدفه المضاربة على ارتفاع أسعارها و السعر في المعاملة العاجلة يكون أقل من المعاملة الآجلة.

و يجب أن تتضمن الصفقة الوصف الكامل للورقة المالية محل التداول من نوعها و كميتها و سعرها و تاريخ إصدارها و نسبة الفائدة المتحصل عليها و كذلك تحديد حصص التمتع بكل وضوح.

### الفرع الثاني: العمليات الآجلة:

إن العمليات الآجلة تعود في أصلها السابق إلى العمليات الحاضرة ، أو السوق النقدية .

### أولاً: تعريف العمليات الآجلة

يطلق على العمليات الآجلة تسمية العمليات المستقبلية: حيث يجرى الاتفاق حولها في وقت و يكون دفع الثمن و الاستلام في وقت لاحق محدد وهذه الفترة المحددة تسمى بفترة التصفية أي بعد ما يبرم العقد النهائي و عند الاتفاق يتم دفع مبلغ مالي يسمى "بالتأمين بالتغطية": ذلك لضمان عدم إلحاق ضرر لكل من الطرفين المتعاقدين في حالة إن لم يبرم العقد النهائي وهذه التصفية عادة ما تكون مرة في كل شهر

<sup>1</sup> محمد بلعدي ، محاضرات في مقياس الأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2020-2021، ص54.

<sup>2</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ص213.

قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، هذه العمليات هي مثال حي للمضاربة حيث عند حلول الأجل قد تكون الأسعار للورقة المتفق عليها وهذا ما يضارب عليه البائع و قد تكون منخفضة ما يضارب عليه المشتري.<sup>1</sup>

ومن هنا يمكننا التفرقة بين المتعاملين في البورصة وهم:<sup>2</sup>

**النوع الأول:** يقوم فيه الطرفان على الاتفاق بنية صافية لإبرام العقد النهائي حيث يكون لهم الثمن اللازم لشرائها ذلك بتقديم صكوك و الوفاء بثمنها أو انتظارهم لصكوك تصلهم قبل انتهاء موعد التصفية المحدد فيقومون بتسليمها.

**النوع الثاني:** يقوم بالاتفاق على نية الطرفين في المضاربة على سعر شراء و بيع الورقة حيث المشتري يضارب على انخفاض سعرها عند حلول الأجل و البائع على ارتفاعها حيث عند حلول الأجل لا يكون لهم المال اللازم فيقومون بشرائها و إعادة بيعها قبل مدة التصفية وهنا يكون التسديد عن طريق المقاصة ويتم دفع الفرق بين ثمن الشراء و البيع دون أن يتم استلام و تسليم.

**ثانياً: أنواع العمليات الآجلة:**

تنقسم العمليات الآجلة في البورصة إلى عدة أقسام وهي:

**1- العمليات الباتة أو القطعية:**

هذا النوع من العمليات يتفق بموجبه الطرفين: "البائع، المشتري" على التصفية في مدة محددة بينهم فيلتزم فيها أحدهم بدفع ثمن الفرق و يجرى فيها الاستلام و التسليم في وقت إبرامها أو في اليوم الثاني من العمل استثناء حالات التأجيل المتفق عليها بين الطرفين وفي جهة التصفية يعتمد آخر سعر جرى التداول عليه في السوق العاجلة أو النقدية وهذا النوع يقوم على حسب الاتفاق المبرم بينهم فمثلاً إن يتفقان على التنازل عن المدة المحددة فلا ينتظر المشتري انتهائها و يطلب من البائع عن طريق وسيطه تسليمه الأوراق

<sup>-1</sup> عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص301.

<sup>-2</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص257.

في حالة ما إذا كانت سعرها في حالة انخفاض فيشتريها بسعرها الآني قبل سعر انتهاء الأجل المتفق عليه سابقا و لكن البائع غير ملزم في هذه الحالة إلا في حالة التراضي بينهم.<sup>1</sup>

### 2- العمليات الشرطية بشرط التعويض:

هذه العمليات تكون مبنية على شرط أن يدفع أحد المتعاقدين مبلغا من المال عند إبرام العقد مقابل أن يجوز فسخه للعقد في الأجل المحدد أو قبله فهو يحصر خسارته في هذا المبلغ و يكون كعربون للطرف الآخر إن لم يتم العقد و هذا المبلغ لا يرد له سواء كان مشتريا أو بائعا.<sup>2</sup>

ومن هذا نستنتج تنوع العمليات الشرطية بين المشتري و البائع:<sup>3</sup>

فالأول: العمليات الشرطية للمشتري هي التي يختار فيها بين استلامه للصكوك و بين التخلي عن التعويض و يلتزم فيها البائع باختياره و تنفيذه.

الثاني: سكون الخيار فيها للبائع بين تنفيذ الصفقة أو التنازل عن تنفيذها مقابل دفع تعويض للمشتري الموجود في الاتفاق فينفذ البائع هذه العملية إذا انخفضت الأسعار عن سعر البيع و يمتنع في حالة ارتفاع عن سعر البيع بأكثر من سعر التعويض.

### 3- العمليات الآجلة بشرط المضاعفة "الزيادة":

تسمى أيضا "البيع على اختيار الزيادة للبائع أو المشتري". فهذا النوع من العمليات يعطي الحق لأحد الأطراف سواء كان بائعا أو المشتري بزيادة في الأوراق المالية إن كان سعر الأوراق عن حلول الأجل لصالحه.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص111.

<sup>2</sup> شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر و التوزيع، الجزائر، د.س.ن، ص58.

<sup>3</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص287.

<sup>4</sup> شمعون شمعون، المرجع السابق، ص59.

فالمشتري في هذه الحالة إن كان الثمن لصالحه جاز عليه طلب المضاعفة للأوراق المالية المشتراة على أن يكون البيع باتا في الكمية التي تم الاتفاق عليها مسبقا و اختياريا في الزائد و تكون أسعار الأوراق أكثر من أسعارها في السوق الباتة.

أما البائع في هذه الحالة يمكنه طلب تسليم ضعف الأوراق المباعة لكن ثمنها يكون أدنى من سعر السوق.

و الأطراف في هذه العملية تقوم بالتفرقة بين كل الأسعار من باتة و بشرط الزيادة و موعد التصفية لمعرفة إن كان كلاهما في مرحلة ربح أو خسارة.<sup>1</sup>

#### 4- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:

ترتكز هذه العملية على المزاجية في نفس الصفقة على نوعين من الأوامر إما أن يكون فيها شراء بات أو شراء بشرط وهذا الخيار يكون في يد المتعاقدين خلال مرحلة التصفية بصفتهم البائعين أو المشترين لقيمة معينة من الأوراق المالية المتفق عليها سابقا.

عند حلول الأجل: أجل التصفية: للمتعاملين حق الخيار في هذه العملية إما أن يكون المتعامل بائع بسعر أدنى أو مشتري بسعر أعلى وصفة البائع تبقى دائما رابحة.

مثال: إن كان السعر مثلا 55 و 59 المتعامل المشتري يعتقد أنه سيحقق ربح كبير سواء ارتفعت الأسعار أو انخفضت، فإن بقي السعر متقلبا بين 55 و 59 صفقة البائع تبقى دائما رابحة لأن الطرف الآخر إن اختار أن يكون بائعا سيبيع بالسعر الأدنى 55DA و ان اختار مشتريا سيكون بالسعر الأعلى 59 DA أما إذا ارتفعت الأسعار أكثر من 50DA مثلا: 69DA يذهب إلى وضعية الشاري و يحقق ربحا مقداره 10DA و إن هبطت الأسعار إلى الحد الأدنى مثلا 49DA إذ يبيع السهم بمقدار 59 و يحقق ربحا مقداره 10DA أي في كل الحالات يحقق ربحا<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص301.

<sup>2</sup>- شمعون شمعون، البورصة، المرجع السابق، ص60.

### 5- عمليات المربحة أو الوضعية:

في هذه العملية يؤجل المتعاملين موعد تسوية الصفقة حتى موعد تصفية اللاحق، وهذا إن لم تكن لهم القدرة على تنفيذ الصفقة نظرا لارتفاع أسعارها خلافا لقدراتهم الشرائية.

وفي هذه الحالة الربح للطرف المشتري يكون أكثر من البائع حيث يتدخل فيها ممولين يساعدون المشتريين في الأموال التي تنقصهم لشراء المبيع مقابل دفع عمولة تسمى المربحة.

أما الوضعية فهي عكس المربحة تحتاج إلى بعض من حاملين الأوراق المالية يقبلون يتنازل عنا للبائعين مقابل عمولة ما تسمى "بالوضعية".<sup>1</sup>

### 6- العمليات المؤجلة:

هذا النوع من العمليات مكمل للعمليات الباتة و الشرطية حيث لا ينعقد إلا بحلول أجل الصفقة و تأجيل موعد التصفية وفي هذه المرحلة يكون المضارب فيها له نية إتمام العملية التي بدأ فيها بنفس الاتجاه، وإن لم يكن قادر على تنفيذها يحكم عليه بتعمده الترحيل وهذا الأخير ليس بعملية جديدة مؤجلة و إنما هو اتهاماً لنفس العملية الأساسية لتناوله الموضوع ذاته و يقع على صكوك من نفس الخصائص.

وقد اختلف القانونيين حول الطبيعة القانونية للترحيل فمنهم<sup>2</sup> من يرى أنه عقد بيع حقيقي معلق على شرط الإلغاء. ومنهم من يرى أنه قرض مخفي بعقد البيع. أما الرأي الراجح فيعتبره عقد غير مسمى يتضمن عنصرين هما شراء الصكوك و إعادة بيعها باستحقاق مؤجل.

### الفرع الثالث: العمليات المركبة

هذا النوع من العمليات يسمح فيها للمشتري أن يقوم بعدة عمليات على أسهم الشركة في تصفية نفسها حيث يمكن شراء عدد من الأسهم في نفس الشركة لزيادة المضاربة و توقع الربح في حال هبوط سعر السهم يكون هو المشتري ويحد من خسارته.

<sup>1</sup> عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة و قواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، د.س.ن، ص101.

<sup>2</sup> محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص113.

و العمليات المركبة عدة أشكال نأخذ منها<sup>1</sup>:

- شراء عاجل مقترن بيع مؤجل بشرط التعويض.
- شراء بات مقترن بيع مؤجل بشرط التعويض.
- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.

### المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تعد الأوراق المالية من أهم أدوات الاستثمار المالي المتوفرة في البورصة، إذ أنها تتميز بمرونة التعامل بها. حيث أن الأسواق التي تتعامل بها تتميز بحسن التنظيم و الرقابة بغرض الحفاظ على حقوق المستثمر و سمعة البورصة.

وعليه فإن الأوراق المالية إما أن تمثل أدوات ملكية (الفرع الأول) أو أدوات مديونية (الفرع الثاني) بالإضافة إلى هذين النوعين من الأوراق المالية هناك أنواع أخرى (الفرع الثالث).

### الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

إن الأسهم تعتبر أداة من أدوات الملكية، حيث تعد من أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

#### أولاً: تعريف الأسهم

أ- لغة:

الأسهم وهي جمع سهم، و السهم هو النصيب<sup>2</sup>.

#### ب- اصطلاحاً:

عرف المشرع الجزائري السهم من خلال المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري على أنه: "سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها".

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 307.

<sup>2</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، المرجع السابق، ص 45.

