جامعة يحيى فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبة

الموضوع:

استراتيجيات الاستثمار بالأوراق المالية في البورصة
– دراسة حالة بورصة الجزائر –

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم مالية محاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة:

***صبرين مسادي**

تحت إشراف الأستاذة

***نعيمة شلابي**

أعضاء لجنة المناقشة

بن عيشوش محمد	أستاذ محاضر أ بجامعة يحيى فارس المدية	رئيسا
نعيمة شلابي	أستاذ محاضر أ بجامعة يحيى فارس المدية	مشرفة
مزاوي عائشة	أستاذ محاضر أ بجامعة يحيى فارس المدية	ممتحنا

السنة الجامعية:2022-2023.

جامعـــة يحي فارس بالمدية.
كليــة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.
قسم: علوم مالية محسابة

الموضوع:

استراتيجيات الاستثمار بالأوراق المالية في البورصة – دراسة حالة بورصة الجزائر–

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم مالية محسابة.
تخصص: مالية المؤسسة.

من إعداد الطالبة:
– صبرين مسادي.

تحت إشراف الأستاذة:
–نعيمة شلابي.

السنة الجامعية: 2022–2023


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وعرفان

اشكر المنعم عز وجل الذي وفقني في إتمام هذه المذكرة

هو الله ربي الذي ما أصبح وما أمسى بي من نعمة ما حييت فمنه وحده

فله الحمد وله الشكر

ومصداقا لقول الحبيب المصطفى صلى الله عليه وسلم –من صنع إليه معروف فقال لفاعله جزاك الله خيرا فقد ابلغ في الثناء أجازه الترميذي.

أتوجه بالشكر الجزيل للأستاذة المشرفة "**نعيمة شلابي**" أستاذة بجامعة يحيى فارس المدية على قبولها الإشراف على هذه المذكرة، وعلى ما قدمته لي من توجيهات من الناحية المنهجية أو من ناحية المضمون العلمي، كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى أساتذة لجنة المناقشة على تفضلهم وقبولهم مناقشة مذكرتي.

والى كل من تعاون، وقف معي ودعمني من بعيد أو قريب على إنجاز هذه المذكرة بجهده ووقته ودعائه...

الإهداء

الحمد لله برب العالمين والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين

اهدي هذا العمل إلى:

إلى قرة عيني وأنسي ومؤنستي وشفائي و شافعتي

وشمعتي التي تنير... أمي

إلى سندي وسدي وأميني وأمانتي واتكائي وقوتي

وظهري الثابت... أبي

"أرجو من الله أن يجعل لكما أرض في الجنة مثلما

انتم جنتي في الأرض"

إلى أحبائي إخوتي وعائلتي الكبيرة من ناحية الأم والأب

"أدام الله دعواتكم لي سندا"

إلى من كانوا سيفرحون لتخرجي لكنهم ليسو معنا

اليوم... فرحتكم في الجنة أجمل إن شاء الله

إلى من نسيه قلمي وحفظته في قلبي



لكم كل التقدير والاحترام

صبرين

المستخلص

المستخلص:

تناولت هذه الدراسة موضوعا جديرا بالاهتمام وهو الاستثمار في الأوراق المالية، وهدفت إلى التعريف بالاستثمار والأوراق المالية والتعريف بالأسواق المالية، بالتركز على الاستثمار في بورصة الجزائر ومحاولة تحديد فرص الاستثمار منها، من خلال أداء بورصة الجزائر تحليل عوائدها ومخاطرها خلال الفترة (2017-2019) باستخدام كل الأدوات الإحصائية المعروفة في هذا المجال،حيث أصبحت البورصة تحتل مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقومه به أدوار هامة، حيث تكمن أهميتها في الفرص الاستثمارية التي تتيحها الشركات المدرجة بها لتوفر المستثمرين ما يناسبهم من استثمار، ولقد تبين من الدراسة أن بورصة الجزائر لا تحتوي على القدر الكافي من الفرص الاستثمارية التي تسقطب المستثمر إذ أن عوائد الشركات المدرجة بها ضعيفة جدا في حين مخاطرها مرتفعة بشكل كبير.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار، الأوراق المالية، الأسواق المالية، بورصة الجزائر.

