جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

واقع مؤشر بورصة الجزائر في ظل جائحة كورونا

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالبتين:

-يوسفي سمية

-راشد فريال

تحت إشراف الأستاذة:

- عراب هريش خديجة

السنة الجامعية: 2020- 2021

كلمة شكر وتقدير

الحمد لله الجليل ثناؤه الجميل بلاؤه الجزيل عطاؤه، احمده على ما أسبغ من النعمة، والظاهر من المنّة، وأسبل من الستر، ويسّر من العسر، وقرّب من النجاح وقدّر من الصلاح حمداً يقضي الحق المفروض ويقتضي المزيد المضمون..

نشكر الله تعالى ونحمده كثيرا على النعم التي لا تعد ولا تحصى والتي لولاها ما وصلنا إلى يومنا هذا

نتقدم بالشكر الخالص إلى من ساعدنا في انجاز هذا العمل ونخص بالذكر أستاذة عراب هريش خديجة لما قدمته لنا من نصائح وتوجيهات ومساعدات وكذا على حرصها الكبير لانجاز هذا العمل في أحسن صورة

كما أتقدم بالشكر إلى الأساتذة أعضاء اللجنة على قبولهم المناقشة المقدمة حول هذا البحث

إهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا:

إلى من أعطت دون مقابل... إلى من زرعت في نفسي العزيمة...

إلى من ربتني وعلمتني الأخلاق الفاضلة...

إلى التي طالما حلمت أن تبصر نجاحي وتفوقي المتواصل

في دراستي... إلى **أمي الحنون**.

إلى الذي فرش دربي إرادة وصمودا... إلى الذي علمني الصبر والكفاح لأجل العلم ودعمني للوصول إلى

ما أنا عليه... إلى **أبي العزيز**.

إلى جدتي رحمها الله وأسكنها فسيح جناته.

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إلى إخوتي: عبير، سلسبيل، مُحَمَّد.

إلى خالتي... إلى عمتي... إلى كل عائلتي.

إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات... إلى صديقاتي.

إلى من تقاسمت معها هذا العمل... سمية.

إلى كل رفقاء الدراسة...

إلى كل من تحملهم ذاكرتي ولم تحملهم مذكرتي...

أهدي هذا العمل المتواضع...

Designed by pngtree

فريال



إهداء

قال الله تعالى:

(وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، أما بعد ...أهدي ثمرة جهدي إلى من تزين اسمي بجمال حروف إسمه وتعطرت روحي بكمال وصفه ورسمه إلى من أرجو أن يكون شفيعي يوم القيامة وان أكون رفيقته في الفردوس الأعلى نبينا وحبيبنا مُحَمَّد ﷺ.

إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضيء لي درب الحياة؛ إلى العين التي سهرت لأجل أن تشرق عليا شمس الأمنيات؛ إلى التي تعبت حتى يكون نصيبي النجاح " **أمي الغالية** " أطال الله في عمرك.

إلى من سقى في نفسي بعرق جبينه الطاهر معنى الرجولة والوفاء إليك يا أحب رجل إلى قلبي..." **أبي الغالي**" أطال الله في عمرك .

إلى لهفة الشوق وعنفوان الحب ونبض الحياة أخوتي وأختي.

وابن أختي عبد الرحمان

إلى جميع الأصدقاء و الأحباب والزملاء الذين عرفتهم وأحببتهم وأحبوني

إلى من عملت معي بكدّ بغية إتمام هذا العمل صديقتي فريال

إلى كل أساتذتي الكرام... إلى كل من كان دافعا، حافزا ومؤثرا منحني ذرة إرادة

سمية

pngtree.com

ملخص

الملخص باللغة العربية:

تهدف هذه الدراسة إلى واقع مؤشر بورصة الجزائر في ظل جائحة كورونا باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر السوق ومؤشر عدد الشركات المدرجة ومؤشر حجم التداول، حيث تلخص الدراسة إلى أن بورصة الجزائر تأثرت كثيرا بجائحة كورونا، ويرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات، لذا قمنا باقتراح مجموعة من التوصيات لتفعيلها.

الكلمات المفتاحية:البورصة، جائحة كورونا، المؤشرات، بورصة الجزائر.

Abstract:

This study aims to study the reality of Algeria stock market index during the corona pandemic, using some indicators represented in, market index, the of a number of listed companies index, and the trading volume index.

This study resulted in that Algerian stock market has been hugely effected by the corona pandemic, accompanied by a recession resulted from a number of obstacles. As a result we suggested a number of recommendations to be activated.

Key words: stock market, indexes, corona pandemic, Algeria stock market.

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر وتقدير.....	-
إهداء.....	-
الملخص.....	-
فهرس المحتويات.....	IV -I
قائمة الأشكال والجداول.....	VIII - IV
قائمة الاختصارات والرموز.....	XI-VIII
مقدمة عامة.....	أ- د
الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة	
تمهيد.....	2
المبحث الأول: ماهية البورصة.....	3
المطلب الأول: نشأة البورصة ومفهومها.....	5 -3
المطلب الثاني:أهمية البورصة وأنواعها.....	8 -6
المطلب الثالث: أسباب الدخول إلى البورصة.....	12
المبحث الثاني: آليات البورصة واهم الأدوات المتداولة فيها	14
المطلب الأول: آليات التعامل في البورصة.....	14
المطلب الثاني: وظائف عمليات البورصة.....	21
المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في البورصة.....	24
المطلب الأول: الأسهم والسندات.....	32 -24
المطلب الثاني: الأوراق المختلطة.....	36
خلاصة الفصل.....	40

الفصل الثاني: كيفية الاستثمار في البورصة وأهم الأزمات التي تتعرض لها	
تمهيد.....	42
المبحث الأول: كيفية الاستثمار والتعامل في بورصة الأوراق المالية	43
المطلب الأول: أسس اتخاذ القرار الاستثماري.....	43
المطلب الثاني: الاستثمار بمحفظة الأوراق المالية.....	52
المطلب الثالث: مؤشرات البورصة.....	61
المبحث الثاني: أزمة البورصات العالمية.....	67
المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية أسبابها وأنواعها.....	71-67
المطلب الثاني:تاريخ الأزمات المالية وعلاقتها بالبورصات والأسواق المالية	82 -74
المطلب الثالث: أزمة فيروس كورونا 2019	83
خلاصة الفصل.....	89
الفصل الثالث أثر جائحة كورونا على أداء بورصة الجزائر	
تمهيد.....	91
المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.....	92
المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل انجازها.....	92
المطلب الثاني:الهيئات المكونة لبورصة الجزائر وشروط الدخول إليها	102 -95
المطلب الثالث: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.....	104
المبحث الثاني: دراسة مؤشرات بورصة الجزائر من (2020 إلى ماي 2021) معوقاتها وآفاق تطويرها	113
المطلب الأول: دراسة مؤشرات بورصة الجزائر من (2020 إلى ماي 2021)	113
المطلب الثاني: معوقات وآفاق تطوير بورصة الجزائر.....	128 -123

خلاصة الفصل.....	133
خاتمة عامة.....	135
قائمة المراجع.....	141
قائمة الملاحق.....	150

قائمة الأشكال

والجداول

فهرس الجداول

رقم الجداول	عنوان الشكل	الصفحة
الجدول رقم (1- 1)	موجز الأوامر في البورصة	18
الجدول رقم (1- 2)	أوامر بيع وشراء الأوراق المالية عند المستوى المقابل للسعر	19
الجدول رقم (1- 3)	أنواع الأسهم العادية	28
الجدول رقم (1- 4)	مقارنة بين الأسهم والسندات	35
الجدول رقم (3- 1)	نشاط بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي 2021	114
الجدول رقم (3- 2)	نسبة التغير في نشاط بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي 2021	115
الجدول رقم (3- 3)	مؤشر سعر البورصة من 2020 إلى ماي2021	116
الجدول رقم (3- 4)	تطور قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر	118
الجدول رقم (3- 5)	تطور حجم الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر	119
الجدول رقم (3- 6)	حجم تداول نشاط الوسطاء في عمليات البورصة	121
الجدول رقم (3- 7)	قيمة تداول نشاط وسطاء في عمليات البورصة	122

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (1- 1)	أهمية البورصة	07
الشكل رقم (1- 2)	تقاطع أوامر الشراء والبيع بيانيا	18
الشكل رقم (2- 1)	منحنى التفضيل الاستثماري	44
الشكل رقم (2- 2)	إطار التحليل الفني	49
الشكل رقم (2- 3)	منحنى المنفعة الحدية	53
الشكل رقم (2- 4)	محفظة كفء، منحنيات السواء، المحفظة المثلى	57
الشكل رقم (2- 5)	خط سوق رأس المال	58
الشكل رقم (3- 1)	الهيكل التنظيمي (COSOB)	97
الشكل رقم (3- 2)	مؤشر سعر البورصة	117
الشكل رقم (3- 3)	قيمة الأسهم المتداولة من 2020 إلى ماي2021	118
الشكل رقم (3- 4)	حجم الأسهم المتداولة من 2020 إلى ماي2021	120
الشكل رقم (3- 5)	حجم تداول نشاط الوسطاء في عمليات البورصة من 2020 إلى ماي2021	121

الشكل رقم (3- 6)	قيمة تداول نشاط الوسطاء في عمليات البورصة من 2020 إلى أفريل 2021	122

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصارات/ الرموز	الدلالة
TP	سندات المساهمة
OBSA	سندات بقسائم الاكتتاب في الأسهم
OBSO	سندات بقسائم الاكتتاب في السندات
OPSAR	سندات بقسائم الاكتتاب في الأسهم المسددة
TSDI	الأوراق المالية التابعة لفترة غير محددة
TSR	الأوراق المالية التابعة القابلة للتسديد
CML	نموذج خط سوق رأس المال
CAPM	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
APT	نموذج التسعير بالمراجحة
DJIA	مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة
S&P 500	مؤشر 500 ستاندر أند بور
NIKKEI 225	مؤشر بورصة طوكيو يحتوي على 225 قيمة
CAC	المؤشر المرجعي لبورصة باريس
SBF	مؤشر مرجعي يقيس التغير في الأموال المستثمرة في الأسهم
كوفيد 19	فيروس كورونا 2019
S.V.M	شركة القيم المنقولة
B.V.M	بورصة القيم المنقولة
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
SGBV	شركة إدارة القيم المنقولة
IOB	الوسطاء في عمليات البورصة
BADR	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
BDL	بنك التنمية المحلية
BEA	بنك الجزائر الخارجي
BNA	البنك الوطني الجزائري
CNEP-Banque	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط – بنك

CPA	القرض الشعبي الجزائري
CCO	المؤتمن المركزي للسندات
SPA	شركة ذات أسهم
SONATOUR	الشركة الوطنية للسياحة والفندقة
ALTOUR	الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة
EGH	مؤسسة التسيير الفندقي

مقدمة عامة

مقدمة عامة

يشهد العالم تغيرات اقتصادية كبيرة وهو على عتبة القرن الواحد والعشرون إذ أصبحت العلاقات الدولية خلال العشريتين الأخيرتين من هذا القرن تتسم ببروز فجوة التكتلات الإقليمية والدولية فاتحة المجال لعولمة الاقتصاد وشمولية المعاملات المالية، مما أدى إلى ظهور تنظيم جديد للتعاملات المالية والتجارية وأصبحت هذه التعاملات تسمى بالمفهوم الحقيقي "البورصة" تحديدا بمدينة بروج ببلجيكا لتعمم هذه التسمية في جميع الدول الخارجية وتسارعت التطورات في هذا المفهوم حتى شملت المشاريع الاستثمارية وعولمة الأسواق المالية.إذ أصبحت تسمى بالمفهوم الحديث " البورصة" التي لم تقتصر كمعلم للدول الرأسمالية فحسب، بل أصبحت الدول الاشتراكية تتسابق لإنشاء مثل هذه الأسواق بهدف التخفيف من حدة الديون الخارجية وكذلك البحث عن مصادر تمويل داخلية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية قصد تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

تعتبر بورصة الأوراق المالية أداة من أدوات التنمية الاقتصادية لما لها من أثر ايجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال قيامها بادوار عديدة تجعل منها وجهة مرغوبة من طرف المستثمرين وطالبي الأموال، والباحثين عن السيولة على حد سواء. إن قيام بورصة الأوراق المالية بتوفير المنتجات المالية (الأوراق المالية) القابلة للتسبيل بيسر وسرعة، وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين في إعادة تشكيل محافظ الاستثمار يعزز فرص التنمية الاقتصادية وهذا ما يجعل البورصة تلعب دورا حيويا في تحريك عجلة الاقتصاد وذلك لأنها تجلب المدخرات وتعبئة الموارد. حيث برزت أهمية البورصة في العصر الحديث كواحدة من الأدوات المعتمدة في ظل النظام الاقتصادي العالمي، لكونها أصبحت بمثابة المرآة التي تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية والمالية للدولة، كما تعكس حقيقة المركز المالي المدرج بها. ومن أهم الوسائل التي تستعمل لتطبيق سياسة ناجحة للاستثمار في البورصة يعتمد على التحليل والفحص الدقيق للسوق فالمستثمر يحتاج إلى معلومات دقيقة عن الحالة العامة للورقة وتقلباتها ولا يتحقق هذا إلا من خلال معرفة الأداء الكلي للسوق، ويعد مؤشر الأوراق المالية من أهم الوسائل التي تساعد المستثمر على ذلك باعتبار أن المؤشر مقياس لكفاءة البورصات عبر العالم، وأي تقلب يحدث بصورة كبيرة وفي الاتجاه النزولي أي انخفاض المستوى العام للأسعار فانه يقال أن هناك أزمة أو بداية انهيار البورصة ونظرا لتشابك العوامل الاقتصادية فإنها تمثل حلقة يؤدي كسر إحداها إلى التأثير على باقي المجموعة وهذا ما يسمى بالأزمة المالية.

الجزائر من بين الدول التي ظلت ومازالت تصارع من اجل دفع عجلة التقدم في جميع الميادين وهذا من خلال تعرضها للازمات الاقتصادية والتي كان لها واقع كبير على كل جوانب الحياة الاجتماعية، الاقتصادية، السياسية، وهذا ما دفعها إلى ضرورة إعادة النظر في مكانتها على المستوى الداخلي والخارجي ويندرج إنشاء السوق المالية الجزائرية ضمن الإصلاحات التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التنفيذ في 1988، وقد انطلقت بورصة الجزائر بموجب مرسوم تشريعي سنة 1993 وبدأت التداول فيها سنة 1999 وكان من أهم أهداف إنشاء بورصة الجزائر خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة بعد فتح المجال للقطاع الخاص.

الإشكالية:

بناء على المعطيات السابقة، يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي:

- **ما مدى تأثير جائحة كورونا على أداء بورصة الجزائر؟**

للإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بطرح الأسئلة الفرعية على النحو التالي:

- ما المقصود بالبورصة ؟ وما هي آليات التعامل فيها ؟
- على أي أساس تقوم بورصة الجزائر بإدراج الشركات ؟
- هل تعتبر أزمة جائحة كورونا نقطة تأثير على بورصة الجزائر أم لا ؟

فرضيات البحث:

- البورصة آلية لتداول الأوراق المالية عن طريق الجمع بين الطرفين احدهما عارض للورقة المالية والأخر طالب لها. ويمكن التعامل فيها وفق آليات من خلالها يتم تسعير الورقة المالية والمتمثلة في أسهم وسندات مطروحة للتداول؛
- تقوم بورصة الجزائر بإدراج الشركات على أساس مجموعة من الشروط من بينها الإفصاح والشفافية في المعلومات؛

- نعم تعتبر أزمة جائحة كورونا نقطة تأثير على بورصة الجزائر وهذا من خلال التقارير الشهرية الذي تناولها الموقع الرسمي للبورصة SGBV.

أهمية الدراسة:

يستمد هذا البحث أهميته من العناصر التالية:

- إن بورصة بمثابة المرآة العاكسة حقيقة الأوضاع الاقتصادية والمالية للدولة، كما تعكس حقيقة المركز المالي المدرج بها؛
- إن الاستثمار في البورصة يعمل على تمويل السوق بالأموال اللازمة؛
- تعتبر البورصة أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع؛
- تقوم البورصة بتطوير نشاطاتها من اجل اللحاق بركب الدول الأكثر نموا.

أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب تدفعنا لاختيار الموضوع يمكن إجمالها فيما يلي:

- كون الموضوع يندرج ضمن التخصص الدراسي؛
- رغبتنا الكبيرة في التعرف على ما يدور في الأسواق المالية؛
- يندرج الموضوع في إطار المواضيع المتجددة والقابلة لإعادة الاختيار دوما؛
- البحث في أسباب انخفاض فعالية وكفاءة البورصة في الجزائر.

أهداف البحث:

نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على السوق المالي الجزائري وتحديد الإطار النظري لها السوق؛
- إعطاء لمحة عن بورصة الجزائر ومختلف الشركات المدرجة بها؛

- تحليل أداء بورصة الجزائر خلال أزمة جائحة كورونا (2020- 2021).

منهج البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها تم المزج بين المنهجين، حيث استخدمنا في الفصل الأول والفصل الثاني المنهج الوصفي ،أما المنهج التحليلي فاستخدم في تحليل أداء بورصة الجزائر وأهم المؤشرات فيها.

أدوات الدراسة:

محاولة منا الإجابة على إشكالية الدراسة اعتمدنا على المسح المكتبي حيث اطلعنا على مختلف الكتب المرتبطة بالموضوع بالإضافة إلى أطروحات الدكتوراه ومذكرات الماجستير، الملتقيات العلمية، المجلات العلمية، اطلاع على المواقع الالكترونية خاصة الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود دراسة الموضوع الذي تطرقنا إليه في الحدود المكانية والحدود الزمانية حيث:

- الحدود المكانية: تتركز بشكل كبير في الجزائر من خلال دراسة أداء بورصة الجزائر؛
- الحدود الزمانية: حددت في فترة تعرض الجزائر لجائحة كورونا (2020- 2021).

صعوبات البحث:

- صعوبة الحصول على المعلومات والبيانات وذلك بأخذ وقت طويل؛
- قلة المراجع المتعلقة بجائحة كورونا كونها ظاهرة حديثة ومازالت الدراسات حولها قليلة.

الدراسات السابقة:

توجد دراسات تطرقت إلى سوق الأوراق المالية بأهمية بالغة وعلى مستوى العالم حيث توجد الكثير من الأطروحات والمذكرات والمراجع التي تناولت هذا الموضوع:

1– **دراسة (فتيحة ابن بوسحاقي):** بورصة الجزائر– واقع وآفاق – وهي عبارة عن مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر سنة(2002–2003) تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الأسواق المالية ومعرفة واقع وآفاق بورصة الجزائر، حيث ركز الباحث على البورصة باعتبارها تلعب دورا هاما في الاقتصاد من خلال تعبئة الإدخار بتقريب الأشخاص ذوي الفائض في الأموال وأولئك الذين بحاجة إليه. وجاءت بورصة الجزائر كنتيجة حتمية لسلسلة الإصلاحات التي عرفتها البلاد إبتداءا من سنة1988.

2– دراسة (فاطمة الزهراء بن شعيب): دور البورصة في تحقيق في تحقيق النمو الاقتصادي وهي عبارة عن مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان سنة(2010–2011) حيث تكمن إشكالية هذه الدراسة في: ما هو مدى مساهمة البورصات الخليجية في تحقيق النمو الاقتصادي؟

حيث تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على المصطلحات المتداولة في البورصة، كذلك التعرف على مكانة البورصة ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي، الإلمام والإحاطة بالجوانب الأساسية للبورصات وكيفية التمويل من خلالها لتحقيق نمو اقتصادي وهذا بتحديد المكان بكل الدول عموما في الجانب النظري مع دراسة حالة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

3 – دراسة (رشيد بوكساني): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها خلال(1993–2003) رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر سنة(2005–2006) حيث تكمن إشكالية هذه الدراسة في: ماهي المتطلبات الاقتصادية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

حيث تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تطورات وأداء الأسواق المالية العربية، حيث تدور إشكالية البحث حول ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق الأوراق المالية فعالة وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها. ومن نتائج هذه الدراسة تعتبر التشريعات والتنظيمات للأسواق المالية الحجر الأساسي لبناء وفعالية السوق وجوهر الاختلاف بين الدراستين أن الأولى شملت أهم المعوقات التي عرقلت البورصات العربية في تطويرهما وسبل تفعيلهما.

4- دراسة (نادية العقون): العولمة الاقتصادية والأزمات المالية- الوقاية والعلاج – (دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة دكتوراه لكلية العلوم الاقتصادية جامعة الحاج لخضر باتنة (2012-2013) حيث تناولت هذه الدراسة في إطارها النظري لبعض الأزمات المالية وأهم النماذج المفسرة لها إضافة إلى تقديم تفسير كمي لأزمة الرهن العقاري وتداعياتها على مختلف اقتصاديات العالم مبرزة مفهوم العولمة المالية والعوامل المساعدة على تطويرها ودورها في تكريس الأزمات المالية وتوسع نطاقها، إلى جانب تحديد مدى مسؤولية كل من أسعار الفائدة والإفراط في منح قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وكذلك الآثار الناجمة عنها، كما تم تقديم جملة من الحلول والإجراءات الوقائية من الأزمات المالية والبحث عن البدائل الممكنة لتعزيز الثقة في النظام المالي العالمي.

إن أهم ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة هو أن بعد التطرق للإطار النظري للبورصة بمختلف جوانبها ركزت الدراسة على الأزمات المالية العالمية من بينها أزمة فيروس كورونا ومدى تأثيره على البورصات العالمية والعربية، إلى جانب توضيح تأثير فيروس "كوفيد- 19" على مؤشر بورصة الجزائر في الإطار التطبيقي للدراسة من خلال التعرف على واقع البورصة خلال الأزمة وما أحدثته من تأثيرات سلبية.

هيكل الدراسة:

من خلال هذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول خصص منها فصلين لعرض الجانب النظري، أما الفصل الثالث فقد خصص للجانب التطبيقي.

حيث كان الفصل الأول يحمل عنوان" **الإطار النظري للبورصة**"، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول خصص لماهية البورصة من خلال نشأة ومفهوم البورصة، أهمية وأنواع البورصة، و أسباب الدخول إلى البورصة، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة آليات التعامل في البورصة، وظائف عمليات البورصة والأدوات المتداولة في البورصة.

الفصل الثاني كان بعنوان "**كيفية الاستثمار في البورصة وأهم الأزمات التي تتعرض لها**" ، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لكيفية الاستثمار و التعامل في بورصة الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فخصص لدراسة أزمة البورصات العالمية.

أما الفصل الثالث فقد خصص للجانب التطبيقي **"أثر جائحة كورونا على بورصة الجزائر"**، وذلك من خلال تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تضمن تقديما لبورصة الجزائر، أما المبحث الثاني فتضمن تقييم أداء بورصة الجزائر، مع عرض أهم معوقاتها وآفاق تطويرها.

الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة

تمهيد:

تعد إقامة المشاريع الضخمة نتيجة حتمية للتطور الاقتصادي والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية الحديثة، نتج عن هذا التطور تداول سلع جديدة لم تكن مألوفة أو معروفة من قبل تمثلت الأسهم والسندات وحصص التأسيس وحقوق الاكتتاب وغيرها من الأوراق التجارية القابلة للتداول.

مكنت هذه الأوراق المؤسسات الخاصة والحكومية من الاستفادة من مدخرات الأفراد واستثمارها في المشاريع الكبرى، وهو ما أدى إلى بروز جانب الثروات المنقولة وغير المنقولة التي كانت معروفة في القرن الماضي، نوع جديد من الثروة عرف باسم الأوراق المالية، وقد أدى ازدهار هذه الأوراق وتنوعها وإقبال الجمهور على تداولها إلى قيام سوق تجاري خاص عرف بالبورصة.

ونظرا للمكانة الكبيرة التي تحتلها البورصة في النظام الإقتصادي الجديد ودورها في جلب رؤوس الأموال لاستثمارها وأهميتها في الحياة الإقتصادية للدول خاصة وأن انفتاح إقتصاد ما مثل الجزائر وتطلعه إلى التكيف مع التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة متوقف على مدى توفير الشروط المتعلقة بذلك من بينها إنشاء البورصة.

وعليه ارتأينا أن نخصص هذا الفصل كاملا لعرض كافة الجوانب الخاصة بالبورصة، من خلال تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث:

- **المبحث الأول**: ماهية البورصة.
- **المبحث الثاني**: آليات التعامل في البورصة.
- **المبحث الثالث**: الأدوات المالية المتداولة في البورصة.

المبحث الأول: ماهية البورصة

إن للبورصة دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية، فيمكن من خلالها تبادل كل شيء، يتم بيع و شراء المواد الغذائية، المواد الأولية والأوراق المالية. أي أن البورصة هي سوق خاصة بعمليات في أماكن خاصة يباع ويشترى فيها عن طريق الوسطاء وهي مؤسسة تعني بوضوح الترتيبات العملية والعلمية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة .

المطلب الأول: نشأة البورصة ومفهومها

يعود وجود البورصة إلى العهد الروماني، حيث اختلف الكثير من العلماء في تعريفها، فيمكن تقديم نشأة البورصة ومفهومها من خلال:

الفرع الأول: تاريخ البورصة

كانت البورصات تفتقد في بدايتها إلى التنظيم وتمثلت في شكل لقاءات غير رسمية بين تجار لا يعرفون بعضهم في أسواق موجودة في كل دولة من العصور القديمة، وكان للأسواق التي تتم فيها أساسا نشاطات التجار شأن عظيم في كثير من المدن الهامة، حيث يتم فيها عمليات البيع والشراء، وتعتبر هي الأصل في حركة التعامل ومصدر حصول الأفراد على احتياجاتها من السلع والمنتجات.[1]

والبورصات هي وليدة الأسواق التي كان تتعقد منذ القدم، فإلى جانب سوق البضائع التي تعقد في أوروبا خلال العصور الوسطى وأين كانت تتبادل السلع المادية مقابل النقود، ومع تزايد حجم المعاملات التجارية واتساعها، ظهرت ثم تجسدت فكرة إنشاء وتنظيم سوق لرؤوس الأموال وأصبح التجار يتجمعون إلى كمبيالات مسحوبة على تجار آخرين

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر– واقع وآفاق –، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003، ص ص 25- 26.

وقد زاد ظهور شركات المساهمة من أهمية هذه الأسواق، وأصبحت الحكومات نتيجة لهذا، تقترض من مواطنيها بواسطة سندات طويلة الأجل من خلا إصدار البنوك المركزية لسندات الخزينة، ومن هنا أصبحت الصكوك وسيلة لتوظيف الأموال العامة، ولما كانت هذه الصكوك قابلة للتداول بحيث تستبدل بالنقود في أية لحظة، وأصبحت الأسهم والسندات سلعا كغيرها من السلع لها سوق تجعل هذا الاستبدال ممكنا وسهلا في مكان يسمى البورصة.

فإن أصل كلمة بورصة لم يقع فيها السابقون برأي يطمئن إليه المحققون ويستوثق به الباحثون والدارسون، وإن تقاربت أقوالهم وتشابهت آرائهم، ولقد اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة بورصة فمنهم من يرى أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث في مدينة (BRUGES) البلجيكية ، حين كان التجار يجتمعون في منزل أحد أعيانهم وهو "فان دي بورص" وكان ذلك هو السبب لتسميتها "البورصة"، وهناك من يرى أن بعض التجار الفلورانتيين ينزلون بفندق لعائلة تسمى (Vander Bourse) بمدينة (BRUGES)، وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار.

وهناك من يرى بأن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة وكان يضع كيسا في المنزل، وإن كلمة بورصة (Bourse) بالفرنسية و بالعربية تعني كيس ويبدو أنه هو المعنى الدقيق.

ولكن يظل السؤال المطروح إن كان أصل كلمة بورصة اشتق من اسم عائلة (Vander Bourse) فإن ثمة اختلافين الاسم الذي أطلق عليه المكان الذي يلتقي فيه التجار وبين لقب العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة ولكن في الحقيقة لا خلاف ولا اختلاف، لأنه من الثابت أن العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تعتلي باب الفندق التي كانت تملكه قبل أن يصبح مقرا لقنصلية البندقية، وكلمة (Bourse) بالجرمانية، تعني كيس النقود، وهي بالألمانية وبالفرنسية (Bourse) وبالإنجليزية (Purse) وباللاتينية (Bursea) وبالإيطالية (Borse).[1]

إن أول بناء أنشئ للبورصة عرف بهذا الاسم هو بناء مدينة (Anvers) في بلجيكا عام 1460[2].

[1] سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة- مصر، 2009، ص31.

[2] شمعون شمعون، البورصة-بورصة الجزائر-، ط2، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005،ص08.

وإن انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلف حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا، إنجلترا، أمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة، وظهرت في فرنسا أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه(Royal Exchange) أما في أمريكا فكان ذلك عام 1821 وفي نفس الشارع الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات وهو وول ستريت[1].

الفرع الثاني: مفهوم البورصة

تعد البورصة سوقا يلتقي فيه كل من البائع المشتري لإتمام عملية التبادل، ومن ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم ورغباتهم.

فالبورصة سوق يقوم على تبادل المنتج(سلعة، خدمة...إلخ) ما بين بائع ومشتري كل منهم لديه الرغبة والقدرة على إتمام عملية التبادل وفق القواعد والشروط المتفق عليها.[2]

تعرف أيضا بأنها: أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين والمستثمرين أو المقرضين و المقترضين لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم بالسماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المالية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين.[3]

يمكن أن نستنتج أن البورصة سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعة. وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما:[4]

---

[1] عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2004، ص266.

[2] محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ط2، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1990،ص9.

[3] أحمد مراد كاظم، البورصة "جهازها – أنواعها – عملياتها"، مطبعة الثبات، مصر، بدون سنة نشر،ص50 .

[4] شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر،ط1، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 32.

- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا و شراء؛

- مجموع العمليات التي تنعقد فيه.

المطلب الثاني: أهمية البورصة وأنواعها

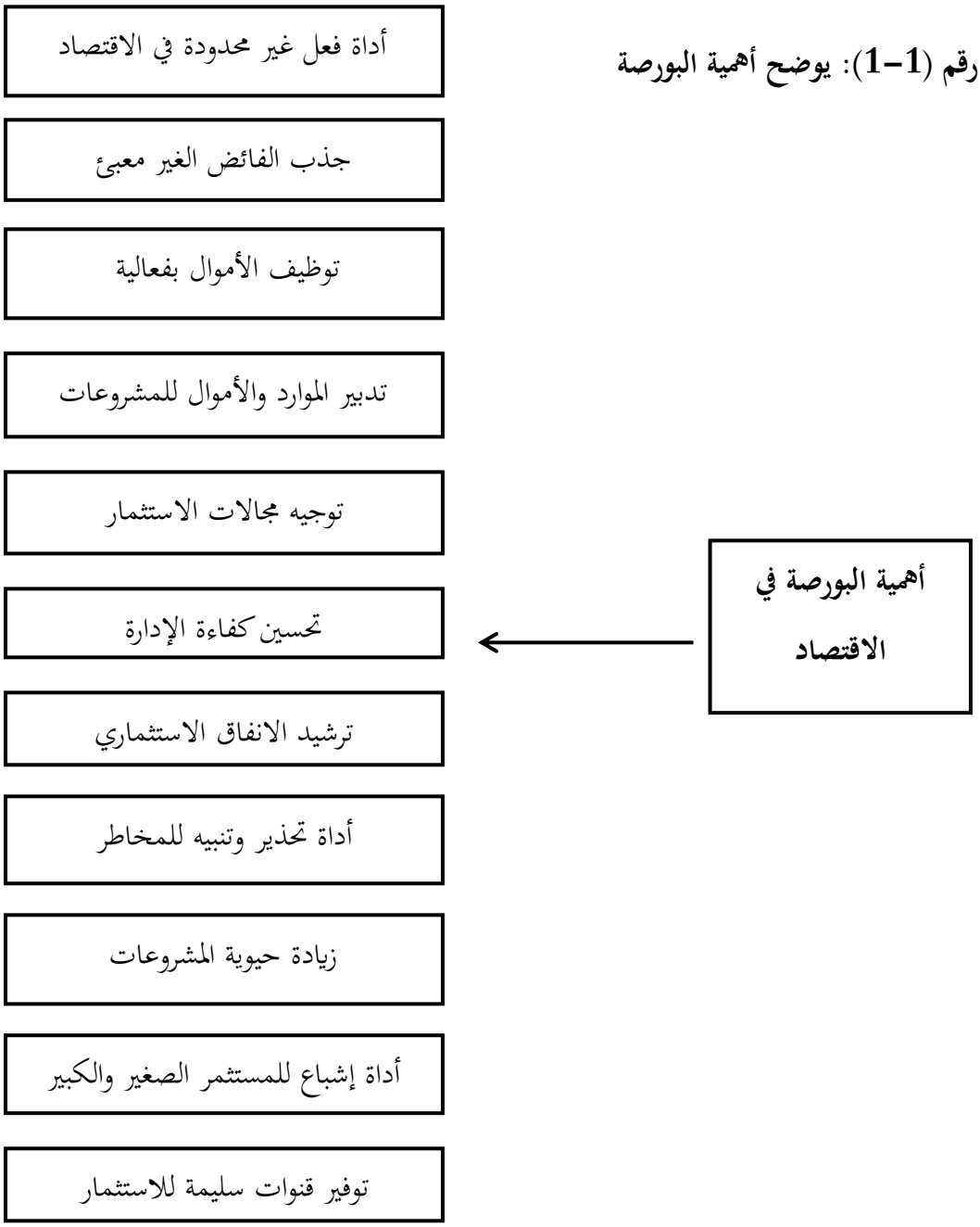
يظهر الدور الهام للبورصة في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي، فالبورصة هي سوق منظمة للمتعاملين فيه بع وشراء الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية بالإضافة إلى إمكانية التعامل في الذهب والفضة.