فالسهم عبارة عن صك يمثل لحامله ملكية حصة في رأس مال الشركة تساوي المبلغ الذي دفعه ويظهر حق حامله في الاشتراك في توجيه سياسة الشركة من خلال الآراء التي يطرحها في الاجتماعات التي تعقد للمساهمين.<sup>1</sup>

### ثانياً: خصائص الأسهم

هناك مجموعة من الخصائص التي تميز الأسهم عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى منها:

#### أ- الأسهم ذات قيمة اسمية متساوية

حيث أن رأس مال الشركة ينقسم إلى أسهم تكون متساوية في القيمة الاسمية. إذ أن الحكمة في ذلك تكمن في تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة و كذلك سهولة توزيع الأرباح على المساهمين بالإضافة إلى سهولة تحديد سعر السهم في البورصة.

ومن المنطقي فإن تساوي قيمة الأسهم من شأنه أن يرتب المساواة في الحقوق التي يعطيها السهم كاملة كالمساواة في الأرباح و التصويت...<sup>2</sup>

لابد من الإشارة إلى أن المشرع الجزائري على خلاف باقي التشريعات أعطى نوع من الحرية للشركة في تحديد القيمة الاسمية عند تأسيسها، وهذا ما تؤكدته المادة 715 مكرر 50 ق.ت.ج.<sup>3</sup>

#### ب- قابلية الأسهم للتداول

إن الأسهم تتميز بقابليتها للتداول بالطرق التجارية بيعا و شراء، وهذه الخاصية نص عليها المشرع من خلال المادة 715 مكرر 40: "... السهم هو سند قابل للتداول..."  
و تجدر الإشارة إلى أن المشرع قيد هذا التداول ببعض الشروط:

<sup>1</sup> محمد سعيد عبد الهادي، المرجع السابق، ص 218.

<sup>2</sup> عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، سنة 2009، ص 190.

<sup>3</sup> سماح كحل الراس، المرجع السابق، ص 97.

- يجب تقييد الشركة في السجل التجاري.<sup>1</sup>
- يجب أن تكون الأسهم مدفوعة كاملة.<sup>2</sup>
- و الجدير بالذكر أن الأسهم تبقى قابلة للتداول حتى بعد حل الشركة إلى غاية اقتسام التصفية وهذا ما نصت عليه المادة 715 مكرر 53 ق.ت.ج.

### ج- الأسهم غير قابلة للتجزئة

هذه الخاصية نصت عليها المادة 715 مكرر 32 حيث يجوز أن يشترك شخص أو أكثر في ملكية سهم (ملكية مشتركة). و لكن إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة هنا لا يمكن تجزئة هذا السهم و إنما عليهم أن يختاروا من يمثلهم أمام الشركة.<sup>3</sup>

### د-المسؤولية المحدودة للمساهم:

نصت على هذه الخاصية المادة 592 فقرة 1 من ق.ت.ج: "على أن الشركة هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم".  
والهدف من هذه الخاصية هو مساءلة المساهم و مطالبته بديون الشركة في حدود ما يملكه من أسهم، و لذلك تعتبر شركة المساهمة من الشركات ذات المخاطر المحدودة.<sup>4</sup>

### ثالثا: أنواع الأسهم

أنواع الأسهم تختلف بحسب الأساس الذي يتخذ لتقسيمها:<sup>5</sup>

- 
- <sup>1</sup>- المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.
  - <sup>2</sup>- المادة 715 مكرر 52 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.
  - <sup>3</sup>- سهيلة عتروس، الأسهم كأداة استثمار في سوق رأس المال و الموقف الشرعي منها، مجلة الإجتهد القضائي، جامعة خيضر بسكرة، المجلد 8، العدد 11، جوان 2018، ص117.
  - <sup>4</sup>- محمد فتاحي، بدري سليمان، الأسهم الممتازة في القانون الجزائري (دراسة مقارنة)، مجلة القانون و المجتمع، جامعة أدرار، المجلد 11، العدد1، سنة 2023، ص315.
  - <sup>5</sup>- عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص84.



1- من حيث طبيعة الحصة المقدمة:

و تنقسم إلى أسهم نقدية و أسهم عينية:

أ- الأسهم النقدية:

هذا النوع من الأسهم نصت عليه المادة 715 مكرر 41: "تعتبر أسهما نقدية الأسهم التي تم وفاؤها نقدا أو عن طريق المقاصة.

- الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.
- الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقدا و يجب أن يتم وفاء هذه الأخيرة بتمامها عند الاكتتاب.

و تجدر الإشارة إلى أن المشرع اشترط أن تكون الأسهم النقدية مدفوعة عند الاكتتاب بنسبة الربع ¼ من قيمتها الاسمية على الأقل أما الباقي يسدد خلال مدة لا تتجاوز 5 سنوات و ذلك ابتداء من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري.<sup>1</sup>

ب- الأسهم العينية:

وهي تلك الأسهم التي تمثل حصة عينية عقار أو منقول مادي أو معنوي، تقدمه إلى الشركة و تكون مقومة بنقد.<sup>2</sup>

و الحصة العينية التي يقدمها الشريك إما تقدم على سبيل التمليك وهذا هو الغالب، كما قد تقدم على أساس الانتفاع.<sup>3</sup>

2- من حيث الشكل:

و تنقسم إلى أسهم اسمية و أسهم لحاملها و أسهم لأمر:

<sup>1</sup> المادة 596 من القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم، سبق ذكره.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص 84.

<sup>3</sup> سماح كحل الراس، منية شواييدية، المرجع السابق، ص 286.

أ- الأسهم الاسمية:

وهي التي تحمل اسم المساهم و تثبت ملكيتها بقيد اسم المساهم في دفاتر الشركة، و يتم تداولها عن طريق القيد في سجل المساهمين.<sup>1</sup>

ب- الأسهم لحاملها

وهي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها و إنما يذكر فيها أن السهم لحامله و يعتبر هذا الأخير هو المالك في نظر الشركة، يتم التنازل عنها بمجرد تسليمها إلى يد أخرى.<sup>2</sup>

ج- الأسهم لأمر

ويطلق عليها أيضا بالأسهم الإذنية وهي تلك التي تصدر لأمر شخص معين ويتم تداولها عن طريق التظهير.<sup>3</sup>

3- من حيث طبيعة الحقوق المقررة للشريك:

وتنقسم إلى أسهم ممتازة وأسهم عادية:

أ- الأسهم الممتازة

وهي تلك الأسهم التي تميز أصحابها بالأولوية في الحصول على الحقوق المالية و غير المالية بالإضافة إلى الحقوق المقررة للأسهم العادية، و يطلق عليها أيضا بأسهم الأولوية أو الأفضلية.<sup>4</sup> و عليه فإن الامتيازات الممنوحة لأصحاب الأسهم الممتازة يمكن تصنيفها إلى زمريتين:<sup>5</sup>

<sup>1</sup>- عصام أحمد البهجي، المرجع السابق، ص208.

<sup>2</sup>- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، سنة 2006، ص53.

<sup>3</sup>- سهيلة عتروس، المرجع السابق، ص121.

<sup>4</sup>- عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص51.

<sup>5</sup>- بدري سليمان، محمد فتاحي، المرجع السابق، ص317.

الزمرة الأولى: ذات طابع مالي مثل: الأسهم التي تمنح لصاحبها الحق في الحصول على الربح و فائض التصفية، و الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة.

الزمرة الثانية: الامتيازات ذات الطابع الإداري كالأسهم التي تمنح لأصحابها أصواتا محددة في الجمعية العامة للشركة.

#### ب- الأسهم العادية:

عرفتها المادة 715 مكرر 42 ق.ت.ج على أنها: تلك الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة و الحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها و المصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها: و قانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت، و تمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل العوائد الإضافية المحققة أو جزء منها و تتمتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق و الواجبات. و الأسهم العادية تخول لأصحابها حقوق متساوية نصت عليها المادة 715 مكرر 42 السالفة الذكر.

#### 4- الأسهم من حيث الاستهلاك:

و تنقسم إلى أسهم رأس المال و أسهم التمتع:

##### أ- أسهم رأس المال:

هي تلك الأسهم التي لا يقبض المساهم قيمتها الاسمية من الشركة خلال حياتها ولا ترد إليه إلا عند حل الشركة و بعد الوفاء بديونها، حيث يبقى لحامل السهم الحق في الحصول على نصيب السهم عند تصفية الشركة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عصام أحمد البهجي، المرجع السابق، ص211.

ب- أسهم التمتع:

نصت المادة 715 مكرر 45 ق ت ج على أن أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم من حصته في تصفية الشركة في المستقبل<sup>1</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن الأسهم التي استهلكت قيمتها قبل حل الشركة أو تصفيتها إذ أن الاستهلاك من الأرباح و ليس من رأس المال.

الفرع الثاني: أدوات المديونية (السندات)

تعتبر السندات من الأوراق المالية التقليدية التي يتم تداولها في البورصة:

أولاً: تعريف السندات

هناك عدة تعريفات للسندات:

1- لغة:

وهي كل ما يستند عليه و يعتمد عليه الإنسان<sup>2</sup>.

2- اصطلاحاً:

يعرف السند على أنه عقد أو اتفاق بين المقترض و المستثمر (المقرض) بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عادل سلmani، المرجع السابق، ص265.

<sup>2</sup> خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة (الأوراق المالية المتداولة في البورصة)، الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الجهات الرقابية على تداول الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2015، ص25.

<sup>3</sup> عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص113.

3- قانونا:

إن المشرع الجزائري بموجب المرسوم التشريعي 93-08 المعدل والمتمم للقانون التجاري الجزائري أصبح يسمح بإصدار السندات من طرف شركات المساهمة، بينما كان يمنع إصدارها قبل تعديل القانون التجاري.<sup>1</sup> إذ أن المشرع الجزائري يسمح بإصدار نوعين من السندات سندات المساهمة و سندات الاستحقاق.

ثانيا: خصائص السندات

إن السندات تتميز بجملة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية و يمكن إجمالها فيما يلي:

- السندات تصدر بقيمة اسمية متساوية.<sup>2</sup>
- السندات أقل مخاطرة من الأسهم ذلك لأن صاحب السند يتمتع بحق الأولوية في استرجاع أمواله المستثمرة في حالة تصفية الشركة.<sup>3</sup>
- السندات عبارة عن قرض جماعي إذ أن الشركة لا تتعقد مع كل مقترض على حدى و لكن مع مجموع المقترضين، فبمقدار المبلغ الإجمالي تصدر عددا من السندات.<sup>4</sup>
- السندات غير قابلة للتجزئة أمام الجهة المصدرة لها.<sup>5</sup>
- السندات قابلة للتداول فمن حق حاملها بيعها للغير، حيث تساهم هذه الخاصية في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في البورصة.<sup>6</sup>

<sup>1</sup>- سماح كحل الراس، المرجع السابق، ص 102.

<sup>2</sup>- عصام أحمد البهجي، المرجع السابق، ص 65.

<sup>3</sup>- شقيري النوري موسى و آخرون ، المرجع السابق، ص 73.

<sup>4</sup>- خالد أحمد سيف الشعراوي، المرجع السابق، ص 66.

<sup>5</sup>- عادل سلmani، المرجع السابق، ص 257.

<sup>6</sup>- لعراب سارة، اتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المغيرات الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادي و علوم التسيير، 2018، ص 32.