Abstract:

This study dealt with a topic worthy of attention, which is investing in securities, and aimed at defining investment and securities and introducing financial markets, by focusing on investing in the Algiers Stock Exchange and trying to identify investment opportunities from it, through the performance of the Algiers Stock Exchange, analyzing its returns and risks during the period (2017-2019) using All the known statistical tools in this field, as the stock exchange has become an important place in contemporary economies through what it plays important roles, where its importance lies in the investment opportunities offered by the companies listed in it to provide investors with the investment that suits them, and it has been shown from the study that the Algerian Stock Exchange It does not contain enough investment opportunities that attract the investor, as the returns of the listed companies are very weak, while their risks are very high.

Keywords: investment, securities, financial markets, Algeria Stock Exchange.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر والعرفان:	
إهداء:	
المستخلص:	
فهرس المحتويات:	
فهرس الجداول:	
فهرس الأشكال:	
فهرس الملاحق:	
مقدمة:	أ – خ
الفصل الأول: الإطار النظري للاستثمار	**02-40**
تمهيد:	**02**
المبحث الأول ماهية الاستثمار.	**03**
المطلب الأول:مفهوم الاستثمار وخصائصه.	**03**
المطلب الثاني: أهداف ومبادئ الاستثمار .	**06**
المطلب الثالث: أنواع الاستثمار وأهميته.	**08**
المبحث الثاني : محددات الاستثمار والعوامل المؤثر فيه.	**15**
المطلب الأول: محددات وأدوات الاستثمار.	**15**
المطلب الثاني: نظريات الاستثمار.	**20**
المطلب الثالث: مخاطر والعوامل المؤثرة على الاستثمار.	**27**
المبحث الثالث: إستراتيجية الاستثمار.	**33**
المطلب الأول: مفهوم إستراتيجية الاستثمار.	**33**
المطلب الثاني: الإستراتيجية التي تعترف ولا تعترف كفاءة السوق.	**34**
المطلب الثالث: إستراتيجية السمات المعتمدة واستراتيجيات السمة الواحدة.	**38**
الخلاصة:	**41**
الفصل الثاني: الإطار النظري للأوراق المالية.	**43-83**
تمهيد:	**43**
المبحث الأول: الأسواق المالية.	**44**

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
المطلب الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية.	44
المطلب الثاني: أنواع ووظائف الأسواق المالية.	46
المطلب الثالث: معوقات الأسواق المالية.	57
المبحث الثاني: الأوراق المالية.	58
المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية وأهميتها.	65
المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية.	68
المطلب الثالث: شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية واليات التعامل في بورصة الجزائر.	68
المبحث الثالث: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.	75
المطلب الأول: الاستثمار في الأوراق المالية.	76
المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.	78
المطلب الثالث: عائد الاستثمار في الأوراق المالية	82
الخلاصة :	84
الفصل الثالث تقييم الاستثمار وعائد ومخاطر الأسهم والسندات في بورصة الجزائر	85- 115
تمهيد:	85
المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.	86
المطلب الأول: نشأة ومؤسسات ومهنيون بورصة الجزائر.	86
المطلب الثاني: المؤسسات ومهنيو والهيكل التنظيمي بورصة الجزائر.	89
المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.	91
المبحث الثاني: تقييم الاستثمار وتحليل نشاط سوق الأسهم والسندات في بورصة الجزائر	95
المطلب الأول: تقيم الاستثمار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2021.	95
المطلب الثاني: تحليل نشاط سوق السندات الخزينة في بورصة الجزائر.	100
المطلب الثالث: تحليل نشاط سوق الأسهم في بورصة الجزائر.	103
المبحث الثالث: أساليب قياس عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر.	105
المطلب الأول: قياس وتحليل عوائد بورصة الجزائر.	105
المطلب الثاني: قياس وتحليل مخاطر بورصة الجزائر.	115

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
الخلاصة:	114
الخاتمة:	118
قائمة المراجع:	121
قائمة الملاحق:	130

فهرس الجداول

فهرس الجداول.

