

الاستثمار في بورصة القيم المنقولة

بين المحفزات والعوائق

الدكتورة عبير مزغيش

الدكتور محمد عدنان بن الضيف

أستاذة محاضرة

أستاذ محاضر

كلية الحقوق والعلوم السياسية

جامعة محمد خيضر (بسكرة) - الجزائر

الملقى الدولي السادس عشر حول: "الضمانات القانونية للاستثمار في الدول المغاربية"

المنعقد يومي 23/22 فيفري 2016

من طرف مخبر الحقوق والحريات في الأنظمة المقارنة

ومخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع

قسم الحقوق - كلية الحقوق والعلوم السياسية -

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

مقدمة:

أدى نمو التجارة العالمية، وترابط اقتصاد الدول مع بعضها البعض، إلى زيادة قوية في انتقال رؤوس الأموال بينها، الأمر الذي نتج عنه انتشار هائل لتجارة العملات في أسواق المال العالمية، فأسواق تبادل العملات الأجنبية.

ولقد شرع لتداول المال نظام للمعاملات في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه بورصة، والتي تعتبر واحد من آليات اقتصاد السوق، عرفت منذ فترات طويلة، حيث ارتبط تطور البورصات بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول.

ومن أنجح الاستثمارات، الاستثمار في البورصة، ومن أكثر وسائل الاستثمار في البورصة شيوعا بين المستثمرين هو الاستثمار في الأسهم والسندات، وقد ساعدت وسائل الإعلام في السنوات العشر الأخيرة على انتشار ورواج ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية.

إذ أن الاستثمار في القيم المنقولة يعد من وسائل الاستثمار، التي تستحوذ على اهتمامات المدخرين، لتمييزها بانخفاض القيمة الاسمية للصكوك، ومرونة التعامل فيها، من خلال سوق الأوراق المالية، وتحقيق العائد مع النماء، فضلا عن تحقيق الأمن من خلال توزيع مخاطرها بتنوع استثماراتها.

ولما كانت البورصة سوقا لها قواعد قانونية وفنية تحكم آداءها وتحكم كيفية اختيار ورقة مالية معينة دون الأخرى، وكذا توقيت التصرف فيها، والذي من شأن سوء التصرف فيها، تعريض المستثمر غير الرشيد أو غير المؤهل لخسارة كبرى.

وأمام تجربة الجزائر الفتية وغير الناضجة، في الاستثمار في البورصة، نطرح التساؤل التالي:

إى مدى وفقت التجربة الجزائرية في تجربة الاستثمار في البورصة؟ وما مدى نجاحها مقارنة مع التجربة المغربية في الاستثمار في بورصة الدار البيضاء؟

وبناء عليه اقترحنا الخطة التالية:

المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار في بورصة القيم المنقولة

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستثمار في بورصة القيم المنقولة

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي

المبحث الثاني: التحديات التي يواجهها الاستثمار في بورصة القيم المنقولة

المطلب الأول: المتدخلون الفاعلون في بورصة القيم المنقولة

المطلب الثاني: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر

المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار في بورصة القيم المنقولة

قد يرى البعض منا أن تأجيله للاستهلاك الحالي، إنما يعطيه استهلاكاً أكبر وأفضل في المستقبل، والشخص الذي يتولى ادخار جزء من دخله أو ثروته الحالية، إنما يفعل ذلك لاعتقاده بأن المنفعة المتوقعة الحصول عليها مستقبلاً هي أكبر مما قد يحصل عليه في الوقت الحالي على اعتبار أن الادخار هو مجرد استهلاك مؤجل، يتخلى به الفرد عن إشباع رغبة استهلاكية في الوقت الحاضر، بقصد تأمين استهلاك أفضل في المستقبل دون تحمل أدنى درجات الخطر، وذلك بخلاف المستثمر الذي يقوم بالتضحية من أجل إشباع رغبة استهلاكية حاضرة وليس مجرد تأجيلها فقط، كما هو الحال بالنسبة للمدخر، وذلك أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل⁽¹⁾، ولما كانت البورصة هي مكان التقاء عارضي الأموال من مدخرين، وطالبيين لها من مستثمرين⁽²⁾، ارتأينا التطرق إلى الأساسيات التي تحكم الاستثمار في بورصة القيم المنقولة، من خلال عرض الإطار المفاهيمي للاستثمار في بورصة القيم المنقولة من جهة وإلى أدوات الاستثمار المالي من جهة أخرى.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للاستثمار في بورصة القيم المنقولة

إن إدراك الإطار المفاهيمي للاستثمار في بورصة القيم المنقولة لا يتأتى إلا من خلال التطرق إلى مدلول كل من الاستثمار والبورصة من جهة، وكذا أدوات الاستثمار المالي من أسهم وسندات من جهة أخرى، بالإضافة إلى تاريخ الاستثمار في بعض بورصات الدول المغاربية.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار والبورصة

إن إدراك مفهوم الاستثمار والبورصة يبرز من خلال عرض تعريفهما والمبادئ التي يقومان عليها.

أولاً - تعريف الاستثمار:

إن تعريف الاستثمار يتجلى في عرض تعريفه اللغوي والاصطلاحي.

1- تعريف الاستثمار لغة:

الاستثمار هو مصدر لـجذر الكلمة "ثمر"، وكل مصدر من الفعل الثلاثي المزاد يكون على وزن استفعل بكسر أوله وثالثه وإضافة ألف قبل الآخر فكان "الاستثمار"⁽³⁾، وكلمة استثمار مصدر الفعل السداسي "استثمر" الدال على الطلب، وتعني استخدام المال أو تشغيله بقصد تحقيق ثمرة هذا الاستخدام فيكثر المال وينمو بذلك على مدى الزمن.

والاستثمار هو الثمر، ويعني حمل الشجر، وأنواع المال والولد والثمر والمال والثمر ويقال ثَمَّرَ أي نَمَاه، ويقال ثَمَّرَ اللهُ مالَكَ أي كَثَرَهُ، وأَثَمَرَ أكثرَ مالَهُ⁽⁴⁾.

2- تعريف الاستثمار اصطلاحاً:

عرف الاستثمار عند الاقتصاديين على أنه "توظيف واستخدام لرأس المال ليكون منتجا أو هو توجيه المدخرات إلى مجالات إنتاجية تسد حاجة اقتصادية من ناحية وتوفر عائد من ناحية أخرى"⁽⁵⁾.

وعرف أيضاً على أنه "توظيف للأموال لفترة زمنية محددة، للحصول على تدفقات نقدية في المستقبل، تعويضاً عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم وتقلب تلك التدفقات"⁽⁶⁾.

كما يعرف على أنه "إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس للاكتناز"⁽⁷⁾.