- السندات تمثل دين على الجهة المصدرة له سواء كانت شركة أو مؤسسة أو حكومة حيث يعتبر حامل السند دائماً لتلك الجهة إذ يحصل هذا الأخير على فائدة ثابتة في مواعيد محددة، بغض النظر إلى الأرباح أو الخسائر، و يتم سداد الأصل في تاريخ استحقاقه.<sup>1</sup>

### ثالثاً: أنواع السندات

تنقسم السندات إلى عدة أنواع و ذلك حسب المعايير التالية:

#### 1- من حيث الضمان:

تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى سندات مضمونة و سندات غير مضمونة.

##### أ- السندات المضمونة:

وهي أكثر أنواع السندات رواجاً، و السندات المضمونة هي التي تصدرها شركة ما بضمانة معينة إما برهن كل أو بعض موجوداتها و ذلك مقابل قيمة السندات، وهنا في حالة إفلاس يجوز لحملة السندات بيع تلك الموجودات المرهونة و استعادة أموالهم.

و تجدر الإشارة إلى أن هذا الرهن يمكن أن يكون من الدرجة الأولى أي أن الشركة لا تستطيع إصدار سندات أخرى أو رهن نفس الموجودات مقابل الحصول على ديون إضافية، أما الرهن من الدرجة الثانية فيسمح للشركة إصدار سندات أخرى و رهن نفس الموجودات.<sup>2</sup>

##### ب- السندات غير المضمونة:

وهي تلك التي تصدرها الشركة و تخطط مسبقاً أن مستحققاتها تسدد من التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة الشركة، حيث أن أصول الشركة هي الضامنة لسدادها دون أن يتم رهن أي أصل كضمان لهذه السندات وهذا النوع يختلف عن النوع الأول في أن حامل السند هنا يعتمد على تعهد مصدر السندات بالسداد أو تعهد طرف ثالث ضامن.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ليندة بلقاسم، مطبوعة في مقياس بورصة القيم المنقولة مقدمة لطلبة السنة الثالثة، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم

الاقتصادي و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2020-2021، ص111.

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى و آخرون ، المرجع السابق، ص71.

<sup>3</sup> خالد أحمد سيف الشعراوي، المرجع السابق، ص69.

2- من حيث الفوائد: و تنقسم إلى:

أ- سندات ذات عائد ثابت:

وهي تلك السندات التي تكون فوائدها السنوية ثابتة و محددة وقت إصدارها حيث أن حاملها يكون على دراية بمعدل الفائدة التي يستوفيهها عن الاستحقاق و ذلك دون النظر إلى أن الشركة حققت أرباحا أم لا. و الجدير بالذكر أن هذا النوع من السندات يستعمل لتغطية القروض القصيرة المدى لأنه ينطوي على مخاطر كثيرة.<sup>1</sup>

ب-سندات ذات عائد متغير:

وهي تلك السندات التي تكون مقترنة بمعدل فائدة متغير و ليس ثابتا، ولكن هذا التغيير ليس عشوائيا، و إنما يكون مرتبط بـأساسيات حسابية.<sup>2</sup>

ج- سندات لا تحمل سعر الفائدة (ذات الكوبون الصفرى):

هي السندات التي لا تدر عائد حيث يتم طرحها بسعر أقل من قيمتها الاسمية وعند الاستحقاق يدفع المصدر لحامل السند القيمة الاسمية الكاملة به.<sup>3</sup>

3- من حيث الجهة المصدرة للسندات: و تنقسم إلى<sup>4</sup>:

أ- سندات صادرة عن شركات:

وهي السندات التي تصدر عن الشركات سواء كانت عامة أو خاصة بغرض تمويل التوسعات أو التطوير أو بالإعادة هيكله الديون أو الهيكله الرأس مالية و يتم تداولها بالعملة الوطنية أو بالعملات الأجنبية.

<sup>1</sup>- نورة حمليل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود العمري تيزي وزو، سنة 2014، ص278.

<sup>2</sup>- المرجع نفسه، ص288.

<sup>3</sup>- خالد أحمد شعراوي، المرجع السابق، ص61.

<sup>4</sup>- عصام أحمد البهجي، المرجع السابق، ص227.

ب-سندات الحكومة أو الهيئات العامة:

وهي عبارة عن سندات صادرة من طرف الحكومات أو الهيئات العامة التابعة للدولة و غالبا ما تكون مضمونة من طرف الحكومة.

وتتميز السندات الحكومية عن غيرها من السندات بأنها أقل مخاطرة و لذلك تكون أسعار فوائد هذه السندات منخفضة عن أسعار فوائد السندات الأخرى.

4- من حيث حاملها: و تنقسم إلى<sup>1</sup>:

أ- سندات إسمية:

وهي تلك السندات التي تحمل اسم صاحبها (المستثمر) حيث تتميز هذه السندات بأنها تحقق لصاحبها الحماية ضد مخاطر السرقة أو الضياع.

ب-سندات لحاملها:

وهي التي لا تحمل اسم صاحبها وعند تاريخ الاستحقاق يحق لهذا الأخير تحصيل قيمة الفائدة.

رابعا: مقارنة بين الأسهم و السندات: من خلال الجدول أدناه<sup>2</sup> سنوضح الفرق بين الأسهم و السندات

المعيار	السندات	الأسهم
التعريف	قرض	مشاركة في رأس المال
الحقوق	ليس له أية حقوق في حضور جمعيات عمومية أو غير ذلك.	له جميع حقوق الملكية مثل: حق التصويت، النصيب في تصفية الشركة، النصيب في ربحية الشركة.
عنصر المخاطرة الرئيسية	معدلات الفائدة السائدة في السوق و عام قدرة المقرض على السداد.	مخاطر النشاط، مخاطر السيولة، مخاطر التمويل،

<sup>1</sup>- حسين علي بني هاني، المرجع السابق، ص153.

<sup>2</sup>- محمد ابراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، سنة 2008 ص181.



مخاطر تغيير سعر الصرف، مخاطر سياسية.		
عائد رأس مالي و/أو أرباح موزعة تعتمد على الربحية المحققة.	رد أصول المبلغ في مواعيدها (القيمة الاسمية للسندات) و الفوائد المستحقة	العائد

الفرع الثالث: الأوراق المالية المستحدثة سنة 1993:

هناك أوراق مالية أخرى تكون محلا للتداول في البورصة إلى جانب الأسهم و السندات.

أولاً: شهادات الاستثمار:

ان شهادات الاستثمار تمثل حقوق مالية مرتبطة بالأسهم وهي قابلة للتداول في البورصة بشرط أن تكون القيمة الاسمية لهذه الشهادات مساوية للقيمة الاسمية لأسهمها.<sup>1</sup> حيث تعد هذه الشهادات سندات رأس مال<sup>2</sup> إذ أن الشركة تصدر هذا النوع من الأوراق المالية إما لزيادة رأس مالها أو تجزئة أسهمها الموجودة.<sup>3</sup>

ففي حالة زيادة رأس المال، يستفيد المساهمون و حاملو شهادات الاستثمار حق اكتتاب تفضيلي في شهادات الاستثمار الصادرة.

أما في حالة التجزئة، يتم عرض إحداث شهادات استثمار على جميع حاملي الأسهم، وفي نفس الوقت و بنسبة تساوي حصتهم في رأس المال.<sup>4</sup>

ويتم إنشاء شهادات الاستثمار فيتم إنشاؤها بموجب تقرير من الجمعية العامة بناء على قرار مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة و بناء على تقرير مندوب الحسابات، بنسبة لا تتجاوز ربع رأس مال الشركة و حسب ما نصت عليه المادة 715 مكرر 68 تطبق القواعد المتعلقة بإصدار الأسهم و تسديدها على شهادات الاستثمار.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 62 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

<sup>2</sup> نواة حمليل، المرجع السابق، ص300.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 61 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 66 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

<sup>5</sup> المادة 715 مكرر 68 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

ثانيا: شهادات الحق في التصويت:

حسب نص المادة 715 مكرر 63: "تمثل شهادات الحق في التصويت حقوق أخرى غير الحقوق المرتبطة" معنى ذلك أنها غير قابلة للتداول.

و يجب أن تأخذ شهادات الحق في التصويت الشكل الاسمي.<sup>1</sup>

كما يجب أن يتم إصدارها بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار<sup>2</sup> و تخضع من حيث إنشائها إلى نفس إجراءات إنشاء شهادات الاستثمار.

و الأصل أنه لا يجوز التنازل عن شهادات الحق في التصويت و لكن استثناءا يجوز التنازل عنها لحامل شهادات الاستثمار وهذا ما تؤكدته المادة 715 مكرر 67 كما لا يجوز منح شهادة تمثل أقل من حق واحد في التصويت.

ثالثا: سندات الاستحقاق

عرفتها المادة 715 مكرر 81 على أنها: "سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية.

و الجمعية العامة للمساهمين هي المؤهلة لتقرير إصدار هذه السندات وهي التي تحدد شروطها و لكن في بعض الحالات تفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين<sup>3</sup> بإنشاء الشركات التي يكون موضوعها الأساسي إصدار سندات ضرورية لتمويل القروض التي تمنحها.<sup>4</sup>

إن المشرع يسمح فقط لشركات المساهمة الموجودة منذ سنين و التي يكون رأسمالها مسددا كاملا إصدار سندات الاستحقاق.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 65 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 64 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 85 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

غير أن المشرع استثنى من تطبيق هذه القيود على إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو ضمانا من شركات مستوفية للشروط المذكورة. كما لا تطبق هذه الشروط أيضا على سندات الاستحقاق المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق نستنتج أن سندات الاستحقاق قابلة للتداول داخل البورصة، وغير قابلة للتجزئة كما أنها غير قابلة للرهن.

### المبحث الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن المستثمر يقوم بتوظيف أمواله داخل البورصة و ذلك من أجل الحصول على أكبر عائد مالي، و لتحقيق ذلك يتعرض المستثمر إلى العديد من المخاطر تختلف حسب نوع الاستثمار وطبيعة الأداة الاستثمارية حيث أنه لا يمكنه تجنبها كلية باعتبارها من العناصر الأساسية المشكلة للعملية (المطلب الأول) و للحد من هذه المخاطر أحدث المشرع هيئات تنظم و تضبط عملية تداول الأوراق المالية داخل البورصة (المطلب الثاني).

#### المطلب الأول: طبيعة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

مخاطر الاستثمار التي يتعرض لها المستثمر غالبا ما تحقق بسبب حالة عدم التأكد من العائد المالي و تختلف باختلاف الأداة الاستثمارية.

#### الفرع الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن العائد المتوقع من الاستثمار والمخاطر الناجمة عنه مفهومان مترابطان يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري المعدل و المتمم، سبق ذكره.

أولاً: تعريف العائد على الاستثمار

يعرف على أنه ذلك المقابل المالي الذي يحصل عليه المستثمر مستقبلاً نتيجة دفع الأموال من أجل حياة أداة استثمارية. وبعبارة أخرى فإن العائد على الاستثمار يمثل المكافأة التي يرغب المستثمر الحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع مستقبلي.<sup>1</sup>

ثانياً: تعريف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعرف على أنها اختلاف العائد الفعلي للاستثمار بالمقارنة مع العائد المتوقع من ذلك الاستثمار إذ أنه قد يتحقق أم لا و على وفق درجة المخاطر، و لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطر تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية وهذه الحالات نادرة جداً في الحالات الاقتصادية.<sup>2</sup>

كما يمكن تعريفها أيضاً على أنه: الانحراف عن تحقيق العائد النقدي المتوقع أو النتائج الفعلية مقارنة بالنتائج المخطط لها.<sup>3</sup>

وعليه فإن مخاطر الاستثمار تعبر عن درجة الانحرافات في التدفقات النقدية عن القيمة المتوقعة لها. و الجدير بالذكر أن مخاطر الاستثمار دائماً تكون مرتبطة برغبة المستثمر في الحصول على عوائد مالية سريعة و مؤكدة.<sup>4</sup> حيث أنه كلما ارتفعت رغبة المستثمر في تحقيق عائد أعلى على استثماراته عليه أن يعد نفسه لتحمل درجات أعلى من المخاطر و العكس بالعكس.<sup>5</sup>

و للوصول إلى تعريف محدد وواضح للمخاطرة لابد من تحديد العناصر التي تتشكل منها وهي<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> محمد مطر، المرجع السابق، ص22.