الفرع الأول: أهمية البورصة

وجدت البورصة لتشبع حاجات ورغبات المتعاملين ومن ثم فإن ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات.وجاءت لتلبي رغباتهم لما لها من أهمية خاصة في حماية المستثمرين، والظلم الذي قد يقع فيه طرفي المبادلة (البائع والمشتري) نتيجة سيادة حالة من عدم المعرفة أو الجهل بأحوال السوق واتجاهات الأسعار، أو تحت ضغوط الاضطراب وعدم وجود من يرغب أو يحتاج إلى الأوراق المالية التي يحوزها، أو حدوث حالة احتكار من جانب شخص بذاته لأوراق مالية بعينها، ومن ثم فإن البورصات تعمل على تحقيق موازنة فعالة مابين قوى الطلب والعرض، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير العلنية الكاملة والشفافية الواضحة لإجراء كافة المعادلات والمبادلات، ومن ثم تعمل البورصة على ضمان حقوق المتعاملين جميعا وبما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم، وبالتالي فإن البورصات لها دور رئيسي تزداد وتوضح أهميته وضرورته في المجتمعات الحرة اقتصاديا و التي يعتمد فيها الاقتصاد على المبادرة الفردية والجماعية للأشخاص والمؤسسات والمنظمات والتي تقوم معها البورصة بدور كبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار فضلاعن القيام بأدوار عديدة ويظهرها لنا الشكل التالي:[1]

[1] محسن أحمد الخضري، المرجع نفسه، ص17.

الشكل رقم (1–1): يوضح أهمية البورصة



المصدر: محسن أحمد الخضري محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ط2، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1990، ص18.

البورصات تستمد أهميتها من وجودها ومن دور متعدد الأوجه والجوانب التي تقوم بها، فهي أداة فعل غير محددة في الاقتصاد القومي، تأثر في كل جوانب الاقتصاد كما تؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي، في الوقت ذاته تتأثر بهذا كله.

كما أن للبورصات دور شديد الأهمية في جلب رؤوس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحويله من مال عاطل خامل لا أثر له إلى رأس مال موظف فعال له الأثر الإيجابي، فعمليات طرح الأسهم والسندات والصكوك تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والشركات، وفي الوقت ذاته تدفع المكتترين إلى تحويل مكتتراتهم إلى مدخرات واستثمارات وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب، هذا من جانب ومن جانب آخر توفر البورصة الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات، أو إعادة بيع كل الأسهم والسندات المملوكة للمشروع، وتأكيد أهمية إدارة الشركات على تحسين كفاءتها وعلى زيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهم هذه الشركات، وفي الوقت ذاته فإن البورصة تعمل كموجه الاستثمار في المشروعات التي ترتفع قيمة أسهمها في المجالات والأنشطة الخاصة بهذه المشروعات باعتبارها مؤثرا هاما على أفضلية الاستثمار في المجالات الأخرى، و بالتالي تعمل البورصة على تحذير وتنبيه الأفراد العاديين و المحترفين إلى مخاطر الاستثمار إلى عدم الدخول إلى المجالات الاستثمارية غير المناسبة وفي الوقت ذاته تصبح البورصة أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لايقدر على إنشاء مشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال، و للمستثمر الكبير لإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.[1]

ومن ثم يمكن القول أن البورصات توفر قنوات ومداخل سليمة الاستثمار أمام الأفراد، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها منافع الحيازة، التملك، الانتفاع، والعائد الاستثماري المناسب...

الفرع الثاني: أنواع البورصات

إن تنوع وتعدد البورصات وامتداد نشاطها إلى مختلف مجالات الحياة الاقتصادية يعمل على ترشيد قوى الاستثمار، وزيادة جودة وقوة المشروعات القائمة، وهو ما يعني حسن استغلالها للإمكانيات المتاحة والمتوفرة في المجتمع وزيادة اقتصاديات وحداثة الإنتاجية والقدرة على فتح وتوفير وإعادة فتح وتوفير وإعادة فتح وتشغيل كم مناسب من الأموال لكي تعمل على تحقيق سيولة للمجتمع ويتوقف كل هذا على مقدار تنوعها، فيمكن تصنيف البورصة إلى ثلاث أنواع:

[1] محسن أحمد الخضري، المرجع نفسه، ص19.

أولا: بورصة الأوراق المالية

تعرف بورصة الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.[1]

تعرف أيضا بأنها عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي، وعادة يجري التمييز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية هما:

أ- السوق الأولية (سوق الإصدار):

وهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها، وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم

التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة،وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية(أسهم وسندات)مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.

ب- السوق الثانوية (التداول):

وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة وتدعى حينئذ بالبورصة، أو غير منظمة وفي هذه الحالة يتم تداول الأوراق

[1] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان- الأردن، 2009، ص ص 17- 18.

المالية خارج البورصة، وذلك عن طريق وسطاء كالبنوك والصيارفة وسماسرة الأوراق المالية.

ثانيا: بورصة البضائع

يطلق عليها البورصات التجارية أو بورصات العقود، حيث يجري فيها التعامل على حاصلات معينة كالقطن والصوف وغير ذلك...[1]

بورصة البضائع هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتوجات طبيعية ذات الاستهلاك الكبير كما تؤدي بورصة البضائع إلى معنيين:

1- المكان الذي يجتمع فيه التجار؛

2- مجموع العمليات التي تمارس فيها.[2]

من أهم بورصات البضائع في الوقت الحاضر هي: بورصة نيويورك، لندن، بومباي، بوركسل وباريس.

ويتم التعامل في هذه البورصات نقدا أو بالبيع الأجل.[3]

للبضائع كالأوراق المالية لها سوق عاجلة سوق آجلة:

– السوق العاجلة: البضائع الحاضرة الجاهزة والموجودة فعليا في المخازن والمستودعات وفي المرافق التجارية، رهن التحميل الذي يلزم البائع بتسليمها مباشرة؛

– أما السوق الآجلة: موضوعها عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعليا، ويمكن التخلص منها بدفع فرق السعر لدى تصفيه العملية، أما عن الشروط الواجب توافرها في السلع القابلة للتعامل في البورصة فإنها تتمثل فيما يلي:

[1] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص24.

[2] محمد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر،2008، ص79.

[3] شمعون شمعون، مرجع سابق، ص7.

- عدم قابلية السلع للتلف بسرعة وإمكانية تخزينها لفترة طويلة نسبيا؛
- أن تكون السلعة قابلة للنقل بتكاليف معقولة؛
- أن يكون للسلعة مواصفات قياسية محددة لا خلاف عليها، خصوصا التعامل لا يتم على أساس بضائع موجودة؛
- أن يتميز العرض والطلب بالنسبة للسلعة بالاستمرارية؛
- أن يتوقف إنتاج السلعة أو توفيرها على عوامل محددة وظروف معينة يمكن التنبؤ بها حتى لا تتعرض أسعارها للتذبذب أو التقلب السريع المفاجئ، ومع ذلك يجب أن تكون الأسعار عرضة للتغيير حتى يجتذب المضاربون الذين يرغبون في تحقيق الربح نتيجة لتقلبات الأسعار إلى التعامل فيها[1].

ثالثا: بورصة المعادن والعملات

وتسمى أيضا بورصة الذهب والعملة الصعبة، وهي سوق منظمة لها وجود مادي بقاعة خاصة في بورصة الأوراق المالية وغالبا ما تكون في بورصة عاصمة البلاد، حيث يتم مفاوضة المعادن لنفيسة من طرف أعوان الصرف الذين يعينون من قبل الغرفة النقابية.

ويتم التفاوض فيها على الأشكال التالية من الذهب:

- السبائك؛*
- الليونات؛
- القطع الذهبية مثل النابليون.

يتحدد السعر فيها وفقا لقواعد العرض والطلب، بطريقة المناداة، ويسجل السعر يوميا في التسعيرة الرسمية.

أما بالنسبة لبورصة الصرف، فيتم التفاوض فيها حول أسعار صرف العملات الأجنبية وذلك من قبل:

[1] محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص ص 79 – 80.

*السبيكة هي خليط من العناصر ذات الخواص الفلزية الفريدة لذا نجد لها الكثير من التطبيقات والاستخدامات التجارية.

الوسطاء المخصصين كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي.

فيتحدد السعر فيها وفقا لقانون العرض والطلب، لتنشر على إثرها أسعار الصرف الجارية على كشف التسعيرة الرسمية.

تبين هذه التسعيرة الرسمية بسعر التوازن، أعلى وأدنى أسعار اليوم إضافة إلى آخر سعر للجلسة السابقة والمتعلق بالعمولات محل التفاوض.

تخضع بورصة الذهب لرقابة مسؤولي الغرفة النقابية لأعوان الصرف بينما تخضع بورصة العملات لرقابة الغرفة النقابية والبنك المركزي.[1]

المطلب الثالث: أسباب الدخول إلى البورصة

هناك عدة أسباب قد تؤدي بالمؤسسة إلى عرض أسهمها في السوق منها[2]:

- تغيير هيكل رأسمالها؛
- رفع مردودية أسهم المؤسسة؛
- إصدار أسهم لتسعيرها في البورصة.

وهناك أهداف أخرى يمكن أن تدفع بالمؤسسة إلى الإصدار مثل:

- الحاجة في الأجر القصير أو المتوسط؛
- تمويل النمو على المدى الطويل للمؤسسة؛
- إعادة دفع الديون الناضجة.

[1] شمعون شمعون، مرجع سابق ذكره، ص111.

[2] فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص20.

إذا كانت المؤسسة في حالة مالية جيدة وإذا كانت إستراتيجية التطور تملى عليها الحفاظ على المستوى الحالي لتطور الشركة، فإن فكرة اندماجها في سوق الأموال لا تفرض في الحال. بينما إذا تم تحدي إستراتيجية للتطور على المدى المتوسط أو الطويل، وأرادت المؤسسة السعي إلى تحقيق مستوى معين من رأس المال أو سمعة معينة أو الديمومة (ديمومة المؤسسة) فعليها أن تفرض أسهمها للتفاوض في السوق، فهو عمل ملزم بالقيام به بصفة استعجاليه.

للإشارة يمكن للمؤسسة خلال حياتها حتى وإن كانت ذات تسيير جيد أن تجد نفسها لسبب أو لآخر، في حالة مالية حساسة،وعليه فاللجوء إلى القرض المصرفي لتفادي الخنق وتجنب المخاطر ليس حلا دائما بسبب التكلفة المرتفعة للقرض المصرفي (معدل الفائدة، نفقات مصرفية، عمولات..) هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن الميزانية بوقع الديون تجعل المؤسسة لا تتصف بالاستقلالية المالية.

وعلى هذا الأساس، ورغم الصحة المالية للمؤسسة ومهما كان القطاع الذي تنمو فيه، فإن طرح القيم المتداولة للتفاوض في البورصة تبدو من عدة جوانب.

فالدخول إلى البورصة يمكن المؤسسة من التفتح على الخارج وتقوية سمعتها، ويمكن من تمويل نمو الشركة، وساهم كذلك في ارتفاع سيولة أسهم الشركة.[1]

أولا: فتح الشركة على الخارج

بواسطة دعوة الجمهور للإدخار، فإن الشركة التي تم قبول أسهمها في البورصة يمكن لها بيع هذه الأسهم للجمهور دون التأثير على استقلاليتها واستقلالية مساهميها حيث أن هذا العرض يمكن أن يكون مراقبا وذلك بتحديد عدد الأسهم المطروحة في السوق.

وعليه فإنه يمكن لشهرة المؤسسة أن تزداد عندما تكون قيمتها مقبولة في البورصة حيث ان الدخول والقبول في البورصة يقوي مصداقية الشركة اتجاه الغير، فتصبح معروفة أكثر لدى الجمهور. وسعر السهم فيها يصبح لديه قيمة مرجعية للمتدخلين في السوق.

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، المرجع نفسه، ص21.

ثانيا: تمويل النمو

إن الادخار يحل محل التدين لدى المصارف سواء على المدى المتوسط أو الطويل مما يؤدي إلى تطور وزيادة موارد للشركة وتدعيم رأس مالها. وهذا ما يمكنها من تمويل برامج الاستثمار الطموحة، يحدث هذا الدعم سواء عند الزيادة في رأس المال (المساهمات في رأس المال) أو بواسطة الإصدار لقرض سندي، حيث يمكن إعادة جدولة النفقات المالية خلال مدة حياة القرض.

ثالثا: زيادة سيولة السندات

إن سهولة التبادل والتفاوض لقيم المؤسسات المقبولة في البورصة يرفع من سيولة هذه القيم إذ يضاعف عدد المقبلين عليها ويحفز المنافسة بينهم. ومن جهة أخرى فإن قبول القيم في البورصة لا يجعل للشركة مساهمين بالأغلبية، معناه في حالة الانسحاب فإن الأسهم التي يملكونها هي سهلة التفاوض ولها قيمة سوقية معروفة لدى الجمهور ومحدد حسب شروط السوق. وعندئذ يمكن إيجاد حائزا جديدا لهذه الأسهم. وبالتالي فإن توازن الشركة لا يتأثر، أي تحافظ الشركة على توازنها رغم انسحاب شيك منهم.[1]

المبحث الثاني: آليات البورصة واهم الأدوات المتداولة فيها

ساهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تطوير و تكامل بورصة الأوراق المالية من خلال تنوع وظائف عملياتها، فانعكس ذلك في تعدد أوامرها و تحريرها من القيود مما أتاح فرصة لعموم المستثمرين المحليين و الأجانب (أفراد و مؤسسات) لتداول مختلف أوراقها المالية لغرض تامين احتياجاتها وزيادة تدفق الأموال بين وحدات العجز ووحدات الفائض.

المطلب الأول: آليات التعامل في البورصة

ينقسم المتعاملون في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف الذي يسعون إلى تحقيقه من تعاملاتهم في الأسواق المالية.

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، المرجع نفسه،ص22.

الفرع الأول: الأطراف المتدخلون في البورصة

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

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

الفرع الثاني: الأوامر في البورصة

أولا: تعريف أوامر البورصة:

يقصد بأوامر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراق مالية معينة ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى احد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل البورصة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة.[2]

[1] عبد الغفار الحنفي، البورصات، (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية- مصر، بدون سنة طبع، ص44.

[2] ياسين مُحَّد يوسف، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، 2004، ص 99.

كما عرف الأمر أيضا: هو التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى احد سماسرة البورصة والوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالية التي يحددها له وبالتالي فان أوامر العملاء أو المتدخلين لا تخرج عن كونها أوامر بيع أو شراء أوراق مالية متداولة يقوم بها الوسيط.

ثانيا: أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وتنقسم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية.[1]

- **الأوامر المحددة (limit orders)**: تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة؛

عيوبه: سعر السوق قد لاتصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا ينفذ الصفقة حتى وان كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد فان قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا (First come-First served) قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر.

أ. **أوامر السوق (Market orders)**: من أكثر الأوامر شيوعا وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجرى، على أساس التعامل في السوق وقت استلام الأمر؛

ب. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price limit order): ونظرا لان الأمر لا يتضمن سعرا معينا فان الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة؛

مزاياه: السرعة وضمان التنفيذ.

عيوبه: عدم معرفة العميل بالسعر إلا عند إخطاره به ولكن في الأسواق ذات الكفاءة العالمية (بورصة نيويورك مثلا) لا تكون لتلك العيوب وزن كبير، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

[1] عصام حسين، مرجع سابق، ص ص88- 89.

- **الأوامر التي تجمع بين سعر الوقت والسعر**: تلك الأوامر التي يكون فيها السعر هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها وتتراوح مدة الأمر بين اليوم ، أو الأسبوع أو الشهر أو قد يكون الأمر مفتوحا (أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ)[1]
- **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time limit order)**:

أ. **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة**: تحديد سعر معين للتنفيذ غير انه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

ب. الأمر المفتوح في حدود سعر معين: لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير انه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو اقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

مزاياه: يعرف المستثمر مقدما والى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

ت. أوامر الإيقاف (Stop orders): لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه ويوجد نوعين من أوامر الوقف:

- **أوامر تتعلق بالبيع (Stop loss orders):** يصيح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه؛
- **أوامر تتعلق بالشراء (Stop buy order)**: يقضي بان يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشان أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

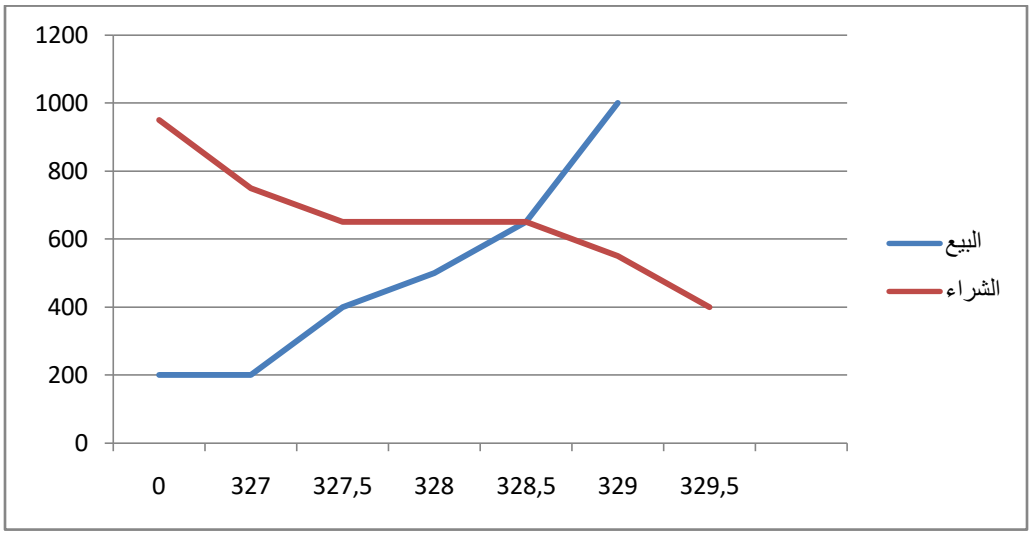
[1] عبد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان– الأردن، 2010، ص 171.

الجدول رقم (1– 1): موجز الأوامر في البورصة

الشراء	عدد الأوراق	البيع	عدد الأوراق
بالأفضل	550	بالأفضل	200
329.5$	25	328$	200
329$	50	328.5$	150
327.5$	100	329$	75
327$	200	329.5$	250

المصدر: ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، (ج1)، دار المنهل للنشر والتوزيع، بيروت– لبنان، 2003، ص 127.

الشكل رقم (1– 2): تقاطع أوامر الشراء والبيع بيانيا



المصدر: ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، (ج1)، دار المنهل للنشر والتوزيع، بيروت– لبنان، 2003، ص 129.

وبمقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع نحصل على الجدول التالي:

الجدول رقم (1– 2): يبين أوامر بيع وشراء الأوراق المالية عند المستوى المقابل للسعر

البيع		السعر	الشراء	
عدد الأوراق المعروضة	عدد الأوراق المعروضة المتراكمة		عدد الأوراق المطلوبة المتراكمة	عدد الأوراق المطلوبة
–	–	بالأفضل	550	550
250	875	329.5	575	25
75	625	329	625	50
150	550	328.5	625	00
200	400	328	625	00
00	200	327.5	725	100
00	200	327	925	200
200	200	بالأفضل	–	–

المصدر: : ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية،(ج1)، دار المنهل للنشر والتوزيع، بيروت– لبنان، 2003، ص127.

فهذا الجدول يبين عدد الأوراق التي يجب شرائها عند المستوى المقابل للسعر وعدد الأوراق التي يجب بيعها عند المستوى المقابل للسعر فالمكلف بالتسعير(Coteur) يمكنه اعتماد سعر 329 حيث توجد 625 ورقة معروضة مقابل ورقة مطلوبة.

أ. تقنيات التسعير:

تتمثل تقنيات التسعير في مايلي:[1]

1. التسعير بطريقة المناداة:

ويتم ذلك بان يجتمع مندوبو الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم ومع عروض البيع وطلبات الشراء وذلك في كل صباح داخل منطقة فسيحة يقف وسطها سمسار أو دلال مختص ومعه مكبر صوت يسهل له الاتصال بالشخص

[1] عبد القادر، السيد متولي، مرجع سابق، ص 174.

المكلف بكتابة الأسعار في اللوحة المعدة لكل سهم.

وعند افتتاح لتعامل يكون كل سمسار قد اخذ مقعده في مكان مخصص له وعندما يفتح الدلال (المسعر) باب المبادلة بالمناداة على سهم معين مقترحا سعرا معينا غالبا ما يكون هو سعر الإقفال نفسه لذلك السهم في اليوم السابق، حيث سبق وان تم تدوينه على لوحة الأسعار بمعرفة الشخص المختص.

2. التسعير بالمقارنة:

طبقا لهذه الطريقة كان الموظف المختص يقوم بتلقي وتسجيل طلبات الشراء والبيع للسهم في سجل خاص ومن خلاله يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية اكبر كمية ممكنة من الأسهم.[1]

ولكن بإدخال نظام التداول الآلي في البورصات محل التداول اليدوي حيث تستخدم هذه الطريقة في تحديد سعر الافتتاح في الجلسة التي تسبق التداول الرسمي وتسمى بالفترة الافتتاحية أو الاستكشافية، ومدتها في مصر نصف ساعة وفي السعودية خمس دقائق، ولذلك يتم تعريف سعر الفتح بأنه السعر الذي تتلاقى عنده اكبر كمية تراكمية لطلبات الشراء مع اكبر كمية تراكمية من عروض البيع.

ويتم إتباع الخطوات المحددة التالية في تحديد السعر في كل من مصر والسعودية :

- ✓ تحديد الكمية التراكمية لطلبات الشراء وذلك بترتيبها من السعر الأعلى إلى السعر الأقل (تنازليا)؛
- ✓ تحديد الكمية التراكمية لعروض البيع وذلك بترتيبها من السعر الأقل إلى السعر الأعلى (تصاعديا)؛
- ✓ اختيار السعر الذي يتم به تداول اكبر كمية ممكنة من الورقة المالية؛
- ✓ في حالة تساوي الكميات التراكمية عن سعرين مختلفين يتم الترجيح بالسعر الأقرب إلى أخر سعر الإقفال وإذا وقع سعر أخر للإقفال بين السعرين المختلفين يتم اختيار السعر الأعلى؛
- ✓ إذا لم يتم تحديد سعر التوازن في جلسة الافتتاح فان النظام الآلي يعتبر أن سعر الإغلاق في اليوم السابق هو سعر الافتتاح.

[1] عبد القادر، السيد متولي، مرجع نفسه، ص 176.

3. التسعير بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة كثيرة ومتعددة فيعمد الوسطاء في هذه الحالة إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ومن ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.[1]

تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر البيع والشراء الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص، وبعد تفحص تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن، ويلجا إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة.

المطلب الثاني: وظائف عمليات البورصة

إن أهمية البورصة تبدو من خلال الدور الذي تقوم به في الاقتصاد حيث تقوم البورصة بتوظيف رؤوس الأموال والمساهمة في استقرار الأسعار وتمويل المشروعات وتحقيق العدالة بين المدخرين بوسائل عديدة مثل تحقيق الشفافية والمساواة والأمان والسيولة للمدخرين، وعلى هذا سنعرض في هذا المطلب الوظائف الاقتصادية (الفرع الأول) والوظائف الفنية (الفرع الثاني).

ولقد جرى العرف في الأسواق المالية على حصر وظائف البورصة التقليدية في الوظائف الأربعة الرئيسية.

- ✓ تسجيل ونشر الأسعار الرسمية وتداولها لتسهيل عقد الصفقات؛
- ✓ الاربتراج أي موازنة الأسعار زمانا ومكانا؛*

[1] مُحَّد إسلام، شعبان البارومي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، سوريا،2002، ص 75.

***الاربيتراج** هو عبارة عن شراء وبيع نفس السلع أو الخدمات من سوقين مختلفين في نفس الوقت، وذلك للاستفادة من فرق السعر بين السوقين وبالتالي تحقيق الأرباح.

- ✓ التحوط كأداة للتامين التجاري في بورصة العقود؛*
- ✓ المضاربة.[1]

الفرع الأول: الوظائف الاقتصادية لعمليات البورصة

تؤدي البورصة عددا من الوظائف الاقتصادية أهمها:[2]

- للبورصة دور هام في تعبئة المدخرات وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين فعملية شراء وبيع الأوراق المالية في سوق التداول ليست استثمارا ماليا فحسب، إذ يترتب على عملية التداول تسيير الأوراق المالية وتحويلها إلى قابلية الاستثمار في مجالات أخرى داخل الاقتصاد الوطني؛
- زيادة النشاط التجاري الذي يحتاج إلى التمويل قصير ومتوسط الأجل وبإمكان الحصول على تلك القروض بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية واستقرار الأسعار، وبالتالي فان وجود البورصة يؤدي إلى توسيع رقعة النشاط التجاري؛
- تؤمن البورصة جو المنافسة الضرورية لتامين حرية المبادلات، ففي فترة الانتعاش الاقتصادية يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بربح اكبر إلى المتعاملين في البورصة والى استباق الحوادث وبالتالي إلى دفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام وفي حالة الركود يلاحظ كساد الأوراق المالية؛
- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض المقترضين إلى الفئات التي لها عجز المقترضين فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض وعندما يقومون المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل

*__التحوط__ هو موقف يتخذ في سوق معين وذلك في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر بهدف تقليل التعرض للمخاطر غير المرغوب فيها.

[1] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سابق، ص 81.

[2] محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 21.

لكل فئات المجتمع؛

- تؤدي إلى المساعدة في توقي تقلبات الأسعار فتساعد البورصة المزارع والتاجر والصناعي على تلاقي أخطار تقلبات الأسعار وتصبح وسيلة من وسائل التامين ضد تقلبات الأسعار عن طريق عملية التغطية في البورصة؛
- تؤدي أسواق رأس المال دورا ايجابيا في إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة، والتكتل بين الشركات يوجه إلى المساهمين في الشركة من خلال البورصة بسعر معين، وعدد معين من الأسهم له حد أدنى، وخلال مدة معينة وذلك بصورة علنية وصريحة، وقد انتشرت هذه العروض العامة في الولايات المتحدة وانجلترا وفرنسا.

الفرع الثاني: الوظائف الفنية لعمليات البورصة

من أهم الوظائف الفنية للبورصة هي:[1]

- إيجاد الانتعاش والرواج الاقتصادي؛
- تامين المعاملات المالية وحماية الأموال؛
- تقليل سيولة الودائع في البنوك واستثمارها؛
- تشجيع الادخار والمحافظة على القوة الشرائية؛
- إيجاد سوق مستثمر للمنتج وضمان توازن الأسعار؛
- العمل على تحقيق السرعة والسير في تداول الأوراق المالية؛
- حماية المساهمين من صور التلاعب المختلفة التي يمكن أن تمارسها إدارة شركات المساهمة؛
- المساهمة في زيادة قدرة الشركات الكبرى على الاستثمار؛
- المساهمة في خلق رؤوس أموال جديدة.

[1] مُحَمَّد الصيرفي، مرجع سابق، ص ص 81- 82.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في بورصة

الأوراق المالية المتداولة هي مصدر من مصادر التمويل الطويل الأجل تلجا إليها المؤسسة بغرض تامين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها، كما تلجا إليها الدولة لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من فرعين رئيسيين: الأسهم والسندات بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما هي الأوراق المختلطة.

المطلب الأول: الأسهم والسندات

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا أو شراءا في السوق المالية فهي تمثل حقا قانونيا لحاملها في أصل رأسماله (نقدي أو عيني) اتجاه جهة إصدار هذه الأوراق المالية وتعتبر من أبرز أدوات الاستثمار.

الفرع الأول: الأسهم

أولا: تعريف الأسهم: وردت للسهم عدة تعاريف من بينها:

يعرف السهم بأنه: " صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم ".[1]

ويعرف أيضا بأنه: حق ملكية قابل للتفاوض يصدر في أية مرحلة من مراحل حياة المؤسسة الاقتصادية، فعند تأسيس المؤسسة يمثل السهم حصة نقدية أو عينية كمشاركة للمساهم، ويتم إصداره عند الرغبة في زيادة رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، أو عند إدماج الاحتياطات في رأس المال، وعليه يمثل السهم جزء من رأس مال المؤسسة، وأرباحها مرتبطة بسياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المسيرين، وأما دخله متغير، وبذلك يحدث خطر كبير خاصة في حالة انخفاض قيمته، وصاحب السهم له حق المشاركة في التسيير.[2]

[1] طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 11.

[2] صليحة بن طلحة، الرياضيات المالية، ط1، منشورات الدار الجزائرية، الجزائر، 2015، 235.

ثانيا: أنواع الأسهم

يوجد نوعين من الأسهم تتمثل فيما يلي:

1- الأسهم العادية

1-1: تعريف الأسهم العادية: تتاح إمكانية تزويد المشروعات بالتمويل اللازم التي تمارس نشاطها من خلال شركة مساهمة بالادخار المتوفر، عبر المشاركة برأسمالها عن طريق الاكتتاب باسهم تعرف رأس المال (Action).[1]

فالأسهم عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم، وقد يكون السهم لحامله (Auporteur) بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أية لحظة ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشتري لآخر دون المرور بالشركة المعنية، أي بمجرد رغبة الحامل للسهم في الحصول مرة أخرى على أمواله يقوم ببيعها في البورصة، وقد يكون السهم اسميا أي حاملا لأسهم المالك (Nominatif) حيث يصبح هذا الأخير معروفا لدى الشركة وعليه فان تداوله يتطلب إعلام الشركة بالصفقة لإتاحة الفرصة لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم كما قد يكون السهم اذنيا يصدر بإذن شخصي معين أو جهة معينة أو لأمره ويتم تداولها عندما يأذن بذلك عن طريق تظهيرها، ونادرا ما تصدر الشركات أسهما اذنية وفي غالب الأمر تصدر أسهما لحامله.

والأسهم التي تصدرها الشركة قد تكون أسهما عادية وهذا ما سنتناوله والنوع الثاني الأسهم التي قد تصدره الشركة هي الأسهم الممتازة.

ويمكن تعريف السهم العادي (Action ordinaire) بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة له، الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأسمال الشركة والمثبتة بشهادة السهم.[2]

[1] محفوظ جبار، مرجع سابق، ص7.

[2] فاطمة الزهراء بن شعيب، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقا يد- تلمسان،2011، ص 25.

1-2: خصائص الأسهم العادية

خصائص الأسهم العادية التي نص عليها القانون التجاري بصفة خاصة هي:

- **حق الملكية:** أي يمثل جزء من رأس مال الشركة وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة؛
- **التساوي في القيمة:** يبقى التساوي في قيمة الأسهم مهما بلغت كمية الإصدار، أما إذا اختلف الإصدار فلا مانع من اختلاف القيمة السوقية لها وتساوي الأسهم في القيمة لا يعني أن جميع الأسهم متساوية في الحقوق والالتزامات وهذا نظرا لطبيعة الأسهم، فهناك الأسهم العادية باتجاهاتها المختلفة والحديثة أيضا؛
- **الاشتراك في الجمعية العمومية:** أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على عقود الشركة، وحقوق أخرى بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون وهذا ما نصت عليه المادة715 مكرر42 – 01 من القانون التجاري؛
- **عدم قابلية الأسهم للتجزئة:** أي انه لا يجوز تجزئة السهم وعليه فان التعدد في الملكية لا يسري في مواجهة الشركة لان شركات المساهمة لا تعير اهتمام الأشخاص وإنما للسهم كالورقة المالية، وقد نص القانون التجاري من خلال المادة 715 مكرر 32 تعتبر القيم المنقولة تجاه مصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة؛
- **القابلية للتداول:** يتميز السهم بقابليته للتداول بالطرق التجارية وتوفر هذه الخاصية مرونة كبيرة في السوق المالي حيث يمكن التنازل عن السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحالة المدنية،
- وتختلف طرق تداولها حسب طبيعة التداول(تظهير ميراث...) ويبقى السهم قابل للتداول حتى بعد حل الشركة ولغاية التصفية؛
- **أرباح الأسهم غير محددة مقدما:** وتعتمد على الموقف المالي للشركة.