ثانياً - مبادئ متعارف عليها في بيئة الاستثمار:

إن اختيار مدير المحفظة الاستثمارية لمجال وإدارة الاستثمار، تحكمه جملة من المبادئ وهي:⁽⁸⁾

❖ مبدأ الاختيار ❖ مبدأ الموضوعية ❖ مبدأ توزيع الأخطار

❖ مبدأ المقارنة ❖ مبدأ الموازنة

ثالثاً - مراحل الاستثمار في الأوراق المالية:

يمكن تقسيم مراحل الاستثمار في الأوراق المالية إلى المراحل الخمسة التالية:⁽⁹⁾

- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.

- تحديد مستوى الخطر الملائم.

- تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدى.

- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.

- تقييم ما تم تحقيقه.

رابعاً - مفهوم البورصة:

ولا يتأتى ذلك إلا بعرض أصل كلمة بورصة ثم إعطاء تعريف لها.

1- أصل كلمة البورصة:

يرجع بعض الكتاب مدلول كلمة "بورصة" إلى:

اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه "فان در بورص"، في حين يرجعه البعض الآخر إلى فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته بشعار عملة عليها ثلاث أكياس، كان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، كما يرجعها البعض إلى عام 1549، عندما أصدر الملك هنري الثامن الأمر الملكي الذي تم به إنشاء بورصة "تولوز"⁽¹⁰⁾.

2- تعريف البورصة :

تعرف بورصة الأوراق المالية على أنها: "سوق منظمة وفقا لقوانين ولوائح محددة وتحت إشراف جهة رقابية يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وقيدت بجداؤها بيعا وشراء بأسلوب المزايدة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل في هذه السوق"⁽¹¹⁾.

كما تعرف على أنها: "اجتماع بين المتعاملين، أو تطلق على مجموع العمليات التي تتم أثناء هذا الاجتماع"⁽¹²⁾.

الفرع الثاني: تاريخ الاستثمار في بعض بورصات الدول المغربية

إن أول بورصة أنشئت كانت في بلجيكا عام 1536 ثم أمستردام عام 1608 ثم لندن عام 1666 فباريس عام 1808، ومن أقدم البورصات نجد بورصة أنفر، فركنمورت، برشلونة، ليون، بورصة نيويورك، وليفربول، وليو أورليانز وفي العالم العربي، نجد بورصة الإسكندرية 1883، وبورصة القاهرة 1890⁽¹³⁾، أما عن دول المغرب العربي فيمكن الحديث عن البورصات التالية :

أولا - تاريخ بورصة الجزائر:

بالنسبة للجزائر ما يمكن ملاحظته هو التأخر الكبير في اللجوء إلى البورصة وتفعيل دورها، بما يستجيب للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، على عكس ما هو الحال عليه في الدول العربية وباقي الدول المغربية، حيث أن فكرة إنشاء بورصة الجزائر، قد مر بالمراحل التالية :

- المرحلة الأولى: من سنة 1988-1991

في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تم اعتمادها منذ سنة 1988، من خلال تبني قوانين جديدة، وضعت الأرضية القانونية للانتقال إلى مرحلة جديدة، خاصة منها القانون رقم 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسة العمومية⁽¹⁴⁾، والقانون رقم 88-03 المتعلق بإنشاء صناديق المساهمة الثمانية⁽¹⁵⁾، والقانون رقم 88-04 المعدل والمتمم

للأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، حيث أدت هذه القوانين إلى التمييز بين دور الدولة كمتعامل اقتصادي ودورها كسلطة عمومية⁽¹⁶⁾.

ولقد تميزت هذه المرحلة بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM، وذلك في 09 ديسمبر 1990، وهي شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بـ 32.000.000 دج، يسيرها مجلس إدارة يتكون من 08 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية، وهدفها الرئيسي هو وضع تنظيم يسمح بتشغيل سوق المفاوضات على القيم المنقولة.

وفي السداسي الثاني لسنة 1991 تم إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة⁽¹⁷⁾.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28 ماي 1991 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها⁽¹⁸⁾.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المؤرخ في 28 ماي 1991 المتعلق بلجنة البورصة⁽¹⁹⁾.

- المرحلة الثانية : 1992

في هذه المرحلة بقيت الشركة دون تشغيل، وتأخرت في الانطلاق نظرا لضآلة رأسمالها والعوائق التنظيمية التي تعترضها ورغبة في رفع هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992، اتخاذ قرار برفع رأسمالها ليصل إلى 932.000.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية خاصة فيما يتعلق بتسميتها، من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة القيم المنقولة، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المنقولة B.V.M، وتم في هذه المرحلة التحضير لأن تكون هذه البورصة جاهزة للعمل أواخر سنة 1992.

- المرحلة الثالثة : 1993-1995

لم يكن لبورصة الجزائر أن تنشط في ظل غياب قوانين خاصة، ودون تكييف القانون التجاري مع قواعد اقتصاد السوق لذلك تم تحديد نوعية الأوراق المالية التي سيتم تداولها، بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1992 المعدل والمتمم للقانون التجاري⁽²⁰⁾، ثم تلي بإصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة⁽²¹⁾، كما اختارت الدولة ثلاث شركات عمومية لإدراجها في البورصة وهي مؤسسة رياض سطيف، مجمع صيدال ومؤسسة سوناطراك، وحضرت الشروط المطلوبة لدخولها إلى البورصة، واستمرت عمليات التحضير لهذه

الشركات لمدة سنة تقريبا، وانتهت بإصدار الأوراق المالية لهذه الشركات وطرحها في السوق كمرحلة أولى، وتم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، وكانت أول جلسة في سبتمبر 1999، تم فيها تسعير سهم رياض سطيف وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدال أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر⁽²²⁾.

ثانيا - بورصة الدار البيضاء:

يعود تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". نظرا لأهمية سوق القيم المنقولة، وضروره وضع نظام لمراقبة عملية الصرف، دفع بالسلطات المغربية إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق.

وفي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين، في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا.

وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز، وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة، تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة وتحديدا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم سبع سنوات بعد ذلك، وبالضبط في سنة 1993، شهدت البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص وهي:

- ظهورمعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم،
- ظهورمعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم،

- ظهورمعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ولقد سعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة في المغرب تحديدا ملموسا من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة،

- الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة،

- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون متخصصون مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة، حسب مبدأ توزيع المخاطر،
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها، ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعير إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 13-211-1 المتعلق ببورصة القيم، وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، في أكتوبر 1998، شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا، وفي سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس مراقبة.

وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية، مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها، أما من حيث تنظيم السوق، فقد اتخذت عدة تدابير أهمها:

- انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997،
- تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل في نوفمبر 1998،
- اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في يناير 2001،
- تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمس إلى ثلاث أيام في ماي 2001،

- إطلاق المؤشرات الجديدة مازي ومادكس والمؤشرات القطاعية ومؤشرات المردودية ومؤشرات العملات في يناير 2002، وتم الأخذ ابتداء من ديسمبر 2004 بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسمة) في طريقة حساب هذه المؤشرات،
 - اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة في شهر مارس 2002،
 - البدء في تنفيذ القانون رقم 52-01 المعدل للظهير رقم 211-93-1 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 والمتعلق ببورصة القيم ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة وإحداث خمسة أسواق تداول: ثلاث أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرساميل وذلك في أبريل 2004.
 - تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعير في يناير 2005،
 - في ماي 2007 تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المتعبرة بمثابة قانون رقم 211-93-1 وكذا القانون رقم 122-93-1 والقانون رقم 03-26 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
 - اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في شهر مارس 2008،
 - وفي ديسمبر 2008 أنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة المتابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة،
 - أما في أبريل 2009 فقد تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يركز على مجلس إدارة وإدارة عامة⁽²³⁾.
- الفرع الثالث: مفهوم الاستثمار المالي
- إن مفهوم الاستثمار المالي، لا يمكن إدراكه إلا بالوقوف عند محطات تعريفه وأساسه التي يقوم عليها
- أولا - تعريف الاستثمار المالي:
- يعرف الاستثمار المالي على أنه: "حصيلة امتلاك المستثمر -طبيعي أو معنوي- أدوات ملكية - الأسهم بأنواعها- أو أدوات مديونية -سندات بأنواعها- لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة"⁽²⁴⁾.
- وتتميز الاستثمارات المالية بأسواقها الفعالة، فهي تمثل مجالا واسعا لعموم المستثمرين، لاسيما في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة، لتوافر أسواق مالية على درجة

عالية من الكفاءة والفعالية، وتميزها بالعمق والاتساع. هذا بجانب أن أسواقها تشكل حلقة واسعة من مقومات اقتصادياتها. وفي الوطن العربي والدول النامية عموماً، لازالت حلقات هكذا نوع من الاستثمار محدوداً وضيقة، ويرجع سبب ذلك إلى عدم توافر هياكل مؤسسية وتنظيمية ناضجة ومتطورة لأسواقها، بالإضافة إلى ضعف الكوادر البشرية العاملة في مجال الأوراق المالية ومحدودية خبرتها⁽²⁵⁾. ولقد ارتبط الاستثمار المالي، بإنشاء شركات المساهمة العامة وتطورها وتوسع نشاطها ونمو عددها.

إن الاستثمار في الأوراق المالية، ما هو إلا تخصيص جزء من الأموال، لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن، للحصول على تدفقات نقدية مستقبلاً، أي أن المستثمر يخصص جزءاً من المال، يتاجر به على أمل الحصول على عائد في المستقبل، وهذا الاستثمار، إما أن يكون استثماراً فردياً، أي شراء ورقة أصل مالي واحد فقط، أو استثماراً متعدد، ويطلق عليه المحفظة الاستثمارية، وتعني أن يقوم المستثمر بتكوين مجموعة من الأصول المالية، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمتلكه هذه الأصول من أموال⁽²⁶⁾.

ثانياً - أسس الاستثمار في الأوراق المالية :

نظراً لطبيعة الأوراق المالية، وما توفره من مزايا للمستثمر، يجب أن يكون على دراية بشؤون البورصة ومتابعتها، إلى جانب اعتماد الأسس الآتية لتحقيق التخصيص الكفؤ لموارده المالية⁽²⁷⁾:

1- العائد: يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي، أو السيولة النقدية الفائضة، وينطوي العائد على شقين، الأول سنوي وقد يكون ثابتاً مثل فوائد أدوات المديونية أو متغيراً مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية، أما الثاني رأسمالي قد يكون ربحاً أو خسارة.

2- المخاطرة: وهي احتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للاستثمار، أو هي اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع من قبل المستثمر، ويحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من آثارها.

3- التوقيت: هو الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية، طبقاً لأهداف المستثمر، فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة - التركيز على العائد السنوي- أو لفترة قصيرة - التركيز على الأرباح الرأسمالية-.

ثالثاً - أنواع المستثمرين في الأوراق المالية :

ينقسم المستثمرون في الأوراق المالية إلى إحدى الفئتين التالي ذكرهما: (28)

الفئة الأولى: وهم المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق الربح، عن طريق شراء هذه الأوراق المالية وانتظار ارتفاع أسعارها ثم بيعها، وهذا النوع من المستثمرين يعتبر آفة على السوق وهم مضاربون، إذ يعتمدون على التأثير على الطلب والعرض وإطلاق الشائعات بغية تحقيق أهدافهم من الكسب.

الفئة الثانية: وهم المستثمرون الحقيقيون الذين يهدفون إلى توظيف مدخراتهم والحصول على عائد لهذه المدخرات من الربح الموزع من قبل الشركات التي يحملون أسهمها وسنداتها، هذا النوع من المستثمرين يؤدي لاجتماعه خدمة جليلة.

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي

إن الاستثمار المالي لا يتأتى إلا بأدوات تثبت التعامل فيه من أسهم وسندات، وعلى اعتبار أن الاستثمار المالي هو آلية لثمين المال، فإن له مزايا وعيوب ومخاطر تتعرض لها الأوراق المالية محل الاستثمار.

الفرع الأول: الأسهم

أولاً - تعريف الأسهم:

نستطيع أن نقدم تعريفاً اصطلاحياً للسهم ونقول إن السهم: "هو مقدار ما أسهم به في رأس مال الشركة، المعبر عنه بصك لإثبات ملكية المساهم، له قابلية التداول، ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي مالكه حقوقاً خاصة".

إذن فالسهم هو عبارة عن عملة بوجهين:

الوجه الأول: هو عبارة عن الحصة المقدمة من طرف المساهم إلى الشركة المساهمة وهي تمثل جزء من رأس مال الشركة.

الوجه الثاني: هو عبارة عن صك يعطى للمساهم إثباتاً لحصته.

ثانياً - الخلفية التاريخية للسهم:

ويرجع تاريخها (الأسهم) إلى بداية القرن السابع عشر (ق 17) حيث قام الهولنديون بابتكارها (أداة السهم) على أساس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن طريقة القروض، حيث كان يعطى ممولو أي شركة إيصالاً يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصة من الشركة وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكيين. (29)

- 1- الأسهم صكوك متساوية القيمة وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه.
- 2- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة وان كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي لهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة.
- 3- قابلية السهم للتداول بالطرائق التجارية، متى كانت هذه الأسهم اسمية وبالتنازل متى كانت لحاملها وبالتظهير متى كانت لأمر.
- 4- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة ما زالت تزاوّل نشاطها.
- 5- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعاً للظروف المحيطة بالشركة.