<sup>2</sup> جمال الدين برفوق و آخرون ، المرجع السابق، ص44.

<sup>3</sup> دريد كمال آل شبيب، إدارة العمليات المصرفية ، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، سنة 2015، ص156.

<sup>4</sup> محمد عثمان إسماعيل حميد، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية و قياس مخاطر الاستثمار، دار النهضة العربية للنشر و التوزيع، القاهرة، ص199.

<sup>5</sup> محمد مطر، المرجع السابق، ص22.

<sup>6</sup> محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة العربي تبسي، المجلد 6، العدد 8، سنة 2006، ص28.

- عنصر عدم التأكد: و الذي هو عبارة عن حالة ذهنية تتميز بالشك بناءا على انعدام المعرفة بما سيحدث مستقبلا.
- عنصر الخسارة: و الذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوب الحصول عليها.
- عنصر قابلية الخطر للقياس وهذا حتى تسهل عملية تحليل دراسة المخاطرة و قياس مدى تأثيرها في العملية الاستثمارية.

### الفرع الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

المستثمر عندما يقوم بالاستثمار في البورصة يتعرض إلى العديد من المخاطر تختلف درجتها حسب العائد الذي يطمح المستثمر في تحقيقه، و عليه يمكن إجمال هذه المخاطر فيما يلي:

#### أولاً: المخاطر النظامية

##### 1- تعريف المخاطر النظامية

و يطلق عليها أيضا بالمخاطر السوقية أو المخاطر العادية. وهي تلك المخاطر التي يتعرض لها المستثمر و التي من شأنها أن تؤثر على البورصة ككل و غالبا ما تكون مرتبطة بالظروف الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية.<sup>1</sup>

وهذه المخاطر لا يمكن تخفيضها أو تقاديتها بتنويع الاستثمارات ومن أمثلة هذه المخاطر:<sup>2</sup>

- مخاطر السوق الناجمة عن تقلب أسعار الأوراق المالية مع حركة السوق.
- مخاطر سعر الفائدة الناتجة عن عدم التأكد في أسعار الفائدة زيادة و نقصانا.

<sup>1</sup> أحلام برحايلى، زوبير عياش، أثر العائد و المخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012، 2016، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية و الإنسانية، جامعة 8 ماي 1945، المجلد 11، العدد 20، جوان 2017، ص390.

<sup>2</sup> عمران جلال عمران، الاستثمار و التمويل و استراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، سنة 2012، ص191-192.

- مخاطر إعادة الاستثمار التي غالبا ما تكون ناجمة عن انخفاض معدلات الاستثمار المعدلات السابقة.
- مخاطر القوة الشرائية وهي المخاطر الخاصة بعدم التأكد بشأن معدلات التضخم في المستقبل التي من شأنها أن تؤثر على تناقص القوة الشرائية في حالة زيادة معدلات التضخم.

## 2- خصائص المخاطر النظامية

- من خصائص المخاطر النظامية ما يلي:<sup>1</sup>
- المخاطر النظامية ناجمة عن عوامل تكون مرتبطة بالظروف الاقتصادية والاجتماعية و السياسية من شأنها أن تؤثر على البورصة بشكل عام و ليس بشكل خاص.
- هذه المخاطر يمكن تخفيضها أو تجنبها بالتنوع.
- تأثير هذه المخاطر، يقتصر على شركة أو قطاع معين.

## ثانيا: المخاطر غير النظامية

يطلق على المخاطر غير المنتظمة عدة تسميات منها المخاطر القابلة للتنوع و المخاطر الخاصة. و تعرف هذه المخاطر على أنها المخاطر المتبقية من إجمالي المخاطر التي يتعرض لها السهم في السوق بعد طرح المخاطر النظامية وهذه المخاطر تختص بها ورقة مالية معينة. وغالبا ما تنتج عن أحداث معينة قد تؤثر على عوائد سهم محدد. و ما يميز هذه المخاطر عن سابقتها أن المستثمر يمكنه تجنبها أو تخفيفها من خلال تنويع محفظته الاستثمارية، كما أنها لا تؤثر على البورصة ككل و إنما تأثيرها يكون مقصور على شركة معينة أو قطاع معين.<sup>2</sup>

و من أمثلة المخاطر غير النظامية ما يلي:<sup>3</sup>

- مخاطر الأعمال وهي تلك المخاطر الراجعة إلى طبيعة الأعمال ذاتها و التي تختلف من شركة إلى أخرى.

<sup>1</sup>- جمال الدين برقوق و آخرون ، المرجع السابق، ص46.

<sup>2</sup>- محمد سعيد عبد الهادي، المرجع السابق، ص228.

<sup>3</sup>- عمران جلال عمران، المرجع السابق، ص192.

- مخاطر المالية و هي المخاطر الناتجة عن اختلال مصادر التمويل لأحد المنشآت.

ثالثا: الفرق بين المخاطر النظامية و المخاطر غير النظامية:

من خلال الجدول أدناه نوضح الفرق بين المخاطر النظامية و المخاطر غير النظامية!

المخاطر غير النظامية	المخاطر النظامية
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنشأ عن العوامل التي تنفرد بها مؤسسة معينة.</li> <li>- تؤثر في المؤسسة ذاتها.</li> <li>- يمكن تجنبها بالتنوع في المحفظة الاستثمارية.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنشأ عن العوامل العامة المشتركة في الاقتصاد ككل.</li> <li>- تؤثر على جميع مؤسسات الأعمال.</li> <li>- لا يمكن تفاديها أو تخفيضها بالتنوع.</li> </ul>
<b>أوجه التشابه</b>	
جزء منها تشغيلي و الآخر مالي.	جزء منها تشغيلي و الآخر مالي.

رابعا: أنواع أخرى من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إلى جانب المخاطر النظامية و المخاطر غير النظامية هناك أنواع أخرى من المخاطر من شأنها أن تمنع المستثمر من تحقيق العائد، يمكن تقسيمها إلى:

### 1- المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم:

يجب على المستثمر معرفة المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار، باعتبارها من الخطوات المهمة في هذا المجال، فمن بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في ما يلي:

1- عبد الرحمان نعجة ، هواري مغنية ، زوليخة بختي ، قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستثمرين حالة مؤشرات دار جونز الاسلامية Djim ،مجلة اقتصاديات المال و الأعمال ، جامعة الجزائر المجلد 1، العدد4،سنة 2017، ص 100

أ- مخاطر السوق:

هي تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، و يعتبر حملة الأسهم العادية عرضة لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.<sup>1</sup>

ومن أمثلة هذا النوع من المخاطر ما يلي:<sup>2</sup>

- الحالة التي أصابت بورصة نيويورك سنة 1963 بعد أن تم اغتيال الرئيس الأمريكي كندي، حيث حدثت عمليات بيع غير طبيعية دفعت بالمسؤولين إلى إغلاق البورصة مما أدى إلى بيع الأسهم بأسعار منخفضة جدا و بعد انقضاء يومين من حادثة الاغتيال عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية.
- وكذلك حالة الكساد التي أصابت سوق الأوراق المالية الأمريكية نجم عنها انخفاض أسعار الأسهم إلى أقل من قيمته الاقتصادية الحقيقية.

ب-مخاطر الأعمال:

و يطلق عليها أيضا بمخاطر العمل أو المخاطر التشغيلية. وهي تلك المخاطر التي تشير إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للشركة المستثمرة في أسهمها، و الذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار، وغالبا ما تنشأ مخاطرة الأعمال نتيجة متغيرات الأداء التشغيلي، و طبيعته، و بيئة التشغيل التي هي عبارة عن انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، و الظروف الاقتصادية و تغيرات طلب المستهلكين و التغير في ظروف المناقشة التي تساهم جميعها في تدبب عائد العمليات التشغيلية و مخاطر الأعمال تشتق من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، و لهذا السبب فإن درجتها تختلف من قطاع إلى آخر.<sup>3</sup>

ومن أهم العوامل التي تؤثر في مخاطر الأعمال ما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- شقيري نوري موسى و آخرون ، المرجع السابق، ص51.

<sup>2</sup>- محمد مطر، المرجع السابق، ص63.

<sup>3</sup>- أحمد يونس، الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، المجلد 10، العدد1، جوان 1999، ص187.

<sup>4</sup>- جمال الدين برفوق و آخرون ، المرجع السابق، ص49.



✓ التغيير في حجم الطلب على منتجات الشركة، و التغيير في أسعار بيع منتجاتها و التغيير في أسعار المداخلات ودرجة الرفع التشغيلي.

و عليه فإن المستثمر الذي لا يرغب الوقوع في مثل هذه المخاطر بإمكانه تخفيضها من خلال الاستثمار في أسهم الشركات التي تتصف بأرباحها بالاستقرار و الثبات و التي هي على عكس الشركات التي تتقلب إيراداتها من دوران النشاط الاقتصادي.

### ج- المخاطر الصناعية

قد تتعرض جميع الشركات العاملة في صناعة واحدة أو جزء من الصناعات لقابلية تغيير العائد بسبب تهديد معين لا يؤثر على باقي الشركات الأخرى العاملة خارج هذا النوع من الصناعة، وهذا التهديد يطلق عليه بمخاطر الصناعة.

ومن أمثلة هذا النوع من المخاطر ما يلي<sup>1</sup>:

✓ عندما تنظم نقابة عمالية كبيرة في قطاع صناعي معين إضرابا جماعيا، فإن الشركة العاملة في تلك الصناعة و عمالؤها و مردودها سوف يتأثرون، أما إذا كان الاضطراب غير متوقع و استمر لفترة طويلة فإن تأثيراته يمكن أن تلحق ضررا كبيرا على أرباح هذه الشركات و التي من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض لأصولها المالية المتداولة في بورصة القيم المنقولة.

### د- مخاطر الإدارة:

يقصد بمخاطر الإدارة الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة و التي من شأنها أن تسبب اختلاف معدل العائد الفعلي (الحقيقي) عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار بغض النظر عن المركز المالي للشركة وجودة منتجاتها.

و المخاطرة الإدارية من شأنها أن تحدث انخفاض في معدل عائد الشركة حتى في حالات الازدهار للاقتصاد.

<sup>1</sup> - براهم بلقلة، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسينة بن بوعلي، الشلف، سنة 202، 2021، ص56.