توجد عدة أنواع يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساسها تتمثل فيما يلي:

- **القيمة الاسمية للسهم العادي:** وهي القيمة المثبتة على وثيقة السهم وعادة تكون الأسهم العادية ذات قيمة اسمية واحدة، وتوفر ذات الحقوق وتتحمل ذات الواجبات، أي أنها متساوية في القيمة الاسمية في الحقوق والواجبات وعادة تقوم شركات المساهمة المصدرة للأسهم العادية بتوزيع أرباحها على أساس نسبة مئوية في

القيمة الاسمية للسهم العادي وفي الغالب تحدد معظم الدول الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم العادي، وهذا الحد الأدنى في الأردن دينار واحد؛[1]

- **القيمة الدفترية للسهم العادي:** وهي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبية تبينها سجلات الشركة ودفاترها، وهي كما يلي:[2]

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{اجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الاسهم}}$$

$$= \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الاسهم}}$$

$$= \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الاسهم}}$$

- **القيمة السوقية للسهم العادي** : وهي القيمة التي يحددها السوق للسهم العادي نتيجة التفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق التامة افتراضا، أي سوق المنافسة الكاملة والتي لا توجد فيها قوى احتكارية يمكن أن تؤثر على العرض أو الطلب أو الاثنين معا، وفي السوق الحرة هذه غير الاحتكارية يتحدد السعر التوازني للسهم من خلال تساوي عرض السهم مع الطلب عليه في السوق وفي حالة التي يزيد فيها العرض على الطلب تنخفض قيمة السهم العادي السوقي، أما في حالة زيادة الطلب على العرض تزداد قيمة السهم العادي السوقي، ويتم اعتبار القيمة التي تتحدد عند السعر التوازني الذي يتساوى عنده الطلب على السهم العادي مع عرضة معبرة عن القيمة الحقيقية للسهم؛

[1] حسن خلف فليح، الأسواق المالية النقدية، ط1، عالم الكتب الحديث، عمان- الأردن، 2006، ص 204.

[2] عبد القادر، السيد متولي، مرجع سابق، ص ص 204- 205.

- **القيمة الحقيقية للسهم العادي**: يطلق عليها أيضا القيمة النظرية أو العادلة، تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية. وهي تعكس حالة توازن السوق وحالة التوازن من الصعوبة أن تتحقق بفعل عمليات المضاربة، نقص أو عدم توافر المعلومات عن أداء الجهة المصدرة للسهم؛
- **القيمة التصفوية للسهم العادي** : هي القيمة التي لا يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها في حال تصفية الشركة يمكن حسابها كما يلي:[1]

$$\text{القيمة التصفوية} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{الالتزامات و حقوق المساهمين الممتازين}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

1-3: أنواع الأسهم العادية

إن أسعار الأسهم تتأثر بعوامل عديدة والتي من أهمها: سمعة الشركة المصدرة في تحقيق الأرباح وفي توزيع حصص المساهمين من هذه الأرباح وكذلك ظروف الأسواق المالية في البلد المعني، بالإضافة إلى مجموعة من التأثيرات المتولدة عن العلاقات الدولية وانعكاساتها المحلية ومن هذه العوامل يمكن أن تستمد الأنواع التالية للأسهم العادية حيث يمكن أن نصنفها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1– 3): أنواع الأسهم العادية

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
أسهم رديئة غير مصنفة						أسهم متميزة		

المصدر: ارشد فؤاد التميمي، فؤاد عزمي سلام، الأسواق المالية، اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان– الأردن، 2010، ص33.

[1] فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق،ص 27.

- **الأسهم المتميزة (Blue chips)**: تأخذ التصنيف AAA وتتمثل في أنها أسهم شركات قوية والمعروفة بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد من حيث تحقيقها لأرباح عالية وتوزيعها لهذه الأرباح بشكل منتظم بالإضافة إلى الأمان والدخل أي أن أسعارها مرتفعة في العادة؛[1]
- **أسهم الدخل (Income etocks)**: هي أسهم تعطي دخلا مستمرا أي توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة وتتمثل في أسهم شركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة حيث أن الكلفة التي تتحملها مبيعاتها مستقرة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وثابتة ودخل ثابت؛
- **أسهم النمو (Grouwth stocks)**: هي عكس أسهم الدخل، فالمستثمر هناك يتوقع أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، ولكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة وتتمثل في أسهم شركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي وتجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو لاكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شانها زيادة قيمة أسهمها في السوق؛
- **أسهم المضاربة (Speculation stocks)**: هي أسهم تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات شديدة وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة وتتمثل في أنها أسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح أو الفشل؛
- **أسهم موسمية (Seasonal stocks)**: هي أسهم تتأثر بالدورات الاقتصادية وتتمثل في أنها أسهم لشركات تنتج سلعا موسمية حيث الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسن الاقتصاد وانتعاشه (رواج) كما أنها تتأثر بحالات الكساد؛
- **أسهم دفاعية (Defensive stocks)**: هي عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية وتتمثل في أنها أسهم لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر؛
- **أسهم شبكات المعلومات الدولية (Internet stocks)**: إن شبكة المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية التسعينات ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول

[1] فؤاد أرشد التميمي، فؤاد عزمي سلام، الأسواق المالية، البازوري العلمية للنشر والتوزيع،عمان- الأردن، 2010، ص ص 33- 36.

الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن 20 م لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم هذه الشبكات فمثلا: أسهم spyglass و Netxape و yahoo قد ارتفعت على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط وقد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة ملياري دولار أمريكي.

2 الأسهم الممتازة

2-1: تعريف الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في البورصة لكنها اقل استخداما كأداة تمويل مقارنة بالأسهم العادية، حيث أن الشركات لا يمكن أن تنشا وتقوم وتستمر في عملها ونشاطها بدون إصدارها للأسهم العادية بينما الأسهم الممتازة تعتبر مصدرا مكملا للتمويل فمن الأسباب التي تدعو إلى إصدارها:[1]

- محاولة الشركات تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية؛
- المتاجرة بالملكية (الرفع المالي) إذا أمكن استثمار حصيلة بيع الأسهم الممتازة، حيث تحقق أرباحا تفوق الأرباح التي ستوزع على حملتها؛
- استعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

فالسهم الممتاز (Preferred stock): يعرف بأنه أداة مالية تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي) الحق لحامله الحصول على عائد محدد سنويا بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم.

2-1: خصائص الأسهم الممتازة

يتميز السهم الممتاز بالخصائص التالية:[2]

[1] زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة- مصر، 2008، ص 104.

[2] محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 25.

- للسهم الممتاز الأولوية في الحصول على نسبة معينة من الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية، كما له الأولوية في موجودات الشركة المصدرة له عند التصفية؛
- للسهم الممتاز3 قيم: اسمية، دفترية، سوقية مثلها مثل الأسهم العادية؛
- تمتاز هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة أي هناك نوع أخر يدعى باسهم المشاركة، فحملة هذا النوع من الأسهم العادية له الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين وهذا بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين على نفس النسبة؛
- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها؛
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء حيث أن بعض الشركات قد تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء (Sinking funds) لغرض استهلاك السهم، وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد سابقا، أما بالنسبة للاستدعاء يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء (Call premium)؛
- قد يحول السهم الممتاز إلى سهم عادي وذلك من اجل تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق ويتم هذا التحويل بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقا كما تحدد مدة التحويل، وخيار التحويل عادة يترك للمستثمرين حيثما تتاح الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ولا سيما عندما يكون سعر التحويل اقل من الأسعار السوقية للسهم العادي.

2-3: أنواع الأسهم الممتازة

توجد عدة أنواع للأسهم الممتازة ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع:[1]

- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح، والأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح:** حيث إن الأولى لها الحق في الحصول على الأرباح عند تحقيقها ولا يتقرر توزيعها ومن ثم فان حقها هذا في الحصول على الأرباح لا يسقط، أي إنها تحصل على أرباح السنة التي تحقق فيها الشركة أرباح ولا تقرر توزيعها وذلك في السنوات اللاحقة التي يتقرر التوزيع فيها، أي أنها تحتفظ بالحق في تلك الأرباح وحسب النسبة المئوية المحددة من قيمتها الاسمية، في

[1] حسن خلف فليح، مرجع سابق، ص234.

حين أن الثانية لا تحتفظ بهذا الحق عندما تحقق الشركة أرباح ولا تقرر توزيعها، حيث يسقط حقها هذا ولا تحصل على تلك الأرباح في السنوات اللاحقة على النسبة التي لم توزع فيها الأرباح المحققة؛

- **الأسهم الممتازة المشتركة في الأرباح، والأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح:** حيث أن الأولى لها الحق في المشاركة بالأرباح المتبقية بعد اخذ المساهمين النسبة المحددة للأسهم الممتازة من هذه الأرباح، في حين لا يحق في الثانية المشاركة بعد أخذهم الحصة (النسبة المعينة) من الأرباح المحددة لهم؛
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، والأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل:** حيث يحق لحملة الأسهم الأولى تحويلها إلى أسهم عادية، وبالذات حين يكون العائد الذي يتحقق للأسهم العادية يفوق العائد الذي يتحقق لحملة الأسهم العادية في حين أنهم لا يقومون بمثل هذا التحويل إلى الأسهم العادية عندما يكون عائد الأسهم الممتازة يفوق عائد الأسهم العادية، أما الأسهم الثانية فلا يحق لحملتها تحويلها إلى أسهم عادية.

الفرع الثاني: السندات

أولا: تعريف السندات

السند هو صك قابل للتداول تصدره الشركة ويتعلق بقرض طويل الأجل حين تحتاج شركات المساهمة إلى رؤوس الأموال، إما لسبب عجز طارئ في الميزانية أو بقصد توسيع المشاريع، يترتب عليه تعهد من الشركة المقترضة للأموال بدفع قيمة السندات في تاريخ محدد، ويتم الاكتتاب في السندات إما عن طريق الاكتتاب العام أو عن طريق الاكتتاب المحدود يقتصر على عدد معين ومحدد من الأفراد أو الهيئات أو المؤسسات المالية، وبصفة عامة فان القيمة الاسمية للسند تكون اكبر من القيمة الاسمية للأسهم العادية، ويترتب على إصدار السندات تحمل تكاليف ثابتة مثل عمولة ومصاريف الإصدار، وغيرها من المصاريف المرتبطة بعملية الاكتتاب كما أن إصدار السند يرتبط بفائدة تستحق لحامل السند، الأمر الذي يزيد من عبء تكلفة التمويل عن طريق هذا المصدر التمويلي.[1]

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 80.

ثانيا: خصائص السندات

يتميز السند بالخصائص التالية نذكر من بينها:

- السند هو أداة دين لحامله على الجهة المقترضة؛
- لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها؛
- لحامل السند الحق في الحصول على فائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة؛
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد تعتبر من النفقات التي تتحملها المنشاة؛
- لا يشترك حامل السند في الجمعية العامة.[1]

للسندات 3 قيم: القيمة الاسمية، سعر الإصدار، القيمة السوقية.[2]

- **القيمة الاسمية (Faciale)**: هي القيمة المدونة على السند، يتم على أساسها احتساب مبلغ الفائدة السنوية (القسيمة Le coupon)؛
- **سعر الإصدار (La valeur d'émission):** ترافق عملية إصدار السندات حيث تقدم المقرض الأموال للمقترض وحتى يتم تشجيع المكتتبين بها مصدر السندات يقوم بتحديد قيمة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية (au dessous de pair) الفرق بينهما يسمى بعلاوة الإصدار؛
- **قيمة التسديد (La valeur de remboursement)**: ترافق المبلغ المسدد للمقرضين بهدف تسديد السندات، ففي سنوات السبعينات المصدرين كانوا يقترحون قيمة التسديد أعلى من القيمة الاسمية، الفرق بينهما يسمى بعلاوة التسديد لكن من ذلك الوقت فصاعدا أصبح تسديد السندات يتم بقيمتها الاسمية أو إعادة شرائها من البورصة في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق بقيمتها السوقية؛

[1] نفس المرجع السابق، ص81.

[2] محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 48.

- **القيمة السوقية (Le cours)**: تسمح بمقارنة السندات ذات المبلغ الاسمي المختلف وتسهيل عملية التسعيرة للسندات، كما أنها تحدد بنسبة من القيمة الاسمية.

- تمتاز السندات بقابلية الاستدعاء، فالجهة المصدرة قد تستدعي السند قبل تاريخ الاستحقاق إذا نصت الاتفاقية على ذلك؛

- قابلية التحويل، فقد تنص شهادة السند على شروط تحويل السند إلى أسهم عادية بسعر محدد وهذا يوفر للشركة إمكانية الحصول على أموال بكلفة اقل وبالنسبة للمستثمر توفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع سعر السهم بأعلى من سعر التحويل؛

- سمة الإطفاء، فقد تلجا بعض الشركات إلى تخصيص صناديق إطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات.

ثالثا: أنواع السندات

اقر المشرع الجزائري بإصدار سندات في القانون التجاري، حيث تعتبر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وتختلف حسب الجهة المصدرة لها ومزاياها المختلفة:

أ. من حيث جهة الإصدار

- **سندات عامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضا تقع على عاتق الحكومة، ويتم الحصول عليها من طرف الأفراد أو الهيئات وذلك بهدف تمويل عمليات التنمية الاقتصادية أو لتمويل المجهود الحربي، قروض حربية أو لمواجهة التضخم؛
- **سندات خاصة:** وهي السندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات المالية لتمويل استثماراتها بدل اللجوء إلى أسهم جديدة وتعتبر هذه أكثر مخاطرة من السندات الحكومية لان الشركات تكون عرضة للإفلاس في حالة عدم قدرتها على تسديد الدين.[1]

ب. من حيث طبيعتها

- **السندات العادية:** وهي السندات الصادرة بالقيمة الاسمية أي القيمة المبنية عليها والتي يجب على المكتتب أن يدخلها بالكامل عند الاكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد؛

[1] مجيد ضياء، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة ، القاهرة- مصر، 2003، ص 45.

- **السندات ذات المعدل الثابت:** وهي السندات التي تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة؛[1]
- **السندات ذات المعدل المتغير: تكون** الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق؛
- **السندات المشاركة:** يعطي هذا النوع من السندات ليس فقط الفوائد الدورية وإنما أيضا في جزء من الأرباح، حيث يعتبر هذا النوع من الاتجاهات الحديثة للسندات.

يشبه هذا النوع من السندات الأسهم الممتازة المشاركة، حيث تمنح المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنشاة بمعنى آخر فانه بالإضافة إلى القواعد المحددة دوريا يشارك حملة هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقا لشروط تحددها المنشاة مسبقا.

الجدول رقم (1– 4): مقارنة بين الأسهم والسندات

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

المصدر: مجيد ضياء، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة ، القاهرة– مصر، 2003، ص 45.

[1] فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان– الأردن، 2008، ص 78.

المطلب الثاني: الأوراق المختلطة

أولا: التعريف بالأوراق المختلطة

من اجل تسيير تعهدات المصدرين تم ابتداع أوراق مالية مابين الأسهم والسندات تسمى بالأوراق المختلطة Les titres hybrides أو قيم منقولة مركبة تمزج بين خصائص أدوات الملكية وأدوات المديونية وأحيانا تضم خصائص الخيارات Les options.[1]

ثانيا: خصائص الأوراق المختلطة

المكونات الأساسية للأوراق المختلطة تتمثل فيما يلي:

- القيمة الاسمية هي القيمة التي تسدد للمستثمرين في تاريخ الاستحقاق؛
- الفائدة على القيمة الاسمية تحدد مسبقا بالقسيمة (coupon) تمنح للمستثمر بالإضافة إلى القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق؛
- تاريخ الاستحقاق هو تاريخ التحويل إذا كانت هذه الأوراق من نوع السندات القابلة للتحويل إلى أسهم؛
- سعر التحويل وهو نسبة الأسهم الممنوحة لكل سند قابل للتحويل يحسب كما يلي:

سعر التحويل = القيمة الاسمية للسند / عدد الأسهم الممنوحة على السند ، يمكن أن تكون هذه النسبة ثابتة إذا تم تحويل سند واحد بسهم واحد.

ثالثا: أنواع الأوراق المختلطة

- **سندات المساهمة (Tp) Titres participatifs**: هي أوراق مالية مختلطة تجمع بين الأسهم والسندات لها خصائص متعددة حيث تعتبر بالنسبة للمصدر من الديون الأبدية حيث أن بعض الكتاب الفرنسيين يعتبرونها بمثابة أموال شبه خاصة لأنها غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة، أما بالنسبة

[1] فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق، ص 39.

للمكتسب بها فهي تمنح له فائدة جزء منها ثابت ومضمون والجزء الأخر متغير مرتبط بأداء المؤسسة (رقم الأعمال، القيمة المضافة، النتيجة الصافية)؛

- **سندات بقسائم الاكتتاب (Obligation a bon de souscription)**: تتمثل سندات بقسائم الاكتتاب في الأسهم (OBSA) وسندات بقسائم الاكتتاب في السندات (OBSO) وسندات بقسائم الاكتتاب في أسهم مسددة (OBSAR) وخاصية هذا النوع من الأوراق أنه تم إصدار سندين مرة واحدة يتمثلان في سند تقليدي وقسائم الاكتتاب تعطي حق الخيار بالاكتتاب باسهم أو سندات الشركة المصدرة وعملية الاكتتاب تتم بطلب من حامل السند من تاريخ إصدار القسائم إلى تاريخ استحقاقها حيث أن بعد الاكتتاب في حالة (OBSA) يتم تسعير كل من السند وقسيمة الاكتتاب أما في حالة (OBSO) القسائم تسعر منفصلة عن السندات وتتداول في البورصة بصفة مستقلة.
- **السندات القابلة للتحويل (obligations convertibles)**: هي سندات بمعدل فائدة ثابت حيث أن حاملها يمكن أن يحولها إلى أسهم للشركة المصدرة لهاته السندات في فترة زمنية محددة وبسعر تنفيذ معين.[1]
- **الأوراق المالية التابعة (Les titres subordonnés)** : يمكن التمييز بين نوعين من الأوراق المالية التابعة تتمثل في الأوراق المالية التابعة لفترة غير محددة **(TSDI)** Titre**s** subordonnées a duréé indéterminée والأوراق المالية التابعة القابلة للتسديد **(TSR)** Titres subordonnée remboursables حيث أن **(TSDI)** غير قابلة للتسديد من حيث المبدأ إلا عند تصفية الشركة وفترة القرض تكون غير معروفة ويمكن أن تكون طويلة لهذا السبب يمكن اعتبار هذا النوع كأموال شبه خاصة (ديون أبدية) بينما الأوراق المالية القابلة للتسديد فلها ميعاد استحقاقها.
- **شهادات الاستثمار(Les certificats d'investissment)**: تشبه الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية كما أن لحملتها نفس حقوق حملة الأسهم العادية، فيما يتعلق بتوزيع الأرباح واقتسام الممتلكات عند التصفية غير أنها لا يمتلكون الحق في التصويت فهذه الشهادات هي عبارة عن جزء من السهم إذ يتمثل

[1] فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق، ص 40.

الجزء الأخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها وإنما هي حق لحملة الأسهم العادية.

رابعا: الوظيفة الاقتصادية للأوراق المختلطة

تصدر شركات الأوراق المختلطة لأنها تسمح للمؤسسات الكبرى بتنويع مصادر التمويل والتسيير الأحسن لهيكل التمويل ويتبين ذلك من خلال:[1]

- **كلفة المعاملات:** نأخذ مثلا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تحقق فوائد للمصدر تتمثل في أنها تعتبر إحدى أدوات التمويل قليلة التكلفة، أي الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة إذا كان سعر إصدار الأسهم منخفض مقارنة بسعر تسديد السندات، كما أنها تمنح للمصدرين الارتفاع المؤجل عند القيام بعملية التحويل حيث عندما يكون سعر السهم اكبر من سعر السند القابل للتحويل وكان كذلك مردود السهم أعلى من الفائدة على السند له كذلك منفعة من عملة التحويل هذه بالإضافة إلى أن هذا النوع من الأوراق يتمثل في استدانة مؤقتة بما أن الديون تتحول إلى أموال خاصة.

وإذا أخذنا السندات بقسائم الاكتتاب بالأسهم، فحامل السند له خسارة محدودة بقيمة القسيمة وربح غير محدود حيث أنه يمارس حقه بالاكتتاب إذا كان سعر السهم الممكن شراؤه (pris d'exercice) مضافا إليه سعر حيازة القسيمة أقل من سعر الأصل الضمني (السند الأساسي).

- **مؤشرات الملائمة:** الأوراق المالية التابعة مثلا لها خاصية الأموال الشبه خاصة حيث أنها تسهل عملية التسيير في الأجل الطويل للتمويل للمؤسسات التي هي بحاجة إلى التمويل. فمردودية هذه الأوراق على مستوى السوق يمكن اعتبارها كمؤشرات مناسبة لمعرفة حالة المصدرين المعنيين. كل ارتفاع أو انخفاض في المردودية لهذا النوع من الأوراق يمكن إسناده إلى اعتبارات الملائمة، حيث أن الحائزين على هذه الأوراق يراقبون الشروط المالية للمصدر أي إذا كانت لديه الملائمة الكافية (القدرة على التسديد).

[1] المرجع نفسه، ص ص 41- 42.

- **تسيير تناقض المصالح**: الأوراق المختلطة تضمن بطريقة جيدة لتسيير تناقص المصالح بين المساهمين والدائنون بما أن المساهمين يمتازون في تطبيق إستراتيجية في تطوير المؤسسة تحقق من خلالها الأهداف التي تتعرض للمخاطر في حين أن الدائنون لا يهتمون لا بضمان الأمان لحقوقهم المتمثلة في الفائدة الثابتة المستقلة عن النتائج المحققة من طرف المؤسسة فمثلا حامل السند يمكن أن يصبح مساهم (حالة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم) إذا كان ذلك يحقق له منفعة.

خلاصة الفصل:

وفي الأخير نستخلص من هذا الفصل بأن البورصة هي أحد أهم آليات إقتصاد السوق منذ فترة طويلة كما أنها أداة فعالة في تحريك الاقتصاديات وتنشيط الحركة المالية، كما أنها مصدر تمويل التنمية الاقتصادية لجميع المؤسسات، وإضافة إلى ذلك تلعب البورصة أهمية بارزة في الاقتصاد وحركة الأموال لأنها تقوم بجلب رؤوس الأموال غير موظفة في القنوات الاستثمارية، وتحويلها من أموال خاملة غير مؤثرة إلى رؤوس أموال موظفة ومؤثرة في الاقتصاد، هذا من جهة ومن جهة أخرى لها دور كبير في تلبية الاحتياجات التمويلية للدولة وإدارتها العمومية.

فالبورصة هي سوق مثالية يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسي في تكوين وحدة السعر، وهي كأي سوق أخرى تحتاج إلى منتجات التعامل ، ومنتجاتها هي الأوراق المالية " الأسهم، السندات، أوراق المختلطة" فهذه القطعة من الورق هي منتوج هذا السوق وهي دليل ملكية للمستثمر في البورصة كما أنها تحدد حقوقه، حيث تؤدي هذه الأوراق عددا من الوظائف الاقتصادية العامة والضرورية. وذلك من خلال البورصة فالشركات تحتاج إلى مصادر تمويل أي هي تساعد على توفير التمويل.

الفصل الثاني: كيفية الاستثمار في البورصة وأهم الأزمات التي تتعرض لها

تمهيد:

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية لسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأمر بدرجة كبيرة بأداء ومردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني.

إن المتأمل للحياة الاقتصادية اليوم يرى أن معظم الاستثمارات تعتمد في تمويلها على ما يعرف بالسوق المالية، باعتبارها مكان استقطاب المستثمرين خاصة خلال التطور التكنولوجي للمعلومات والاتصال التي ساعدت على ترابط الأسواق وتطوير الأدوات المالية فيها، حيث أصبحت المحافظ من أهم الأدوات التي تسمح للمستثمر أن يختار بما ينسجم واحتياجاته من خلال تجميع الأوراق المالية المفردة في حقيبة استثمارية واحدة. وتبحث نظرية المحفظة الحديثة عند إيجاد العلاقة التي تربط بين عائد هذه الأوراق المالية ومخاطرها والتي على أساسها يتم اتخاذ قرار البيع والشراء، ولما لهذه القرارات من أهمية بالغة في عملية الاستثمار توجب على المستثمر اتخاذ كافة الأساليب والوسائل التي تمكنه من إدارة هذه المحفظة والتنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات لمعرفة الحالة الاقتصادية العامة للدولة، وإعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن المحفظة واستخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

وعليه فأي اختلال في توازن أداء والمردودية الاقتصادية للمؤسسة يؤدي إلى أزمة مالية وهذا لعدم تناسق قرارات المستثمر وأداء مؤشرات نشاطاته المالية ، مما يجد المستثمرون صعوبة في تحقيق عوائد ايجابية لاستثماراتهم نتيجة لتعرضهم إلى التقلبات والأزمات مالية.

قمنا بتخصيص هذا الفصل لدراسة كيفية الاستثمار في البورصة وأهم الأزمات التي تتعرض لها حيث تطرقنا لتقسيم الفصل إلى مبحثين:

- **المبحث الأول:** كيفية الاستثمار والتعامل في بورصة الأوراق المالية.
- **المبحث الثاني:** أزمة البورصات العالمية.

المبحث الأول: كيفية الاستثمار والتعامل في بورصة الأوراق المالية

يقوم المستثمرون في سوق الأوراق المالية بتشكيل محفظة على تعظيم العوائد و التحكم في المخاطر الممكنة للأوراق المالية المشكلة لها، بحيث يستند في اتخاذ قراراته على أساليب ووسائل مختلفة للتنبؤ وهذا من أجل تحقيق التوزيع الأمثل للأصول المالية وتحديد أفضل الفرص الاستثمارية.

المطلب الأول: أسس اتخاذ القرار الاستثماري

يوجد نوعان من الاستثمارات من حيث نوع الأصل المحصل عليه من جراء عملية الاستثمار هذان النوعان هما: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.[1]

فالاستثمار المالي يقصد به شراء تكوين رأسمالي موجود، وما يهمنا في هذا الموضوع هو الاستثمار في البورصة الذي يعني شراء حصة بشكل مباشر في رأس المال (سهم) أو حصة في قرض (سندات)، كما يمكن أن يكون الاستثمار في البورصة استثمار غير مباشر على شكل محفظة تتكون من أصول مختارة بهدف تحقيق أهداف مالية حيث يمكن شراء مثلا حصة في منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة (OPCVM) سواء من شركات استثمار ذات رأس مال متغير (SICAV) أو الصناديق المشتركة للتوظيف (صناديق الاستثمارECP) فشراء الحصة تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة. وعملية الاستثمار تتم باتخاذ القرار حيث تستلزم الضرورة أن يكون ناجحا ولكي يكون كذلك لابد إتباع أسلوب التخطيط في اتخاذ القرار لناحية تحديد الهدف من الاستثمار، تهيئة البيانات والمعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، تحليل ودراسة الجوانب المالية للمبادئ الاستثمارية، اختيار البديل الاستثماري الأفضل والمسالة الأخرى التي يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذها بعين الاعتبار هي اعتماد عدد من المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار.

كما يجب على المستثمر أن يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما: العائد المتوقع من الاستثمار ودرجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية، وحتى يقوم المستثمر بكل هذه الخطوات لابد عليه أولا من تحديد واعتماد إستراتجية استثمار ملائمة.

[1] زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2005، ص35.

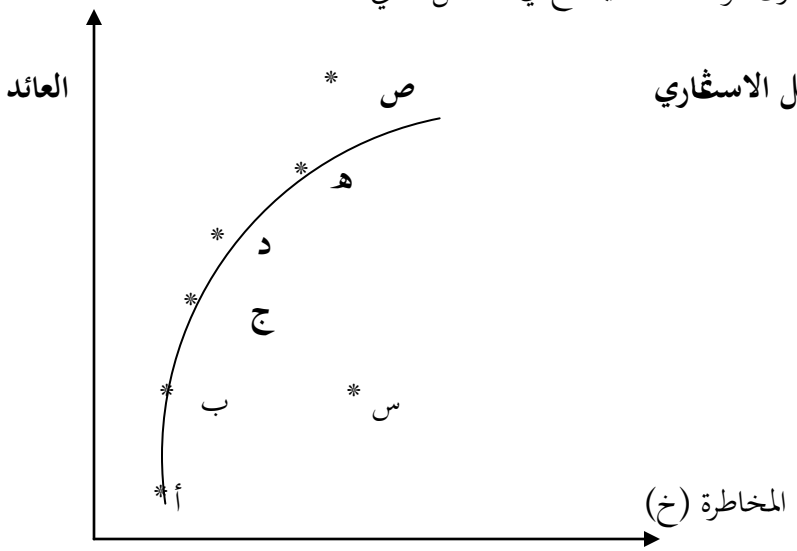
الفرع الأول: الإستراتجية الملائمة للاستثمار

تختلف استراتجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري (Investor Preference Curve) والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية الثلاثة التالية:[1]

- الربحية Profitability؛
- السيولة Liquidity؛
- الأمان Safety.

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه وعلى هذا الأساس فان المنحنى التفضيلي لمستثمر ما، "هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة Trade- off بين العائد الذي يتوقعه من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى" وذلك كما يتضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2– 1): منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر: مُحَّد مطر، فايز تيم إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة1، دار وائل للنشر،الأردن– عمان،2005،ص20.

[1] مُحَّد مطر، فايز تيم إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة1، دار وائل للنشر،الأردن– عمان،2005،ص ص 19– 20.

فكما يتضح في الشكل أعلاه تعتبر الأدوات الاستثمارية (أ.ب.ج.د.هـ) مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي. أما بالنسبة للأداتين س، ص فالأولى منها غير مقبولة كونها تحقق للمستثمر عائدا أقل مما تحققه (د) مع أنها ستحمله نفس المستوى من المخاطرة. أما الثانية وهي (ص) فهي وان كانت تستحق له عائدا أعلى من (ب) وبنفس المستوى من المخاطرة إلا أنها غير متاحة لذلك المستثمر وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية التي سبقت الإشارة إليها ينقسم المستثمرون بشكل عام في ثلاثة أنماط هي:[1]

❖ **المستثمر المتحفظ (Conservative investor):** وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان والأولوية على ما عداه وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة. وغالبا ما نجد هذا النمط في كبار السن، وذوي الدخل المحدود؛

❖ **المستثمر المضارب (Speculator)**: وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار؛

❖ **المستثمر المتوازن (Balanced investor)**: وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتدني درجة المخاطرة.

ويمكن أن نبين أهم الفروق بين الاستثمار Investment والمضاربة Speculation وحتى المقامرة Gamblingبحيث كلما ابتعد المضارب عن المستثمر النموذجي فانه يميل ليكون مقامرا متعاملا بالصفقات السريعة والمراهنات الخطيرة على العوائد والأصول معا.

الفرع الثاني: اعتماد خطوات محددة عند اتخاذ القرار

أصبحت المحافظ من أهم الأدوات التي تسم للمستثمر أن يختار بما ينسجم و احتياجاته الاستثمارية من خلال تحديد الأهداف ثم تقييمها للوصول إلى اكبر عائد خالي من المخاطر والتي على أساسها يتم اتخاذ قرار البيع والشراء.

[1] مُحَّد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 21.

أولا: تحديد الأهداف المرجوة في الاستثمار في الأوراق المالية

عند وضع الأهداف الاستثمارية يجب الأخذ بعين الاعتبار الوقت الزمني المستهلك لتوفير مقدار المال، بمعنى كيف يلحق المستثمر بالوقت المناسب الذي يحدده لجمع المال الذي خطط لتوفيره من أجل القيام بعملية الاستثمار وبعد وضع هدف واقعي في وقت زمني معقول يجب تحديد كمية المال اللازمة للاستثمار على أساس منظم لتنفيذ الهدف. يعتمد مفتاح النجاح في البورصة على الالتزام بتحقيق الأهداف، فإذا قرر المستثمر القيام بالاستثمار على سبيل التجربة فلن ينجح، حيث تختلف أهداف الاستثمار حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر ومستوى طبيعة طموحاته الاقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات وما يسود من مناخ استثماري في محيط نشاطاته وما يتميز به شخصيا أو ما يعتمد عليه من قدرات أو أجهزة إدارية وقد تتمثل هذه الأهداف فيما يلي:[1]

- المحافظة على رأس المال المستثمر وذلك بعد دراسة المستثمر للمخاطر المتوقعة وما يجنب رأس المال هذا من تأثيرات سلبية لهذه المخاطر؛
- تحقيق عوائد مستمرة ومستقرة حيث أن المستثمر يهتم بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد؛
- استمرار السيولة النقدية لأنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة لاستعمالها لمواجهة متطلبات الحياة في مختلف الميادين من تغطية النفقات الجارية أو إيفاء الديون المستحقة عليه.

ثانيا: التحليل الاستثماري

يعرف التحليل الاستثماري بأنه احد المهمات الرئيسية التي يباشرها المستثمرون والمحللون والأطراف المتعلقة بالسوق المالي كافة من اجل التعرف الذاتي على مواقع الضعف أو الانحرافات لتصحيحها ومواقع القوة لتعزيز الايجابيات فيها والهدف من التحليل الاستثماري هو السعي لتقديم خدمة توعية المستثمرين وتقديم أفضل المعلومات والبيانات التي تساعدهم في بناء القرار الاستثماري الصحيح، حيث ينقسم التحليل الاستثماري إلى نوعين: التحليل الأساسي والتحليل الفني.[2]

1. التحليل الأساسي: يقوم التحليل الأساسي على تحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية و مختلف العوامل المؤثرة في الاقتصاد بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشاة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي

[1] مروان شموط، عبود كنجو كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة- مصر، 2008، ص ص 12- 16.

[2] فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق،ص ص 159- 166.