الرقم	العنوان	الصفحة
1-3	نشاط بورصة الجزائر من 2014 إلى 2019.	94
2-3	تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019	96
3-3	تطورات الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2012-2019.	98
4-3	حصيلة النشاط السنوي لسوق السندات في بورصة الجزائر للفترة 2011-2017	100
5-3	حصيلة النشاط السنوي لتداول سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر للفترة 2011-2016.	101
6-3	حصيلة النشاط السنوي لتداول الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2017	102
7-3	نتائج العائد المتوقع والفعلي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019	105
8-3	العائد المطلوب للشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الفترة 2017-2019	109
9-3	نتائج حساب المخاطر الكلية، المخاطر المنتظمة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر	111
10-3	تحديد علاوة المكافأة للأسهم المدرجة في بوصة الجزائر	112
11-3	يوضح نتائج حساب معدل القطع C للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال 2017-2019	113

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1-2	مكونات السوق النقدي	47
2-2	تقسيمات أسواق رأس المال	48
1-3	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	90
2-3	حجم المتداول في بورصة الجزائر خلال فترة 2017-2021.	95
3-3	القيمة المتداول في بورصة الجزائر خلال فترة 2017-2021.	95
4-3	تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2021.	97
5-3	تطورات الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2021.	98
6-3	تطور العائد للشركة بيوفارم مقارنة بعائد السوق	107
7-3	تطور عائد شركة الياس للتأمينات مقارنة بعائد السوق	107
8-.3	تطور عائد شركة أو أم انفست مقارنة بعائد السوق	108
9-3	تطور عائد شركة ا نسي اروبية مقارنة بعائد السوق	108
10-3	تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2017	108
11-3	تطور عائد السوق خلال الفترة 2017-2019.	109
12-3	تطور قيم العائد المطلوب للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019.	110
13-3	تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة مقارنة بالعائد المطلوب منها خلال الفترة 2017-2019.	110
12-3	يمثل قيم المخاطر المنتظمة، غير المنتظمة، الكلية، معمل بيتا	111

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

رقم	عنوان	الصفحة
1	تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2017	**107**
2	تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2018	**111**
3	تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2019	**115**
4	تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2020	**119**
5	تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2021	**123**

مقدمة

إن الأسواق المالية هي مكان التقاء عارضي الأموال بالطلب عليها حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد عمى عملية التكوين الرأسمالي وتساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز ،و باعتبار أن أسواق المال تلعب دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

يعتبر الاستثمار من أهم عناصر التنمية الاقتصادية واهم التغيرات المؤثرة في تطور البلدان ونموها، ذلك أن المشكلة الاقتصادية التي تواجه غالبية الدول النامية، في رأي الكثيرين هو انخفاض حجم الاستثمارات بها، لهذا فإن نجاح هذه الدول في تحقيق التنمية يتوقف على مدى قدرتها في زيادة معدلات النمو وزيادة الإنتاج وخلق فرص العمل والتقليل من البطالة وجلب التكنولوجيات الحديثة ما يؤدي إلى الرفاهية والرقي.

حيث توجد عدة أنواع للاستثمار منها الاستثمار الحقيقي ويهتم بالمعدات والأدوات والآلات، والأخر الاستثمار المالي يهتم بالأوراق المالية وهو استثمار عيني يهتم بالاستثمار المباشر في الأصول واستثمار آخر غير مباشر يعرف بالاستثمار المالي، وهو من أكثر أنواع الاستثمارات شيوعا بين المستثمرين، وذلك من خلال الأسهم والسندات، بل وأبعد من ذلك صار الاستثمار المالي ألان في الأسواق المالية سمى من سمات الاقتصاديات المعاصرة الذي تتناسق فيه الآن وتتسارع كل الدول.

ومن جهة أخرى تعتبر عملية التقييم المالي للاستثمار أهم خطوات وأخرها في تنفيذ سياسة الاستثمار، لأنه على أساسها يتسم اتخاذ القرار النهائي للاستثمار أو عدمه، وتعتمد هذه العملية على استعمال مجموعة من المقاييس لكن استعمالها في ظروف التأكد لا يكفي بما أن المحيط الخارجي مليء بالمخاطر والفرص لذلك لا بد من استخدام طرق أخرى تتماشى مع ظروف عدم التأكد لتحديد القيم التقديرية للتدفقات النقدية والتكلفة الأولية للاستثمار حتى يتم اتخاذ القرار.