(31)

رابعاً - أنواع الأسهم:

أنواعها بالنظر إلى حقوق حملتها: تنقسم بحسب هذه النظرة إلى ثلاثة أنواع من

الأسهم هي:

❖ الأسهم العادية:

وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية منها:

- حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها.
 - الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات.
 - الحصول على أرباح وفقاً لقرارات الإدارة.
 - فحص السجلات والرقابة على موجودات الشركة.
 - الحصول على ما تبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها.
 - المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة.
 - تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي.
 - حق البيع أو التنازل عن الأسهم.
- وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية.

❖ الأسهم المؤجلة :

وهي التي تعطى عادةً للمؤسسين ولن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال الأسهم الممتازة؛ وهي الأسهم التي تعطي لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطي لهم حقوقاً إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطيها لهم مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية

مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد السندات.

لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.

لا يعطى لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها.

وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها.

❖ أسهم ممتازة مجمعة للأرباح :

وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوف أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.

❖ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح :

يعطى لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحاً، تحدد عادةً بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، أي إذا حصلت الشركة على ربح يقدر بـ 10% من رأس مالها وهي نسبة لا تنوي توزيعها فتقدم بذلك نسبة من هذا الربح إلى أصحاب هذا النوع من الأسهم الممتازة دون غيرهم من أصحاب الأسهم الأخرى، أما إذا حصلت على نسبة من الأرباح أكثر من 10% فإنها توزع الأرباح بالشكل العادي على أصحاب الأسهم.

❖ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية :

تأخذ هنا الأسهم الممتازة نسبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون.

❖ أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية :

وهي الأسهم التي يحق لها التحويل إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.

❖ أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد :

وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.

الفرع الثاني: السندات

أولاً - تعريف السند :

" أن السند هو قرض ممثل في أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول تمثل ديناً على مصدرها وحقاً مالمكها في الحصول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة) وله في نهاية المدّة الحصول على قيمة القرض."

ثانياً - تاريخ نشأة السند :

إن تاريخ السندات قديم، ولكن مرحلة أو تاريخ ظهورها الواسع كان في القرن السادس عشر حين أخذت الحكومة تقترض من الجماهير ولجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات وكانت الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض عندما أصدر (وليام الثالث) في عام 1693م قراراً حول سندات القرض ومنح فيها مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه، وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار حوالة الحق في صك الاستثمار.⁽³²⁾

❖ ثالثاً - خصائص السند :

تتميز السندات بخصائص عامة وخصائص منفردة يمكن ذكرها كما يلي :

أ - خصائص عامة :

1- السند أداة دين: يترتب على مصدر السند دفع مستحقات (المستحقات الدورية + رأس المال في نهاية المدّة) هذا السند لصاحبه، وللسند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.⁽³³⁾

2- السند أداة استثمارية ثابتة الأصل: حيث إن لحامل السند الحق في الحصول على فائدته محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة، وفي حالة توقف الشركة عن سداد هذه الفوائد له الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية.⁽³⁴⁾

3- قابلية التداول: يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول بالطرائق التجارية كالتظهير والمناولة، في حالة عدم وجود السوق المالية وفي حال وجودها يجب قيد السند في السوق الأولية مثله مثل الأسهم حتى يستفيد من الامتيازات في التسجيل في البورصة.

4- الاستحقاق: تُستحق السندات بحلول أجل محدود مسبقاً، ويذكر ذلك في شهادة السند وهذا على خلاف الأسهم.⁽³⁵⁾

ب- الخصائص المنفردة:

1- قابلية الاستدعاء: وبموجب هذه الخاصية يمكن للجهة المصدرة للسند استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، وذلك إما بتضمن الاتفاقية بندا ينص على ذلك (مثل على أنه لا يسترد هذا السند إلا بعد مدد معينة) وإما بتحديدده مستقبلاً، مع تنبيهه إلى ذلك قبل فترة معينة مثل شهر واحد، وفي كل الحالات سيفقد حامله (السند) أي عوائد مستقبلية كان سيحصلها من ارتفاع قيمة السند، أو أي تغير إيجابي قد يحدث.⁽³⁶⁾

2- قابلية التحويل إلى أسهم عادية: وهذه الخاصية تسمح لحامل السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه، وهذا يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضاً، حيث إن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى إن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية⁽³⁷⁾، ويترقب على تحويل تلك الأوراق زيادته في عدد الأسهم العادية، مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها.⁽³⁸⁾

3- خاصية الإطفاء: إذ تلجأ بعض الشركات إلى تخصيص صناديق خاصة تسمى صناديق الإطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات، وذلك من أجل تحفيز المشترين باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعينة سنوياً وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيمة الكلية⁽³⁹⁾، وتحمل مع هذه الخاصية نقصاً في الفوائد التي كانت تقدم لأصحاب هذه السندات لنقص قيمة الاسمية للسند وتحمل معها أيضاً ضماناً للمشتريين باسترداد أجزاء وازدياد ثقتهم في الإدارة.

الفرع الثالث: تقييم الاستثمار المالي

إن تقييم عمليات الاستثمار المالي، يفترض المرور بمزاياه وعيوبه مع التعرّيج للمخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية.

أولاً - مزايا وعيوب الاستثمار المالي:

1- مزايا الاستثمار المالي:

توفر أدوات الاستثمار المالي مزايا متعددة أهمها: (40)

- لها أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم، قياساً على أدوات أخرى للاستثمار.

- تكاليف المتاجرة بها منخفضة، فأغلب الصفقات تتم بواسطة الهاتف أو بأي وسيلة فعالة.

- تتمتع بخاصية التجانس.

- لا تحتاج إلى خبرات ذاتية من المستثمر، لوجود المتخصصين من الوسطاء.

2- عيوب الاستثمار المالي:

- انخفاض درجة الأمان في بعض من أدوات الاستثمار المالي.

- تعرضها لمخاطر انخفاض القوّة الشرائية خاصة ذات الدخل الثابت منها.

ثانياً - المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية:

هناك العديد من المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية وهي: (41)

❖ مخاطر سعر الفائدة ❖ مخاطر الأعمال

❖ مخاطر السوق ❖ المخاطر المالية

❖ مخاطر التضخم ❖ مخاطر السيولة

❖ المخاطر السياسية ❖ مخاطر سعر الصرف

المبحث الثاني: التحديات التي يواجهها الاستثمار في بورصة القيم المنقولة

تمثل البورصة أو ما يعرف بسوق الأوراق المالية، أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك أموال بين فئتين متضاريتين في الموضوع، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها، مع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر (42).