ومن أمثلة الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية، حيث أن إدارتها لم تحسن التعامل مع حركة حماية المستهلك و قد اتفق أغلبية المحللين على أن الشركة قد تكبدت خسائر كبيرة نتيجة لمثل هذه الأخطاء.<sup>1</sup>

ومن العوامل المؤثرة في مخاطر الإدارة ما يلي:<sup>2</sup>

- عدم الالتزام بالقوانين و الأنظمة و التعليمات، ومن ثم تسوء حالات التهرب الضريبي و المخالفات البيئية و الالتفاف على التشريعات الخاصة بالاستثمار و التشغيل و ثم تبرز إمكانية تعرض الشركة للعديد من الالتزامات الإضافية و العقوبات المالية و الإدارية.
- اعتماد أصول سياسات استثمارية غامضة تقوم أساسا على تبسيط أو حتى إهمال اتجاهات الماضي و تبايناته، ومن ثم الإسراع في صنع القرارات بشأن الأصول الاستثمارية بصفة عامة و التحول من أصل إلى آخر بصفة خاصة أو إحلال أسهم محل أسهم أخرى، مما ينتج عنه مخاطر كبيرة في غالب الأحيان.

#### هـ - مخاطر الإفلاس:

وهي تلك المخاطر التي تنشأ نتيجة عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير، وذلك بسبب تغير مركزها المالي عند توسيع نشاطاتها، وهذا من شأنه أن يؤثر على المركز المالي للشركة، و هذا ما يجعل الشركة تقترب أو تبتعد من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية. وتتجلى مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم الكاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي استثمروها سابقا في تلك الشركة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى و آخرون ، المرجع السابق، ص52.

<sup>2</sup> محمود أمين البناتوري، هالة سمير الفاوي، تحليل المخاطر و العوائد في سوق الأوراق المالية في حصر تحليل النموذج الأمثل للتنبؤ بعوائد المؤشر العام في تلك السوق عبر الزمن، المجلة المصرية للتنمية و التخطيط، جامعة المدينة، مصر، سنة 2006، ص05.

<sup>3</sup> حسن سلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مذكرة ماجستير. تخصص إدارة الأعمال، جامعة دمشق، سنة 2008، 2009، ص12.

## 2- المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات:

على الرغم من المزايا التي يحظى بها المستثمر عند الاستثمار في السندات (ثبات العائد درجة الأمان... إلخ) إلا أن المستثمر قد يتعرض إلى مجموعة من المخاطر ومن أهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات ما يلي:

### أ- مخاطر تغير أسعار الفائدة:

وهي تلك المخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها، و غالباً ما تكون ناتجة عن التغير غير المتوقع في معدلات أسعار الفوائد المتوقعة و معدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة خلال المدة الاستثمارية.

و الجدير بالملاحظة أن أسعار الأوراق المالية ذات العائد المالي الثابت ستعكس هذه التغيرات المتوقعة، أما في حالة تغير أسعار الفائدة و بشكل غير متوقع من قبل البورصة و عليه فإن هذه التغيرات تعكس أسعار الأوراق المالية إلا بعد أن يحدث<sup>1</sup> بمعنى أنه هناك علاقة وطيدة بين أسعار السندات و أسعار الفوائد السائدة في السوق، حيث أنه كلما ارتفعت أسعار الفوائد فإن القيمة الاسمية للسندات تميل إلى الانخفاض.<sup>2</sup>

### ب- مخاطر عدم القدرة على السداد:

إن الشركات المصدرة للسندات تتعهد بالالتزام بدفع تدفقات نقدية محددة عند تاريخ الاستحقاق تتمثل في قيمة السند الأصلية مضاف إليها الفائدة السنوية، و عليه فإن المستثمر في السندات يتعرض حتماً إلى احتمالات عدم قدرة الشركة المصدرة للسندات بتسديد قيم هذه الأخيرة أو الفوائد. وهذه المخاطر من شأنها أن تنشأ نوعين من المخاطر في الشركة المصدرة للسندات ألا وهي: مخاطر الأعمال، مخاطر المالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - ماجد أحمد عطالله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، سنة 2011، ص74.

<sup>2</sup> - محمد براق، الجودي صاطوري، المرجع السابق، ص35.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص35.

ج- مخاطر القوة الشرائية (التضخم):

وهي تلك المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد.

و التضخم من شأنه أن يؤثر على مستويين<sup>1</sup>:

- التأثير الأول على مستوى أسعار الفائدة حيث أن ارتفاع التضخم من شأنه أن يرفع مستوى أسعار الفائدة في البورصة وهذا ينعكس سلبا على معدل الفائدة المتوقع الحصول عليه من العملية الاستثمارية، وهذا يعني خسارة للمستثمر.
- الثاني: حيث أن التضخم من شأنه أن يؤثر على العائد العام للأسهم فإذا كان عائد الاستثمار أقل من معدل التضخم معناه أنه هناك انخفاض في القوة الشرائية مع مرور الزمن.
- وعليه يجب على المستثمر التأكد من أن متوسط عائد الاستثمار أعلى من معدل التضخم على الأقل.

د- مخاطر السيولة:

و يقصد بمخاطر السيولة عدم إمكانية المستثمر الوفاء بالالتزامات في مواعيد استحقاقها وذلك بسبب صعوبة تسيير الأموال.<sup>2</sup>

و يتعرض المستثمر إلى هذا النوع من المخاطر التي غالبا ما تكون ناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للنقود بسبب التضخم، إذ أنه كلما طال أجل السند تنخفض القيمة الحقيقية لهذا الأخير عن القيمة الإسمية التي يصدر بها ومنه ترفع مخاطر السيولة.<sup>3</sup>

ولتخفيض هذه المخاطر إلى حدها الأدنى ينصح المستثمرون في سندات الأخذ بعين الاعتبار العوامل

التالية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - جيهان جمال، المرجع السابق، ص146.

<sup>2</sup> - دريد كمال آل شبيب، الاستثمار و التحليل المالي، المرجع السابق، ص109.

<sup>3</sup> - جمال الدين برفوق و آخرون ، المرجع السابق، ص54.

<sup>4</sup> - المرجع نفسه، ص45.

✓ حجم الإصدار.

✓ حجم الصفقة.

✓ فئة السند.

حيث أنه كلما زاد حجم الإصدار وحجم صفقات التعامل، و ارتفعت فئة السند، كلما زادت سيولة هذا الأخير.

أما إذا انخفض حجم الإصدار و حجم الصفقات، وفئة السندات انخفضت سيولة هذه الأخيرة.

### المطلب الثاني: دور الهيئات المنظمة للبورصة في الحد من المخاطر :

تعرف البورصة على أنها المكان الأساسي أو الموقع الرسمي لإجراء تبادل المعاملات على القيم المنقولة من قبل متعاملين مختصين و محترفين في هذا المجال و لكي تجرى هذه العمليات بصفة سليمة على أكمل وجه و للحد من المخاطر وضعت التشريعات هيئات تنظم و تراقب هذه المعاملات ما تسمى: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB (الفرع الأول) شركة إدارة بورصة القيم المنقولة (الفرع الثاني) المؤتمر المركزي (الفرع الثالث).

### الفرع الأول: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB

إن المشرع الجزائري أنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بغرض مراقبة سوق القيم المنقولة و ضمان شفافيتها .

### أولاً: مفهوم لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة

أنشأت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 171/91 المتعلق بالبورصة وكانت تدعى بلجنة البورصة ولكنها أعيد التنظيم من طرف المشرع الجزائري عام 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و سميت حينها ب"الجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB" و تم تنصيبها رسمياً في 13 فيفري 1996.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة في البورصة طبقاً للتشريع الجزائري، المرجع السابق، ص1655.

وتعرف هذه اللجنة على أنها سلطة ضبط مستقلة لها استقلاليتها الخاصة من الدولة حيث تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي و تلعب دورا هاما في السوق البورصية حيث هدفها الأساسي حماية المستثمرين في القيم المنقولة وكذلك حسن سيرها و شفافيتها.<sup>1</sup>

حيث أن المادة 12 من القانون 03-04 المتعلقة ببورصة القيم المنقولة المعدلة و المتمم للمرسوم التشريعي 10/93 فقد اعترفت لها بالاستقلالية المالية و الشخصية المعنوية حيث عرفت على أنها: "سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي.

تتشكل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من رئيس و يعين وفقا لمرسوم التنفيذي المقرر من مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية لمدة 4 سنوات<sup>2</sup> و 6 أعضاء آخرون يعينون من الوزارة المكلفة بالمالية<sup>3</sup> حيث تنتهي مهام اللجنة بنفس الطريقة التي تم بها التعيين و يتم تحديد نصف التشكيلة للجنة ماعدا الرئيس كل سنتين.<sup>4</sup>

#### ثانيا: الطبيعة القانونية للجنة تنظيم بورصة القيم المنقولة ومراقبتها

اختلف الفقهاء حول الطبيعة القانونية للجنة COSOB ومدى استقلاليتها:

فالوجه الأول: اعتبر أن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة محدودة الاستقلالية حيث أخذوا بمعيار الشكالية فبالنسبة لأعضاء اللجنة معظمهم من غير القضاة و إن كان هناك عضوا واحدا يمثل السلطة القضائية لكن هذا لا يعني إضفاء الطابع القضائي على اللجنة فهي ذات طابع إداري<sup>5</sup> وتأكيد طبيعتها الإدارية تبعد عنها حتما استقلاليتها أي يمكن القول أنها سلطة تتمتع بالاستقلالية وليست سلطة مستقلة

<sup>1</sup> محمد سويلم، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار و بورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، مصر، د.س.ن، ص267.

<sup>2</sup> المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و مراقبتها المؤرخ في 23 مايو 1993.

<sup>3</sup> المادة 13 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم للمادة 23 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

<sup>4</sup> سماح كحل الراس ، منية شوايدية، ، المرجع السابق، ص1957، 1958

<sup>5</sup> المرجع نفسه، ص1661.

حيث أنه من الصعب الحديث عن استقلالية الإدارة ماعدا القضائية وبنصوص دستورية و هذا كانت وجه نظر الفريق الأول من الفقه.<sup>1</sup>

والوجه الثاني: اعتبر لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة سلطة إدارية مستقلة تصدر قرارات إدارية قابلة للطعن أمام القضاء الإداري أي استبعدوا الطابع القضائي وذلك من خلال نص المادة 19 ف 3 حيث أن قراراتها يتم الطعن فيها بالإلغاء أمام مجلس الدولة فهي هيئة مستقلة في نظرهم حيث تدخل العديد من العوامل في تجسيد استقلاليتها العضوية منها ما تسمى بالتركيبة البشرية: التنوع في سلطة الاقتراح، مدة النيابة، نظام التنافي ومنها ما تدخل في تجسيد استقلاليتها الوظيفية ما تسمى: بالشخصية المعنوية، سلطة إعداد النظام الداخلي، الاستقلال المالي لها.<sup>2</sup>

### ثالثا: مهام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB

نصت المادة 30 من القانون رقم 03-04 على أنه: "تتولى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة و مراقبتها".

وباستقراء نص المادة 30 يتضح أنها تتكلف بمهمتان تكمل بعضها فأولها حماية الادخار للمستثمر و الثانية السهر على حسن سيرها و مراقبتها و شفافيتها ومن هذا سنتطرق إلى المهام الخاصة بهذه اللجنة مما يلي:

(أ) لضمان حسن سير عمليات البورصة و ضمان شفافيتها على أكمل وجه و لممارسة هذه اللجنة مهامها بوضوح منح لها المشرع الجزائري السلطة التنظيمية في هذا المجال حيث أنها تصدر قوانين و تنظيمات تحكم في سير عمليات البورصة و مدى حريتها وكذا تصدر لوائح تحدد رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في المجال داخل البورصة.<sup>3</sup> كما سنت تقنيات خاصة باعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و

<sup>1</sup> سي الطيب محمد أمين، المرجع السابق، ص337.