– إشكالية الدراسة:

بناء على ما تقدم يمكن طرح الإشكالية الرئيسية كالتالي:

ما مدى مساهمة إستراتجية الاستثمار بالأوراق المالية في بورصة الجزائر؟

للتوصل إلى الإجابة عن الإشكالية الرئيسية أستعين بالأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هو مفهوم الاستثمار وإستراتيجية الاستثمار؟
2. ما هو مفهوم الأوراق المالية؟ وما هي عوائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية؟
3. هل تناسب العوائد التي تحققها الأدوات المدرجة في بورصة الجزائر مع المخاطر التي ترافقها؟

- **فرضيات الدراسة:**

للإجابة على السؤال الرئيسي وكذا الأسئلة الفرعية السابقة، قمت بصياغة مجموعة من الفرضيات أعتبرها إجابات أولية غير يقينية، وهي كما يلي:

1. الاستثمار هو جلب المال سواء بالشكل المادي أو المالي بهدف تحقيق الربح، إستراتيجية الاستثمار فهي إن تقوم المؤسسة بعدة استراتيجيات في مجال الاستثمار حتى تحدد كمية ونوعية المواد التي يجب استثمارها على المدى الطويل لاكتساب المزيا التنافسية، وتعتبر هذه الإستراتيجية كبدائل أمام المؤسسة التي عليها اختيار ما يناسب إمكانيتها وأهدافها العامة ضمن الخطة الإستراتيجية المحددة.

2. الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لعدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات، مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب الظروف الاقتصادية، المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم والسندات والعائد الخالي من المخاطرة وعلى الاستثمار.

3. نعم تناسب العوائد التي تحققها الأدوات المدرجة في بورصة الجزائر مع المخاطر التي ترافقها.

- **أهمية الدراسة:**

تبرز أهمية الدراسة في إبراز الدور الذي من الممكن أن تلعبه بورصة الجزائر في جذب الاستثمارات للبلد الذي تنشط فيه، وفي توفير السيولة والتمويل للمؤسسات والهيئات التي تكون بحاجة لذلك، مما يؤدي بدفع التنمية الاقتصادية وخاصة إذا ما تم تطوير وابتكار أدوات مالية جديدة ومتنوعة قادرة على تلبية حاجيات الاقتصاد.

- **أهداف الدراسة:**

بناء على تحديد المشكلة موضوع البحث وفرضيات الدراسة، فإن الأهداف التي أسعى إلى تحقيقه من خلال هذه الدراسة، تكمن فيما يلي:

1. إبراز المفاهيم المتعلقة بالاستثمار والسوق المالي، وإلقاء الضوء على واقع بورصة الجزائر والتداولات التي تتم فيها، من أجل تحديد مدى فعاليتها ومساهمتها في جذب الاستثمار.

2. محاولة تعميق معرفتنا عن الأسواق المالية بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة.

3. معرفة المكانة التي تحتلها بورصة الجزائر.

4. الوقوف على أهم التطورات التي ترمي إلى تفعيل أداء بورصة الجزائر.

- **مبررات اختيار الدراسة:**

هناك عدة مبررات ودوافع دعتني لاختيار هذا الموضوع والبحث فيه دون غيره من المواضيع، أهمها:

1. رغبتي في دراسة هذا الموضوع ، وارتباط هذا الموضوع بتخصصنا: مالية المؤسسة
2. قلة البحوث المقدمة في الموضوع نتيجة لحداثته.
3. نظرا للأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية.

– منهج وأدوات الدراسة:

حتى أتمكن من الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية واختبار الفرضيات المطروحة، سوف يتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في دراسة الجوانب النظرية، بالإضافة إلى استخدام أسلوب دراسة الحالة، حيث تم اختيار بورصة الجزائر، فاستعنت في هذا الصدد بأدوات التحليل القياسي، الإحصاء الكلاسيكي وعلى شبكة الإنترنيت من أجل الحصول على معلومات حول بورصة الجزائر.

– حدود الدراسة:

1. الحدود الموضوعية: اقتصرت الدراسة الحالية على إستراتيجية الاستثمار في الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

2. الحدود المكانية: بورصة الجزائر.

3. الحدود الزمانية: تقييم بورصة الجزائر خلال السنوات 201-2019.

– الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات والأبحاث العلمية الأكاديمية النظرية والتطبيقية التي سبقت دراستي هذه، والتي عالجت موضوع الاسواق المالية والاوراق المالية من جوانب عدة، ونذكر منها:

1. دراسة بوكساني رشيد بعنوان: معوقات الأسواق الأوراق المالية العربية سبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية جامعة الجزائر، 2005-2006.

توصلت إلى نتيجة مفادها إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار،كما أن بعضها الأخر لا يزال مرحلة الإنشاء مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولا، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والاستقرار

2. دراسة نعمال محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الاوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد02، جوان 2018.