غير أن الاستثمار في بورصة الجزائر تواجه تحديات كثيرة بالنظر إلى بورصة الدار البيضاء، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى المتدخلين الفاعلين في بورصة القيم المنقولة وصولاً إلى تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: المتدخلون الفاعلون في بورصة القيم المنقولة
إن الاستثمار في بورصة القيم المنقولة، لا يتأتى إلا بتفاعل متدخلين فيها من مستثمرين ووسطاء وشركات مدرجة فيها.

الفرع الأول: المستثمرون المتعاملون في بورصة القيم المنقولة
إن المستثمرين المتعاملين في بورصة القيم المنقولة يتمايزون إلى الفئات التالية:
أولاً - المستثمرون الأفراد:

يمثل ادخار الأفراد أو الجمهور مصدراً لا يستهان به للتمويل، حيث يعتبرون من أهم الأعران المتعاملين في الأوراق المالية، نظراً لحيازتهم نسبة عالية من السيولة، كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية⁽⁴³⁾.

ثانياً - بنوك الاستثمار:

بنك الاستثمار هو عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على أموال، فعندما ترغب شركة مساهمة في الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويلة الأجل (سندات) أو أدوات ملكية (أسهم) فإنها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل إصدار وبيع أوراقها المالية.

وتتجلى الوظائف الأساسية لبنوك الاستثمار في ثلاث وظائف أساسية هي الوظيفة التتموية، الوظيفة التمويلية، الوظيفة الرقابية⁽⁴⁴⁾.

وبنك الاستثمار ليس بنكا وسيطا عاديا يقبل الودائع ويمنح القروض وإنما هو بنك يقوم بتمويل شراء الإصدار من الشركات بالكامل وإعادة بيعه للجمهور وتسمى هذه العملية بالتعهد بضمان الإصدار، ويقدم بنك الاستثمار من خلال هذه العملية عدداً من الخدمات لصالح شركات المساهمة كتقديم النصيحة والإرشاد ومساعدتها على تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية مع ضمان إصدارها، ومن أمثلة هذه البنوك في الجزائر، نجد القرض الشعبي الجزائري.

ثالثا - صناديق الاستثمار:

تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية وليس في السوق الأولية كما هو الحال في بنوك الاستثمار، وبالتالي فإن وجودها ينشط البورصة، حيث يوفر بديلا آخر للمدخرين بدلا من اللجوء مباشرة إلى السوق.

وصناديق الاستثمار هي عبارة عن صناديق تنشؤها البنوك أو شركات التأمين أو شركات المساهمة، وتديرها شركة مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة، وهي تهدف إلى تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية، بما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لرحلة الوثائق.

كما تعرف على أنها: "مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وللاقتصاد القومي ككل"⁽⁴⁵⁾.

وبالتالي فهي تمثل تنظيما جماعيا للاستثمار في القيم المنقولة، تنظيما ماليا غرضه الوحيد هو تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة لحساب الشركاء أو مقدمي الأموال بتطبيق مبادئ تقسيم المخاطرة وتحديدها، والابتعاد إلى أقصى حد عن جميع العمليات المطبوعة بطابع المضاربة أو بطابع الفرر⁽⁴⁶⁾.

وتحقق صناديق الاستثمار عدداً من مزايا بالنسبة للمستثمرين ولاسيما صغار المدخرين، كما أنها تعمل على توفير السيولة للمستثمرين في أي وقت يحبده.

رابعا - المستثمرون التأسيسيون:

وهم الهيئات المالية التي تقوم بجمع الموارد الادخارية، وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام منها في شكل أوراق مالية.

ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أكبر عارضي السيولة ومن أكبر المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يلعبون دورا أساسيا في تنشيط هذه السوق.

ومن أهم المستثمرين التأسيسيين نذكر:

1. الصناديق ذات الطابع الاجتماعي ومن أهمها:

- صناديق الضمان الاجتماعي.

- صناديق التقاعد.

- صناديق البطالة.

2. شركات التأمين.

أ- صناديق الإيداع والضمانات.

ب- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكون من:

- شركات الاستثمار ذات رأس المال ثابت.

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.

- الصناديق الجماعية للتوظيف.

- نوادي الاستثمار.

خامسا - متعاملون آخرون:

وهم ثلاثة أصناف:

1. المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة.

2. البنوك التجارية.

3. الجمعيات ذات الطابع غير الربحي.

الفرع الثاني: الوسطاء في عمليات البورصة

إن عمليات البورصة والتي تعج بأوامر المستثمرين من بيع وشراء الأوراق المالية لا تلقى فعاليتها، إلا بتدخل الوسطاء الذين يعد وجودهم في البورصة ضروري بل إلزامي، حيث لا يمكن للمستثمر المرور إلى البورصة إلا عبر وسيط معتمد يختاره.

أولا - مفهوم الوسيط في عمليات البورصة:

إن إدراك مفهوم الوسيط في عمليات البورصة، يتطلب المرور بمفهومه، مع آليات اعتماده وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر.

1- تعريف الوسيط في عمليات البورصة:

"هو الشخص الذي يكون عضوا في البورصة، ويتعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء ويبرمها للغير، ويجوز له أن يقوم بشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص في ظل الضوابط التي تحددها القوانين واللوائح المنظمة لعمل السماسرة"⁽⁴⁷⁾.

كما يعرف على أنه: "الشخص المعنوي المرخص الذي يتولى عملية الوساطة في نقل ملكية الأوراق المالية باسم ولحساب العميل من خلال البورصة وفي المواعيد الرسمية مقبل عمولة محددة، والمتخذ بشكل شركة مساهمة أو التوصية بالأسهم ويكون ضامنا لسلامة العملية"⁽⁴⁸⁾.

ويعرف أيضا على أنه: "كل من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية نيابة عن العملاء، ويجب أن تتوفر فيه شروطا معينة ويطلق عليه السمسار ويعرف أيضا بالدلال"⁽⁴⁹⁾.

2- أهمية عمل الوسيط في عمليات البورصة :

- المساهمة في عمليات البورصة وإنجاح عملية دخول المستثمر إلى البورصة.
- التقريب في وجهات النظر بين الأطراف.
- يوفر على المتعاملين عناء البحث عن الأسعار المناسبة للسلع.

ثانيا - الوسطاء في بورصة الجزائر:

1- اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر:

إن اعتماد الوسطاء في النظام الجزائري، هو بمثابة تأشيرة الدخول إلى عالم الوساطة في عمليات البورصة.

فهو تلك الموافقة الممنوحة لشخص معين، أو الترخيص له بالقيام بالأعمال المحددة في بورصة القيم المنقولة.

ولقد تكلمت المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم عن إلزاميته، حتى يتسنى لشخص ممارسة عمل الوساطة في البورصة.

أما عن الهيئة المناحة له فهي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، من خلال الاحتكام لشروط واجراءات معينة فرضها القانون.

2- صاحب الحق في ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة في الجزائر:

طبقا لنص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم، فإن ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة يتاح إلى إحدى الفئات التالية :

- شركات تجارية أنشئت لهذا الغرض.