تتعرض لها تلك الربحية و تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة.[1]

يقوم التحليل الأساسي على دارسة البيئة الاقتصادية العامة، وهذه الدارسة تمكننا من معرفة أثر ذلك على الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، ثم التطرق بعد ذلك إلى وضع أو مركز الشركة داخل هذه الصناعة، بالتالي تحديد القيمة الحقيقية للسهم، ومن ثم اختيار الشركة المناسبة للاستثمار في أوراقها المالية. ويمر التحليل الأساسي بالمراحل التالية:

- **التحليل الاقتصادي**: يشمل تحليل الاقتصاد لأي بلد بالدرجة الأولى على درجة النمو الاقتصادي، موقع الاقتصاد من الدورة الاقتصادية أي حالة رواج أو كساد، السياسية المالية، السياسية النقدية، معدل التضخم، معدل الصرف، ويحاول المحللون الأساسيون عن طريق دارسة هذه العوامل الاقتصادية التنبؤ باتجاه سوق البورصة؛
- **تحليل الصناعة**: يتم تحليل الصناعة من خلال تحليل التطور التاريخي لمبيعات المؤسسة و أرباحها، تقدير حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة، تحليل ظروف المنافسة، تحليل طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة تأثير التدخل الحكومي في المؤسسة والنشاط الاقتصادي والتحولات الاجتماعية التي تؤثر على الصناعة؛[2]
- **تحليل الشركات**: يهدف تحليل الشركات بدرجة أولى لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على المنافسة؛ إن دارسة أوضاع الشركات ومتابعة أحوالها باستمرار يمكن المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات ايجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها.

2. التحليل الفني: يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الأسعار في الماضي أو حركة التداول ويهدف التحليل الفني عادة إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ولذلك فأحيانا يطلقون على التحليل الفني أنه يجيب على التساؤل الخاص بمتى ؟ والتحليل الأساسي يجيب عن السؤال الخاص بماذا ؟.[3]

[1] ليندة ايت بشير، أساليب التنبؤ في إطار النظرية الحديثة للمحفظة المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد 01، جانفي، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2018، ص ص 113- 114.

[2] محمد احمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية و التحليل الأساسي)، ط1، دار زمزم، عمان- الأردن،2009،ص ص 104- 105.

[3] William,f sharpe, Gordon,j .Alexander, investment, prentice-Hall international INC, london1990,p 683.

وتعتبر نظرية داو (Dow theory) من أشهر أدوات التحليل الفني وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة أسواق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات وتشير نظرية داو إلى وجود ثلاث حركات سعرية الأولى هي حركات يومية تحدث من يوم إلى أخر والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال أسابيع أو شهر والثالثة تستغرق عدة سنوات. حيث يستمر حدوث تغير لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد. يستخدم التحليل الفني نوعين من الأدوات:

- **أدوات التحليل الفني لأسعار السوق:** تهدف إلى قياس اتجاه الأسعار في السوق من ناحية اتجاه عن حركة الأسعار في المستقبل للأسهم ومن أهم المؤشرات هو مؤشر بارون الذي يعرف بمؤشر الثقة.[1]

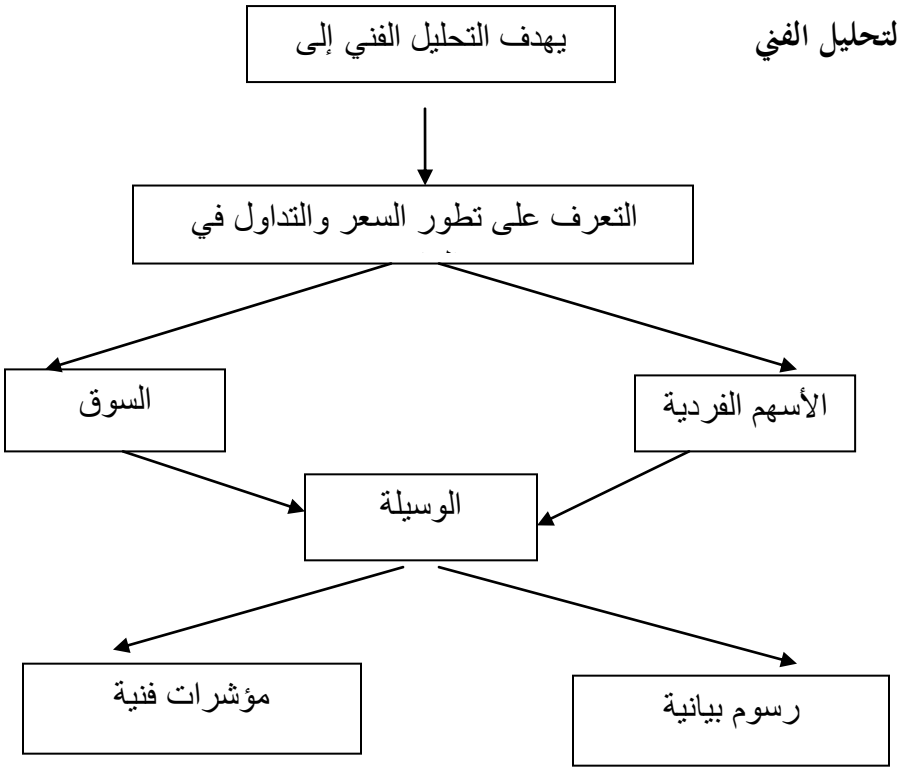
$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \times 100$$

- **أدوات التحليل الفني لسعر الورقة المالية:** يعتقد الفنيون أن حركة التغير في سعر الورقة المالية تتخذ نمطا معينا من خلال تتبع التنبؤ بالسعر في المستقبل. ويعتمد في هذا الصدد على الخرائط البيانية. ومن أهم هذه الأدوات المؤشر أو خريطة القوة النسبية حيث يتم حساب معدل العائد لكل سهم ثم يتم تصنيف الأسهم التي تتسم بارتفاع عائدها خلال الفترة الزمنية على أنها تتسم بقوة نسبية وتتميز بعائد كبير.[2]

[1] منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية،منشاة المعارف، الاسكندرية- مصر،1999،ص 43.

[2] إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر، 2000، ص 49.

الشكل رقم (2-2): إطار التحليل الفني



Source charles, p.jones investment analysis and management, john wiley & sons, INC, new York,1996,p 608.

ثالثا: تقييم أدوات التوظيف

بالإضافة إلى التحليل الاستثماري الذي يقوم به المستثمر للأوراق المالية عند اتخاذه القرار وقبل أن يختار الأداة الذي يريد الاستثمار فيها عليه أن يحلل الأوراق المالية المتواجدة بمعنى معرفة وتقدير التدفقات النقدية المتوقعة التي يحصل عليها المستثمر والخطر المصاحب لهذه التدفقات لكل ورقة وبعد ذلك يقوم باختيار الورقة المالية المناسبة لرغباته وميوله (أي إن كان مستثمر متوازن أو مضارب أو متحفظ).

1. العائد (Le rendement)

يعتبر العائد الحافز الأول لاختيار الأداة المراد الاستثمار فيها وهو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الأموال التي يدفعها من اجل حيازة أداة الاستثمار أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يحصل عليها المستثمر نتيجة تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمر الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل.[1]

[1] مُحَّد مطر، مرجع سابق، ص 22.

ويتم مقارنة العوائد للأدوات الموظفة يجب تقييمها وذلك بالشكل التالي:

- **تقييم الأسهم**: إن قيمة الأسهم هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تدرها الأسهم وصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية تأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للسهم بعد امتلاكه الأرباح الموزعة على حملة الأسهم. فالقيمة الحالية ترتكز على مفهوم الخصم الذي تخضع له التدفقات النقدية بسعر خصم معين حتى يمكن معرفة قيمتها الحالية، ورياضيا يمكن التعبير عن هذه الفكرة بالعلاقة التالية: [1]

حيث:
$$P0 = \frac{(d1+p1)}{(1+R1)}$$

P0: سعر السهم في الفترة الحالية، d1: الأرباح الموزعة في نهاية الفترة القادمة، P1: سعر السهم في نهاية الفترة القادمة، R1: سعر الخصم

- **تقييم السندات**: إن عملية تقييم السندات تقوم أساسا على تقييم مصدرين من التدفقات النقدية التي يحصل عليها حملة السندات المتمثلة في الفوائد السنوية الثابتة والقيمة الاسمية المدونة على السند وذلك بإيجاد القيمة الحالية لهما، ورياضيا يمكن التعبير عنهما بالعلاقة التالية:

حيث:
$$V = \frac{\sum C}{(1+K)^t} + \frac{MV}{(1+K)^n}$$

C: الفائدة السنوية، MV: القيمة الاسمية، n: عدد السنوات، K: سعر الفائدة السنوي السائد في السوق، V: قيمة السند في اللحظة t

2. المخاطر (Les risques)

لا يمكن أن نتحدث عن عائد بدون مخاطرة التي تنشا عن عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض.[2] والمخاطرة لها مصادر مختلفة تتمثل فيما يلي:

[1] Patrick navatte Finance d'entreprise et théorie des options, Economica, Paris,1998,p p 71- 74.

[2] المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013، ص79.

- **مصادر المخاطر المنتظمة:**

من هذه المصادر:[1]

- تقلب في الأسعار أو معدلات الفائدة؛
- مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد؛
- المخاطر السوقية؛
- تقلب معدلات ضريبة الدخل...

- **مصادر المخاطر غير المنتظمة:**

-مخاطر الإدارة؛

-مخاطر الصناعة.

قياس المخاطر: تعتبر المخاطر من المواضيع التي من الصعب قياسها حيث أن مفهوم المخاطر هو درجة عدم التأكد أو عدم انتظام العوائد فاقرب مقياس لقياس المخاطر للسهم الواحد هو التباين، حيث يقيس هذا

المعيار التشتت للعوائد عن المعدل بالإضافة إلى التشتت. يمكن أن نستنتج منه الانحراف المعياري، فالانحراف المعياري أفضل معيار لقياس المخاطر ويحسب بالشكل التالي:

$$\delta = \frac{\sqrt{\sum(Ri - Ri)^2}}{n-1}$$

حيث: δ: الانحراف المعياري، Ri: قيمة المتغير، Ri^2: الوسط الحسابي للقيم، n:عدد السنوات.

الفرع الثالث: الاستناد إلى المبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

يمكن تحديد أهم المبادئ التي تعتمد عليها قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية ومن بينها: [2]

[1] مُحَمَّد مطر، فايز تيم، مرجع سابق ،ص ص 43- 48.

[2] مُحَمَّد مطر، فايز تيم، مرجع سابق ،ص ص 22- 24.

1. **مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:** يعتبر هذا المبدأ ركنا أساسيا من أركان القرار الاستثماري، ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر تتسم بالندرة Scarcity بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض.
2. **مبدأ الخبرة والتأهيل:** يقضي هذا المبدأ بان اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين. ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة.
3. **مبدأ الملائمة:** يشكل مبدأ الملائمة Relevance واحدا من الأركان الأساسية التي يفترض بالمستثمر مراعاتها عند وضع الإستراتجية الاستثمارية. ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له.
4. **مبدأ التنويع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:** يمكن تلخيص مجمل أهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف على الاستثمار، هذا يعني أن كل مستثمر يحدد في العادة العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة (هدف).

المطلب الثاني : الاستثمار بمحفظة الأوراق المالية

أولا: التعريف بمحفظة الأوراق المالية :[1]

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية ثروة في عالم التمويل والاستثمار، تنسب إلى العالم الأمريكي Markozitz الذي وضعها عام 1952 ويقصد بها مجموعة متنوعة من الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو غيرها من الأوراق المالية لأنها تساعد على تقليل حجم الخسائر التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمر لان الأرباح المحققة في الاستثمار بورقة معينة تساعد تغطية الخسائر الناجمة عن الاستثمار في ورقة أخرى فالمحفظة ماهي إلا أسلوب لتخفيض مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق التنويع والتوزيع الأمثل للأموال المستثمرة على أكثر من ورقة مالية وقد اعتمد Markowitz في بناء نموذجه على الفرضيات الأساسية التالية:

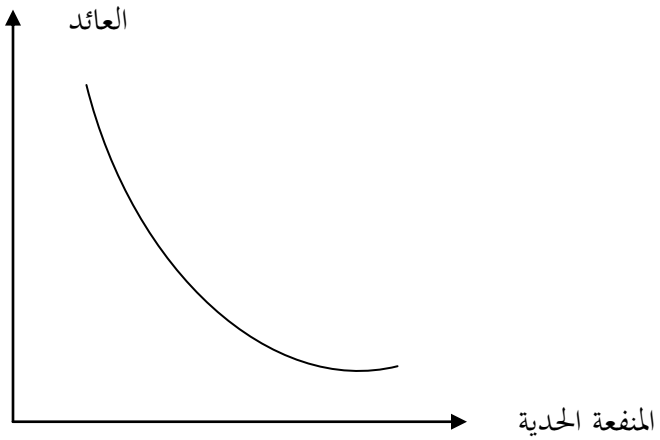
[1] مُحَمَّد مطر ، فايز تيم مرجع سبق ذكره ص ص24- 25.

-يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع احتمالي للعوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية

-المستثمرون من فئة كارهي المخاطرة Risk Averter لدرجة أن إغرائهم لقبول المزيد من المخاطرة مرهون بتوقعاتهم في الحصول على عائد أعلى ولكن مع مراعاة أن حساسيتهم تجاه عنصر المخاطرة متزايدة، وبالنسبة لعنصر العائد ينطبق عليهم قانون تناقص المنفعة الحدية للاستثمار بمعنى أن المستثمر من هذا النمط يحقق منفعة حدية متناقصة من العائد كلما زاد دخله المحقق من الاستثمار.

فالعلاقة بين عنصر العائد على الاستثمار والمنفعة الحدية المحققة عكسية ويمكن تمثيلها بالشكل التالي:

الشكل رقم (2– 3):منحنى المنفعة الحدية



المصدر: مُحَّد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة1، دار وائل للنشر،الأردن– عمان،2005،ص24.

ثانيا: إدارة المحافظ الاستثمارية

عند تشكيل المحفظة الاستثمارية قد لا تتوفر للمستثمر الخبرة الكافية والوقت الكافي لإدارة هذه التشكيلة ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين انشات شركات متخصصة تعرف بشركات الاستثمار تعمل كوسيلة بين المستثمرون المدخرون بين المحافظ الاستثمارية حيث تتلقى أموالا من المستثمرين وتقوم باستثمارها في صناديق وتكون محتويات هذه الصناديق عبارة عن الأوراق المالية المختلفة ويكون للمستثمر حصة في هذه الصناديق حسب رأسماله ويمكن تقسيم هذه الشركات حسب قانون الشركات الأمريكية كما يلي: [1]

[1] مُحَّد مطر، مرجع سابق، ص ص 238– 240.

- **الشركات المقفلة أو المغلقة Closed- End Investment companies**: يكتسب هذا النوع من الشركات تسميته من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه. بمعنى انه و بمجرد انتهاء الاكتتاب الأولي في الشركة لا يجوز لإدارتها أن تطرح حصصا ا واسهما إضافية بقصد زيادة رأس المال، كما لا يجوز لها بالمقابل تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص، وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منها إلا عند التصفية. لكن ثبات رأس المال في هذه الشركات لا يمنع من تداول أسهمها في السوق المالي، وفي الواقع فانه يتم بيع وشراء وحدات هذه الشركات تتحد حسب العرض والطلب في السوق المالي.

ويلاحظ بالنسبة لهذه الوحدات أن القيمة السوقية لها نادرا ما تتساوى مع ما يسمى بصافي قيمة وحدة الصندوق NAV حيث أن صافي قيمة الوحدة الاستثمارية في هذه الصناديق يحسب كالتالي:

$$\text{صافي قيمة الوحدة} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{قيمة الخصوم}}{\text{عدد الأوراق المالية}}$$

- **الشركات المفتوحة Open- End Investment Companies**: نشا هذا النوع عن الشركات بعد النوع الأول (الشركات المغلقة) وقد اكتسب تسميته من كونه مفتوحا في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأس ماله من جهة واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. أي انه يمكن لمدير الشركة أن يطرح أسهما أو حصصا جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولي، كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه وفي أي وقت يراه أن ينسحب من الصندوق حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم فيه عن طريق الاسترشاد بمؤشر صافي قيمة الوحدة المحدد في تاريخ الإطفاء.

يعتبر هذا النوع من شركات الاستثمار الأكثر شيوعا والأكثر شعبية لدى المستثمر العادي، ويمكن للمستثمر شراء حصص من الشركة في أي وقت يشاء، ويمكنه بيع هذه الحصص للشركة في أي وقت يشاء. أي أن الشركة ملزمة قانونيا بالبيع للمستثمر، والشراء من المستثمر. ويتم البيع والشراء حسب صافي قيمة الوحدة. وبذلك فان هذا النوع يختلف عن النوع الأول من الشركات حيث لا يتم تداول حصص النوع الثاني في السوق المالي كما في النوع الأول، كما أن الشراء والبيع يتم بموجب صافي قيمة الوحدة لا أكثر ولا اقل.

ثالثا : سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية

أنواع سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية : يمكن أن نميز بين ثلاثة سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية هي:

- ✓ السياسة الهجومية (أو السياسة غير المتحفظة)؛[1]
- ✓ السياسة الدفاعية (أو السياسة المتحفظة)؛
- ✓ السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية).

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

2. السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة): يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظا جدا اتجاه عنصر المخاطرة و ذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت و تشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية و الأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% . 80%.

3. السياسة المتوازنة (الدفاعية و الهجومية): يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي، في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، و تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة.

[1] طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان- الأردن، 1997،ص 81.

رابعا: كيفية تحليل المحفظة الاستثمارية

بما أن المحفظة تتعلق بمجموعة من الأوراق المالية المختلفة حيث أن هذه الأوراق لها خصائص مختلفة ولها عوائد ومخاطر مختلفة فهل المحفظة ستأخذ خصائص هذه الأوراق المالية؟ من الواضح انه عند وجود عدد كبير من الأوراق المالية والمتنوعة من مصادر مختلفة تكون نتيجة المخاطر اقل مما كانت عليه ورقة مالية واحدة. لذلك لابد من تحديد معدل العائد ومخاطر المحفظة.[1]

ويحسب عائد المحفظة بالشكل التالي:

$$Rp= X_A R_A + X_B R_B$$

وتحسب مخاطرة المحفظة بالشكل التالي:

$$\delta^{2p} = X_A^2 \delta_A^2 + X_B^2 \delta_B^2 + 2X_A X_B P_{AB} \delta_A \delta_B$$

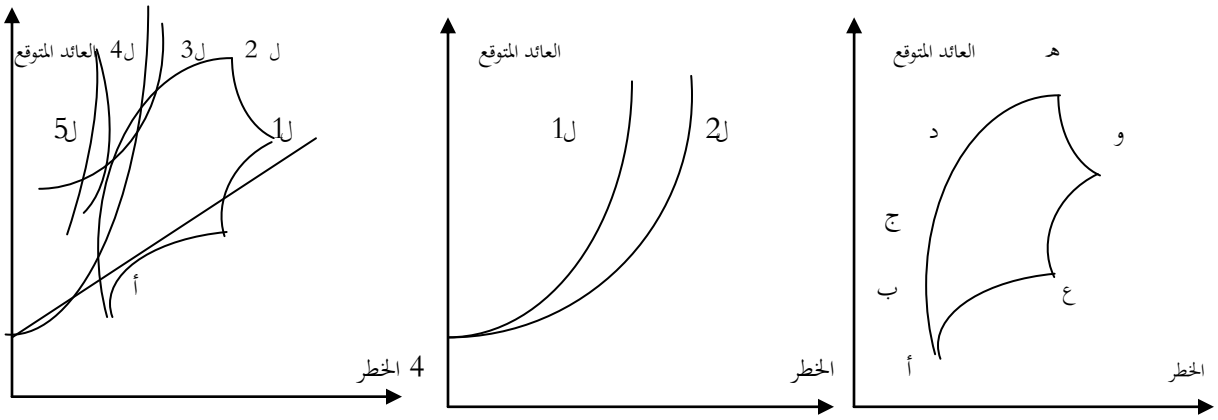
ويقصد بالارتباط اتجاه العائد من استثمار معين في علاقته بالعائد من استثمار آخر أي تحديد ما إذا كان التزايد في العائد من استثمار عائد معين يقابله تزايد أو تناقص في العائد من استثمار آخر.

خامسا: نماذج نظرية محفظة الأوراق المالية :

تبحث نماذج المحفظة عن التوازن بين مخاطر المحفظة و العائد المتوقع فيقوم مدير المحفظة أولا بتحديد المحافظ الكفء من خلال تحديد خط المحفظة وهو ما تعالجه هذه النماذج ثم يبحث ثانيا على المحفظة المثلى التي تتناسب مع احتياجاته وتعرف المحافظ الكفوءة على أنها تلك المحافظ التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من المخاطر .أو التي تحقق أقل درجة من المخاطر في ظل مستوى معين من العائد كما هو موضح في الشكل أدناه. و لمعرفة المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر يجب معرفة اتجاه المستثمر ناحية الخطر وهي دالة المقايضة بين العائد والمخطر. وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء.

[1] فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق، ص ص 79- 80.

الشكل رقم (2– 4): يمثل المحفظة الكفء في اليمين، منحنيات السواء في الوسط و المحفظة المثلى في اليسار.



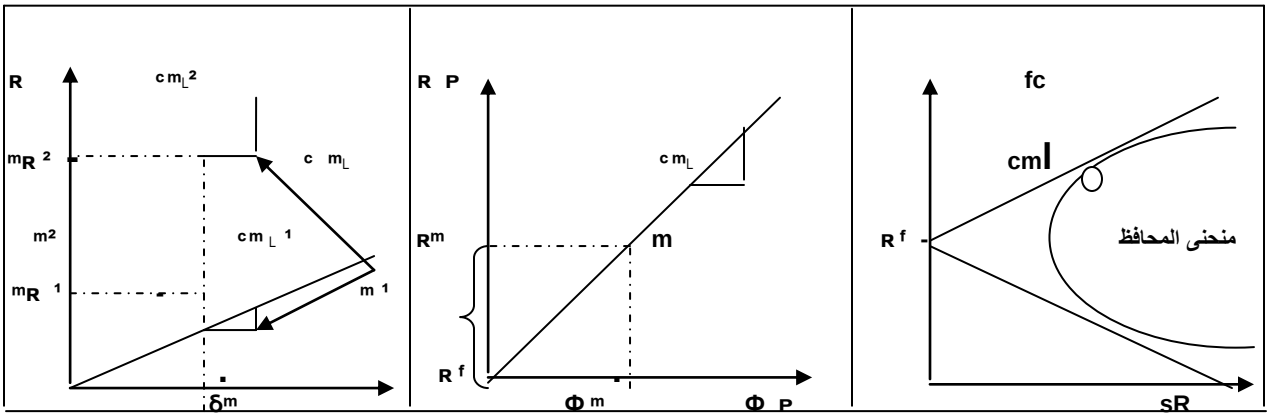
المصدر: مُحَمَّد صالح الحناوي،الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية– مصر،2003، ص ص 275– 277.

أما محفظة المثالية فهي نقطة التماس بين (مجموعة المحافظ الكفء و منحنيات السواء) وتمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوي للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر وهي تمثل النقطة ب على منحنى السواء.

1. **نموذج خط سوق رأس المال(capital Market Line)**: تعد النظرية الرئيسية الخاصة بالعوائد المتوقعة للمحفظة الكفؤة ومقارنتها بالمخاطر المقاسة بالانحراف المعياري و تبحث هذه النظرية عن المحفظة المثلى حيث يمثل ميل خط السوق (CML) مدى تجنب المستثمر للمخاطر فكلما ازداد انحدار خط سوق رأس المال فإن نزعة تجنب المخاطر تزداد مقارنة بزيادة تسطحه ومن أجل اختيار محفظة مثلى يختار المستثمرون محفظة على خط (RFM).[1]

[1] محمود مُحَمَّد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات–أوراق– بورصات)، الشروق للإنتاج و التوزيع، 2005، ص 224.

الشكل رقم (2–5): يوضح خط سوق رأس المال



Source: Mondher Bellalah ،Gestion De Portefeuille: Analyse Quantitatives De La Rentabilité Et Des Risques ، Pearson Education،France،2004،pp 39- 41

يسمح CML بإظهار مجموع المحافظ الكفؤة التي تجمع بين الأصول المالية عديمة المخاطر والأصول المالية ذات مخاطر .تمثل نقطة M نقطة التقاء مع خط سوق أرس المال ويسمي بمنحني المحافظ الكفؤة و إذا كانت المحفظة المالية تتكون من أصول خالية من المخاطر فقط فإن معدل العائد سيكون عند العائد الخالي من المخاطر(RF)أما إذا كانت المحفظة ذات أصول لها مخاطر فالمستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى علاوة المخاطر و هو يمثل الفرق بين معدل عائد محفظة السوق مقاسا لأحد المؤشرات السوقية (Rm) و معدل العائد الخالي من المخاطر كأدوات الخزانة أو السندات الحكومية. وإذا كان m هي المخاطر محفظة السوق فان ميل slop CML يستخرج بالمعادلة التالية:

$$SLOP\ CML = \frac{R^m - R^f}{\delta}$$

نلاحظ من الشكل أعلاه انه كلما زاد ميل خط سوق رأسمال كلما ارتفع العائد من $R^{m\,1}$ إلى $R^{m\,2}$ ومنه يبين لنا خط سوق رأسمال العلاقة المتوازنة بين عوائد المحفظة الكفؤة وبين مخاطر هذه المحفظة كما هو موضح في الشكل أعلاه، فان خط سوق رأسمال يمتد بالخط المستقيم من نقطة العائد الخالي من المخاطر R^f إلى المحفظة المثلى في النقطة .M

2.نموذج تسعير الأصول الرأسمالية(Capital Asset Pricing Mode): طور هذا النموذج في الستينات من القرن العشرين من طرف شارب ، ترينور ، لينتر و موسين و على عكس نموذج خط سوق رأس المال CML يعتمد هذا النموذج على خط سوق رأس المال SML حيث يعكس لعلاقة بين العائد المتوقع ومخاطر المحفظة باستعمال مقياس بيتا و هو مقياس للمخاطر المنتظمة فحسب أصحاب النظرية لا يمكن التخلص من المخاطر المنتظمة على عكس المخاطر غير المنتظمة ب التي يمكن التخلص منها بالتنويع الماركويتز وبرفع كفاءة مسير وثم صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بالمعادلة التالية :

$$R_i = R^f + \beta(R^m - R^f)$$

حيث:

R_i: معدل عائد السهم، R^f: معدل العائد الخالي من المخاطر، β: بيتا السهم درجة حساسية عائد السهم إلى عائد السوق، R^m:معدل عائد السوق وهو متوسط معدلات أسعار الأسهم في السوق.

1. نموذج التسعير بالمراجحة (الاربيتراج): تعتبر نظرية التسعير بالمراجحة APT التي قدمه "روس"بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، وبمعنى أدق يعتبر هذا النموذج حالة خاصة من نظرية التسعير بالمراجحة.[1]

يقوم نموذج تسعير المراجحة على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية والعوامل الداخلية الخاصة بكل شركة على معدل العائد على الأوراق المالية، وتفترض بان كل من هذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على العائد المتوقع للأوراق المالية وحسب طبيعة الورقة المالية ومدى تأثرها بهذه العوامل.و يستند هذا النموذج إلى مجموعة من الفرضيات أهمها:[2]

- يفترض النموذج بان الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في سوق رأس المال؛
- يساهم العديد من المحليين والمتعاملين بدور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد لزيادة الثروة؛
- يفضل المستثمر زيادة الثروة في ظل ظروف التأكد؛

[1] مصطفى نمال فريد ، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية- مصر،2003 ص 319.

[2] دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية،ط1، دار المسيرة، عمان- الأردن، 2010 ص ص 208 – 209 .

- يمكن التعبير عن العائد من الاستثمار في الأوراق المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

يتم استخدام المعادلة التالية :

$$R = E + b^f + e$$

حيث:

R: العائد الفعلي، E: العائد المتوقع للورقة، b^f: حساسة الورقة المالية للتغيير في عوامل المخاطرالمنتظمة،e:العائد الفعلي في ظل عوامل المخاطر المنتظمة.

إن المعادلة المذكورة أعلاه تفترض أن العائد الحقيقي أو الفعلي يساوي العائد المتوقع إضافة إلى حساسية المحفظة لعوامل المتغيرة عبر الزمن، بالإضافة إلى المتبقي من المخاطر، وانه إذا كان هناك عوامل تؤثر على عائد سوق الأسهم فالنموذج يكون وفق الشكل التالي :

$$R = E + \beta^1(f^1) + \beta^2(f^2) + \beta^3(f^3) + \beta^4(f^4)$$

هذا النموذج لم يحدد تفاصيل العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها عوائد الأوراق المالية وقد يغفل بعض العوامل الأخرى التي تؤثر على أرباح الأوراق المالية، ثم على الأسعار في السوق، ولم يتم تحديد تأثير كل عامل على معدل العائد الفعلي والوزن النسبي.[1]

و بالرغم من وجود تشابه بين كلا النموذجين وذلك عندما تكون العوامل المؤثرة هي عامل واحد أي أن نموذج التسعير للأصول الرأسمالية هو حالة خاصة من حالات نموذج تسعير المراجحة حيث يوجد عامل واحد فقط وهو مؤشر العائد السوقي بيتا إلا انه توجد بعض الفروق ولعل أهم هذه الفروق ما يلي:[2]

[1] مرجع نفسه، ص 209 .

[2] سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس ، القاهرة- مصر، بدون سنة نشر، ص234.

- ❖ إن نظرية المراجحة أكثر عمومية حيث لا يشترط ولا تفترض إلى افتراضات عن دالة المنفعة على عكس تسعير الأصول الذي يفترض أن المستثمر يسعي إلى تعظيم منفعته؛
- ❖ إن نظرية المراجحة لا تشترط أن يكون العائد على الأسهم موزعا توزيعا طبيعيا مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛
- ❖ إن نظرية المراجحة أكثر مرونة من نموذج الأصول الرأسمالية، فالعائد على الأصل في حالة التوازن هو دالة لأكثر من عامل أو متغير بينما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يفترض أن عائد الأصل هو دالة بيتا أو المخاطر المنتظمة؛
- ❖ إن نظرية المراجحة لا تشترط أيضا عوامل معينة ذات تأثير وهو ما يمثل احد جوانب المرونة وقد يكون احد العيوب أيضا؛
- ❖ إن نظرية المراجحة لا تشترط أن تكون كل الاستثمارات السوقية ممثلة في محفظة السوق مثل نموذج تسعير الأصول ومن ثم فانه وفقا لهذه النظرية يمكن تقدير عائد التوازن لأي مجموعة نوعية من الاستثمارات أو الأسهم.

المطلب الثالث: مؤشرات البورصة

أدى تطور الأسواق المالية وانتشارها ظهور بما يسمى المؤشرات المالية والتي تعتبر كمعلومات هامة تحتاجها الأطراف المتعلقة بمجال الأسواق المالية.

أولا: تعريف المؤشر

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ... الخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل.

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد اند بور (S&P 500)، ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.[1]

ثانيا: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية. ونظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:[2]

- **متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:** يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداة المحافظ الاستثمارية المالية المنوعة تنويعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.
- **التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:** يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات

[1] حسين عصام، مرجع سابق، ص ص 35- 36.

[2] عبد اللطيف احمد سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر1998، ص ص 233- 234.

الاقتصادية تغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.بالإضافة إلى الاستخدامات الآتية:

- **الحكم على أداء المديرين:** وفقا لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.
- **التنبؤ بالحالة الاقتصادية:** يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما ما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شانه اتخاذ القرار السليم.[1]

ثالثا: كيفية بناء المؤشر

يمر بناء مؤشر الأوراق المالية بالخطوات التالية: [2]

1. مدى ملائمة العينة :

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. وينبغي أن تكون العينة المختارة ملائمة من ثلاث جوانب: وهي الحجم، الاتساع، المصدر.

- **الحجم (size):** يعني عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، وكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر الأكبر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق؛[3]

[1] رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر،2006،ص 114.

[2] عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص 195.

[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 249.

-**الاتساع (Breadth)**: فيعني أن العينة المختارة تمثل وتغطي مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق. وعلى ذلك فان المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي يتضمن أسهما لمنشات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تميز. أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشات المكونة لتلك الصناعة؛

-**المصدر(Source)**: أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو سوق الأساس الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2. تحديد الأوزان النسبية :

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة.وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي :[1]

-**مدخل الوزن على أساس السعر (Price weighting)** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشاة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ولكن يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشاة أو حجمها؛

-**مدخل الأوزان المتساوية: (Equal Weighting)** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر FT30 الذي يجمع ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن؛

-**مدخل الأوزان حسب القيمة: (Value Weighting)** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشاة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذا لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للسعر النسبي. فالمنشات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.[2]

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق ص 196.

[2] عصام حسين، مرجع سابق، ص42.

3. طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة :

تستخدم الصيغة التالية في حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة: [1]

$$Index_t = \frac{\sum P^t Q^t}{\sum P^b Q^b}$$ حيث أن:

$Index_t$: قيمة المؤشر في الفترة t، P^t: إقفال أسعار الأسهم في الفترة t، Q^t: عدد وحدات الأسهم في الفترة t، P^b: إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس، Q^b:عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

رابعا: أهم مؤشرات أسواق المال العالمية

- **مؤشر داو جونز (Dow Jones)**: يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884 م، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896 ، ثم إلى 20 سهم في 1916م، وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم كل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. وعلى الرغم من الشهرة العالمية و الاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا انه يحسب كأي وسيط حسابي.[2]
- **مؤشر ستاندرد أند بورز (standard and poor's)**: ستاندرد أند بورز SP500 (المعروف أيضاً باسم Standard & Poor's 500) ، علامة تجارية مسجلة لمؤشرات S&P Dow Jone ، هو مؤشر جميع الأسهم يتكون من أسهم 500 من أكبر الشركات في الأسواق الأمريكية، يعتبر بشكل عام أفضل مؤشر لكيفية أداء الأسهم الأمريكية.