<sup>2</sup> أسمهان رزايقية، خولة أورقي، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و دورها في ضبط السوق المالية، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في القانون، جامعة 8 ماي 1945، كلية حقوق و علوم سياسية، ص31، 32.

<sup>3</sup> سي الطيب محمد أمين، المرجع السابق، ص340.

القواعد المهنية المطبقة عليهم، نطاق مسؤوليات الوسطاء و محتواها و الضمانات الواجبة الإيفاء بها اتجاه الزبائن.<sup>1</sup>

و لها صلاحيات سن قوانين و تنظيمات تتعلق بالمؤتمن المركزي من حيث الشروط و القواعد التي تحكم العلاقات بينه و بين المستفيدين من خدماته و القواعد المتعلقة بحفظ السندات و تسيير و إدارة الحسابات الجارية للسندات و أخيرا شروط التأهيل و ممارسة نشاط حفظ و إدارة السندات.<sup>2</sup>

### 1) المهام الرقابية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB

حسب المادة 35-50 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 اتضح لها المهام الرقابية للجنة و التي تتمثل فيما يلي:

- أنها تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة تنقيد بالأحكام التشريعية و التنظيمية السارية عليها ولاسيما في مجال القيم المنقولة و عقد الجمعيات العامة و تشكيلة أجهزة الإدارة و الرقابة و عمليات النشر القانونية.<sup>3</sup>
- كما أنها تنشر الملاحظات التي يمكن أن تسجلها اللجنة أو أي إعلام آخر قد يهم الجمهور.<sup>4</sup>
- تجري اللجنة عن طريق المداولة خاصة و قصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة و الرقابة تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا و البنوك و المؤسسات المالية و الوسطاء في عمليات البورصة و لدى الأشخاص الذي يقدمون نظرا لنشاطهم المهني، و مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية و المسعرة أو يتولون إدارة مستندات و سندات مالية، و يمكن للأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعائمها و أن يحصلوا على نسخ منها، و يمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المادة 31 من القانون رقم 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>2</sup> المادة 31 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>3</sup> المادة 35 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>4</sup> المادة 36 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>5</sup> المادة 37 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، سبق ذكره.



- بالنسبة للمداولة الخاصة: يمكن للجنة استدعاء أي شخص يمكنه أن يقدم لها معلومات حول القضية المطروحة أمامها حيث يلزم أعضاء اللجنة وأعاونها بالسر المهني فيما يخص الوقائع و الأعمال و المعلومات الخاصة بها و المستدعين الخرجين بواجب السرية.<sup>1</sup>
- كما نصت المادة 40 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 أنه يمكن رئيس اللجنة في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية من شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بامتنال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال أثرها و يحيل نسخة من طلبه إلى المجلس القضائي و يمكن لها أن يكون كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية.
- بالنسبة للشركات و المؤسسات العمومية: يجب عليها التوفير علنا و أن تشكل قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور و تتضمن البيانات المنصوص عليها في القانون كما يمكن للجنة أن تطلب أي معلومات أخرى حول التنظيم الخاص بها ووضعها المالي، ثم تقوم اللجنة بدراسة مشروع المذكرة و تشير إلى المعلومات الواجب تعديلها إن لزم الأمر كما يمكنها طلب أي إيضاح أو تبرير و لها الحق في الرفض إن لم يخضع للتعديل المطلوب ومن هذه الشركات: الشركات المسجلة سنداتها مهما يكون نوعها إما إلى بنوك أو مؤسسات مالية أو الوسطاء في عمليات البورصة.<sup>2</sup>
- تتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات و شطبها و يمكنها أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم منها ضمانا للإعلام و حماية المدخرين و تنشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.<sup>3</sup>
- بالنسبة لاجتماعات البورصة: تجري اجتماعات تحت طائلة مراقبة و مراقب تفوضه اللجنة يمكن لهم التدخل في تسوية أحداث و نزاعات عارضة ذات طابع تقني كما يمكنه تعليق تحديد الأسعار أو عددها يمكن للجنة أن تعلق لمدة لا تتجاوز 5 أيام كاملة عمليات البورصة إذا حدث حادث كبير ينجر عنه اختلال سير البورصة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>- المادتين 38-39 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>2</sup>- المواد من 40 إلى 43 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>3</sup>- المادتين 44-45 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>4</sup>- المادة 46 إلى 48 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

- تسهر اللجنة لحماية السوق و مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق، كما تحدد قواعد و أخلاقيات المهنة الواجب مراعاتها في لائحة تصدرها اللجنة، و إذا ما ثبت عن اللجنة عجز أو قصور تتخذ التدابير التي تتطلبها الظروف عن طريق التنظيم بناء على اقتراح الوزير المكلف بالمالية عقب الاستماع إلى رئيس اللجنة.<sup>1</sup>

## 2 ( المهام التأديبية و التحكيمية:

داخل لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها غرفة تأديبية و تحكيمية تتألف من رئيس و عضوين منتخبين من أعضاء اللجنة و عضوين من القضاة يعينهم وزير العدل، و تختص في الغرفة التأديبية بالتحقيق أي خرق المسائل التأديبية و الأخلاقية التي يرتكبها الوسطاء في عمليات البورصة و الأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم و المسائل التحكيمية فهي مختصة بالنزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين و اللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة الناشئة بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- الوسطاء في عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV).
- الوسطاء في عمليات البورصة و زبائنهم.
- الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة

#### أولاً: مفهوم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة

أنشأت هذه الشركة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 و تحقق إنجازها في 25 مايو 1997 وتمثل هذه الشركة إطاراً منظماً و مضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة.

حيث عرفت على أنها شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانوناً من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، حيث تمارس مهامها طبقاً للأحكام التشريعية و التنظيمية التي

<sup>1</sup>- المادتين 49-50 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سبق ذكره.

<sup>2</sup>- الموقع الإلكتروني: "بورصة الجزائر"، <https://www.sgbv.dz>

تنظم سير العمليات على القيم المنقولة<sup>1</sup> وهذا ما عرفها نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة 01/97 المتعلق بالمساهمة و سطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة البورصة<sup>2</sup> المعدل و المتمم بالنظام 03-04 في نص المادة 02 منه.

أما التعريف الفقهي لها: تعرف على أنها عبارة عن شركة أسهم مكونة من و سطاء في عمليات البورصة تتكفل بضمان سير المعاملات على القيم المنقولة المتداولة في البورصة و تسهل في إطار احترام قواعد تنظيم السوق و سيره على شرعية العمليات المنجزة من قبل الو سطاء في عمليات البورصة أو من طرف الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات و يجلب عليها إشعار لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بكل إخلال أو مخالفة لقواعد السوق.<sup>3</sup>

لها عدة خصائص تتشكل منها: العامة من: الاعتبار المالي و المسؤولية المحدودة للشريك، اسم الشركة، الطابع التنظيمي لها وغيرها.

تتشكل هذه المؤسسة من 12 وسيطا سابق ثم أصبحت بعد ذلك 4 و سطاء و مع استمرارها أصبحت تعتمد على 6 و سطاء جدد و استجاب هذا العدد من الو سطاء إلى أنها لم تستجب و بقيت مستقرة مع بقاء 4 و سطاء فقط وهذا راجع إلى تأسيسها من طرف البنوك و المؤسسات العمومية و برؤوس أموال عمومية.<sup>4</sup>

ثانيا: الطبيعة القانونية لشركة تسيير و إدارة بورصة القيم المنقولة

اختلف الفقهاء حول الطبيعة القانونية للشركة حيث منهم من اعتبرها من الأشخاص المعنوية الخاصة و منهم من اعتبرها من الأشخاص المعنوية العامة.

فالوجه الأول منهم والذي اعتبرها من الأشخاص المعنوية الخاصة حدد ذلك بعدة مجالات تحكم وجهة نظرهم حيث اعتبرها من حيث شكلها تخضع لنصوص القانون التجاري و من حيث طبيعة القائمين بوظيفة

<sup>1</sup> المادة 02 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة سبق ذكره.

<sup>2</sup> النظام 01-97 المتعلق بمساهمة و سطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، جريدة رسمية. رقم 87 المؤرخ في 1997/12/29.

<sup>3</sup> شتي نذير، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، سطيف، جامعة محمد لمين دباغين، 2016، ص15.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص16، 17.

الوساطة المالية أي أن الشخص الطبيعي يستطيع أن يتولى مهمة الوساطة فهو حتما يخضع للقانون الخاص و من حيث التأسيس من اشتراط المشرع حد أدنى من عدد المؤسسون.

و الوجه الثاني منهم: يرى أنه مرفق عام موجه لخدمة الاقتصاد الوطني من أجل ضبط السوق المالية و إن كانت في شكل شركة مساهمة من حيث شكلها أو حتى من حيث صفة القائم بدورها أو كيفية تأسيسها و هذا القرار أخذ من عدد المساهمين في الشركة الذي لم يمتد و من حيث تعيين مسيرها و من حيث غرضها الذي يتنافى مع تحقيق الأرباح.<sup>1</sup>

### ثالثا: مهام شركة إدارة و تسيير بورصة القيم المنقولة

يمكن استخلاص مهام هذه الشركة في نقطتين:

#### 1- المهام المتعلقة بالتنظيم العملي لإدراج القيم المنقولة في البورصة:

إن المشرع الجزائري خول لشركة إدارة بورصة القيم المنقولة العديد من المهام أهمها:

##### أ- إدخال القيم المنقولة في البورصة:

خول المشرع الجزائري لهذه الشركة سلطة إدخال القيم المنقولة في البورصة و الموافقة عليها و لكن هذا الإدخال يكون بعد الاتفاق مع الشركة التي تريد إدخال قيمها المنقولة و دراسة جميع جوانبها كالسعر و غيرها وهذا الاتفاق يتضمن كل خصائصها من تاريخ الإدخال، السعر، الإجراءات المناسبة للإدخال و مع منح المشرع لها هذه السلطة بحريتها إلا أنه قيدها بالقيم التي صدر عنها قرار الإدخال سابقا فلا يجوز لها رفضها وهذا الإدخال يكون وفقا لإجرائيين هما: العرض العمومي للبيع و العرض العادي للبيع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مبارك بني الطيب، محمد عزابي، شركة تسيير القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري، مجلة آفاق للأبحاث السياسية و القانونية، مجلة الحقوق و العلوم السياسية، جامعة أدرار، المجلد 3، العدد 6، نوفمبر 2020، ص196.

<sup>2</sup> عيسى بلفاضل، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مجلة القانون، المجتمع و السلطة، المجلد 10، العدد 01، سنة 2021، مركز تنمية التكنولوجيا المتطورة، بابا حسن، الجزائر، ص161.