- البنوك.

- المؤسسات المالية.

وبذلك يكون المشرع الجزائري قد أتاح هذا الحق للأشخاص المعنوية فقط دونما الطبيعية.

وفي هذا السياق نشير إلى أن القرض الشعبي الجزائري، يعتبر بنكا وسيطا في عمليات البورصة، والذي تولى مرافقة شركة المساهمة "أليانس للتأمينات" عند مباشرتها إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر أواخر سنة 2010، حيث تولى البنك الإشراف

على عملية الاكتتاب وتسييرها، بالتعاون مع مجموعة من البنوك العمومية والخاصة وهي بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط وبنك "BNP Paribas" وبنك "Société générale" الفرنسيين، حيث انتظمت هذه البنوك في شكل نقابة بقيادة القرض الشعبي الجزائري، ولقد تولى هذا البنك ضمان سيولة الأسهم المصدرة لمدة 12 شهرا، وذلك من خلال التكفل بأي أمر للبيع، إن لم يجد مقابلا له خلال هذه الفترة، مع إمكانية تمديد هذه الفترة إلى ثلاث سنوات⁽⁵⁰⁾.

3- أنواع الوسطاء في عمليات البورصة في الجزائر:

طبقا للمادة 02 من النظام رقم 96-03 المؤرخ في 3-12-1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم⁽⁵¹⁾.

فإن الوسطاء في بورصة الجزائر نوعان وهما:

- الوسطاء ذوي النشاط الكامل، غير المحدود والتام.
- الوسطاء ذوي النشاط المحدود.

4- حقوق والتزامات الوسيط في عمليات البورصة:

أ- حقوق الوسيط في عمليات البورصة:

- الحق في احتكار عمل الوساطة.
- الحق في الحصول على المعلومة.
- الحق في الحصول على الغطاء.
- الحق في التنفيذ على سوق المال.

ب- التزامات الوسيط في عمليات البورصة:

- التزامات اتجاه العملاء من خلال:
- إبرام عقود التفويض.
- الالتزام بالسرية المهنية.
- التزامات اتجاه شركة إدارة وتسيير القيم المنقولة.
- التزامات اتجاه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

5- مهام الوسيط في عمليات البورصة:

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة،

بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدر.
- التداول في السوق لحساب زبائنها.
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
- 6- قائمة الوسطاء في بورصة الجزائر:

يتضمن سوق المال في الجزائر 8 وسطاء في عمليات البورصة، يمثلون البنوك العمومية التالية:

بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، بنك التنمية المحلية BDL، بنك الجزائر الخارجي BEA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري CPA، والبنك الخاص بي أن باريبا الجزائر.

الفرع الثالث: الشركات المدرجة في البورصة

تعتبر الشركات المدرجة في البورصة، إحدى المتدخلين الفاعلين فيها، لذا يتعين التطرق إلى مفهوم الإدراج في البورصة وكذا شروطه ومراحله مع تقييم تجربة الإدراج بين المغرب والجزائر

أولا - مفهوم الإدراج في البورصة:

1- تعريف الإدراج في البورصة:

الإدراج في البورصة هو وضع جزء من الأسهم المسجل لشركة ما للتداول في سوق الأسهم، وتسمى هذه الشركة بالشركة المصدر.

ويتم إدراج الجهة المصدر في البورصة إما من خلال إجراء عملية رفع الأسهم والتي تتم بواسطة إصدار أسهم جديدة، وإما من خلال بيع جزء من الأسهم المسجل ويتم بواسطة إصدار أسهم قائمة.

2- أصحاب الحق في المشاركة في عملية الإدراج في البورصة:

بإمكان كل شخص طبيعي أو معنوي راغب في الاستثمار، أن يكتتب في عملية الإدراج في البورصة، ويصبح بالتالي مساهما في الشركة.

3- مزايا وفوائد الاكتتاب في البورصة:

- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة.
- تنوع مصادر التمويل.
- تعزيز الشهرة.
- تهمين الموارد البشرية.

- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية.
- الحصول على الربحيات وهي جزء من الأرباح التي تحققها الشركة، وذلك حسب عدد الأسهم التي بحوزته.
- الاستفادة من العوائد الناتجة عن ارتفاع أسعار الأسهم.
- الاحتفاظ بسيولة استثماره.

ثانيا - شروط ومراحل الإدراج في عملية البورصة:

إن الشركات المرشحة لدخول البورصة، تخضع لشروط قاسية قبل إدراجها على قائمة البورصة، بغرض التداول، وهذا في حد ذاته يعد صمام أمان يهدف إلى حماية المستثمر⁽⁵²⁾، وتتفاوت صرامة هذه الشروط من دولة إلى أخرى.

1- شروط ومراحل الإدراج في بورصة الجزائر:

تتضمن عملية الإدراج في بورصة الجزائر المراحل التالية:

أ- مرحلة ما قبل الإدراج:

تعتبر هذه المرحلة الخطوة الأولى التي يجب أن يتبناها المصدر، مهما كان شكله، والمرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة وذلك مرورا بالخطوات التالية:

القرار بإجراء العملية من قبل الجمعية العامة الاستثنائية للشركة، ثم الإعداد القانوني للشركة والأسهم، فتقييم الشركة، ثم اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق، إعداد مشروع المذكره الإعلامية، واتباعه بملف طلب القبول المحدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 98-01 المؤرخة في 30 أفريل 1998 المتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، بعد ذلك يتعين الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فالانضمام إلى المؤتمن المركزي فحملة التسويق، ثم بيع السندات والذي يتم عموما من خلال الشبكة المصرفية، وفي حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور بعد ذلك يتولى المؤتمن المركزي على السندات، بتسوية العملية في غضون 3 أيام من العمل، ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

ب- مرحلة الإدراج:

وهي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد حصول الشركة على إذن من COSOB بدخولها الفعلي للبورصة، وتتولى شركة تسيير بورصة القيم إعلانا

في النشر الرسمية للتسعير ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تشير شركة تسيير بورصة القيم إلى نتائج حصة التسعير الأولى للجمهور في النشر الرسمية للتسعير.

ج- مرحلة ما بعد الإدراج:

وهي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعير الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق، من خلال إبرام عقد السيولة ونشر المعلومات.

- التكلفة والجباية:

تنطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف، يتغير مبلغها تبعاً لحجم العملية وأسلوب الإدراج في البورصة، والسوق المختارة وكذا حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

- قائمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

وهي خمس شركات: أليانس للتأمينات، أن سي أروبية، م.ت.ف. الأوراسي، صيدال، ش.ذ.أ.د حلي.

2- شروط الإدراج في بورصة الدار البيضاء:

يتم الاكتتاب في عملية الإدراج في بورصة الدار البيضاء بالمراحل التالية: كمحلة أولى يتم فتح حساب للأوراق المالية لدى وسيط مالي قد يكون بنكاً أو شركة بورصة.