يتم وزن مؤشر ستاندرد أند بورز S&P 500 من خلال القيمة السوقية، مما يعني أن الشركات الكبرى تشكل جزءً أكبر من قيمة المؤشر وبالتالي يكون لها تأثير أكبر على أدائه. بعبارة أخرى، كل شركة لا تمثل ببساطة 500/1

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق ص 197- 198.

[2] محمد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، ط1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، عمان- الأردن، 2009،ص 143.

من المؤشر. الشركات الضخمة مثل : شركة ابل Apple و شركة أمازون Amazon لها تأثير أكبر على مؤشر ستاندرد أند بورز S&P 500 من الشركات الأصغر نسبياً مثل شركة هارلي ديفيدسون Harley-Davidson .

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة و المنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة ا.ب.م I.B.M وشركة الجنرال موتورز MOTORS GENERAL حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدرالإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر. [1]

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

- **مؤشر ناسداك المركب (NasdaQ Composite)**: يركز على الأسهم المتداولة ببورصة ناسداك، بما في ذلك العديد من شركات التكنولوجيا، ويضم 3000.[2]
- **مؤشر 225 (Nikkeï):** هذا المؤشر هو لبورصة طوكيو يحتوي على 225 قيمة ودراسته جد هامة لأنه يمثل كل المنطقة الاقتصادية في آسيا.
- **مؤشر 40 (cac):** هو مؤشر مرجعي لبورصة باريس تم إبداعه في 31- 12-1987 بقاعدة ذات 1000 نقطة يحسب على أساس عينة تتكون من قيم منقولة ل40 شركة مدرجة على مستوى سوق التسديد الشهري في السوق الأولي .[3]

مؤشر 120 (SBF): يتركب هذا المؤشر من 120 ق منقولة يتم تسعيرها بطريقة مستمرة، هذه القيم هي الشركات الأكثر أهمية مدرجة على السوق المالي حيث أن 40 قيمة هي نفسها المكونة لمؤشر 40 cac. أما 80 قيمة الأخرى

[1] موقع أنترنت، تاريخ الاطلاع (22/ 05/ 2021)، متوفر على:

https://arabberg.com

[2] موقع أنترنت، تاريخ الاطلاع (22/ 2021/05)، متوفر على:

https://www.youm7.com

[3] فاطمة الزهراء بن شعيب، مرجع سابق، ص ص 85- 86.

هي لشركات مسجلة على مستوى السوق الأولي والسوق الثانوي. ويعتبر كمؤشر مرجعي يقيس التغير في الأموال المستثمرة في الأسهم.

المبحث الثاني: أزمة البورصات العالمية

لقد شكل تكرار و انتشار عدوى الأزمات عبر دول العالم، ظاهرة مثيرة للقلق و الاهتمام، لما ينتج عنها من آثار سلبية حادة وخطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي و السياسي للدول المعنية لتنتقل بعد ذلك إلى دول أخرى، ومن خلال هذا المبحث نحاول الوقوف عند مختلف المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية وإلى أنواعها المختلفة بالإضافة إلى أسبابها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية أسبابها وأنواعها

لم يتفق الباحثون والمفكرون الاقتصاديين على وضع تعريف موحد ومحدد للأزمة المالية، فكل له منظوره وتوجيهه الخاص ومع ذلك يمكن ذكر أهم هذه التعاريف على النحو الآتي:

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية بأنها " ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سيماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا على تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنة آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعملة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية[1].

يمكن تعريفها أيضا بأنها: "فترة زمنية تشهد انقلابا حادا في الاتجاه النزولي في مؤشرات الأسواق المالية"[2].

وعرفت أيضا على أنها مرحلة حرجة تواجه المنظومة المالية، ينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها، ويصاحبها تطور سريع في الأحداث ينجم عنه عدم الاستقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدتها وإعادة التوازن لهذا النظام[3].

[1] محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية أنظار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية- مصر،2011، ص14.

[2] عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص317.

[3] إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2009، ص18.

الفرع الثاني: أسباب الأزمات المالية.

هناك جملة من الأسباب تتظافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، تتمثل هذه الأسباب فيما يلي:

أولا: عدم استقرار الاقتصاد الكلي.

إن أحد أهم مصادر الأزمات الدولية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك العاملين في مجال التصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، حيث تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول ودرجة جاذبيتها، إذ كانت تدفقات رؤوس الأموال من و إلى الدول النامية خلال فترة التسعينات سببا مباشرا لحدوث العديد من الأزمات المالية، أما في الجانب المحلي فالتقلبات في معدلات التضخم تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن التضخم وارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية[1].

ثانيا: اضطراب القطاع المالي.

وترجع أسباب الاضطراب في القطاع المالي إلى[2]:

1- تراخي سياسات الإقراض وعدم تلاؤم أصول وخصوم البنوك: يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم المطابقة بين أصول وخصوم البنوك من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة و العاجلة في فترات تكون أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابت مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن البنوك كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية ولفترات الاستحقاق أيضا؛

[1] ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص7.

[2] نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية (الوقاية والعلاج) دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة باتنة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، 2013، ص17.

2- التحرر المالي غير الوقائي: شغل التوسع في منح الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج و انهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية والذي يتواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر، الذي يعني دخول بنوك أجنبية إلى السوق المالي، مما يزيد الضغوط التنافسية على البنوك المحلية لا سيما في الأنشطة الائتمانية غير المهيأة لها، وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها البنك ، وبدون التهيئة والرقابة اللازمة قبل التحرر المالي فإن البنوك قد لا تتوفر لها الموارد والخبرات اللازمة للتعامل مع هذه الأنشطة والمخاطر الجديدة.

ثالثا: سياسة الصرف.

من العوامل التي تساهم في إنشاء بيئة ملائمة للأزمات إتباع الحكومة نظام سعر الصرف الثابت مع عجز مستمر في الموازنة العامة ما ينتج عنه ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع أسعار الصرف الحقيقي

وتزايد عجز ميزان المدفوعات وانخفاض في الاحتياطات من الصرف الأجنبي وهو ما يؤدي إلى انهيار سعر الصرف الثابت.

إذ أن أسعار الصرف الثابتة تشجع على الاقتراض الأجنبي بسبب تجاهل المقترض لمخاطر سعر الصرف

سواء تم الاقتراض الخارجي مباشرة بمعرفة المشروعات المحلية أو بطريقة غير مباشرة من خلال الوساطة المالية المحلية، فإن تزايد القروض بالعملات الأجنبية يساهم في تعرض الاقتصاد المعني بمخاطر الصدمات الداخلية أو الخارجية،[1] ومن ثم لمخاطر الأزمات المالية، وفي المقابل عند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة مثلا سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة و الزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر تناسقا مع متطلبات الأمان المصرفي[2].

[1] جمال بوزيدي، دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية، مذكرة ماجستير(غير منشورة) ، جامعة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص الاقتصاديات المالية والبنوك، 2012، ص315.

[2] مريم طبني،واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية(2002- 2012)، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،2014، ص82.

رابعا: ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي

إن ضعف النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، وضعف النظام القانوني المساند للعمليات البنكية، وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد، وعدم الوضوح و الشفافية يزيد من ضعف وهشاشة القطاعات المالية، ما يؤدي إلى نشوء الأزمات في الدول التي تعاني هذه الأوضاع، كما يحد من قدرة الحكومات على اتخاذ الإجراءات الصحيحة لمواجهة الأزمات[1].

خامسا: تشوه نظام الحوافز

- إن أي نظام صمم للحد من الصدمات والأزمات المالية والمصرفية لن يعمل بنجاح، إلا إذا كان القائمون عليه لديهم الحافز المهم لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة، ويجب أن يكون هناك إحساس مشترك لدى كل من أصحاب البنوك والمديرون والمقترضون وكذا السلطات الإشرافية بأن هناك أشياء سيفقدونها إذا فشلو جميعا في العمل بالطريقة التي تتوافق مع التزاماتهم[2]؛

- حيث لا يتأثر ملاك المصارف والإدارات العليا ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عند مقدرته، ومن ناحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أيضا على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث أو الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغيير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها و إدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من

[1] فتيحة الحبشي، مداخلة بعنوان:تحليل أسباب الأزمة المالية وسبل معالجتها، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة قسنطينة، يومي14- 15 ديسمبر، 2009، ص3.

[2] عبد القادر بادن، دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الأزمات المالية والمصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير(غير منشورة)، جامعة الشلف، تخصص مالية ومحاسبة،2008، ص81.

ناحية وضعف النظم و الإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.[1]

الفرع الثالث: أنواع الأزمات المالية

هناك اختلاف وتعدد في أنواع الأزمات المالية والاقتصادية، يمكن تصنيفها وفق الأنواع التالية:

أولا: الأزمات المصرفية:

يقال أن هناك أزمة مصرفية إذا تحققت المعايير التالية[2]:

- بلغت نسبة الديون المعدومة إلى مجموع القروض بالجهاز المصرفي بنسبة تتجاوز10%؛
- إذا نتج عن الأزمة تأميم بعض البنوك؛
- وجود حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسبيل كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات في تجميد الودائع أو إغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض؛
- إذا تجاوزت تكلفة الإصلاح أو عملية الإنقاذ للنظام المالي 2%من قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

وتأخذ الأزمة المصرفية الأشكال التالية:

1- أزمة السيولة

حيث تبدأ الأزمات المصرفية في الظهور عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، و لأن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات كل المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة. وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى عندئذ تأخذ الأزمة لقب أزمة مصرفية.

[1] رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص177.

[2] عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص ص 317-318.

2- أزمة الائتمان

لكن عندما تتوافر الودائع لدى البنوك ورفضت تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرة المقترضين على الوفاء بطلبات السحب تحث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان.

وتؤدي أزمة الائتمان إلى أحجام أصحاب رؤوس الأموال عن تمويل العمليات الاقتصادية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا بفوائد مرتفعة وبضمانات عالية.

وتحدث الأزمة المصرفية نتيجة الأسباب التالية:

- عدم الاتساق بين أصول وخصوم البنوك، بمعنى أن وجود التزامات قصيرة الأجل يقابلها أصول طويلة الأجل، أو عند وجود التزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية؛
- وجود ضمانات حكومية واسعة وإجراءات تحفز المقترضين على المخاطرة؛
- تحرير مالي مبكر وغير متدرج؛
- زيادة المعاملات المالية التي تجري في إطار معلومات غير متكافئة (غير متماثلة) والتي يمكن ان تسبب تزايد درجة المخاطرة من قبل البنوك والمتعاملين؛
- الصدمات الخارجية مثل التغير في معدلات التبادل الدولي أو ارتفاع في سعر الفائدة العالمي أو تدهور الصادرات؛
- توسع مفرط في الإقراض؛
- يلعب نظام سعر الصرف المتبع دورا في إحداث الأزمة.

3- أزمة العملة

تعرف بأنها الوضع الذي تؤدي إليه الهجمات من قبل المضاربين على العملة المحلية إلى استنزاف مستمر ومتواصل للاحتياطات من العملة الأجنبية أو حدوث تخفيض حاد في قيمة العملة المحلية إذا نجحت المضاربة.

ويقال أن هناك أزمة عملة (تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات) عندما[1]:

- يحدث ارتفاع كبير في سعر الصرف الأجنبي (انخفاض في قيمة العملة المحلية مقومة بعملة أجنبية) أو إجبار السلطة النقدية على التدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف؛
- ارتفاع كبير في سعر الفائدة المحلية؛
- عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة؛
- اتخاذ السلطات النقدية قرارا بتخفيض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة وبالتالي تحدث ازمة قد تؤدي لانهيار سعر تلك العملة. وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997؛
- قيام الدولة بتعويم عملتها. وعلى الرغم من ان قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية. إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حال وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.

وهناك ثلاث أسباب لحدوث أزمة الصرف وهي:

- عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف؛
- المضاربة والتوقعات في ظل عدم تماثل المعلومات؛
- الصدمات الخارجية.

4- أزمة المديونية

وهي الأزمة التي تواجه دولة ما في حالة عدم قدرة تلك الدولة على الوفاء بفوائد ديونها الخارجية، وتحدث هذه الأزمة لأسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي كارتفاع مستوى التضخم وعجز الحساب الجاري والتوسع المفرط في

[1] عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص319.

الاقتراض، ويسمى القرض الخارجي بالقرض السيادي والذي يعرف بأنه القرض المقدم للقطاع الرسمي الحكومي لدولة ما.أو قرض قطاع خاص مضمون (مكفول) من قبل الدولة المقترضة.ومن أشهر أزمات المديونية الخارجية هي أزمة المكسيك التي حدثت عام 1982م حينما أعلنت دولة المكسيك في الثاني عشر من آب بأنها عاجزة عن تسديد ديونها البالغة 80 مليون دولار إلى المصارف الدولية بسبب عدم قدرتها على التسديد وتعرضت بذلك إلى أزمة مديونية دولية[1].

المطلب الثاني: تاريخ الأزمات المالية وعلاقتها بالبورصات والأسواق المالية

تعد أشهر الأزمات العالمية التي شهدها الاقتصاد العالمي وأشدها أثرا حيث كانت السبب في تغير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي.

الفرع الأول: تاريخ الأزمات المالية.

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود هي ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي. فقد عرف الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات نذكر منها:

أولا: أزمة الكساد العالمي (الخميس الأسود)1929 – 1933:

1- نشأة أزمة 1929

بدأت هذه الأزمة سنة 1929 في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة الأمريكية ازدهارا غير مسبوق، حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية[2]، بالرغم أن فترة العشرينات كانت فترة انتعاش وتوسع اقتصادي حيث تضاعف الإنتاج الصناعي والفردي وبأدنى نسبة بطالة دون1% في الولايات المتحدة الأمريكية ، إلا أن الصدمة الأساسية التي تعرضت لها بورصة وول ستريت، حيث بلغت المضاربة فيها حدود مرتفعة نتيجة ازدهار الصناعة وقد زاد هذا من حدة المضاربة في تغير توزيع الدخل لصالح رأس

[1] أمال شترة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العربية، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، 2015، ص7.

[2] إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص30.

المال على حساب العمل، وهو ما رفع أسعار الأسهم مع هبوط مردودها وقد تسربت رؤوس الأموال من نيويورك إلى لندن برفع بنك انجلترا أسعار الفائدة، وانهارت البورصة في 1929/10/24، وأجبرت الأزمة الصناعيين على زيادة إنتاجهم من اجل تسديد ديونهم، كما أدت زيادة الإنتاج والعرض في السوق إلى هبوط الأسعار واستمرت الأزمة نحو حدها الأدنى عام 1932حيث شهد هبوط الإنتاج الصناعي 28% وارتفعت البطالة إلى 16% عام 1931، وانخفضت أجور العاملين بنسبة 39% وبلغ عدد العاطلين عن العمل في أمريكا وحدها 14 مليون أي 23% من العاملين، وانخفض دخل الفرد، وهو الأمر الذي دفع إلى خفض قيمة الدولار إلى 50%، وإتباع سياسة الإنفاق الجديد لمساعدة العاطلين عن العمل وإيجاد التوظيف واستخدام الشباب في إعادة التشجير وإنشاء الطرقات من أجل زيادة الطلب وإطلاق الإنتاج الصناعي من جديد، حيث أن كل من ألمانيا وفرنسا وانجلترا تأثروا بهذه الأزمات بدرجات متفاوتة[1].

2- أسبابها:

يمكن إرجاع أسباب أزمة الكساد الكبير إلى الأسباب التالية: [2]

- ساهم رفع النظام الاحتياطي لسعر الخصم في أوت 1929 إلى حدوث صدمة في النظام المالي، مما أدى إلى حدوث الكساد الاقتصادي الكبير؛
- البيع على المكشوف من طرف المضاربين للأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار مرتفعة على أمل شرائها عند انخفاض أسعارها مقابل هامش الربح؛
- الممارسات غير الأخلاقية واستغلال ثقة العملاء و التلاعب في أسعار الأوراق المالية؛
- انهيار في سوق الأسهم، وانخفاض مؤشر داو جونز في الأعوام الثلاثة التي تلت 1929بـ89%؛
- تقليص حجم القروض جراء إفلاس المصارف التجارية بعد انهيار أسواق الأسهم بشهور؛
- إفلاس ما لا يقل عن 608 مصرف، منها (bank of America)؛
- قيام الاحتياطي الفدرالي بتخفيض سعر الفائدة بصفة دورية وضخ أموال كبيرة في السوق؛

[1] مريم طبني، مرجع سابق، ص86.

[2] فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية (الدليل العلمي التطبيقي لإدارة الأزمات)، اتحاد المصارف العربية، 2010، ص216.

- تهافت الناس على بيع الدولار إثر انتشار إشاعات عن نية إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت بخفض سعر الدولار.

ثانيا: أزمة وول ستريت (أزمة الاثنين الأسود) 1987

1- نشأة الأزمة:

بدأت هذه الأزمة يوم الاثنين 19 أكتوبر1987 وشهد ذلك اليوم خللا واضحا وكبيرا في التوازن بين العرض والطلب في كل من الأسواق الحاضرة وأسواق العقود المستقبلية وقد كان المصدر الرئيسي لهذا الخلل يعود إلى وجود أعداد كبيرة من أوامر البيع بصورة غير مسبوقة، كان لهذا الخلل الكبير آثار جوهرية وكارثية على الأسواق المالية في ظل عدم القدرة على مواجهته بالأساليب المعتادة، حيث من المعروف أن المتخصصين يقومون بتأجيل الافتتاح والتعامل مع السهم الذي يعاني من الخلل في التوازن من خلال النظر في أوامر البيع والشراء المتجمعة من اليوم السابق وفي ظل عدم قدرتهم على مواجهة هذا الخلل من خلال تنفيذ الصفقات لحساباتهم، يقومون بالبحث عن السماسرة وتجار الصفقات الكبيرة لمساعدتهم على مواجهة هذا الخلل والتغلب عليه[1].

2- أسبابها:

يمكن استخلاص أسباب أزمة وول ستريت في ما يلي:[2]

- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، إذا تجاوز 17 مليار دولار خلا شهر؛
- ارتفاع أسعار الفائدة، بسبب استمرار العجز في الموازنة الأمريكية لذلك اضطر البنك الفدرالي إلى رفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من أجل بيع الإصدارات الجديدة من سندات الخزينة؛
- أقدمت كل من اليابان والدول الأوروبية إلى رفع أسعار الفائدة أيضا لمنع خروج رؤوس الأموال، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الطلب على الأسهم وهبوط أسعارها؛

[1] يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص68.

[2] نادية بلورغي، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأورو متوسطية (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة بسكرة، تخصص اقتصاد دولي، 2014، ص24.

- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية الأخرى؛
- اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكومبيوتر، حيث تبرمج هذه الأجهزة على أساس أوامر الشراء والبيع كما تحتوي على برامج تعطي مؤشر إنذار مبكر بمجرد هبوط الأسعار إلى حد معين، فيقوم الكومبيوتر بإصدار أوامر بالبيع؛
- التغيرات في أسعار العملات والأسهم زادت من عرض الأسهم وانخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيارات[1].

ثالثا: أزمة المكسيك 1994

1- نشأة الأزمة:

أدت الأوضاع الاقتصادية في المكسيك سنة 1994 إلى تهاطل رؤوس الأموال الأجنبية لشراء العقارات والقيم المنقولة، مما أدى إلى نشوء عجز في ميزان المدفوعات المكسيكي، ونظرا لاستقرار العملة المكسيكية بسبب ارتباطها بعملة أخرى وتوسع الائتمان المصرفي، مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات، الأمر الذي أدى بتوقع حدوث أزمة مالية، ونتيجة لهذه المؤشرات اضطرت الحكومة إلى الرفع المتزايد لأسعار الفائدة من أجل دعم العملة، لكن وبمجرد تعويم العملة انخفضت قيمة البيزو، وتباطأ التوسع الائتماني نتيجة

ارتفاع أسعار الفائدة، هذه الأوضاع أدت إلى انفجار أزمة مالية لم يسبق لها مثيل في المكسيك زاد من حدتها عبء ديون ضخمة تطلبت إعادة هيكلة استعجالية كعنصر أساسي لحل الأزمة[2].

2- أسبابها:

في ظل هذه الظروف ونتيجة للتحويلات الرأسمالية المكثفة، ظهرت مخاوف وشكوك لدى المستثمرين ومن ثم شرعوا في سحب أموالهم من الأسواق المالية المحلية، فكانت بداية الأزمة المالية في المكسيك، ومن أهم أسباب الأزمة المالية في المكسيك ما يلي:

[1] مصطفى يوسف كافي،الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص36.

[2] صلاح الدين طالبي، تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة الحالية وتداعياتها- حالة الجزائر-)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة تلمسان، تخصص تحليل اقتصادي،2010، ص130.

- تقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية، وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية، ناتج عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية؛
- الارتفاع الكبير في الاستهلاك وفي استيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سوف ترتفع فيها وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم العملة المكسيكية البيزو(PESO)؛
- بعد ارتفاع سعر الفائدة وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل والتوسع في الائتمان الممنوح للجهاز المصرفي أصبح من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، والذي دفع الحكومة إلى انتهاج سياسة نقدية متشددة وتوسيع مجال التدفق في سعر الصرف، هو المحافظة على استقرار العملة؛
- إن تقلبات سعر الصرف والاضطرابات المالية المتتالية نتجت عنها آثار سلبية على الاقتصاد المكسيكي حيث انخفضت قيمة العملة المكسيكية البيزو بـ20 % من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994 ويرجع ذلك إلى الانخفاضات المتتالية في الاستثمارات غير المباشرة، وكذا قرار الحكومة بتعويم " البيزو" وتخليها عن إدارة نظام سعر الصرف.

بالتالي توضح الحالة المكسيكية مخاطر الاعتماد المفرط على التدفق المتقلب للرساميل قصيرة الأجل، من أجل تمويل عجز مالي لا يمكن مواجهته، فلا يمكن لتدفق الرساميل الخاصة أن يكون بديلا عن الادخارات المحلية، وبأفضل الحالات يمكن أن يكمل الموارد المحلية فقط. ويمكن للدولة أن تخفض من تعرضها لتقلبات الرساميل الخارجية بزيادة ادخاراتها الوطنية.[1]

رابعا: أزمة جنوب شرق آسيا (أزمة النمور الأسيوية)1997

1- نشأة أزمة 1997:

بمجرد أن ضربت الأزمة دول جنوب شرق آسيا، أعلن الصندوق نقد الدولي الذي يقود الاستجابة الدولية الرسمية، أن هناك عيوبا في تطبيق هذه البلدان للنظام الرأسمالي، وبصفة خاصة في أسواقها المالية التي أدت إلى هذه

[1] رابح أمين المانسبع، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر، تخصص نقود وبنوك، 2011، ص ص 74-75.

الأزمة، فالأزمة قد ضربت أسرع الاقتصاديات نموا في العالم كله، إذ لا يستطيع أحد أن ينكر النجاح الكبير الذي حققته هذه البلدان في مجال النمو الاقتصادي خلا تلك الفترة[1]. فلمدة ثلاثين عاما قبل 1997 نمت تلك الاقتصاديات بمعدلات تتراوح بين 6% إلى 10% سنويا، وكانت أعلى معدلات نمو في العالم، ولذلك لقبت بالنمور الآسيوية كما وفرت المناخ الملائم لحل أزمة المديونية في الثمانينات مما كان له أثر بالغ على أمريكا اللاتينية، وبالعكس فقد انعكست معدلات النمو فيها لتتحول إلى سالبة بمعدلات تتراوح ما بين (5- %) إلى (7- %) في عام 1998، ما عدا إندونيسيا التي بلغ معدل انخفاض الناتج المحلي الإجمالي 13% مما كان مؤشرا لكساد عميق، وارتفاع في معدلات البطالة، وزيادة شديدة في معدلات الفقر، فكان التعبير الشائع هو "من المعجزة الآسيوية إلى الكارثة الآسيوية".

2- أسبابها:

بالرجوع إلى تسلسل الأحداث المتعلقة بوقوع أزمة النمور الآسيوية، يمكن استنتاج أن العوامل التي تسببت بهذه الأزمة المالية هي عديدة وكثيرة، وقد رصد الباحثون والمحللون مجموعة من الأسباب أهمها:[2]

- عدم حساب المخاطر بصورة كافية؛
- طبيعة الهيكل الرأسمالي؛
- وجود اختلالات هيكلية في القرارات الاستثمارية والإنفاق للقطاع الخاص، كما يوجد خلل في منهجية إدارة المؤسسات المصرفية في دول النمور الآسيوية؛
- غياب الشفافية أو انعدامها في قطاع المؤسسات الحكومية في دول النمور الآسيوية(خصوصا في الجوانب المالية)؛
- وجود تدخلات خفية للحكومة في القطاعات الخاصة في دول النمور الآسيوية؛

[1] أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة- مصر، 2001، ص46.

[2] يوسف أبو فارة، مرجع سابق، ص ص 98-99.

- المضاربات على أسعار العملة والارتفاع الواضع لمعدل سعر الصرف بحيث تجاوز القيمة الحقيقية للعملة المحلية، وقد جاء ذلك في ضوء التفاعل الضعيف للمؤسسات المالية المحلية مع التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال؛
- الارتفاع الكبير في الديون الخارجية قصيرة الأجل في دول النمور الآسيوية نسبة إلى الناتج المحلي، أدى إلى بناء اتجاهات سلبية لدى الممولين الأجانب.

خامسا: الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري)2008

1- نشأة الأزمة:

تعود جذور هذه الأزمة إلى طبيعة وآليات النظام الرأسمالي، وخاصة انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي[1]، حيث تحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية انتقلت إلى قطاعات الإنتاج العيني في الولايات المتحدة ثم إلى مختلف دول العالم وخاصة الاقتصاديات وثيقة الارتباط بالاقتصاد الأمريكي[2]، وقد كان الرهن العقاري هو السبب الرئيسي لأزمة النظام المالي العالمي.

فبداية الأزمة كانت مع انتعاش ورواج سوق العقارات الأمريكية في الفترة ما بين 2001و2006 مما شجع البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى التمويل العقاري مرتفع المخاطر، حيث تم منح قروض لشراء منازل دون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة بسيط لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك، وفي المقابل قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين، وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول، أي أعادت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد بمرات متتالية، بعدما تشبعت السوق العقارية وضعف الطلب على العقارات انخفضت أسعار المنازل، وفي ظل ارتفاع سعر الفائدة وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة.

[1] عيسى بن ناصر، مداخلة بعنوان: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20-21 أكتوبر2009، ص01.

[2] رضا عبد السلام، أزمة مالية أم رأسمالية، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010، ص4.

2- أسبابها:

ترجع أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى مجموعة من الأسباب أهمها:[1]

2-1 ظروف الاقتصاد الأمريكي: يمكن إبراز أهمها في النقاط التالية:

- **العجز التجاري:** منذ عام1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجز يزداد سنويا وصل في سنة 2006 إلى 758 مليار دولار ويعود السبب إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك.
- **عجز الميزانية:** لا يزال العجز المالي مرتفعا حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، حيث يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع الأساسي على الضرائب.
- **المديونية:** أظهرت إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية ، ارتفاع ديون الحكومة (الإدارة المركزية الإدارات المحلية) من 4.3 تريليونات دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليونات دولار في عام 2003 إلى 8.9 تريليونات دولار عام 2007.

2-2 توريق الديون العقارية:عمدت الشركات العقارية في الولايات المتحدة على الاقتراض من المؤسسات المالية لمنح قروض عقارية وذلك عن طريق أدوات الهندسة المالية الجديدة، فقد قامت ببيع الديون العقارية المرهونة بالعقار وغيرها من القروض المتعثرة الشبيهة على شكل سندات مرهونة بالعقار لبنوك لستثمار ومؤسسات مالية أخرى وأجنبية، فخلال الفترة2007-2006 بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات بيعت لمستثمرين في الأسواق الرأسمالية حوالي60-80% وكانت عملية التوريق بمثابة تامين للشركات العقارية، بمعنى البنوك الأخرى تشارك في تحمل مخاطر القروض العقارية التي منحت الأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف او غير معروف.

[1] السعيد دراجي، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وآثارها على الاقتصاد العربي، مؤتمر الأزمة المالية العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة قسنطينة، الجزئر، يومي 21-22 أفريل 2009، ص ص 3-4.

2-3 قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية: نظرا لأن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشتريت من قبل بنوك كبيرة وقوية، مثل "مورغان ستانلي وليمان براذرز". فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني، بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطيرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنا، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض له وعلى الأقل كانت غير مدركة له آنذاك. لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان.

2-4 التحول في طبيعة الاقتصاد العالمي: لقد أصبح الاقتصاد العالمي اقتصاد رمزيا يقوم على المضاربة في الأصول المالية، بحيث يقدر حجم الاقتصاد الرمزي بما يزيد عن أربعين مرة عن الاقتصاد الحقيقي و هو ما أدى إلى بروز الفقاعات المالية .

ولم يعد الاستثمار في الأوراق المالية مرتبطا بحقيقة ما تمثله هذه الأوراق بقدر ما صار تعبيرا عن حركة رؤوس الأموال. لقد ترتب عن الانفصال المتزايد بين حركة الاقتصاد الرمزي وحركة الاقتصاد الحقيقي إتباع أسعار الصرف العائمة للعملات مما أدى إلى اتساع عمليات المضاربة في أسواق العملات.

الفرع الثاني: علاقة الأزمات المالية بالبورصات والأسواق المالية.

من المعروف أن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطا عضويا بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70% على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها، وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع مثلما حدث خلال فترات الأزمات الماضية تبدأ البورصات العالمية في الانهيار.

ونظرا لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص عما بحوزتها من أسهم، وتزداد عمليات البيع في كافة أسواق المال مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي، أخذا في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق

الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.

لذا يلاحظ دائما أنه يتم التعبير عن الأزمة الاقتصادية دوما بانهيار البورصات، ذلك أن أسباب حدوث الأزمات المالية والاقتصادية قد يكون محليا أو دوليا، وقد يكون قطاعيا على مستوى قطاع اقتصادي معين مثل القطاع الزراعي أو الصناعي، أو قطاع الخدمات. وسرعان ما تظهر آثار تلك الأزمة في البورصات، وقد تظهر في سهم واحد في البورصة ثم تنتشر إلى أسهم أخرى في البورصة، ثم البورصات المحلية والدولية وهذا بحكم أن الأسواق المالية عبارة عن سلسلة متصلة فيما بينها، وهذا الذي حدث بالضبط في مختلف الأزمات العالمية.[1]

المطلب الثالث: أزمة فيروس كورونا 2019

عمل الاقتصاد العالمي في ظل حالة من عدم اليقين منذ أواخر العام 2019، حيث حمل هذا العام نوعا جديدا من التحديات للاقتصاد وهو تحدي مواجهة أزمة صحية وهي أزمة فيروس كورونا، والتي تختلف في طبيعتها عن الأزمات السابقة التي واجهها الاقتصاد من حيث شدة الأثر وسرعة انتقال العدوى وعدم القدرة من الحد من انتشارها، فلقد تأثر الاقتصاد العالمي بصورة أكبر من الأزمة المالية العامية 2008.

الفرع الأول: ماهية جائحة كورونا

أعلنت منظمة الصحة العالمية أن وباء كورونا (كوفيد- 19) وصل إلى مرحلة الجائحة، كونه ظهر في الصين في شهر ديسمبر2019 ووصل انتشاره إلى العديد من دول العالم، فتعرف الجائحة على أنها الانتشار العالمي لمرض جديد يشمل العديد من الدول، كما أن الجائحة تعني أيضا أن المرض يتحدى السيطرة وهذا يفسر انتشاره دوليا وعد انحصاره في دولة واحدة. كما تعرف على أنها المرض الذي له تداعيات اقتصادية، سياسية واجتماعية على نطاق

[1] بركنو قوسام، دراسة قياسية لتغير مؤشر البورصة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر3، 2010، ص42.

عالمي، يمكن تصنيف انتشار أي وباء من خلال ثلاثة مراحل:[1]

- تفشي الوباء: يعبر عن الزيادة القليلة لعدد الإصابات بشكل غير عادي؛
- الوباء: تفشي الفيروس في منطقة جغرافية أكبر قد تكون في دولة واحدة، كما قد تمس مجموعة من الدول؛
- الجائحة انتشار المرض إلى عدد كبير من الدول.

تم تحديد فيروس كورونا المستجد، أو ما يعرف بـ كوفيد- 19، للمرة الأولى في يناير2020 بعد أن تسبب بوقوع مرضى في مدينة ووهان الصينية، منذ تلك اللحظة تفشى بسرعة في أرجاء العالم مسببا حالة من الهلع وعدم اليقين. بعد مرور ما يقارب ثلاثة أشهر على ظهور هذا الفيروس وحتى نكون أكثر دقة لغاية 3 أفريل 2020، انتشر الفيروس إلى 207 دولة متسببا في إصابة أكثر من مليون شخص (1.039.269شخص) في حين كان عدد الموتى 55238 شخص، بينما تماثل للشفاء حوالي220261 مصاب.