ب- شطب القيم المنقولة:

مع سلطتها في إدخال القيم المنقولة لها كذلك حق طلب إلغاء و شطب قيمة منقولة تم قيدها مراعاة لمصلحة الحاملين<sup>1</sup> مع الأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:

- المعدل اليومي للمعاملات المعبر عنها بالدين و بالسندات وكذا عدد أيام التداول مقدرة على السنة التي كانت فيها السندات محل تسعيرة.
- توزيع الأرباح خلال السنوات المالية 3 الأخيرة.
- عدم الامتثال لالتزامات الإعلام الدورية و الدائمة.
- قيمة السندات الموزعة على الجمهور قبل المصدر بالمقارنة بالقيمة الدنيا التي يشترطها السوق و التي تقيّمها شركة إدارة بورصة القيم المنقولة {ش.إ.ب.ق.م} خلال الفحص السنوي على أساس متوسط سعر الإغلاق خلال فترة تحددها شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.
- ويتم تحديد الحد الأدنى الذي يؤخذ بالاعتبار في تقرير الشطب و تكون مراجعة الحد الأدنى محل إعلان ينشر من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة كما يؤدي شطب رأس مال إلى شطب كل السندات المرتبطة بها كما لها الحق في أن توصي بشطب خطوط التسعيرة فقط.<sup>2</sup>

2- المهام المتعلقة بالتنظيم المادي لتداول القيم المنقولة:

أ- تنظيم حصص التسعيرة:

تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ش.إ.ب.ق. تنظيم ما يلي:<sup>3</sup>

- يتم وضع نظام للتداول و التسعير من طرف شركة إدارة بورصة القيم المنقولة لتنظيم مواجهة أوامر شراء و بيع للقيم المنقولة المقبولة في التسعيرة الرسمية.
- يجب على شركة إدارة بورصة القيم المنقولة وضع مخطط استثمارية الأعمال لضمان استمرارية سير نظام التداول و التسعير.

<sup>1</sup> المادة 87 من نظام رقم 23-04 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، سبق ذكره.

<sup>2</sup> عيسى بلفاضل، المرجع السابق، ص163.

<sup>3</sup> ملخص المواد من 106 إلى 109 من القانون 23-04 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، سبق ذكره.

- تحدد شركة إدارة بورصة القيم المنقولة نظام التداول و التسعير الذي يجب على الوسيط في عمليات البورصة و.ع.ب احترامها.
- تحدد ساعات فتح و إغلاق جلسات التداول.
- ب-إلغاء المعاملات:
- يمكن لشركة ش.إ.ب.ق إلغاء سعر التداول، و بالتالي جميع المعاملات التي أنجزت بهذا السعر.
- إلغاء معاملة معينة خاصة في الحالات المنصوص عليها في المواد 116-121.<sup>1</sup>
- 3- إصدار النشرة الرسمية:

بعد كل السلطات المخولة لها وبعد قراراتها التنظيمية و قرارات إدخال القيم المنقولة و قرارات الشطب لها الحق في نشر كل مقرراتها فيما يسمى بالنشرة الرسمية لجداول التسعيرة و هذه النشرة تعون كوسيلة إعلام وكشف للمستثمرين قيم المالية للأسهم التي يملكونها حيث من خلال الاطلاع عليها يتعرفون على القيمة السوقية لهذه الأخيرة.<sup>2</sup>

#### الفرع الثالث: المؤتمر المركزي على السندات:

إن المشرع الجزائري أنشأ المؤتمر المركزي على السندات سنة 2003 بموجب القانون 03 04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و أناط له العديد من المهام .

#### أولاً: مفهوم المؤتمر المركزي على السندات

أنشأ بموجب م تشريعي رقم 10/93 و عدله قانون رقم 04/03 حيث أن المشرع الجزائري من خلال هذا المرسوم أدخل فيه جهازا جديدا سماه المؤتمر المركزي حيث مع تطور الزمن و إزالة الطابع المادي للأوراق المالية أراد المشرع الجزائري مواكبة هذا التطور بالاستعانة بمختصين في هذا المجال للتقليل من المخاطر فوجد جهاز جديد ساعده يسمى بالمؤتمر المركزي ومنح له اختصاصات كانت تقليدية تتمتع شركة تسيير و إدارة بورصة القيم المنقولة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المادة 128 من النظام 23-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة سبق ذكره.

<sup>2</sup> شتي نذير، المرجع السابق، ص114.

<sup>3</sup> حمليل نواره، المرجع السابق، ص156.

كما عرف هذا الجهاز أو المؤتمر المركزي على السندات ب: أنه الهيئة الثالثة من الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهي شركة ذات أسهم رأسمالها يقدر من 75 مليون دينار جزائري في 2002 إلى 240 مليون دج سنة 2012 و يتكون رأسماله من 240000 سهم بقيمة 1000 000 دج من القيمة الاسمية و تحوزها 6 بنوك عمومية و 3 مؤسسات مسعرة في البورصة وهي مجمع صيدال ومؤسسة تسيير تل الأوراسي و مؤسسة رياض سطيف ومع نهاية 2010 كان التعداد الإجمالي لموظفي الجزائر للمقاصة قد بلغ 27 موظفا من الموظفين وإطارات وأعاون التحكم، وقد تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 04/03.<sup>1</sup>

#### ثانيا: مهام المؤتمر المركزي على السندات

على حسب المادة 19 مكرر 02 من القانون رقم 03-04 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10 تتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات و التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي على وجه خصوص في:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات بإسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر.
- إدارة السندات لمنع اختلاط و العراقيل التي يمكن أن تتعقبها وذلك لتمكين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- تختص أيضا بالترقيم القانوني للسندات.
- ولها الحق في نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

كما جاء القرار المؤرخ في 15/09/2003 ليصادق على النظام العام لهذا الجهاز رقم 03-01.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عوادي مصطفى، عوادي منير، أساسيات حول بورصة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية و السياسية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، المجلد 59، العدد 02، سنة 2022، ص 584.

<sup>2</sup> صالح حمليل، ملتقى الوطني الثاني، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري 24-25 أبريل 2007، جامعة أدرار، ص 45.

أي خول له المشرع الجزائري عدة مهام منها من كانت تختص بها شركة إدارة و تسيير البورصة حيث كانت تقليدية و أصبحت متطورة مواكبة للعصر ومنها ما هي حديثة اختص بها بصفة جديدة له وهذا خوفا وحدا لتقادي المخاطر التي تقع على السوق البورصية.



## خلاصة الفصل الثاني:

إن بورصة القيم المنقولة تقوم بالعديد من العمليات بعضها تكون عاجلة (فورية) و البعض الآخر آجلة مستقبلية، حيث يكون محل هذه العمليات الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم التي تشكل أدوات ملكية و السندات التي تشكل أدوات مديونية إذ أن هذه الأوراق تعد من أهم الأدوات المتاحة في البورصة وعلى الرغم من وجود العديد من النصوص التي تنظم عملية تداول هذه الأدوات المالية إلا أن التعامل بها يبقى محفوظاً بالعديد من المخاطر التي من شأنها أن تؤثر على العائد المرغوب فيه، و للوقاية من هذه المخاطر و ضمان السير الحسن للبورصة و تنشيطها أنشأ المشرع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي أناطها مهمة تسيير السوق المالي كما أحدث المؤتمر المركزي على السندات وأوكل له مهمة حفظ السندات.

# الخاصة

تعتبر بورصة القيم المنقولة من أهم قنوات تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار، إذ أنها تلعب دور الوسيط في انتقال الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين. حيث تم التوصل إلى جملة من النتائج تتمثل في:

✓ الاستثمار في البورصة من شأنه أن يرفع من السيولة و ذلك من خلال شراء و بيع الأوراق المالية المختلفة.

✓ بورصة القيم المنقولة تعمل كبديل عن البنوك لتمويل المشاريع الاستثمارية.

✓ الظروف الاقتصادي و الاجتماعي و السياسية من شأنها أن تؤثر على الاستثمار في الأوراق المالية: مثل: انخفاض القوة الشرائية.

✓ عملية تداول الأوراق المالية في البورصة خصها المشرع بجملة من الشروط بعضها متعلقة بالقيم المنقولة و البعض الآخر متعلق بالشركة، كما أوجب على هذه الأخيرة إتباع مجموعة من الإجراءات حتى تتمكن من إدراج قيمها المنقولة في البورصة.

✓ المشرع الجزائري بموجب النظام 23-04 السالف الذكر قام بتبسيط إجراءات الإدراج في البورصة، وكذلك شروط القبول خصوصا ما تعلق باعتماد شرط قيمة الشركة عوضا عن شرط رأس المال الاجتماعي المعمول به سابقا.

✓ المشرع بموجب المرسوم التشريعي 93-10 أنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و أناط لها مهمة تنظيم العمليات الجارية في السوق المالي و حماية المستثمرين، كما أنشأ شركة تسيير بورصة القيم وأوكل لها مهمة تسيير البورصة و ذلك من أجل تنشيطها. و بعد مرور 10 سنوات أحدث المشرع المؤتمر المركزي على السندات و أناط له مهمة حفظ السندات.

بناء على النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم التوصيات التالية:

✓ نشر ثقافة البورصة بين المستثمرين من خلال تنظيم أيام إعلامية لإبراز مزايا التمويل عبر البورصة.

✓ تحفيز المستثمرين على توجيه مدخراتهم للاستثمار في الأوراق المالية و ذلك من خلال زيادة العائد الناتج عن الاستثمار عن طريق الإعفاء الضريبي.

✓ تفعيل دور صناديق ضمان المخاطر.

- ✓ إدراج أوراق مالية و بنوك تتماشى مع الشريعة الإسلامية تحمل كوسيط في البورصة من أجل تنشيط السوق المالي وجذب الاستثمار داخله.
- ✓ دعوة المستثمرين إلى تنويع الأدوات الاستثمارية من أجل التقليل من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

المصادر

والمراجع

## قائمة المصادر و المراجع:

### قائمة المصادر والمراجع:

#### أولاً: المصادر

##### 1. الأوامر:

1. الأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري المعدل و المتمم، جريدة رسمية العدد 101، المؤرخة في 19 ديسمبر 1975.

##### 2. النصوص التشريعية:

1. القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، يعدل و يتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 11، الصادر بتاريخ 13 فبراير 2003.
2. المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم، جريدة رسمية عدد 31، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

##### 3. الأنظمة:

1. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 15-01، المؤرخ في 15 أبريل 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم، جريدة رسمية عدد 55، صادرة بتاريخ 21 أكتوبر 2015.
2. النظام 23-04 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها المؤرخ في 25 أكتوبر 2023، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية عدد 10 الصادر بتاريخ 25 جانفي 2024.

#### ثانياً: المراجع

##### 3. المؤلفات:

1. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، سنة 2006.
2. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، د.س.ن.
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، تحليل و إدارة، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، سنة 2004.

## قائمة المصادر و المراجع:

4. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، تنظيم و إدارة البورصة، الطبعة الأولى، الجزء الثالث، دار هومة للنشر و التوزيع، سنة 2002.
5. جيهان جمال، عالم البورصة، رؤية تحليلية بسيطة، الطبعة الثالثة، مركز الدراسات الاقتصادي، سنة 2011.
6. حمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008.
7. خالد أحمد سيف الشعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة (الأوراق المالية المتداولة في البورصة)، الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الجهات الرقابية على تداول الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، سنة 2015.
8. دريد كمال آل شبيب، إدارة العمليات المصرفية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، سنة 2015.
9. دريد كمال آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، الطبعة الأولى، دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2009.
10. رباح حريزي، البورصة و الأدوات المتداولة فيها، دار بلقيس للنشر، الجزائر، دون سنة النشر.
11. شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، محمد فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، سنة 2012.
12. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومة للنشر و التوزيع، الجزائر، د.س.ن.
13. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، القاهرة، سنة 2000.
14. عبد الباسط غريم مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، الطبعة 1، منشورات الحلبي للحقوق، بيروت، لبنان.
15. عبد الفقار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، مصر، سنة 2006.