وكمحلة ثانية تأتي عملية الاكتتاب والتي تتجلى في إعطاء أمر بالشراء، لأحد أعضاء نقابة الاستثمار، وهي الهيئة الجامعة لشركات البورصة والبنوك المكلفة ببيع الأوراق المالية موضوع العملية.

بعد هذه المرحلة يتم الجمع المركزي لعمليات الاكتتاب لدى بورصة الدار البيضاء، التي تقوم وفق الجدول الزمني للعملية بتخصيص الأوراق المالية وإتمام الصفقات. ويتم تسليم الأوراق المالية والدفع نقداً في غضون الأيام الثلاثة الأولى التي تلي أول عملية تسعير للأوراق المالية.

3- تقييم تجربة الإدراج بين المغرب والجزائر:

والملاحظ على بورصة الدار البيضاء بخلاف بورصة الجزائر، سهولة وبساطة إجراءات الإدراج في البورصة، وقصر مدد الاكتتاب حيث يتم الاكتتاب في عملية الإدراج

في بورصة الدار البيضاء طيلة فترة الاكتتاب، والتي تمتد من يوم افتتاح عمليات الاكتتاب إلى يوم إغلاقها، وتستغرق فترة الاكتتاب عادةً من 3 إلى 10 أيام تداول في البورصة، وقد يتم إغلاقها بصفة مبكرة بطلب من الجهة المصدرة.

وفي هذا الصدد نشير إلى أن المغرب وبخلاف الجزائر، قد سعى إلى تنظيم حملة لزيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، وقد نجحت خطتها في جذب اهتمام عدد كبير من الشركات من مختلف مناطق المغرب.

ويشير الرئيس التنفيذي لبورصة الدار البيضاء "كريم حجي" إن حملة "قافلة البورصة" التي تسعى إلى جذب اهتمام عدد من الشركات، من مناطق مختلفة في المغرب، لاقت اهتماماً من قبل 500 إلى 600 شركة، وتهدف البورصة إلى مضاعفة عدد الشركات المدرجة إلى 150 بحلول عام 2015 من 75 شركة حالياً.

وتنظم بورصة الدار البيضاء منذ 22 أبريل المنصرم "قافلة البورصة" بمشاركة عدد من الشركات والخبراء الماليين والمهنيين عبر ثماني مناطق مختلفة في المغرب، بهدف الوصول إلى أكبر عدد من المقاولات المدرجة والمؤهلة للإدراج وهو ما يسمح لبورصة الدار البيضاء بتكريس دورها كمحفز للفرص، يوفر للمقاولات المغربية وسائل النمو والتطور التي تلزمها.

وتهدف سوق الأوراق المالية إلى زيادته عدد المستثمرين إلى 500 ألف بحلول 2015، وقال حجي إنه "من 120 ألف مستثمر في أواخر العام الماضي وصلنا إلى 170 ألفاً حالياً".

ولقد شهدت بورصة الدار البيضاء تراجعاً في عام 2008 بسبب آثار الأزمة العالمية، وأوضح حجي أن البورصة صمدت في وجه الأزمة العالمية، حيث أغلب البورصات الإفريقية، وفي الشرق الأوسط عرفت انخفاضات حادة ما بين 30 و60٪، بينما بورصة الدار البيضاء لم تعرف سوى انخفاض 13.5٪، مضيفاً أنه في عام 2009 انخفضت 9٪، ما يرفع المؤشر القياسي إلى 19.5٪.

بالنسبة للعام الحالي، أشار إلى: "أنه منذ بداية العام ومؤشر البورصة في ارتفاع إيجابي" وعن إدراج البورصة للشركة التونسية "النقل" في العاشر من الشهر الحالي، قال حجي: "أنها عملية غير مسبوقه إذ يسمح لأول مرة لشركة أجنبية بولوج بورصة الدار البيضاء كدليل على افتتاح سوق الأوراق المالية المغربية ورغبتها في أن تصبح رائدة في القارة الإفريقية"، وأعلن حجي في وقت سابق عن مسعى البورصة إلى أن تصبح ثاني أكبر

سوق للأوراق المالية في القارة بعد جنوب إفريقيا، وأضاف أن هناك ملفين قيد الدراسة لشركتين تنويان الدخول إلى البورصة ولا أستطيع الإفصاح عنهما⁽⁵³⁾.

وتعتبر بورصة الدار البيضاء ضمن أهم ثلاث بورصات في القارة الإفريقية، بل وترتّب الأولى إفريقيا والثالثة عربيا، إذ تحتوي على 75 شركة مدرجة، ويبلغ رأسمالها 58 مليار دولار⁽⁵⁴⁾.

المطلب الثاني: تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر

إن تقييم الاستثمار في بورصة الجزائر، يستلزم عرض العراقيل التي تؤدي إلى ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر وكذا الحوافز والامتيازات التي تشجع التوظيف في بورصة الجزائر.

الفرع الأول: العراقيل التي تؤدي إلى ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر تعرف بورصة الجزائر مشاكل كثيرة مما أدى إلى وجود عراقيل تحد من نشاط البورصة وحالت دون انطلاقتها الفعلية أهمها:

أولا - العراقيل الاقتصادية:

وتتمثل في:

- أن أغلب الشركات ملك للدولة حيث، لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية ويعود ذلك إلى سوء التسيير.
- معدلات النمو هي معدلات مالية ماعدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات.
- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية كالبناء الأشغال العمومية، الزراعة.
- إن الضرائب تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصرحة بنشاطها، ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة.
- انتشار التضخم وعدم ارتفاع عدد الأسهم.
- ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة.
- عدم تدفق رأس المال الأجنبي.
- تدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف التي تعيشها البلاد.
- ضعف المنافسة في السوق المالية.
- ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج النوعية والمنافسة.

ثانيا - العراقيل السياسية :

يضم الميدان السياسي عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، كعدم استقرار الأوضاع السياسية في البلاد حالت دون زيادة عدد المستثمرين في البورصة.

ثالثا - العراقيل الإدارية :

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

رابعا - العراقيل الإعلامية :

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

الفرع الثاني: الحوافز والامتيازات لتشجيع التوظيف في بورصة الجزائر

أولا - آفاق مستقبلية لبورصة الجزائر:

- تشجيع التوظيفات بصفة عامة والتوظيفات في سوق رؤوس الأموال بصفة خاصة. حيث قدمت السلطات المالية جملة من الامتيازات للمستثمرين كإعفاء من الضرائب.

- وضع أطر قانونية للاستثمار بوجه عام وتكريسه في البورصة بوجه خاص.