ومع مرور الوقت عرف فيروس كورونا انتشارا واسعا على المستوى العالمي، سواء من حيث ارتفاع عدد الإصابات أو من حيث الوفيات، وفي هذا الوقت يبقى صراع الدول في بحثها عن لقاح لهذا الوباء مع بدأها في تقديم دواء الملاريا كحل للعلاج.

الفرع الثاني: تداعيات جائحة كورونا على الأداء الاقتصادي العالمي.

تأثرت جميع مناطق العالم بجائحة كورونا أو ما يعرف بـ كوفيد- 19، حيث أشار الخبراء إلى أن تداعيات هذا الفيروس ستنعكس على المسائل السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والأمنية. فعندما كان العالم ينتظر تحسن أداء الاقتصاد العالمي مع حلول 2020 ، جاء الوباء ليقلب جميع التوقعات رأسا على عقب، حيث من المتوقع انخفاض معدل نمو الأداء الاقتصادي العالمي إلى نحو 2% خلال هذا العام2020، في حين تتوقع مؤسسات أخرى حدوث ركود عالمي كون أن حدة الأزمة ستفوق آثار أزمة 1929.

[1] العونية بن زكوة، تداعيات أزمة كورونا على قطاعات الاقتصاد العالمي- قراءة في المؤشرات الاقتصادية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 03، سبتمبر 2020، ص ص 180-181.

1- انهيار أسعار النفط:

تأثر سوق النفط وبشكل حاد إثر تفشي وباء كورونا، حيث علق الخبراء أن سوق النفط لم يشهد مثل هذا التأثير حوالي 17 عام، وكان ذلك نتيجة فرض القيود على حركة الطيران بشكل شبه كلي بين دول العالم، زيادة على الإجراءات الاحترازية لمواجهة تفشي الفيروس في معظم الدول، دون أن ننسى حرب الأسعار المشتعلة بين السعودية وروسيا.

فقد سجلت أسعار خام غرب تكساس الوسيط انخفاضا بنسبة 5.3% ليسجل 20 دولار للبرميل، فيما سجل خام برنت بحر الشمال انخفاضا بنسبة 6.5 % ليصل إلى 23 دولار للبرميل، كما ساهمت حرب الأسعار بين السعودية وروسيا في زيادة المعروض من النفط في الأسواق المالية العالمية من جهة وتراجع الطلب العالمي بحوالي 20 مليون برميل يوميا من جهة أخرى.

أما عن تعليقات منظمة الأوبيك، فقد أشارت إلى انخفاض رهيب في سلة خاماتها الذي وصل إلى 16.87 دولار للبرميل مع بداية أفريل 2020 ليسجل أدنى مستوى منذ استحداث السلة في 16 جوان 2005، حيث تضم سلة الخدمات، المزيج الصحراوي الجزائري، جيراسول الأنغولي، دجينو الكونغولي، زافيرو الغيني، رابي الخفيف الجابوني والخام الياباني الثقيل.[1]

2- تداعيات الجائحة على قطاع الفندقة والسياحة:

لم يسلم قطاع الفندقة والسياحة من تداعيات كورونا، فمع سياسة الحجر المتبعة من جميع الدول، توقفت حركة السياح في العالم، الأمر الذي جعل قطاع السياحة يتكبد ما مقداره 2,1 ترليون دولار، وهذا إلى غاية إعداد الورقة البحثية. أما فيما يتعلق بالفندقة فقد كانت تداعيات الوباء فادحة أين فقد حوالي مليون شخص وظائفهم بسبب انتشار الفيروس وتعطل السفر والطيران. أشارت غلوريا جيفارا الرئيس التنفيذي لمجلس السياحة والسفر العالمي، أن قطاع السياحة فقد 75 مليون وظيفة عالميا بسبب فيروس كورونا، أما فيما يخص الخسائر الأوروبية في القطاع فستبلغ

[1] العونية بن زكوة، مرجع سابق، ص183

نحو 552 مليار دولار مع فقدان نحو 10 ملايين وظيفة، فيما ستصل إلى 49 مليون وظيفة في منطقة آسيا، بينما ستخسر أمريكا الشمالية 570 مليار دولار و7 ملايين وظيفة.[1]

3- تداعيات الجائحة على القطاعات الاستهلاكية والاقتصادية:

أدى انتشار فيروس كورونا في جميع دول العالم إلى الإضرار بالاقتصاد العالمي، وإحداث خلل إن لم نقل شلل في مختلف أسواق الطاقة والعملات والسلع والمواد الاستهلاكية والإنتاجية والطيران وغيره، مما دفع بهذه الدول إلى اتخاذ إجراءات عاجلة لوقف الأنشطة العامة في القطاعين الحكومي والخاص، في محاولة منها السيطرة على الوضع الصحي الذي بدأ يتفاقم يوما بعد يوم. فبمجرد الإعلان عن توقف حركة الطيران والنقل، توقفت مختلف الأنشطة التجارية والاقتصادية مما أثر سلبا على الحركة التجارية الاقتصادية لكل دول العالم، الأمر الذي دفع بالكثير من المنظمات والهيئات الدولية لدفع حزمة من الأموال لتحفيز الاقتصاديات المتضررة من تداعيات فيروس كورونا. حيث قام صندوق النقد الدولي بضخ 50 مليار دولار كحزمة مالية لمواجهة الأزمة، وقامت الولايات المتحدة الأمريكية بدفع 500 مليار دولار وقامت الصين بضخ أكثر من 173مليار دولار لمؤسساتها لمواجهة الأزمة.

بلغت الأضرار الناجمة عن انتشار الوباء أكثر من 15 مليار دولار في الاتحاد الأوروبي، و5 مليارات دولار بالولايات المتحد الأمريكية، و5 مليارات دولار في اليابان، وهبوط الاستثمارات الخارجية في أوروبا إلى 400 مليار دولار، وأكثر من 30 مليار دولار خسائر الاقتصاد العالمي، وبلغت خسائر شركات الطيران العالمية 113 مليار دولار. بهدف شرح تداعيات الوباء وتحليل حجم الكارثة، يمكن التركيز فقط على الولايات المتحدة والصين واليابان وألمانيا وبريطانيا وفرنسا وإيطاليا، فسنجد أنهم يمثلون 60%من العرض والطلب العالميين(الناتج المحلي الإجمالي)، و65% من التصنيع العالمي، و 41% من الصادرات الصناعية العالمية. أي أن تعثر اقتصاديات هذه الدول سيؤدي لا محالة إلى تعثر باقي الاقتصاديات من خلال ظهور أزمة التوريد، كون أن هذه الدول من سلاسل القيمة العالمية، لا سيما الصين وكوريا واليابان وألمانيا و والولايات المتحدة. يرتبط تضرر قطاع التصنيع العالمي بالنقاط التالية:

- تعطل الإمدادات المباشرة سيعيق الإنتاج، حيث سيركز الفيروس على قلب التصنيع في العالم (شرق آسيا) وينتشر بسرعة في الشركات الصناعية العملاقة الأخرى في الولايات المتحدة وألمانيا؛

[1] العونية بن زكوة، مرجع نفسه، ص185.

- ستؤدي العدوى في سلسلة التوريد إلى تضخيم صدمات التوريد المباشرة، حيث سنجد قطاعات التصنيع في الدول الأقل تأثرا صعوبة أكبر وأكثر تكلفة في الحصول على المدخلات الصناعية المستوردة من الدول المتضررة بشدة؛
- ستكون هناك اضطرابات في الطلب بسبب حالات الركود وانخفاض الاقتصاد الكلي، وبسبب حالة الترقب والتأخير في الشراء التي تسيطر على المستهلكين والمستثمرين.[1]

4- تداعيات الجائحة على سوق العمل:

في ظل سعي حكومات الدول للتصدي لتداعيات انتشار الوباء، قامت بإلغاء 6,7% من إجمالي ساعات العمل في العالم في النصف الثاني من عام 2020، أي ما يعادل 195 مليون وظيفة بدوام كامل، ومن المتوقع حدوث تخفيضات كبيرة في الدول العربية (8,1%، أو قرابة 5 ملايين عامل بدوام كامل)، وأوروبا (7,8% أو 12 مليون عامل بدوام كامل) وآسيا والمحيط الهادي (7,2% ، أو 125 مليون عامل بدوام كامل. كما يتوقع حدوث خسائر فادحة بين مختلف فئات الدخل، وبشكل خاص في بلدان الشريحة العليا من الدخل المتوسط (7% ، أو 100 مليون عامل بدوام كامل)، أين تعتبر هذه الأرقام أعلى بكثير من آثار الأزمة المالية لعام 2008-2009. وأكدت منظمة العمل الدولية في تقريرها أن القطاعات الأكثر عرضة للخطر هي خدمات الإقامة والإطعام، والصناعات التحويلية، وتجارة التجزئة، وأنشطة الأعمال والأنشطة الإدارية، حيث يتأثر اليوم أكثر من أربعة أخماس 81% من القوى العاملة العالمية والبالغ عددها 3.3 مليار شخص جراء الإغلاق الكلي أو الجزئي لأماكن العمل.

5- تداعيات الجائحة على الصناعة الصيدلانية:

أدى انتشار فيروس كورونا في العالم إلى زيادة الطلب على المواد الصيدلانية لمواجهته، ويتعلق الأمر بزيادة الطلب على الكمامات، والقفازات الطبية، أجهزة التنفس، المعقمات وغيرها من المواد الضرورية لمواجهة انتشار الفيروس، حيث أصبحت المختبرات وشركات صناعة الأدوية في سباق مع الزمن لتوفير الاحتياطات اللازمة من المواد الطبية لمواجهة هذا الفيروس، وقد أشارت بيانات منشورة عن مؤسستي بلومبرج و(PWC)إلى أن قطاع الصناعة الصيدلانية،

[1] العونية بن زكوة، مرجع سابق، ص ص186-187.

قد احتل المرتبة الثالثة من حيث القيمة السوقية وذلك من خلال تحقيقه لنسبة نمو15% للفترة 2017- 2018، كما قد شهد عام 2009 عودة قوية لأربع شركات أمريكية في مجال الصناعة الصيدلانية.[1]

حيث تعتمد الصناعة الصيدلانية في مواجهتها لانتشار فيروس كورونا على ثلاثة محاور أساسية وهي: استكشاف طرق استخدام التقنيات التي توفر القدرة على زيادة الإنتاج بسرعة بمجرد تحديد اللقاح المحتمل، أو آليات الاختبار لزيادة وتيرة عملية تشخيص الفيروس الجديد بوسائل أكثر كفاءة وسرعة، أو تطوير الأدوية واللقاحات التي تم اختبارها من قبل مسبب الأمراض الفيروسية (كالإيبولا، فيروس نقص المناعة)، وأخيرا محاولة تطوير لقاحات جديدة قادرة على الشفاء التام من الفيروس أو التخفيف من أعراضه، وقد يستغرق وقتا.

[1] المرجع السابق، ص 188.

خلاصة الفصل

الهدف من أي استثمار هو تحقيق أفضل عائد ممكن مع تقليل المخاطر و تقوم نظرية محفظة الأوراق المالية على المزج بين الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية و يكون الهدف منها تنمية القيمة السوقية لها والمحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، وعلى اختلاف أهدافها يتطلب إدارة المحفظة في ظروف عدم التأكد اتخاذ قرارات من تخصيص و تنويع و تحديد توقيت الشراء و البيع و تقوم أساليب التنبؤ بمساعدة مدير المحفظة على اتخاذ هذه القرارات باستخدام كافة الأساليب والوسائل لمعرفة عوائد المحفظة واستخدامها كأساس لقياس المخاطر لتجنب الوقوع في مشاكل تؤدي إلى أزمات مالية.

الفصل الثالث: أثر جائحة كورونا على أداء بورصة الجزائر

مقدمة:

ظلت الجزائر تسير منذ أكثر من ربع قرن وفق منهج تنمية قائم على القطاع العام والتخطيط المركزي الذي يقضي بتولي الدولة الإشراف على الاقتصاد الوطني باعتبارها مصدر للاستثمار والإدخار. وكان تمويل الاستثمارات والمؤسسات العمومية، في ظل هذا النظام، يتم في الغالب، عن طريق إما إقراض طويل الأجل تضمنه الخزينة بصفة مباشرة أو إقراض متوسط الأجل تضمنه البنوك التجارية، لكن سرعان ما أثبت هذا النظام فشله بما نتج عنه من إختلالات كبيرة على المستوى الكلي، ولمواجهة هذه الأوضاع الصعبة، جاءت مجموعة من الإصلاحات ترمي إلى وضع اقتصاد مبني على المنافسة وعلى آليات السوق، لتكوين إطار حقيقي لتحولات إقتصادية تسمح بانتهاج اقتصاد السوق في التنمية الإقتصادية، فقام المشرع الجزائري بإصدار القانون 10/88 الذي يقضي باستقلالية المؤسسات العمومية، ونزع مهمة تمويل الإقتصاد من الخزينة، فأصبح من الضروري إنشاء سوق مالي لتلبية الحاجيات المالية للمؤسسات، وقد تم فعلا توفير أغلبية الوسائل التقنية والقانونية المتعلقة بسير عمل البورصة في بداية التسعينات، أصبحت كل الظروف مهيأة وعملية بداية من سنة 1996.

على غرار العقبات والصعوبات التي استطاعت الجزائر أن تتجاوزها بإصلاحات من اجل تنشيط السوق الجزائري وجدت نفسها تخوض وبقية العالم أزمة غير مرئية وغير مهيأة وهو فيروس العصر كورونا الذي تجاوز خطورته وسرعته العالم، والجزائر من بين الدول التي لم تستطع مواجهته بفعل تضرر اقتصادها السائر في طريق النمو وانعدام فيها الإمكانيات المتطورة وضعف أنظمتها الصحية، فاثر على أداءها ومؤشرات اقتصادها من خلال تراجع نشاط الوسطاء فيها وانخفاض قيمة وحجم تداول أوامر البيع والشراء بالإضافة إلى تراجع واقعها من البورصات العربية.

قمنا بتخصيص هذا الفصل لدراسة حالة بورصة الجزائر، فتناولنا في:

- **المبحث الأول**: تقديم لبورصة الجزائر وشروط الدخول للبورصة وأهم الشركات المدرجة فيها؛
- **المبحث الثاني**: دراسة مؤشرات بورصة الجزائر (2020 إلى ماي 2021)معوقاتها وآفاق تطويرها.

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.

تعمل الجزائر على مسايرة التحولات السريعة في الاقتصاد العالمي، وذلك باستخدام إمكانياتها الاقتصادية التي فرضت إعادة مراجعة الاستراتجيات الاقتصادية والبحث عن الإيديولوجيات الجديدة التي تتلاءم مع الوضع الراهن، الذي هو وليد التعاملات الاقتصادية ، عرفت في ظلها تراكم الديون الخارجية، وبالتالي أزمات سياسية واقتصادية واجتماعية مما أوجب عليها إعادة جدولة هذه الديون. وبالتالي الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، ولمسايرة هذا الاقتصاد الجديد وتطوير الاقتصاد الوطني وتمويله، اعتمدت فتح بورصة القيم المنقولة لاستغلال الادخار العام وبالتالي تمويل الاستثمارات وتطوير المؤسسات.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها.

إن نشأة مكان مالي في الجزائر على المستوى الجهوي والدولي كان نتيجة لحيوية ومساهمة الدولة بوضع الإصلاحات التقنية المالية والاقتصادية. هذه المرحلة هي تكميل لتحقيق الأهداف المبدئية المتوقعة في مرحلتي الانطلاق والتطور التي تسعى لضمان الشفافية، التأمين، الفعالية.

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة كان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

المرحلة الأولى (1990-1992)

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، وبذلك أنشأت مؤسسة سميت بشركة القيم المنقولة (S.V.M) مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، بحيث تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة[1].

وفي 1991/05/28تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية تنص على ما يلي:

[1] شمعون شمعون، المرجع نفسه، ص79.

- المرسوم التنفيذي رقم 169/21 يهتم بتنظيم المعاملات الخاصة وتداول الأوراق المالية.

- المرسوم التنفيذي رقم 170/91 يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنواع الأوراق المالية الأخرى، وكذلك تحديد الصيغ وشروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات رؤوس الأموال.

- المرسوم التنفيذي رقم 171/91 يهتم بلجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة التي تمثل هيئة التي تضبط سوق القيم المتداولة، التي أنبطت لها مهمة تنظيم سوق الأوراق المالية، وتشجيع الادخار وممارسة الرقابة على السوق[1].

لذلك سميت شركة القيم المنقولة تفاديا لمصطلح البورصة، التي لها دلالات مالية، إضافة إلى انعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة، فالتشريع التجاري آنذاك لم يشر إلى هذا النشاط وقد تأسست هذه الشركة بمساهمة الصناديق الثمانية التي تم تحويلها إلى شركات قابضة مثال: الشركة القابضة للمنتوجات الفلاحية والغذائية، الشركة القابضة للمحروقات بأنواعها، الشركة القابضة للتجهيزات والبناء، الشركة القابضة لصيدلة البتروكمية والشركة القابضة الصناعية.

2- المرحلة الثانية: (1992- إلى يومنا هذا).

في هذه المرحلة تم تغيير اسم الشركة ليصبح بورصة القيم المنقولة (B.V.M) وذلك سنة 1992، ولما لوحظ أن الشركة لم يكن لها دور واضح نظرا لضعف رأسمالها، فتم رفعه إلى 9 ملايين دج أو أكثر بغية تمكينها من أداء الدور المنوط بها، وهو لم يقع بل تراجع نشاطها، وبسبب سياسة الدولة المتبعة وذلك بتبادل أسهم الصناديق بطريقة إدارية، وهو إضافة إلى معدل التضخم المرتفع وهذا ما يتنافى مع مبادئ البورصة.

وفي هذه المرحلة قام المشرع الجزائري بسن العديد من التشريعات المؤطر من خلالها البورصة وأهم ما جاء في هذه المرحلة ما يلي:

- تعديل قانون تجاري من خلال المرسوم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل1993 الذي أجاز تأسيس شركات المساهمة

[1] ثامر بن صوشة ، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية – دراسة حالة الجزائر- ، مذكرة ماجيستير ، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،2009، ص97.

باللجوء العلني للإدخار، والنظام القانوني للقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة؛

– صدور المرسوم التشريعي93-10المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي تضمن إنشاء بورصة القيم المنقولة.وبهذا المرسوم أصبح للبورصة إطار قانوني خاص بها، والذي عرف البورصة بأنها:

إطار تنظيمي للعمليات الواردة على القيم المنقولة التي تصدرها الدولة وأشخاص القانون العام والشركات ذات الأسهم، ولقد خضع هذا المرسوم إلى عدة تعديلات لاحقة، وكذلك حدد المرسوم الهياكل الداخلية للبورصة، والتي تتمثل فيما يلي:

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COSOB)؛
2. شركة تسيير البورصة؛
3. المؤتمن المركزي للسندات.

– صدور قانون 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 يتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية الاقتصادية حيث أجاز هذا القانون إلى اللجوء إلى البورصة كواحدة من آليات الخوصصة؛

– صدور قانون 95-22 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة الذي حدد قواعد خاصة وتنظيم سير ومراقبة الأموال العمومية المملوكة من طرف الدولة كقيم منقولة؛

ومع نهاية 1996 كانت الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء البورصة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء، وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر سنة 1997 ومقرها بالعاصمة.[1]

[1] رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخوصصة –دراسة حالة تونس، الجزائر والمغرب–، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، 2011، ص97.

المطلب الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر وشروط الدخول إليها

تعرف البورصة بأنها أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على القيم المنقولة، وذلك عن طريق وسطاء محترفين مؤهلين ومتخصصون في هذا النوع من المعاملات.ومن أجل أن تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه ولكي تحقق الأهداف المرجوة منها قامت التشريعات الصادرة في هذا الشأن بتحديد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة كما حددت عدة شروط من أجل الدخول إلى البورصة.

الفرع الأول: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تتمثل الهيئات المكونة لبورصة الجزائر في:

أولا: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):

هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها[1]، وتتكون من رئيس وستة أعضاء[2]، يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات[3]، ويمارس مهمته كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعميم أو الإبداع الفني أو الفكري[4]، ويعين أعضاء اللجنة لمدة أربع سنوات. وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي: [5]

[1] لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تاريخ الإطلاع (2021/05/20)، متوفر على:

www.cosob.org

[2] المادة 20، المرسوم التشريعي رقم (93- 10)، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، 1993، ص6.

[3] المادة 21، المرسوم التشريعي، رقم (93- 10)، مرجع سابق، ص6.

[4] المادة 24، المرسوم التشريعي، رقم (93- 10)، المرجع نفسه، ص6.

[5] لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تاريخ الإطلاع (2021/05/20)، متوفر على:

www.cosob.org

أ- السلطة التنظيمية:

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

ب- سلطة المراقبة والإشراف:

تسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- السير الحسن للسوق.

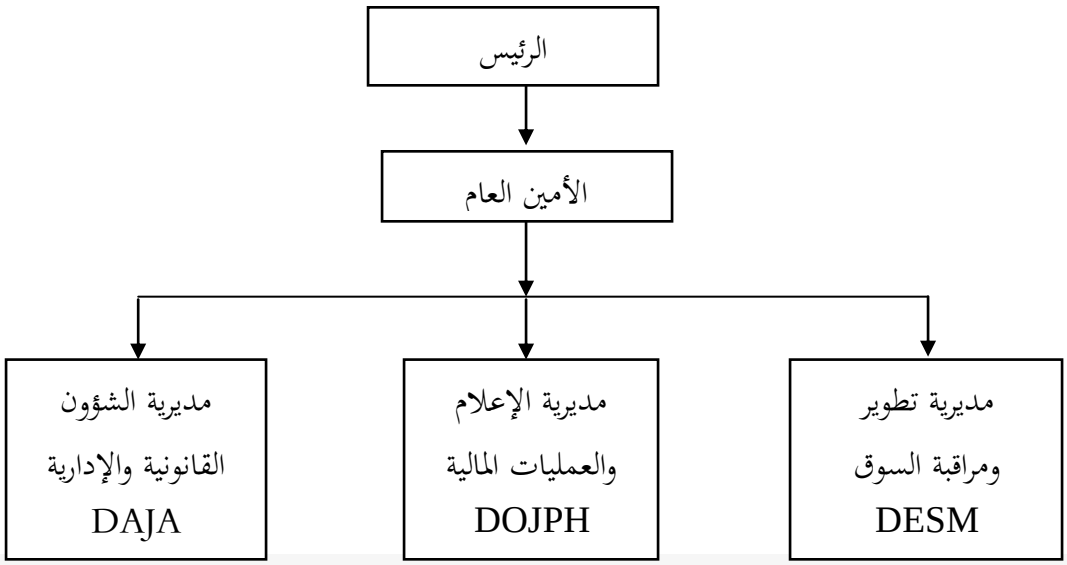
ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:

تنشا بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل، وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية التي قد يرتكبها الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

أما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين: الوسطاء في عمليات البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)، الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم،الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة. [1]

و خلاصة القول أن لهذه اللجنة سلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة، تعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم. والشكل الآتي يوضح الهيكل التنظيمي لهذه اللجنة.

الشكل رقم (3– 1): الهيكل التنظيمي لـ (COSOB)



المصدر: بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع (2021/05/20) ،متوفر على:

http://www.sgbv.dz

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تاريخ الإطلاع (2021/05/20)، متوفر على:

www.cosob.org

ثانيا: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة (SGBV):

عملت شركة إدارة البورصة القيم منذ إنشائها على وضع الترتيبات العملية والتقنية لعمليات التداول على الأوراق المالية، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية، لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها، وتأخذ شكل شركة مساهمة يشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها المكون من 24 مليون دج. [1]

فهي شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة (COSOB)، وتقوم أساسا بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها، وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها، وتبرز أهميتها في:

- دعم الاقتصاد الوطني وذلك من خلال وضع إجراءات للتفاوض على القيم؛
- القيام بالتسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المنقولة.

بالإضافة إلى مهام أخرى لـ (SGBV) تحت إشراف (COSOB) متمثلة في ما يلي:

- التنظيم لإدراج القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم الناتج لحصص البورصة وتنظيم وتسيير نظام التداول والتسعيرة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وأداة النشرة الرسمية لجدول التسعيرة. [2]

ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):

لإرساء أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من طرف لجنة التنظيم ومراقبة البورصة (COSOB)، حيث يجمع أوامر البيع والشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دور فعال في

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم، تاريخ الاطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

www.sgbv.dz

[2] منشورات شركة إدارة بورصة القيم، تاريخ الاطلاع(2021/06/05)، متوفر على:

www.sgbv.dz

تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث ينحصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه.[1]

ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في23 ماي 1993 مهامه في ما يلي:

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

1- شروط الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:

أ. **الأشخاص الطبيعيين:** وتتمثل في ما يلي:

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب؛
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها؛
- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة؛
- أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين؛
- توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط؛
- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة بـ :500.000دج؛
- أن يقدم طلب اعتماد لدى (COSOB).

ب. شركة المساهمة: وتتمثل في:

- إهتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري؛
- امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن؛
- مقر الشركة أن يكون بالجزائر؛
- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسئول مؤهل؛

[1] المادة 2، نظام رقم 96-03 المؤرخ في03 يوليو سنة 1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

- إيداع طلب عند (COSOB).

2- أنواع الوسطاء الماليون:

يقسم الوسطاء الماليون إلى قسمين:

أ. التقسيم العام:

يقسم الوسطاء الماليون حسب التقسيم العام إلى:[1]

- الوسيط في عمليات البورصة ذو النشاط غير المحدود: وهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات أو العديد منها:

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية؛
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير؛
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل؛
- القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة؛
- كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

- الوسيط في عمليات البورصة ذو النشاط المحدود: وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في التوظيف.

ب. التقسيم الخاص:

يقسم الوسطاء الماليون حسب التقسيم الخاص إلى:[2]

[1] المادة 2، نظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 يوليو سنة 1996 ، مرجع نفسه.

[2] منشورات شركة إدارة القيم المنقولة، تاريخ الاطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

www.sgbv.dz

– وسيط (broker): هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها (COSOB)؛

– تاجر (dealer): وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري ويبيع لحسابه الخاص، و يتلقى كمقابل فرقا لأسعار عوض العمولة و لقد حددت (COSOB) نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة؛

– العميل (jober): يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر ولا يتعامل إلا مع الوسيط.

3– الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر

يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، بنك التنمية المحلية (BDL)، بنك الجزائر الخارجي (BOA)، البنك الوطني الجزائري(BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط– بنك (CNEP-Banque)، والقرض الشعبي الجزائري(CPA)، والبنكين الخاصين بي أن بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El djazair)، شركة خاصة (Société Générale Algérie).[1]

رابعا: المؤتمن المركزي للسندات:

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03-04 المؤرخ في17فيفري2003، وهو شركة ذات أسهم تحمل تسميته " تجارية الجزائر للتسوية " تخضع للقانون الأساسي وهي تعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد استطلاع (COSOB).المساهمين المؤسسين هم 7 بنوك عمومية و4 شركات مسعرة في البوصة وهي الأوراسي، صيدال، أليانس للتأمين، وبيوفارم.[2]

تتمثل الأوراق المقبولة في عملياته في:

– سندات رأس المال (الأسهم)؛

[1] منشورات شركة إدارة بورصة القيم، تاريخ الاطلاع(2021/06/05)، متوفر على:

www.sgbv.dz

[2] بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

- سندات الدين القابلة للتداول (السندات).

1- وظائف المؤتمن المركزي للسندات:

تتمثل وظائف المؤتمن المركزي للسندات في ما يلي:

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الأوراق المالية؛
- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية؛
- يسمح لمصدري الأوراق المالية بأن يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للادخار؛
- يضمن تزامن عمليتي التسوية و التسلم؛
- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها؛
- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

الفرع الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر

تتمثل شروط الدخول لبورصة الجزائر فيما يلي:[1]

أ- السوق الرسمي

تتمثل شروطه فيما يلي:

- يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار 5.000.000 دج؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛

[1] بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛
- ضمان التكفّل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين 150مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ب- سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق و السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار500.000.000 دج و ذلك يوم الإدراج.

ج- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيضها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعيّن، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرقي البورصة"؛
- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التّابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين 50 مساهماً أو ثلاثة 03 مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛
- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على

الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللّجوء العلني إلى الادخار.

وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشّركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللّجوء العلني إلى الادخار.

المطلب الثالث: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

أعلنت البورصة بمرسوم تشريعي سنة 1993، ولكن بدأت الأشغال فيها فعليا في 25 ماي1997،أما بداية التسعيرات كانت بتاريخ 13 سبتمبر 1999 والى جانب كل هذا أقيم إطار قانوني مناسب للبورصة حتى يمكنها من ممارسة دورها كأية بورصة عادية، وحتى تتدخل الجزائر إلى اقتصاد السوق كان لابد من ذلك ادخال المؤسسات ذات الأداء المتطور فيها، وعليه سوف يتم التعرض في هذا المطلب إلى المؤسسات الفعالة في البورصة مع التطرق إلى جميع خصائص كل مؤسسة على حدى.

الفرع الأول: المؤسسات المدرجة سابقا

أولا: القرض السندي لسونطراك

في الجزائر أول سند مفاوض أنشأ مع الإصدار السندي لسونطراك هذا القرض لمدة 5 سنوات حيث انتهى في 04 جانفي2003، يطرح بفائدة سنوية تقدر ب 13% وهو مسجل ب97.5 % من القيمة الاسمية للأوراق ب(10.000دج، 50.000 دج، 100.000دج) ويمكن القول أن سند سونطراك وضع أقل من سعره الحقيقي[1].

[1] عبد القادر جران، التكامل العمومي والمزايا التنافسية للمؤسسة الصناعية –دراسة حالة مؤسسة سونطراك- ، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية، 2011، ص112.

1- عملية إصدار القرض السندي

وفقا لتأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة(COSOB)المحررة تحت رقم001/ 97 بتاريخ 18نوفمبر1997أعطيت الموافقة لشركة سونطراك لإصدار قرض سندي بالخصائص و الشروط المتمثلة في:

- المصدر: سونطراك (Sonatrach)؛
- الضامن: بنك الجزائر الخارجي (BEA)؛
- المبلغ:5.000.000.000 دج؛
- طبيعة الورقة: سندات؛
- المدة: 5 سنوات ابتداءا من04 جانفي 1998؛
- فترة الاكتتاب: شهرين من04 جانفي1998 إلى28 فيفري1998؛
- تاريخ الحيازة: 01مارس1998؛
- سعر الفائدة: 13% ثابتة تدفع سنويا؛
- سعر الإصدار للجمهور: 97,5%؛
- عددالاوراق: 115000ورقة؛
- التسديد: مرة واحدة في نهاية السنة الخامسة.

2- صعوبات إصدار القرض السندي

بعد قرار إنشاء بورصة الجزائر طلبت وزارة المالية من وزارة الطاقة والمناجم الاتصال بشركة سونطراك و هذا من أجل القيام بعملية قرض سندي و هذا بهدف إعلان البورصة والإشهار بها، فكانت شركة سونطراك على القبول رغم المعارضة التي صرح بها مسؤولي الشركة وحددت قيمة القرض بـ:5.000.000.000 دج لتمويل المشروعات التي تبلغ قيمة تمويلها الحقيقية ما يقارب 19مليار دولار لبرنامج استثماري لمدة 5 سنوات. و قد تم اختيار شركة سونطراك باعتبارها أكبر شركة عمومية من الناحية المالية، لا تعاني من عجز مالي و لديها السيولة الكافية لتحتمل أعباء هذه العملية وتحمل الخسارة في حالة وقوعها أي إمكانية تسديد كل مستحقاتها في الآجال المتفق عليها دون أي إشكال.

تم تحديد مبلغ و سعر الفائدة حسب إحتياجات السوق هذا يعني أن المبلغ المقترح 05 ملايير دج، أختير كقيمة ابتدائية ليست أصلية لقيمة الاحتياجات الكلية، أما الفائدة فقد حددت أولا بنسبة 19 % و لكنها لقيت معارضة وهنا خوفا من المنافسة البنكية وبالتالي تم افتراض نسبة 13% كفائدة نهائية لهذا القرض، وبما أن شركة سونطراك أكبر شركة على المستوى الوطني ولديها مكانة جد حساسة على المستوى الدولي. وخوفا منها على هذه المكانة وحفاظا على سمعتها الداخلية والخارجية فقد عملت جاهدة لنجاح هذه العملية التي تعتبر الأولى من نوعها في حياة الشركة والتي لم تفكر إطلاقا بهذه الطريقة الخاصة في السوق الجزائرية[1].

3- هدف إصدار القرض السندي

يهدف هذا القرض الذي يعد كأول عملية من نوعها في الجزائر إلى تغطية الاحتياجات المالية لشركة سونطراك والتي سطرتها في برنامج استثماري يتمحور حول ثلاث نقط:

- تطويرالناتج. نقل و تمييع الغاز بغية الإستجابة للإلتزامات التعاقدية لتسليم الغاز؛
- استرجاع الغازات المشتركة حقوق البترول و الغاز؛
- التنقيب على حقول جديدة و تطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام.