## قائمة المصادر و المراجع:

16. عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة و قواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، د.س.ن.
17. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، سنة 2009.
18. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية -البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، سنة 2008.
19. عمران جلال عمران، الاستثمار و التمويل و استراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، سنة 2012.
20. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، سنة 2012.
21. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار ، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2011.
22. متولي عبد القادر، الأسواق المالية و التقديم في عالم متغير، دار المعارف للنشر و التوزيع، القاهرة، سنة 2010.
23. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي ، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008.
24. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة و المالية، الاستثمار و التمويل، التحليل المالي و الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2008.
25. محمد سويلم، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار و بورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، مصر، د.س.ن.
26. محمد عثمان إسماعيل حميد، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية و قياس مخاطر الاستثمار، دار النهضة العربية للنشر و التوزيع، القاهرة.
27. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، الطبعة السادسة، منقحة و مزيدة، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، سنة 2006.



## قائمة المصادر و المراجع:

28. محمد يوسف ياسين، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، سنة 2004.

29. منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين، دار المعارف، الإسكندرية، سنة 1999.

### 4. الرسائل و المذكرات:

#### ✚ أطروحات الدكتوراه:

1. سماح كحل الراس، النظام القانوني للمتدخلين في بورصة القيم المنقولة بين ضبط و تنشيط السوق المالي، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، سنة 2022، 2023.

2. لعراب سارة، اتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، علوم في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2018.

3. نوارة حميل، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم تخصص قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود العمري تيزي وزو، سنة 2014، 2015.

#### ✚ مذكرات الماجستير:

1. حسن سلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، مذكرة ماجستير. تخصص إدارة الأعمال، جامعة دمشق، سنة 2008، 2009.

2. شتي نذير، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير في قانون الأعمال كلية الحقوق و العلوم السياسية، سطيف، جامعة محمد لمين دباغين، 2016، 2017.

3. نعيمة العربي، وظيفة الوساطة المالية و دورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2009.

### 5. المجلات:

1. أحلام برحايلي، زوبير عياش، أثر العائد و المخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012، 2016، حوليات جامعة قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة 8 ماي 1945، المجلد 11، العدد 20، جوان 2017.

## قائمة المصادر و المراجع:

2. أحمد يونس، الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، المجلد 10، العدد1، جوان 1999.
3. إيمان رحال، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية لتمويل مشاريع النمو الاقتصادي، مجلة الأبحاث الاقتصادية و الإدارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد 02، العدد9، جوان 2016.
4. خديجة بلعربي، التنظيم القانوني لمهنة الوسيط في عمليات البورصة في الجزائر، مجلة الدراسات الحقوقية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولاي الطاهر سعيدة، المجلد 7، العدد1، مارس 2020.
5. سماح كحل الراس، منية شوايدية، تداول القيم المنقولة في البورصة طبقا للتشريع الجزائري، مجلة دفاتر السياسة و القانون، جامعة ورقلة، مجلد 13، العدد1، سنة 2021.
6. سهيلة عتروس، الأسهم كأداة استثمار في سوق رأس المال و الموقف الشرعي منها، مجلة الإجتهد القضائي، جامعة خيضر بسكرة، المجلد 8، العدد 11، جوان 2018.
7. سي الطيب محمد أمين، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها في القانون الجزائري، مجلة الجزائرية للحقوق و العلوم السياسية، معهد العلوم القانونية و الإدارية تيسمسيلت، العدد 54، ديسمبر 2017.
8. صالحة العمري، المركز القانوني للوسيط في عمليات تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر، مجلة الاجتهاد القضائي، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 07، العدد11، جوان، 2020.
10. عبد الرحمان نعجة، هواري مغنية، زوليخة بختي، قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتأثيرها على سلوك المستخدم بين حالة مؤشرات دار جونز، الأساسية DJIM، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، جامعة مولاي الطاهر سعيدة، المجلد 1، العدد 4، سنة 2017.
11. عوادي مصطفى، عوادي منير، أساسيات حول بورصة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، المجلد 59، العدد02، سنة 2022.
12. عيسى بلفاضل، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مجلة القانون، المجتمع والسلطة، المجلد 10، العدد 01، سنة 2021، مركز تنمية التكنولوجيا المتطورة، بابا حسن، الجزائر.

## قائمة المصادر و المراجع:

13. مبارك بني الطيب، محمد عزابي، شركة تسيير القيم المنقولة في النظام القانوني الجزائري، مجلة آفاق للأبحاث السياسية و القانونية، مجلة الحقوق و العلوم السياسية، جامعة أدرار، المجلد 3، العدد 6، نوفمبر 2020.
14. محمد براق، أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، مجلة الإدارة، كلية الحقوق و العلوم الإدارية، جامعة الجزائر، العدد 21، سنة 2001.
15. محمد براق، الجودي هاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة العربي تبسي، المجلد 6، العدد 8، سنة 2006.
16. محمد فتاحي، بدري سليمان، الأسهم الممتازة في القانون الجزائري (دراسة مقارنة)، مجلة القانون والمجتمع، جامعة أدرار، المجلد 11، العدد 1، سنة 2023.
17. محمد فراج عمر فراج، عمليات البورصة و أوامر العملاء بين قانون تجاري و الفقه الإسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية و العربية، قسم القانون، جامعة الجوف المملكة العربية السعودية، المجلد 13، العدد 13، سنة 2021.
18. محمود أمين البناتوري، هالة سمير الفاوي، تحليل المخاطر و العوائد في سوق الأوراق المالية في حصر تحليل النموذج الأمثل للتنبؤ بعوائد المؤشر العام في تلك السوق عبر الزمن، المجلة المصرية للتنمية و التخطيط، جامعة المدينة، مصر، سنة 2006.
19. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة جيجل، المجلد 15، العدد 2، جوان 2018.

### 6. المطبوعات:

1. براهيم بلقطة، محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، سنة 2021، 202.
2. بلعدي محمد، محاضرات في مقياس الأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2020-2021.

## قائمة المصادر و المراجع:

3. راشدة عزيزو، المؤسسة و الأسواق المالية، محاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، سنة 2021، 2022، منشورة في الموقع الإلكتروني <http://dispaceuniv-tiart.dz>.
4. ليندة بلقاسم، مطبوعة في مقياس بورصة القيم المنقولة مقدمة لطلبة السنة الثالثة، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادي و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، سنة 2020-2021.
7. المواقع الإلكترونية:
1. الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> تم التصفح بتاريخ 25 مارس 2024 على الساعة 9:00.
2. الموقع الإلكتروني <https://platformalmanhal.com> يوم 29 مارس على الساعة 20:11.

# الفهرس

.....	قائمة المختصرات
1.....	مقدمة
4.....	الفصل الأول: الاستثمار المالي
5.....	المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي
5.....	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي
5.....	الفرع الأول: تعريف الاستثمار المالي
8.....	الفرع الثاني: حوافز الاستثمار المالي و أهدافه
11.....	الفرع الثالث: أنواع الاستثمار المالي و الأسس التي تحكمه
13.....	المطلب الثاني: شروط الاستثمار المالي
13.....	الفرع الأول: مبادئ الاستثمار المالي
15.....	الفرع الثاني: مراحل الاستثمار المالي
16.....	المبحث الثاني: الأشخاص المؤهلين للاستثمار في البورصة
16.....	المطلب الأول: أنواع المستثمرين في البورصة
16.....	الفرع الأول: عارضو رؤوس الأموال
22.....	الفرع الثاني: طالبوا رؤوس الأموال
Erreur ! Signet non défini.23.....	المطلب الثاني: شروط التأهيل للاستثمار في البورصة
23.....	الفرع الأول: شروط القبول في التسعيرة الرسمية للبورصة
26.....	الفرع الثاني: إدخال القيم المنقولة في البورصة
29.....	الفرع الثالث: مزايا الإدراج في البورصة
30.....	خلاصة الفصل الأول:
31.....	الفصل الثاني: الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصة
33.....	المبحث الأول: طبيعة الأدوات المتداولة في البورصة
33.....	المطلب الأول: أنواع العمليات الجارية في البورصة

33	الفرع الأول: العمليات العاجلة
34	الفرع الثاني: العمليات الآجلة
38	الفرع الثالث: العمليات المركبة
39	المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة
39	الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
45	الفرع الثاني: أدوات المديونية (السندات)
50	الفرع الثالث: الأوراق المالية المستحدثة سنة 1993
52	المبحث الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
52	المطلب الأول: طبيعة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
52	الفرع الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
54	الفرع الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
62	المطلب الثاني: دور الهيئات المنظمة للبورصة في الحد من المخاطر
62	الفرع الأول: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB
67	الفرع الثاني: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة
71	الفرع الثالث: المؤتمر المركزي على السندات
73	خلاصة الفصل:
75	الخاتمة
79	قائمة المصادر والمراجع
86	الفهرس
89	الملخص

# المخلص



### الملخص:

تعتبر البورصة من أهم قنوات التمويل للاستثمار إذ أنها تلعب دور الوسيط في انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين. فمن خلالها تنتقل ملكية أسهم الشركات المدرجة في البورصة من مستثمر إلى آخر بغرض الحصول على عوائد مالية و يتم ذلك وفقا لشروط و إجراءات خاصة بالتعامل في الأوراق المالية.

ولهذا يعد الاستثمار المالي من أكثر أنواع الاستثمارات تنظيما وعلى الرغم من ذلك إلا أنه يبقى محفوفًا بمخاطر تختلف باختلاف الأداة الاستثمارية المتداولة في البورصة.

وفي إطار تحقيق الشفافية و حماية المستثمرين أنشأ المشرع لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها التي تعمل على تنظيم العمليات الجارية داخل البورصة، بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وبعدها استحدث المشرع المؤتمر المركزي على السندات المكلف بحفظ السندات.

الكلمات المفتاحية: البورصة، الاستثمار، التمويل.

### Résumé :

La bourse est considérée comme l'un des canaux de financement les plus importants pour l'investissement, car elle joue le rôle d'intermédiaire dans le transfert d'argent des autres vers les investisseurs.

Grâce à lui, la propriété des actions de sociétés cotées en bourse est transférée d'un investisseur à un autre en vue d'obtenir des rendements financiers, conformément à des conditions et procédures particulières de négociation de titres.

C'est pourquoi l'investissement financier est l'un des types d'investissement les plus réglementés. Malgré cela, il reste lourd de risques qui varient en fonction de l'instrument d'investissement négocié en bourse.

Dans le contexte de la transparence et de la protection des investisseurs, le législateur a créé le Comité de régulation et de surveillance des opérations boursières, qui travaille à réguler les opérations en cours au sein de la bourse, en plus de la société de gestion de la bourse. Ensuite, le législateur a créé le dépositaire central des obligations chargé de préserver les obligations.

**Abstract:**

The stock market is considered one of the most important financing channels for investment, as it plays the role of an intermediary in the transfer of money from others to investors.

Through it, ownership of shares of companies listed on the stock exchange is transferred from one investor to another for the purpose of obtaining financial returns. This is done in accordance with special conditions and procedures for dealing in securities.

This is why financial investment is one of the most regulated types of investments. Despite this, it remains fraught with risks that vary depending on the investment instrument traded on the stock exchange.

In the context of achieving transparency and protecting investors, the legislator established the Committee for Regulating and Monitoring Stock Exchange Operations, which works to regulate the ongoing operations within the stock exchange, in addition to the management company for the stock exchange. Then, the legislator created the central custodian of bonds in charge of preserving bonds.

**key words:** Stock market, investment, finance.