ثانيا - الشروط الأساسية لتفعيل بورصة الجزائر:

تتسم بورصة الجزائر في الوقت الراهن بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، وعدم تحقيقها لمتطلبات التنمية المستدامة، ويهدف تفعيل بورصة الجزائر يتعين:

- ضرورة تسوية الاقتصاد.

- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد.

- الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية.
- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة.
- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة.
- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية.
- تكييف بورصة القيم المنقولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والقانوني.
- وجود جهاز مصري متكامل.
- ثالثا - من أجل استثمار ناجح في البورصة :
 - تحديد هدف واضح للاستثمار.
 - الحرص على أن يكون مصدر المال المستثمر في الأسهم من مال المستثمر المدخر، لأن الهدف الرئيسي لكل مستثمر في البورصة هو تحقيق أرباح على المدى الطويل.
 - أن يكون الاستثمار طويل الأجل
 - من أجل تكوين محفظة للأوراق المالية، يجب أن يكون الاستثمار بشكل تدريجي، كما يفضل توظيف المستثمر لرأسماله من خلال دفعات منتظمة، وعلى عدة مرات، للاستفادة بطريقة أفضل من تقلبات السوق، حيث يمكن بنفس المبلغ شراء كمية أكبر من الأسهم عندما تكون الأسعار في أدنى مستوياتها.
 - يتعين على المستثمر في البورصة، تنويع الأوراق المالية المكونة لمحفظته، فمن المستحسن أن لا يصب استثمار جميع المدخرات في نفس القطاع أو في نفس القيمة المنقولة، فكلما ازدادت القيم التي تحتويها محفظة المستثمر، كلما زادت الفرص المتاحة في مختلف القطاعات.
 - إن الاستثمار في البورصة هو إذن مجازفة، وفي مجال الاستثمار كلما كانت المجازفة عالية كلما كان الأداء المحتمل لمحفظة المستثمر مرتفع.
 - الاستثمار في البورصة هو رهان على المستقبل، لذلك يتعين على المستثمر الاستعلام بدقة.
 - الاستعانة بخبرة المختصين.

خاتمة:

تعتبر بورصات الأوراق المالية، المرآة العاكسة للوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، إذ تعد البورصة من أهم الأجهزة أو مكونات الأسواق المالية، وذلك من خلال ما تقوم به، فيما يخص تأمين السيولة، وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، فتعد المشروعات بالموارد المالية للاستثمار في النشاط الإنتاجي (التوسع) أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة (الإنشاء). وعن طريق البورصات تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة وتمويل أهداف التنمية. وعلى غرار باقي الدول، عرفت الجزائر بورصة للقيم المنقولة كما سعى المشرع الجزائري، إلى وضع الأطر القانونية اللازمة لضبط عمل وسير البورصة، إلا أنها تميزت بالخمول وقلة المردودية، وقلة الاستثمار فيها، بخلاف بورصة الدار البيضاء، التي أعطت المغرب سوقاً نشطاً، يعج بالمستثمرين، إذ تعد بورصة الدار البيضاء السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغاريباً والثالثة عربياً من حيث القيمة السوقية التي بلغت أكثر من 90 مليار دولار.

الهوامش:

- 1- محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النضائس، الأردن، 2013، ص: 19.
- 2- المرجع نفسه، ص: 09.
- 3- محمد بن أبي بكر عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، دار الرسالة، الكويت، ص: 17.
- 4- ابن منظور، لسان العرب، دار نادر، مادة ثمر، بيروت، ص: 107.
- 5- مرتضى حسين إبراهيم السعدي، النظام القانوني لشركات الاستثمار المالي، دراسة تحليلية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011، ص: 28.
- 6- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص: 16.
- 7- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة، أسهم السندات، أوراق مالية، دار الحامد، الأردن، 2006، ص: 15.
- 8- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع السابق، ص: 17، 18.
- 9- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 17.
- 10- رابع حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر، 2015، ص: 16.

- 11- خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، دار الجامعة الجديد، مصر، 2015، ص: 15.
- 12- عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والإجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2014، ص: 18.
- 13- راجح حريزي، المرجع السابق، ص: 17.
- 14- جريدة رسمية عدد 02 لسنة 1988.
- 15- جريدة رسمية عدد 02 لسنة 1988.
- 16- راجح حريزي، المرجع السابق، ص: 68.
- 17- جريدة رسمية عدد 26 لسنة 1991.
- 18- جريدة رسمية عدد 26 لسنة 1991.
- 19- جريدة رسمية عدد 26 لسنة 1991.
- 20- جريدة رسمية عدد 43 لسنة 1993.
- 21- جريدة رسمية عدد 34 لسنة 1993.
- 22- أمينة مخاشنة، تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها، يوم دراسي حول مقومات الاستثمار في البورصة يوم 29 أبريل 2015.

23- www.casablanca-bourse.com.

السبت 16.1.30 منتصف الليل.

- 24- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع السابق، ص: 20.
- 25- المرجع نفسه، ص: 20.
- 26- حريزي راجح، المرجع السابق، ص: 135، 136.
- 27- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، المرجع السابق، ص: 23، 24.
- 28- حريزي راجح، المرجع السابق، ص: 136، 137.
- 29- بيكيت مايكل، كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة العربية الأولى، 2006، ص 09.
- 30- عصام أبو النصر، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات -أفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومين 15-17 مايو 2006 ص: 04.
- 31- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص: 31.
- 32- المرجع نفسه، ص: 39.

- 33 - مطر محمد، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص: 221.
- 34 - جودو صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000، ص: 181.
- 35 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص: 87.
- 36 - عبد الجواد محمد عوض، الشديقات علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية - دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن الطبعة الثانية، 2006، ص: 108.
- 37 - معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص: 111.
- 38 - الموسوي ضياء مجيد، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات -، منشورات image، الطبعة الأولى، 1998، ص: 48.
- 39 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص: 89.
- 40 - المرجع نفسه، ص: 22، 23.
- 41 - حريزي رايح، المرجع السابق، ص: 139، 140.
- 42 - محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص: 105.
- 43 - المرجع نفسه، ص: 154.
- 44 - سيد الهواري، إدارة البنوك، مكتبة عين الشمس، مصر، 1983، ص: 252، 253.
- 45 - أشرف محمد دواية، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، الطبعة الثانية، مصر، 2006، ص: 49.
- 46 - المرجع نفسه، ص: 49.
- 47 - عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ظل الأزمات والجرائم، ص: 16.
- 48 - الحمراي، صالح راشد، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، ص: 66.
- 49 - بن سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص: 419.
- 50 - حريزي رايح، المرجع السابق، ص: 156، 157.
- 51 - جريدة رسمية عدد 36 لسنة 1996.
- 52 - المرجع نفسه، ص: 186.

53 - www.gulfbase.com.

54 - www.alaraly.co.uk/economy/2015/4/6.