ثانيا: مجمع الرياض- سطيف

أنشأت شركة الرياض سطيف سنة 1983بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسميد، المطاحن، العجائن الغذائية والمعروفة آنذاك باسم (SEMPAC)، حولت بعدها هذه المؤسسة سنة 1990إلى شركة أسهم وكانت ضمن أول دفعة من المؤسسات التي مرت إلى الاستقلالية برأسمال اجتماعي يقدر بـ 100مليون دينار جزائري، قد ارتفع هذا الأخير إلى 850 مليون دينار جزائري. حيث حول هذا المبلغ بأكمله في سنة 1994 لصالح صناديق المساهمة للصناعات الفلاحية الغذائية[2].

أما في سنة1997ووفقا للمرسوم التشريعي رقم25- 95 الصادر في سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال المتعلقة بالدولة، حيث حولت أسهم الرياض سطيف إلى الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية

[1] عبد القادر جران، مرجع سابق، ص113.

[2] منشورات رياض سطيف، تاريخ الإطلاع (2021/06/06)، متوفر على:

www.riadsetif.dz

الأساسية Holding agro-alimentaire حيث كانت ما بين 1995- 1997هناك عدة استثمارات من أجل الزيادة في الطاقات والتي هي في طور الإنجاز، و قد وصل رقم الأعمال لسنتي 1996- 1997 حوالي 21مليار دينار لكل سنة والذي يجعل منها واحدة من أكبر المؤسسات الجزائرية.

وكان الاهتلاك لرأس المال الجماعي لكافة وحداتها2.525 مليار دينار كما تملك رياض سطيف نسبة 20% من أسهم شركة الهندسة وصناعة التجهيز المحدد رأسمالها ب63 مليون دينار أنشأت بحصص متساوية بين مؤسسات الرياض الجزائر ،قسنطينة ،سيدي بلعباس ،تيارت و سطيف ،و تشغل رياض سطيف حاليا3021 عونا84 % منهم موجه للنشاط الرئيسي بينما يشرف على التسيير326 إطار ويتكون الرأس المال الاجتماعي الأساسي لهذه الشركة من4000000 سهم بقيمة اسمية 1000دج، الذي تم دفعه إلى 5000000 سهم بنفس القيمة الاسمية لتحقيق برنامج استثماري يرتكز على:

- تنمية إنتاج السميد والدقيق و العجائن الغذائية؛
- مكتبة التوظيف والإرسال على مستوى المطاحن؛
- إدخال نظام معلوماتي في تسيير الشركات.

1- دخول رياض سطيف إلى البورصة

تقرر دخول رياض سطيف إلى البورصة في إطار خوصصة المؤسسات العمومية المحدد من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة وذلك اختيار يوم 05 فيفري 1998، على إثر هذا القرار تم اجتماع الجمعية العامة غير العادية للشركة و ذلك يوم 29 أفريل 1998 حيث قرر رفع رأس مال رياض سطيف للجوء العلني للادخار. يخص هذا الارتفاع 1 مليون سهم بقيمة اسمية1000 دينار للسهم، إن هذه الأسهم الاسمية محررة كليا للاكتساب، وقابلة للتنازل، فهي تخول لحاملها حق الانتخاب في الجمعيات العامة، الحق في الأرباح وكذلك الحق في الربح الإضافي في حالة التصفية، بهدف تشجيع الشراكة الخاصة، فإن الشراكة القابضة الزراعية الغذائية الأساسية فقد تنازلت عن حقوقها الإمتيازية في هذه العملية. [1]

إن زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة لدى الجمهور يهدف إلى تمويل تنمية القدرات الإنتاجية، وعصرنة التجهيزات المحيطة والتي تسمح للشركة بتحسين ظروف تراكم الأرباح على المدى المتوسط والطويل.

[1] منشورات رياض سطيف، تاريخ الإطلاع (2021/06/06)، متوفر على:

www.riadsetif.dz

يتكون رأس المال الاجتماعي لرياض سطيف حاليا من4000000 سهم اسمي بقيمة اسمية تقدر ب 1.000دج على إثر نهاية إنجاز عملية اللجوء العلني للادخار موضوع هذا الإصدار.

إن الأسهم المعروضة على الجمهور أي1000000 سهم اسمي بقيمة اسمية تقدر ب1.000 دج تمثل20 %من رأس المال الاجتماعي بعد الزيادة حتى يمكن القبول بالتسعيرة ليستوجب أن تكتتب هذه الأسهم من طرف 300 شخص على الأقل. قامت بإصدار هذه الأسهم بقيمة 2300 دج، بما فيها مصاريف العمولات والرسوم حيث بدأت عملية الاكتتاب في أسهمها في 2 نوفمبر إلى غاية15 ديسمبر1998 حيث تم تصريف50 % من الأسهم المعروضة، وتحصلت شركة رياض سطيف على التأشيرة من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم01 – 98 المؤرخ في27 /1998/06. [1]

وتجدر الإشارة بأنه تم خروج سونطراك من بورصة الجزائر نظرا لضعف سوق الأسهم العامة، فقد انخفضت قيمة تداول الأسهم لتصل إلى أدنى مستوياتها في البورصة إلى 4 مليون دج سنة 2005، كما لم يسجل أي معالمة بخصوص أسهم مؤسسة رياض سطيف حيث أصبحت هذه المؤسسة بفعل المنافسة على مستوى السوق تواجه مشاكل مالية كانت كافية لدفعها إلى عملية الانسحاب من ساحة البورصة سنة 2006.

الفرع الثاني: المؤسسات المدرجة حاليا

لقد تم إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وبموجب المرسوم التشريعي93 -10المؤرخ في 23 مايو1993 و يوجد في البورصة حاليا أربع مؤسسات عمومية معروفة بنجاحها الاقتصادي، بعد أن تحصلوا على تأشيرة القبول من لجنة البورصة، وهذا من الدعوة العامة للإدخار أي فتح رأس مال المؤسسات، وهذه المؤسسات هي: [2]

- مجمع صيدال؛
- أليانس للتأمينات؛
- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؛
- مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية.

[1] منشورات رياض سطيف، تاريخ الإطلاع (2021/06/06)، متوفر على:

www.riadsetif.dz

[2] بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

أولا: مجمع صيدال

تعود جذور صيدال إلى الصيدلة المركزية التي أنشئت سنة 1969 والتي أوكلت لها مهمة ضمان استيراد وتصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستعمال البشري عبر التراب الوطني، حيث استطاعت هذه المؤسسة أن تستحوذ على سوق الدواء بالجزائر بشكل تدريجي، وفي سنة 1982 تم تحويل وحدة الإنتاج إلى مؤسسة وطنية للإنتاج الصيدلاني بعد إعادة الهيكلة التي مست الصيدلة المركزية الجزائرية، وتمثلت ممتلكات المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني في وحدات الإنتاج بالجزائر العاصمة، بالإضافة إلى مشروع المضادات الحيوية بالمدية (أونتي بيوتيك) الذي كان بحوزة الشركة الوطنية للصناعات الكيميائية الذي تم ضمه إليها رسميا سنة 1988، وفي سنة 1989 تم تغيير تسمية المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية لتصبح تحت اسم " صيدال" مؤسسة ذات أسهم وهي مؤسسة عمومة ذات استقلالية، ويتكون من مجموعة من المديريات المركزية ومركز البحوث والتطوير ووحدات تجارية وكذا مديرية التسويق والمعلومات الطبية.[1]

ويعتبر مجمع صيدال اليوم مؤسسة ذات أسهم يقدر رأس مالها ب 2,5 مليار دينار جزائري ويتكون من عدة مديريات مركزية و ثلاث فروع إنتاجية إضافة إلى مركز البحث والتطوير و وحدات تجارية.

وفي 15 فيفري 1989 دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر للقيم المنقولة من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم تحت تصرف الجمهور حددت قيمة العرض العمومي للبيع ب20% من رأس المال الاجتماعي للمجمع ، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2000000 سهم، بقيمة اسمية تقدر ب250 للسهم الواحد، أما بخصوص نسبة رأس المال المتبقي الذي بلغ 80% ويبقى ملكا للدولة، ولقد تم تحديد سعر إصدار السهم ب800دج خلال فترة الاكتتاب ابتداء من 15مارس 1999.

[1] فاطمة محبوب، تأثير التحولات الإستراتيجية على تنافسية المؤسسة الصناعية- دراسة حالة مجمع صيدال- ، مذكرة ماجيستير، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية، 2010،ص98.

ثانيا: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR)حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB)حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أبريل 1983.

وعدّل الفندق، في 12 فبراير عام1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الاوراسي."

وفي عام 1995، وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون95-25المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.لكن، وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخوصصة الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير1998لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 % من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 % من رأس المال الاجتماعي.

في14فبراير2000، وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقُدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري). [1]

[1] بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

ثالثا: أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ2,2مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنّت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي09-375المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30/ 1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 ٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1,44 مليار دينار مقسمة إلى1804511 سهم.

في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. (وقُدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري).[1]

رابعا: مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية

تتمثل شركة المساهمة "بيوفارم" في مجمع متكامل يعمل في مجال تطوير وإنتاج الأدوية وتوزيعها على الصيدليات و الإعلام الطبي والخدمات اللوجستيكية، وتسعى شركة بيوفارم من خلال دخولها بورصة الجزائر إلى بيع 5104375سهم ما يعادل 20 % من رأس مالها الاجتماعي ما يعادل قيمة مالية تبلغ 6.252.859.375 دج، وهذا عن طريق ما يعرف بالعرض العام لبيع الأسهم (OPV)، وهي الوسيلة التي تمكن أحد أو عدة مساهمين من بيع جزء من أسهمهم بسعر ثابت لصالح الجمهور في السوق المالي.

[1] رياض زلاسي، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، –دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية ، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2012، ص ص106-111.

لقد تم تحديد سعر السهم بألف ومئتين وخمسة وعشرون دينار جزائري 1.225دج للجمهور في حين سيستفيد موظفي الشركة الراغبين في شراء جزء من الأسهم بسعر تفضيلي يقدر بألف و مئة واثنين دينار جزائري وخمسين سنتيم 1102,5دج وهذا خلال الفترة الممتدة من 18إلى 28 جانفي 2016. ويبلغ رأس المال الاجتماعي لمؤسسة بيوفارم 5.104.375.000دج موزعة على25.521.875 سهم عادي بقيمة اسمية للسهم قدرها200 دج. [1]

خامسا: أن سي أ– رويبة

الشركة ذات الأسهم أن سي أ رويبة هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأس مال قدره 849.195.00 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ش.ذ.م.م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". كانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة تحت العلامة التجارية " الرويبة ".

في سنة 2006 ارتفع رأس مال الشركة من 109.472.000 إلى 152.044.000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسينفست المحدودة".

في سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة إلى "أن سي أ رويبة"، ورفع رأس مال الشركة من 792.195.000 جزائري إلى849.195.000 دينار جزائري.

في سنة2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير2012.

[1] جريدة الخبر، تاريخ الاطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

http://www.elkhabar.com

في أبريل 2013 شرعت مؤسسة أن سي أ- رويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على25 دينار % من رأس المال، أي ما يعادل 849.195.200 دينار جزائري موزعة على 8.491.950 سهم، وفي يونيو 2013 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة،

تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ- رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013 وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري. [1]

في سنة 2020 كانت اللجنة المختصة قد تلقت طلبا لعرض عمومي للشطب قدمه مصنع رويبة للعصائر والمشروبات، يتضمن إعادة شراء أسهمه المدرجة في القائمة متبوعا بشطب سندها لقائمة بورصة الجزائر الذي تم في 26 يوليو 2020، بسبب تدهور وضعية الشركة وانخفاض قيمة أسهمها بحوالي 8.3 % في فبراير 2020[2].

المبحث الثاني: دراسة مؤشرات بورصة الجزائر من (2020 إلى ماي 2021) معوقاتها وآفاق تطويرها

إن تطبيق السياسات المالية بأدواتها المختلفة في الجزائر لا يزال في المرحلة الابتدائية، كما أن مؤشرات المرحلة المستقبلية في ظل التغيرات التي تشهدها البلاد، من خلال الانتقال إلى اقتصاد السوق تفرض عليها تحديات حادة، وهذا ما واجه العالم والجزائر اليوم أزمة خانقة ولعلها من أكبر الأزمات التي تهدد الاستقرار في الدول وتدفع به نحو المواجهة، جوهر هذه الأزمة هو بدون منازع وباء العصر فيروس كورونا الذي يعتبر من أخطر الأوبئة العالمية وأكثرها انتشارا و لابد من الاستعداد لمواجهتها ولا يتحقق ذلك إلا بتكامل جهود في سبيل تنسيق مختلف السياسات المالية الرامية إلى تطوير السوق المالي في الجزائر.

المطلب الأول: دراسة مؤشرات بورصة الجزائر من (2020 إلى ماي 2021)

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى دراسة وتحليل مؤشرات نشاط بورصة الجزائر خلال السنتين المتتاليتين: (فترة جائحة كورونا 2020 - 2021).

[1] بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع (2021/06/05)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

[2] جريدة العرب، تاريخ الاطلاع (2021/06/17)، متوفر على:

https://alarab.co.uk

الجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي2021

أولا: مؤشرات النشاط العام لبورصة الجزائر من 2020 إلى ماي2021

الجدول رقم (3– 1): نشاط بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي 2021

يمكن تلخيص مؤشرات النشاط العام لبورصة الجزائر سنتي 2020- 2021 في الجدول التالي:

السنوات	2020	ماي 2021
عدد أيام التداول	123	63
عدد الأوامر	1386	1372
حجم أوامر الشراء	3818347	723366
حجم أوامر البيع	301946	1074330
قيمة التداول(دج)	78.109.696دج	94.908.284دج
حجم التداول	87508	206078
عدد الصفقات	178	139
المعدل اليومي للصفقات	14.67	11.27
المعدل اليومي لقيمة التداول(دج)	6.736.092دج	7.538.520دج
المعدل اليومي لحجم التداول	7255.69	16292.34

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على

http://www.sgbv.dz

الجدول رقم (3– 2): نسبة التغير في نشاط بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي 2021

يمكن تلخيص نسبة التغير في نشاط بورصة الجزائر في الجدول التالي:

السنوات	2020	ماي 2021
عدد أيام التداول	-	-
عدد الأوامر	% 1946.54	% 17.99
حجم أوامر الشراء	% 16327.62	% 42.51
حجم أوامر البيع	% 2323.02	% 858.57
قيمة التداول (دج)	% 1389.22	% 882.87
حجم التداول	% 1750.16	% 718.63
عدد الصفقات	% 1864.73	% 213.18
المعدل اليومي للصفقات	% 947.19	% 254.98
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	% 879.97	% 329.37
المعدل اليومي لحجم التداول	% 970.03	% 783.87

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على

http://www.sgbv.dz

من خلال معطيات الجداول السابقة ، كشف التقرير السنوي الصادر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة "كوسوب" عن أداء ضعيف لبورصة الجزائر التي سجلت قيمة المبادلات بها انخفاضا معتبرا بنسبة 68.48% سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، وهي السنة التي شهد خلالها شطب أسهم شركة "أن سي آ" رويبة من المفاوضات على مستوى بورصة قيم الجزائر، وينحصر التداول على أربع قيم هي الأوراسي وأليانس وصيدال وبيوفارم.

حدد التقرير بالخصوص عاملين للوضع الذي يعيشه السوق المالي في الجزائر، وهما وباء "كوفيد-19" و كذا الغياب المستمر لجاذبية السوق المالية الجزائرية.

وبيّنت المعطيات الإحصائية التي تضمّنها التقرير أن حجم أوامر البيع والشراء كانت متذبذبة من خلال السنتين

المتتاليتين، بحيث في سنة 2020 عرف حجم أوامر الشراء 3818347 مقارنة بسنة 2021 عرف حجم أوامر الشراء 723366، عكس حجم أوامر البيع عرفت تراجع في سنة 2020 بـ301946 مقارنة بسنة 2021 ماي ارتفعت بـ1074330 ،وبينت نسبة التغير في حجم أوامر البيع والشراء في سنة 2020 ارتفاعا بنسبة 2323.02%- 16327.62% على التوالي مقارنة بسنة 2021 ماي 858.57%- 42.51% وهذا راجع إلى غياب عمق السوق وجاذبية المؤسسات والمستثمرين، كذلك نلاحظ أن قيمة التداول في سنة 2020 عرفت انخفاضا بـ78.109.696دج مقارنة بماي 2021 عرفت ارتفاعا بـ94.908.284دج لكن نسبة التغير بينت عكس القيمة بحيث كانت في 2020 بـ1389.22% وفي سنة 2021 كانت 882.87%.

كذلك نلاحظ عدد الصفقات التي ميزت السنتين بحيث كان عدد الصفقات في سنة 2020 بـ178 صفقة وفي سنة 2021 كانت 139صفقة.

نلاحظ في سنة 2020 كان معدل حجم التداول 970.03 % مقارنة بسنة 2021 الذي كان بـ783.87 % وهي نسبة غير بعيدة مقارنة بخمسة أشهر من سنة 2021 مما نلاحظ أن نشاط بورصة الجزائر في طور التحسن رغم وجود فيروس إلا أن بورصة الجزائر تعايشت مع الوضع.

ويظل نشاط البورصة محدودا، خاصة مع تراجع السلطات العمومية على مشاريع إدراج الشركات العمومية.

ثانيا: مؤشرات أسعار بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي2021

الجدول رقم (3-3): يمثل مؤشر سعر البورصة من 2020 إلى ماي 2021

يمكن تلخيص معطيات (مؤشر سعر) بورصة الجزائر في الجدول والشكل الموالي:

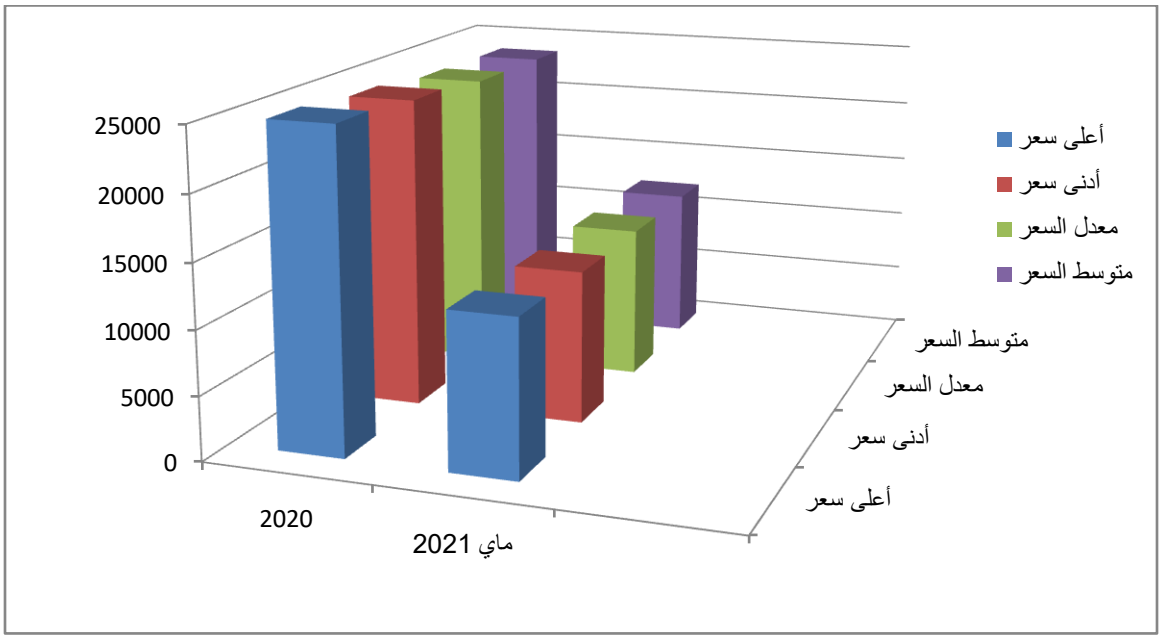
متوسط السعر المرجح	معدل السعر	أدنى سعر	أعلى سعر	السنة
23.589دج	23.707دج	24.338دج	24.914دج	2020
12.124دج	12.066دج	11.990دج	12.196دج	ماي2021

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

الشكل رقم (3– 2): مؤشر سعر البورصة من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص معطيات (مؤشر سعر) بورصة الجزائر في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

من خلال الجدول رقم (3–3) السابق نلاحظ أن مؤشر سعر بورصة الجزائر في 2020 كانت الأسعار مرتفعة بحيث سجلت 24.914 دج كأعلى سعر و 24.338 دج كأدنى سعر مقارنة بماي 2021 سجلت أعلى سعر بـ12.196دج وسجلت أدنى سعر بـ 11.990دج نلاحظ انخفاض الأسعار بدرجة كبيرة وهذا راجع للازمة (كوفيد – 19) التي تعرضت لها بورصات العالم عامة وبورصة الجزائر خاصة، وهذا ما بينه الشكل رقم (3– 2).

من خلال الجدول السابق (3–3) نلاحظ أن معطيات التقرير الشهري لبورصة القيم المنقولة أفصحت عن معدل سعر السهم ومتوسط سعر المرجح للسهم يوجد فرق بينهما لان متوسط السعر المرجح للسهم هو حساب (ربحية السهم EPS) العائد على السهم ، أي وجود تغيير في عدد الأسهم القائمة في الشركة من خلال فترة إعداد التقرير الشهري، أما معدل سعر السهم هو سعر السهم الواحد لعدد من الأسهم القابلة للبيع للشركة.

ثالثا: مؤشرات تطور قيمة و حجم الأسهم المتداولة من 2020 إلى ماي2021

الجدول رقم (3– 4): يمثل تطور قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص تطور قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر في الجدول التالي:

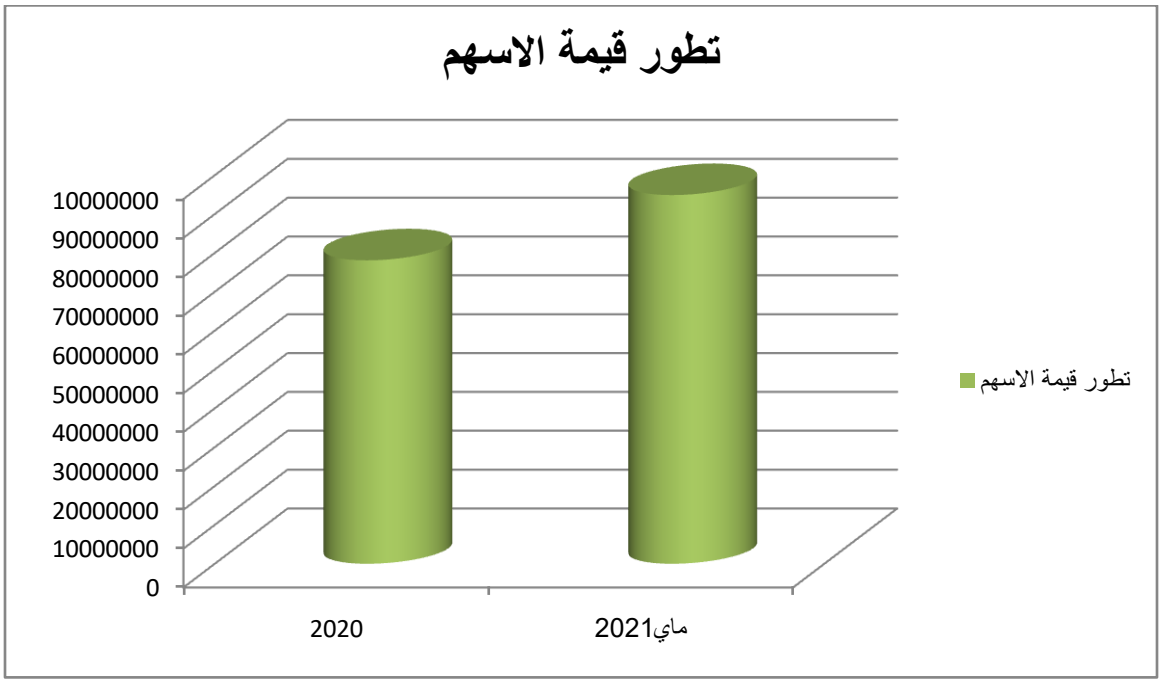
قيمة الأسهم المتداولة	السنة
78.109.696دج	2020
94.908.284دج	ماي2021

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

الشكل رقم (3– 3): قيمة الأسهم المتداولة من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص تطور قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

من خلال **الجدول رقم (3– 4) والشكل رقم (3– 3)** نلاحظ تطور مؤشر قيمة الأسهم خلال سنتي 2020 و 2021 من 78109696دج إلى 94.908.284دج ورغم هذا الفرق البسيط مازالت بورصة الجزائر من بين البورصات الضعيفة والبطيئة رغم تعرضها لازمة كوفيد- 19 كباقي العالم، كذلك من خلال التقرير السنوي لبورصة الجزائر لاحضنا في جويلية 2020 انسحاب مصنع رويبة للعصائر والمشروبات ومن خلال تتبع أحداث بورصة الجزائر عبر شبكة الانترنت والاطلاع على مقال الصحافي صابر البليدي الذي دون أن اللجنة المختصة قد تلقت طلبا لعرض عمومي للشطب قدمه مصنع رويبة للعصائر والمشروبات، يتضمن إعادة شراء أسهمه المدرجة في القائمة متبوعا بشطب سندها لقائمة بورصة الجزائر الذي تم في 26 يوليو 2020، بسبب تدهور وضعية الشركة وانخفاض قيمة أسهمها بحوالي 8.3 % في فبراير 2020.

الجدول رقم (3– 5): يمثل تطور حجم الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص تطور حجم الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر في الجدول التالي:

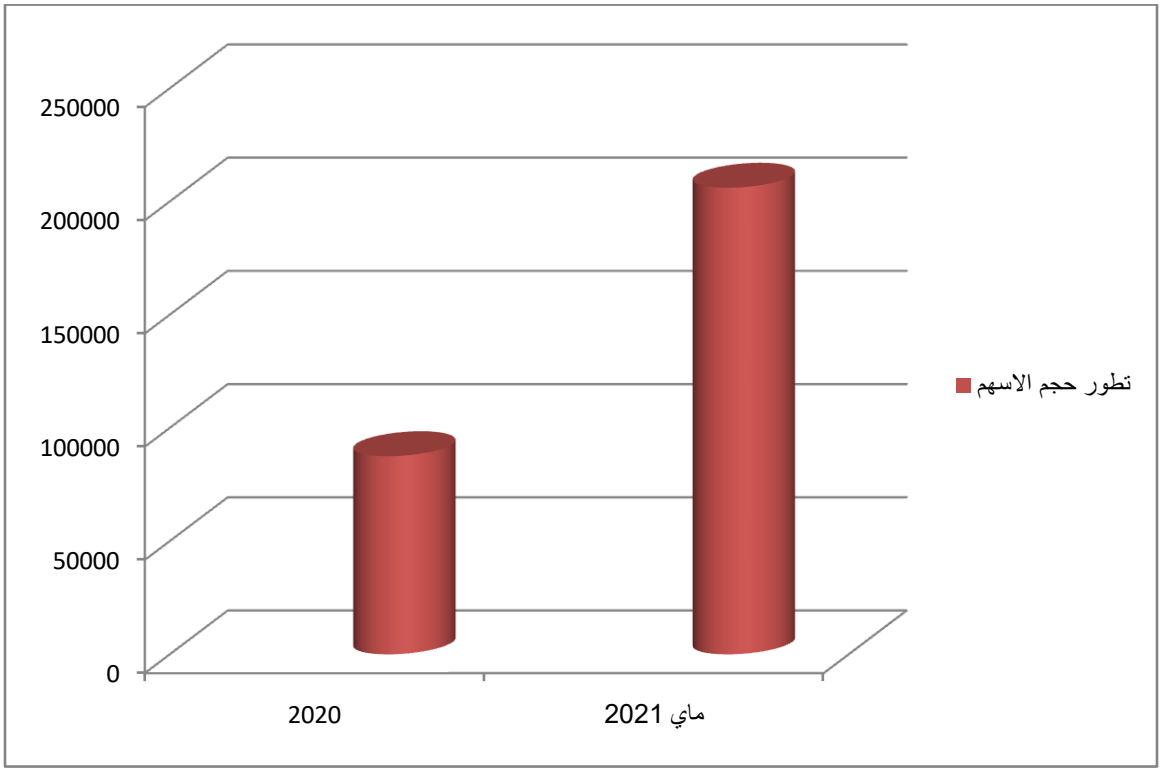
حجم الأسهم المتداولة	السنة
87.508دج	2020
206.078دج	ماي2021

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

الشكل رقم (3– 4): حجم الأسهم المتداولة من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص تطور حجم الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

كذلك نلاحظ من خلال **الجدول رقم (3– 5) والشكل رقم (3– 4)** أن هناك فرق في حجم الأسهم المتداولة خلال سنتي 2020- 2021 من 87.508 دج إلى 206.078دج نظرا لتأثير فيروس كورونا على البورصة وانسحاب مصنع رويبة قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تخفيف استثنائي لشروط الإدراج في البورصة اخذ بعين الاعتبار انخفاض رقم أعمال المؤسسات .

رابعا: نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول، حجم التداول)

الجدول رقم (3– 6): يمثل حجم تداول نشاط الوسطاء في عمليات البورصة من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)في الجدول التالي:

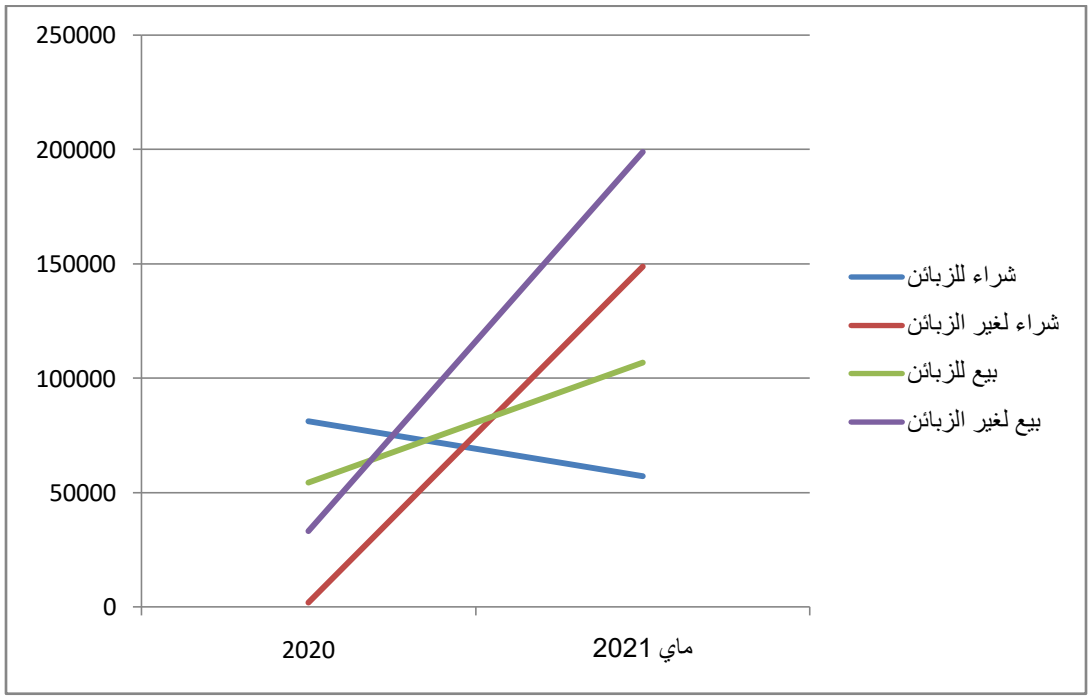
بيع لغير زبائن	بيع للزبائن	شراء لغير زبائن	شراء للزبائن	السنة
33.093دج	54.424دج	1.907دج	81.212دج	2020
198.990دج	106.770دج	148.826دج	57.252دج	ماي2021

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر ، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

http://www.sgbv.dz

الشكل رقم (3– 5): حجم تداول نشاط الوسطاء في عمليات البورصة من 2020 إلى ماي2021

يمكن تلخيص نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

https://www.sgbv.dz

الجدول رقم (3– 7): يمثل قيمة تداول نشاط وسطاء في عمليات البورصة من 2020 إلى ماي 2021

يمكن تلخيص نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول)في الجدول التالي:

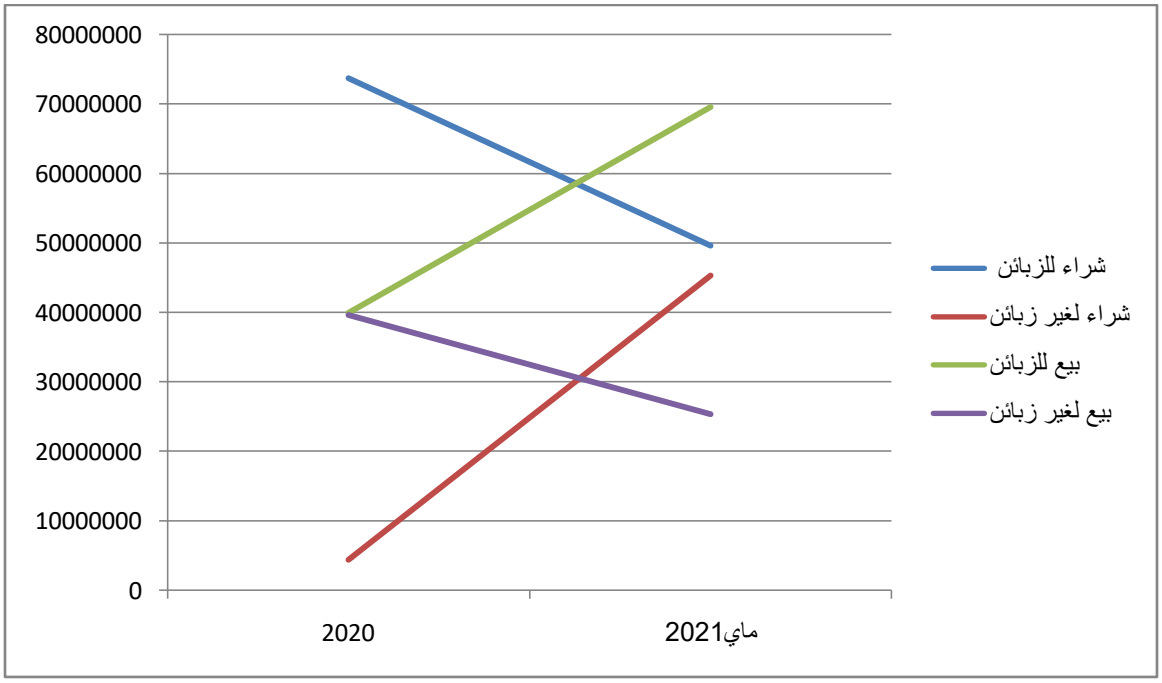
السنة	شراء للزبائن	شراء لغير زبائن	بيع للزبائن	بيع لغير زبائن
2020	73.691.713دج	4.417.983دج	39.899.861دج	39.621.821دج
ماي2021	49.607.202دج	45.301.082دج	69.537.219دج	25.371.065دج

المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

https://www.sgbv.dz

الشكل رقم (3– 6): قيمة تداول نشاط الوسطاء في عمليات البورصة من 2020 إلى أفريل 2021

يمكن تلخيص نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول)في الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع (2021/05/17)، متوفر على:

https://www.sgbv.dz

من خلال الجداول والأشكال السابقة نلاحظ:

الجدول رقم (3– 6) والشكل رقم (3– 5) نلاحظ أن حجم تداول نشاط الوسطاء في البورصة كان:

- خلال سنة 2020 كان حجم تداول نشاط الوسطاء بين الارتفاع والانخفاض بحيث سجلت أعلى عملية من خلال تداول عملية شراء للزبائن بـ 81212 ثم تليها تداول عملية بيع للزبائن بـ 54424؛
- خلال سنة 2021 كان أعلى حجم تداول نشاط الوسطاء من خلال عملية بيع لغير زبائن بـ 198.990دج ثم تليها عملية تداول شراء لغير زبائن بـ 148.826دج.

الجدول رقم (3– 7) والشكل رقم (3– 6) نلاحظ أن قيمة تداول نشاط الوسطاء في البورصة كان:

- خلال سنة 2020 كانت قيمة تداول نشاط الوسطاء سجلت أعلى قيمة تداول عملية شراء للزبائن بـ 73691713دج ثم تليها قيمة تداول عملية بيع للزبائن بـ 39.899.861دج؛
- خلال سنة 2021 سجلت أعلى قيمة تداول عملية بيع للزبائن بـ 69.537.219دج ثم تليها عملية تداول شراء للزبائن بقيمة 49.607.202دج.

المطلب الثاني: معوقات وآفاق تطوير بورصة الجزائر

إن بورصة الجزائر كأي بورصة ناشئة عرفت الكثير من الصعوبات حالت دون أصولها إلى الفعالية المرجوة، لهذا كان لزاما البحث عن الإجراءات المتنوعة الكفيلة برفع أدائها حتى تساهم في عملية الخوصصة بشكل خاص، و في التنمية الاقتصادية بشكل عام.

الفرع الأول: معوقات تطور بورصة الجزائر

إن بورصة الجزائر كبورصة ناشئة تمثل واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، و هذا يعتبر انجازا في سبيل المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أنه و من خلال دراسة أدائها الذي أشرنا إليه سابقا، نجد أن هناك معوقات حالت دون وصولها إلى الفعالية المرجوة منها ،و بصفة عامة تتمثل هذه المعوقات في[1]:

[1] كمال رزيق، سمير بن عمور، تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخوصصة، الملتقى الوطني حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة سعد دحلب – البليدة، من 24 – 25 أفريل، 2007،ص 329.

أولا: المعوقات التي تتعلق بالبورصة:

إذ تتميز بعدم تنوع الأدوات المالية المعروضة، فبورصة الجزائر لا تتداول فيها إلا ورقتان ماليتان (الأسهم، سندات الاستحقاق المصدرة من الشركات ذات الأسهم، سندات الاستحقاق المصدرة من طرف الدولة، سندات الاستحقاق المصدرة من طرف الخزينة العمومية) بالإضافة إلى حيازتها من طرف أعوان اقتصاديين محددين بسقف معين، و تتميز بعدم نجاعة نظام المعلومات، إذ لا يسمح هذا النظام للمستثمر أن يحصل على المعلومات اللازمة لاتخاذ قراره الاستثماري، بالإضافة إلى افتقار بورصة الجزائر إلى المؤسسات الصانعة لها، فطبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم. إلا أن معظم مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد.

ثانيا: المعوقات التي تتعلق بمحيط البورصة:

ونجد فيها الاقتصادية و السياسية والقانونية و الثقافية والدينية.

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

- **التضخم:** وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا، حيث يدفع التضخم ذوي الدخول الثابتة أو المخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها. وبالتالي نفاذ مدخراتهم يقودهم إلى عدم الاستثمار وبالتالي تقليل التعامل بالشراء بالهامش؛
- **السوق الموازية:** إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فان وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، أي أن السوق الموازية تعتبر قناة لجذب مدخرات الأشخاص على حساب المتاجرة بالشراء بالهامش نظرا للأرباح الكبيرة والسريعة المحققة في هذه الأسواق؛

[1] سمير لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010، ص 306.

- **ضعف الحوافز الجبائية:** ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو انه اخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 25 % من الأرباح هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف مرودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية لذا فان الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري؛
- **ضعف الإفصاح والشفافية:** يعاني المستثمرون من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات؛

أما في بورصة الجزائر فان المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار؛[1]

- **طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر:** بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توفرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB فإنها تتبع خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط بالرغم من أن القانون الذي صدر في جويلية 1996 سمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، بمعنى أن اقتصار عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية؛
- **عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر:** من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلاءم إمكانيته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فانه يتداول فيها ثلاثة اوراق مالية هي الأسهم وسندات الاستحقاق المصدرة

[1] رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، رقم 06 ماي 2006،ص287.

من الشركات ذات الأسهم، سندات الاستحقاق المصدرة من طرف الدولة وسندات الاستحقاق المصدرة من طرف الخزينة العمومية وهو عدد ضئيل.

إضافة إلى عدم تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر، فان حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين، فمثلا بالنسبة لأسهم مجمع صيدال، فان الاكتتاب حسب أصناف المستثمرين كان كما يلي:

- الأجراء 40 سهم للعامل؛
- الأفراد 200 سهم للفرد؛
- المؤسسات المالية 300000 سهم لكل مؤسسة؛
- أشخاص معنويون آخرون 3000 سهم لكل شخص معنوي، وما يستخلص من هذا التعديد أنه يطغى عليه الطابع الاحتكاري للمؤسسات المالية، وأنه لا يشجع ادخار الأفراد والعائلات.[1]

2. المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصة مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا، اليابان، وألمانيا، وبريطانيا يظهر تطور في بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فانه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذاك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرون يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فان السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.

المعوقات القانونية:

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93- 08 المؤرخ في 1993/04/15، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني:

[1] رشيد بوكساني ونسيمة أوكيل، المرجع السابق، ص ص 288-289.

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة؛
- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين؛
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة.[1]

أما استبعاد الأسهم، ولاسيما العادية منها، فان ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية.

وإذا كان لحاملي الأسهم الممتازة أو السندات الأولوية في الأرباح والفوائد في حالة الإفلاس، فان من حق حاملي الأسهم العادية، أن يحصلوا في الغالب على ما تحصل عليه حاملوا السندات والأسهم الممتازة، وفي الحقيقة إن مكانة الشركة والنشاط الذي تمارسه، والمؤشرات المحلية والدولية، كلها عوامل تؤثر في قيمة السهم ارتفاعا وانخفاضا.

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخوصصة وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية، عكس ما هو معمول به في جل البورصات العالمية، وفي الدول العربية الأخرى حيث يتم التعامل فيها بالأسهم أكثر منه بالسندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق غير المنظمة.

من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد. إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

أما فيما يخص مدة إنهاء الصفقات (عمليات البورصة) أي مدة التسوية والتسليم، فالمعيار الدولي المعتمد هو أن أقصى أجل لإنهاء الصفقات هو يوم + ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم+ 30 يوم، وهو أجل بعيد بكثير عن المعايير الدولية، الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل بورصة الجزائر.

[1] رشيد بوكساني، المرجع نفسه، ص280.

- الإطار التشريعي بطئ جدا، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996.

3. المعوقات الثقافية:

باعتبار أن الجزائر انتهجت النهج الاشتراكي فقد أبعدت أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، وقد جرت العادة على تمويل جزء كبير من الاستثمارات من طرف الدولة، و بهذا فان مثل هذه السوق بالجزائر تواجه بالتأكيد صعوبات خاصة بتقبل الجمهور لها، و كل هذا يرجع إلى انعدام الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع الجزائري، و ذلك لجهل الفئات العريضة في المجتمع بماهية البورصة و أهميتها.

4. المعوقات الدينية:

إن التعامل في البورصة من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعتريها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات، إذ تعد الفوائد المحصلة من السندات بمثابة ربا والتي هي محرمة في الدين الإسلامي، الشيء الذي يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لابد أن تصب في خانة الكسب الحلال.[1]

الفرع الثاني: آفاق تطوير بورصة الجزائر

يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة عمى ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر و تتمثل في:[2]

أولا: التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي :يمكن التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي من خلال:

- **محاربة الإقتصاد الموازي:** إصلاح أدوات الضبط الإقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان الرشوة و الفساد، وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون الإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية و

[1] كمال رزيق، سمير بن عمور،المرجع السابق، ص330.

[2] محمد زيدان، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر– المعوقات والأفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، من 21– 22 نوفمبر2006 ، ص ص 16–17.

الرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العمل الجبائي، وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الإقتصادي؛

- **إصلاح النظام الجبائي**: وهذا لما للسياسة الضريبية من أثر في تمويل البورصة من ناحيتين:

– الأثر على الإستثمار: إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الإستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال، ومن ثم معدل العائد على الاستثمار إذ انه و في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الإستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة، وفي ظل تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الإستثمار مع التكلفة الحدية له ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الإستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الإستثمار المقررة، لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الإستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإستثمار، الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الإستثمار إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المرفوضة، ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يساهم في تخفيض المعدلات الفعالة للضريبة،ويرفع من ثم معدلات العوائد ويخفض من ثم تكلفة الإستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الإستثمار، ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض و عرض الأوراق المالية؛

– الأثر على القرارات التمويلية للشركات: تمثل تكلفة التمويل أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المحدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية. وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختيارات الشركات لمصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر على اختيارات الشركات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي، إذ أن المعاملة التمويلية لمصادر تمويل الاستثمارات، قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركات لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة وذلك من خلال منح الامتيازات و الإعفاءات الضريبية؛

- **تخفيض سعر الفائدة**: و ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية، باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية؛

- **تسريع عملية الخوصصة:** تعتبر البورصة آلية من آليات الخوصصة وذلك من خلال فتح رأسمال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق؛
- **تفعيل دور البنك المركزي و الجهاز المصرفي في تنمية البورصة:** يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي ويقوم كل من البنك المركزي و البنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيض القيود على عمليات سوق الأوراق المالية.

ثانيا: تحسين الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر: ويتمثل فيما يلي:

- **تجزئة سوق البورصة:** يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين: سوق رسمية وسوق ثانية. [1]

ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيها كامل الشروط، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدارتها في السوق الرسمية، مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق ثانوي بالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الثانية، و العبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة من تمويل نفسها، فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية ، فبرغم من وصف البورصة من أنها سوق تجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلى أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها، ومن اجل هذا يجب إعادة هيكلتها لتستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء؛

- **مكننة أنظمة التداول:** إذ لابد من تحديث أنظمة التداول و استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول من بعد خاصة عن طريق الانترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق؛

[1] محمد زيدان، بومدين نورين، مرجع سابق، ص ص 18- 19.

- **تعزيز الشفافية والإفصاح:** أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته لما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، فمن جانب السوق، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية و أسماء أعضاء السوق، بالإضافة إلى البيانات الدورية المنظمة و المؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية.

ثالثا: تحسين الجانب الثقافي:

يتمثل الجانب الثقافي في: [1]

- **الثقافة البورصية:** انه من الضروري السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد، وانه من المفيد أن تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، وعليه فانه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية، ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور، من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية، وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تتعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما انه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها و الجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، وصناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار، ولعل من بين ما يرسخ هذه

[1] عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة الدراسات العليا المتخصصة P G S، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة،2007، ص ص134- 135.

الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات للتوظيف الجماعي في القيم المتداولة بنظر لما توفره من مزايا تتجلى في إمكانية رفع العوائد وتقليص من درجة المخاطر.

خلاصة الفصل :

يمكن القول أن بورصة الجزائر يرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات تجعلها ضعيفة الأداء إضافة إلى وجود فيروس غير مرئي أطاح بالاقتصاد الجزائري وجعل مستوى أدائها ضعيف بحيث انخفضت قيمة التداول وحجم أوامر البيع والشراء ويمكن تبرير ذلك بقلة عدد الشركات المدرجة في البورصة و ضعف النشاط السوقي وسياسة التمويل والاستثمار ،كذلك نلاحظ تأثير الجائحة في مجال الفندقة و السياحة، النقل، القطاعات الاستهلاكية وسوق العمل ماعدا القطاع الصيدلاني الذي عرف ارتفاع في القيمة السوقية وقيمة الأرباح.

ومن أجل ذلك أخذت السلطات المعنية كل التدابير والشروط من تشريعات وقوانين وتوفير الإمكانيات المادية والبشرية من أجل استحداث بورصة الجزائر والعمل على تخطي أزمة الفيروس.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

مع تزايد الانفتاح المالي وتحرير للمعاملات المالية برزت أهمية البورصة باتصالها اتصالا وثيقا بالمصالح الاقتصادية للمجتمعات، وما لها من دور قوي في عملية التنمية الاقتصادية.

وبناءا على دراستنا التي تمحورت حول واقع بورصة الجزائر في ظل جائحة كورونا حاولنا رصد أهم النقاط المتمثلة في الجانبين النظري والتطبيقي ففي الجانب النظري تعرضنا إلى دراسة أسواق الأوراق المالية (البورصة) والدور المهم الذي تلعبه بالنسبة للاقتصاد ككل إضافة إلى أن البورصة وجدت لتشبع حاجات ورغبات المتعاملين وتلبي رغباتهم وتحقق الموازنة الفعالة ما بين قوى الطلب والعرض كذلك تعمل على ضمان حقوق المتعاملين بما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم. فالبورصة تستمد أهميتها من وجودها، وذلك من خلال الأوجه متعددة الأدوار والجوانب التي تقوم بها باعتبارها أداة فعل غير محددة في الاقتصاد القومي، ودورها شديد الأهمية في جلب رؤوس الأموال، حيث تعمل بنظام خاص يحدد إجراءات التعامل فيها إضافة إلى القوانين التي يتم الالتزام بها من قبل المتعاملين في الأوراق المالية سواء أسهم أو سندات أو أوراق مختلطة. ويقوم الراغبون في الاستثمار في الأدوات المالية هته والذين ينفذون الأوامر التي يكلفون بها من قبل المتعاملين سواء كانوا بائعين أو مشترين.

فسوق الأوراق المالية يعتبر احد المراكز الاقتصادية للدولة، إلا أنها تعاني من هاجس يطاردها وهو الأزمات المالية التي تعرضت لها أسواق الدول العالمية نتيجة للتدهور الحاد في أسواقها، مما هو عليه حال العالم اليوم إذ شهد أزمة فتكت بنظام رئة عالمه وجعلته على مفترق الطرق في علاقاته الدولية ، وأخلطت الأوراق وبعثرت الحسابات التي لطالما كانت المسيطرة والمحددة لموازين القوى في العالم .إذ أن هذا الفيروس لا يعترف بالأقوى بل بالأذكى والأدهى في إدارة هذه الأزمات وأن الإنسان الذي بلغ به الغرور والتكبر واعتبر نفسه سيد الكون، والمسيطر على الطبيعة ،جاء هذا الفيروس غير مرئي ليعيده إلى رشده من جديد ويكسبه شيئا من الاتضاع الذي تناساه ويعيد حساباته الايكولوجية أول أمر. والجدير بالذكر أن نظام العالم " بريتون وودز" الذي ساد البشرية بعد الحرب العالمية الثانية وفيه مثلت الولايات المتحدة الأمريكية بنوع خاص الهيمنة والسيطرة على العالم من خلال الدولار من جهة وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي أدوات واليات تخصها دون غيرها ، فالنظر إليها خلال الأزمة أثار الرعب في نفوس لا سيما في ضوء الأعداد الهائلة التي تصاب يوميا بالفيروس من جهة ، ونقص الاستعدادات الطبية من ناحية أخرى مما يجعلنا نتساءل

هل هي حقا القوة الحقيقية المهيمنة على العالم حتى الساعة، أم أنها قوة ظاهرية وفي داخلها خواء كبير على كافة الأصعدة ؟ ففيروس كورونا رغم تفوق قوته وجبروته إلا انه وضع أمام البشرية حقيقة تضامن الشعوب وتفكك غيرها ، كذلك أدى إلى تصحيح بعض أوضاع المناخ المختلة إذ أثبتت الصور الملتقطة من الفضاء أن الأرض تنفست من جديد بعد الهدوء الذي ساد .وعليه يمكن القول أن فيروس كورونا كان نقمة وفي نفس الوقت نعمة.

ففي الجانب التطبيقي تعرضنا إلى تحليل أداء بورصة الجزائر. تماشيا مع التطورات التي تشهدها ساحة الاقتصاد العالمي تسعى الجزائر جاهدة إلى تحقيق قفزة نوعية نحو اقتصاد السوق. حيث سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات، وقد تأسست البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم. لكن ورغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشاءها، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا.

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في الدول النامية أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق إلى أخر وعلى غرار هذا مست بورصة الجزائر كغيرها من الدول عوائق وأزمات كالأزمة الحالية (كوفيد- 19) التي مست جل دول العالم لكن كان تأثيرها على الدول النامية وعلى اقتصادها بشكل اكبر لمكانتها الرديئة وهذا راجع إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها ودرجتها الكافية من عمق السيولة، وما يمكن القول أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني لذا لابد أن يحضى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: البورصة هي آلية لتداول الأوراق المالية عن طريق الجمع بين طرفين احدهما عارض للورقة المالية والأخر طالب لها. ويتم التعامل فيها وفق آليات تسمح من خلالها تسعير الورقة المالية والمتمثلة في أسهم وسندات مطروحة للتداول وهي صحيحة لان البورصة تعتبر سوق مالي منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها، كما

أن آليات التعامل في البورصة تعتمد على تقديم أوامر للوسطاء من خلال تحديد الورقة المالية والسعر المتفق عليه وفق نظام التسعير السائد في السوق؛

الفرضية الثانية: تقوم بورصة الجزائر بإدراج الشركات على أساس مجموعة من الشروط من بينها الإفصاح والشفافية في المعلومات وهي صحيحة لان أي بورصة تدرج شروط للدخول إليها وذلك من خلال الإفصاح عن القوائم المالية للشركة وتقديم معلومات بشفافية ووضوح؛

الفرضية الثالثة: أزمة جائحة كورونا أثرت على بورصة الجزائر الفرضية صحيحة لكن التأثير لم يكن بالقدر الذي نتوقعه لان بورصة الجزائر من دون أزمة أو عائق تتعرض له تعتبر جسد بلا روح وهذا ما وصفها به الخبراء في الاقتصاد الجزائري وأسواق المال والأعمال باحتلالها المركز الأخير في الدول العربية بسبب عجزها عن استقطاب الاستثمارات وتقديم دعم إضافي للاقتصاد وباعتبارها تتصف بالضعف والبطء اللذ ان يميزانها كذلك غياب عمق السوق وجاذبية المؤسسات والمستثمرين المستمرة وانعدام السياسة الحقيقية لتفعيل نشاط السوق.

نتائج الدراسة:

من خلال الفرضيات الموضوعة سلفا أدت معالجة بحثنا إلى النتائج التالية:

- تلعب البورصة دورا هاما في التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة الادخار بتقريب الأشخاص ذوي الفائض في الأموال وأولئك اللذين هم بحاجة إليها؛
- إن تنفيذ أوامر البيع والشراء تدل على مؤشر حسن تسيير وتنظيم تلك المؤسسة ثم عملية تحديد الأسعار في البورصة تتم بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل في معظم أسواق الأوراق المالية؛
- نقص الوعي الادخاري والاستثماري الذي يعزز استقرار المجتمع ويدعم النمو الاقتصادي؛
- أي اختلال في توازن الأداء والمردودية الاقتصادية للمؤسسة يؤدي إلى أزمة مالية؛
- من خلال استخدام المؤشرات نتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة وإعطاء فكرة عن العائد المتولد عن المحفظة واستخدامها كأساس لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية؛

- جعل المشرع الجزائري للبورصة هيئات ومنظمات لها بهدف حماية المدخرين وتفاديا لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة تتأكد من صحة المعاملات وسلامة الممارسة وتخضع إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان مختصة بالنظام الداخلي في البورصة؛
- فيروس كورونا من الأزمات التي مست البورصات العالمية عامة وبورصة الجزائر خاصة، وأثرت على مؤشراتها واقتصادها المالي ؛
- الجزائر بإمكانها الاستفادة من مختلف تجارب بلدان المغرب العربي، وما يتعلق بسياسة استقطاب الاستثمارات الأجنبية نحو سوق البورصة مع الاستلهام من مختلف الإصلاحات التي باشرها كل بلد؛
- جاء فيروس كورونا ليوضح للعالم أن قوة الخالق وقدرته تفوق قوة العالم؛
- فيروس كورونا باعتباره أزمة تضرر منه العالم ، إلا أن وجوده كان نقمة و نعمة في نفس الوقت.

التوصيات والاقتراحات:

من خلال استخلاص النتائج السابقة أقترح مايلي:

- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية؛
- العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية والجوهرية بهدف الاستفادة منها
- مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية؛
- ضمان الاستقرار السياسي ومعالجة الوضعية الأمنية للبلاد؛
- مكافحة السوق الموازية التي تمكن من الحصول على أرباح سهلة وأسباب التضخم حتى تعيد هذه الظاهرة إلى مستوى يحفز الأعوان الاقتصاديين إلى استثمار إمكانياتهم المالية؛
- على الشركات المدرجة في السوق المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف؛
- تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق المالية التي يرغب، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق؛

- إحداث منصات الكترونية ببورصة الجزائر بهدف إضفاء الطابع الآلي على الأنظمة المعلوماتية للمؤسسات المصرفية.

آفاق البحث:

من خلال تطرقنا لدراسة هذا البحث ارتأينا أن هناك العديد من الجوانب الأخرى الجديرة بالدراسة خاصة أن موضوع بورصة الجزائر يعد من المواضيع التي يسهل التعمق فيها لكونها تحتوي على مراجع كثيرة من حيث جوانب الدراسة فيها لأننا لم نقم بالإحاطة بكل جوانبها وتبقى مجالات الدراسة فيها مفتوحا لهذا اقترحنا مجموعة من الدراسات تتمثل في:

- أهمية الأصول المعنوية في تقييم المؤسسة المرشحة للدخول إلى البورصة؛
- دور جهازي التسيير والتسوية في تنظيم سوق البورصة؛
- التنبؤ باتجاه مؤشر البورصة.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1)أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.

2)أحمد بوراس، أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.

3)أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة- مصر،2001.

4)أحمد مراد كاظم، البورصة "جهازها – أنواعها – عملياتها"، مطبعة الثبات، مصر، بدون سنة النشر.

5)إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.

6)إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2009.

7)المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013.

8)حسن خلف فليح، الأسواق النقدية والمالية، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.

9)دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار المسيرة، عمان- الأردن، 2010.

10)رضا عبد السلام، أزمة مالية أم رأسمالية، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010.

11)زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة – مصر، 2008.

12)زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط3، دار الوائل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2005.

13)سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس ، القاهرة- مصر، بدون سنة النشر .

14)شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، ط1، الأطلس للنشر، الجزائر،1993.

15)شمعون شمعون، البورصة- بورصة الجزائر-، ط2، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.

16)صليحة بن طلحة، الرياضيات المالية، ط1، منشورات الدار الجزائرية، الجزائر، 2015.

17)طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1997.

18)طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.

19)عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان- الأردن، 2009.

20)عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الاسكندرية- مصر، 2004.

21)عبد الغفار الحنفي، البورصات (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية- مصر، بدون سنة النشر.

22)عبد اللطيف أحمد، سعد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.

23)عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

24)مروان شموط، عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة- مصر،2010.

25)منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية،ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، 2003.

26)مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013.

27)محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ط2، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر،1990.

28)محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، ط1، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2002.

29)مجيد ضياء، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة - مصر، 2003.

30)محمود مُحَّد الداغر، الأسوق المالية (مؤسسات – أوراق- بورصات)، الشروق للإنتاج والتوزيع، مصر، 2005.

31)مصطفى نهال فريد، جلال العبد، الاستثمار في الأوراقالمالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية2003.

32)مُحَّد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، ط1، دار زمزم، عمان- الأردن، 2009.

33)مُحَّد عنتر احمد، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، ط1، عمان، 2009.

34)مُحَمَّد إسلام، شعبان البارويي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، ، دمشق- سوريا،2002.

35)مُحَمَّد سعيد مُحَمَّد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنظار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية- مصر،2011.

36)مُحَمَّد الصيرفي، البورصات، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية- مصر،2008.

37)مُحَمَّد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة1، دار وائل للنشر،عمان – الأردن،2005.

38)فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2008.

39)فؤاد أرشد التميمي، فؤاد عزمي سلام، الأسواق المالية، البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010.

40)ناجي التوني، الأزمات المالية – سلسلة جسر التنمية –، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.

41)وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، (ج1)، دار المنهل للنشر والتوزيع، بيروت، 2003.

42)ياسين مُحَمَّد يوسف، البورصة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان ،2004.

43)يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان– الأردن، 2015.

II. البحوث الجامعية:

44)رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006.

45) سمير لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة دكتوراه، جامعة قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2010.

46)سمير لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة دكتوراه، جامعة قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2010.

47)نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية (الوقاية والعلاج) دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة باتنة، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، 2013.

48)بركنو قوسام، دراسة قياسية لتغير مؤشر البورصة، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر03، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، 2010.

49) ثامر بن صوشة، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية –دراسة حالة الجزائر–، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2009.

50)جمال بوزيدي، دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية، مذكرة ماجستير(غير منشورة) ، جامعة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص الاقتصاديات المالية والبنوك، 2012.

51)رابح أمين المانسبع، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود وبنوك، 2011.

52)رياض زلاسي، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، –دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،2012.

53)صلاح الدين طالبي، تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة الحالية وتداعيتها– حالة الجزائر–)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، 2010.

54)عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة الدراسات العليا المتخصصة PGS، (غير منشورة)، جامعة قسنطينة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص مالية،2007.

55)عبد القادر جران، التكامل العمومي والمزايا التنافسية للمؤسسة الصناعية – دراسة حالة مؤسسة سونطراك–، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2011.

56)عبد القادر بادن، دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الأزمات المالية والمصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الشلف، تخصص مالية ومحاسبة، 2008.

57)فاطمة محبوب، تأثير التحولات الإستراتيجية على تنافسية المؤسسة الصناعية– دراسة حالة مجمع صيدال– ، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2010.

58)فاطمة الزهراء بن شعيب، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقا يد– تلمسان، 2011.

59)فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر– واقع وآفاق –، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2003.

60)مريم طبني، واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية(2002–2012)، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2014.

61)نادية بلورغي، تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأورو متوسطية (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، 2014.

62)أمال شترة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العربية، مذكرة ماستر، جامعة المسيلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود،2015.

III. المؤتمرات والملتقيات العلمية:

63)السعيد دراجي، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعيتها وآثارها على الاقتصاد العربي، مؤتمر الأزمة المالية العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة قسنطينة، الجزائر، يومي 21-22 أفريل 2009.

64)عيسى بن ناصر، مداخلة بعنوان: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20-21 أكتوبر2009.

65)فتيحة الحبشي، مداخلة بعنوان: تحليل أسباب الأزمة المالية وسبل معالجتها،الملتقى الدوليحول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة قسنطينة، يومي14- 15 ديسمبر،2009.

4)كمال رزيق، سمير بن عمور، تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخوصصة، الملتقى الوطني حول أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة سعد دحلب – البليدة، من 24 – 25 أفريل،2007.

66)مُحَّد زيدان، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر- المعوقات والأفاق-، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة مُحَّد خيضر- بسكرة، من 21- 22 نوفمبر2006.

67)ياسين قاسي، عمر حمزة زواوي، مداخلة بعنوان: دور البنوك الإسلامية في مواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية 2008، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة قسنطينة، يومي 14-15 نوفمبر، 2009.

IV. المجلات:

68)العونية بن زكوة، تداعيات أزمة كورونا على قطاعات الاقتصاد العالمي- قراءة في المؤشرات الاقتصادية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد03، سبتمبر 2020.

69)رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، رقم 06 ماي 2006.

70)فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية (الدليل العلمي التطبيقي لإدارة الأزمات)، اتحاد المصارف العربية، 2010.

71)ليندة آيت بشير، أساليب التنبؤ في إطار النظرية الحديثة للمحفظة المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد1 جانفي، جامعة الجزائر03، الجزائر 2018.

V. القوانين:

72)المرسوم التشريعي رقم (93- 10)، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34.

73)المرسوم التشريعي، رقم (93- 10)، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34.

74)المرسوم التشريعي، رقم (93- 10)، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، سنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34.

75)نظام رقم 96-03 المؤرخ في03 يوليو سنة 1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، الجريدة الرسمية.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

76) charles,p.jonesinvestment analysis and management, john wiley& sons, INC, new York, 1996.

77) Labource d'Alger:cadre légale et réglementaire, IBID, 1998.

78) MondherBellalah, Gestion de portefeuille : Analyse Quantitatives de la Rentabilité Et des risque, pearson Education, France, 2004.

79) Patrick navatte Finance d'entreprise et théorie des options, Economica, Paris,1998

80William,f sharpe, Gordon,j .Alexander, investment, prentice-Hall international INC, london1990,p 683.

ثالثا: مواقع الأنترنت

81)الموقع الإلكتروني: https://www.youm7.com.

82)الموقع الالكتروني: https://www.arabberg.com.

83)بورصة الجزائر، https://www.sgbv.dz.

84)لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، www.cosob.org.

85)جريدة الخبر،http://www.elkhabar.com.

86) جريدة العرب، https://alarab.co.uk.

87)منشورات رياض سطيف، www.riadsetif.dz .

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

مؤشرات أسعاربورصـــــــــــــة الجزائر
جانفي 2020

الأسهم	أعلى سعر(دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر(دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتامينات	418,00	418,00	418,00	418,00
اوام انفست	-	-	-	-
الأوراسي	550,00	546,00	548,15	550,00
بيوفارم	1 211,00	1 209,00	1 210,2	1 210,47
أن سي أ رويبة	218,00	218,00	218,00	218,00
صيدال	580,00	551,00	568,85	564,73

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المنقولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
أليانس للتامينات	1 800	752 400	4
اوام انفست	-	-	-
الأوراسي	450	247 500	3
بيوفارم	13 875	16 795 403	22
أن سي أ رويبة	5 250	1 144 500	4
صيدال	950	536 500	4
المجموع	22 325	19 476 303	37

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
جوان 2020

البيانات	ماي 2020	جوان 2020	التغير %
عدد أيام التداول	5	7	-
عدد الأوامر	7	4	- 42,85
حجم الأوامر المعروضة للشراء	1 584	246 030	15 432,19
حجم الأوامر المعروضة للبيع	288	1 000	247,22
قيمة التداول (دج)	348 768	1 211 000	247,22
حجم التداول	288	1 000	247,22
عدد الصفقات	1	1	0,00
المعدل اليومي للصفقات	0,20	0,14	-30,00
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	69 753,6	173 000	148,01
المعدل اليومي لحجم التداول	57,6	142,85	148,00

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجـم التـداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	188	-
بنك التنمية المحلية				
بنك الجزائر الخارجي	2000	-	5995	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	586	-
بي أن بي باريبا الجزائر	6020	-	-	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	643	-
القرض الشعبي الجزائري	331	4104	5043	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	188	-
تال ماركتس	-	-	-	-

نشــاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التــداول دج)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	105280	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	1120000	-	7408220	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	328160	-
بي أن بي باريبا الجزائر	7645400	-	-	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	664557	-
القرض الشعبي الجزائري	265617	2339280	2864080	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-