ركزت هذه الدراسة على انه يرتكز قرار الاستثمار في الأوراق المالية على الموازنة بين العائد والمخاطرة، ومن اجل التحكم في الاستثمار في الأوراق المالية صممت نظرية حديثة لذلك اطلق عليها "نظرية المحفظة" تهتم بالجوانب النظرية للمحفظة، حيث يشار إلى المحفظة على أنها أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الاوراق المالية يستثمر بها المستثمر أمواله مأخوذة كوحدة واحدة معبر عنها بتعظيم العوائد وتخفيض المخاطر عن طريق تنويع

الأوراق المالية المستثمر فيها، ويعد من الضروري الاعتماد في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية على نموذج تسعير الأصول الراسمالية، كما يقترح في جميع الحالات لاكتمال إطار تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ضرورة التقييم الدوري لأداء المحفظة للعمل على تحسينه، وتستخدم في ذلك مجموعة من النماذج أهمها النموذج البسيط، نموذج شارب، نموذج ترينور، ونموذج جنس.

3. دفع هللا املكي حسن الرضي بعنوان مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2013-2018)، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، السودان، 2018.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور الأوراق المالية في تنشيط الاستثمار المالي، والتعرف على مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، وتوصلت إلى أن للسوق المالي دور فعال في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار والتي تجلب المستثمرين وتزيد من حجم التداول، ومن ثمة حركة تنشيط في السوق، وأنه توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية والتي مهما تعددت وتنوعت فإنها تصنف إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

الوقوف على أهم التطورات التي ترمي إلى تفعيل أداء بورصة الجزائر

- ما يميز دراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تهدف الدراسة الحالية إلى معرفة إستراتيجية الاستثمار في الأوراق المالية من خلال بورصة الجزائر، بحيث تكمن أهمية الدراسة في التعرف على التطورات التي ترمي إلى تفعيل أداء بورصة الجزائر في الاستثمار، ومكانة التي تحتلها في الجزائر، ويمكن إبراز أهم النقاط التي تميز بحثنا عن باقي الدراسات السابقة في ما يلي:

1. من حيث محل الدراسة: حيث تم اختيار بورصة الجزائر كمحل دراسة.

2. من الناحية الزمنية: حيث تمت دراستنا خلال السنة الجامعة الحالية (2022-2023) تعد دراستنا حديثة مع باقي الدراسات السابقة التي تمت في سنوات سابقة.

- صعوبات الدراسة:

واجهتني أثناء البحث عدة صعوبات معظمها في الجانب التطبيقي من أهمها صعوبة الحصول على المعلومات والبيانات الكافية لمعالجة الموضوع والمرتبطة بالبورصة محل الدراسة، وكذلك نقص المعلومات المتعلقة بموضوع الاستثمار في الأوراق المالية.

- هيكل الدراسة:

للإجابة على إشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات المطروحة، سوف أقوم بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول: الإطار النظري للاستثمار.

من خلال الفصل الأول سوف أتناول مفاهيم متعلقة بالاستثمار أهدافه، أنواعه، محدداته، ونظرياته ومختلف مخاطره والعوامل المؤثرة فيه، كما سيتم التطرق إلى مفهوم إستراتيجية الاستثمار، والإستراتيجية التي تعترف ولا تعترف كفاءة السوق، كما سأتعرض إلى إستراتيجية السمات المعتمدة واستراتيجيات السمة الواحدة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأوراق المالية

حيث سوف نتطرق في هذا الفصل إلى الأسواق المالية بالتطرق إلى نشأتها ومفهومها وأنواعها ووظائفها المختلفة، وإبراز معواقتها، كما سأتطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالأوراق المالية، مفهوم وأهمية، وأنواع، كما سأقدم شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية واليات التعامل في بورصة الجزائر، وفي الأخير سأتطرق إلى عوائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

الفصل الثالث: تقييم الاستثمار وعائد ومخاطر الأسهم والسندات في بورصة الجزائر

في الفصل الأخير، سوف أتطرق إلى سوف أقوم بعرض أداء بورصة الجزائر، من خلال تقديم بورصة الجزائر أولا، ثم أتطرق إلى تقييم الاستثمار وتحليل نشاط السوق الأسهم والسندات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2019، وأخيرا أتطرق إلى أساليب قياس عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر

الفصل الأول:

الإطار النظري للاستثمار

تمهيد:

يعتبر الاستثمار حجر الزاوية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية باعتباره الدافع الأساسي للتنمية من خلال زيادة الناتج وتوفير الموارد المالية المكملة للادخار الوطني، وباقي الموارد الاقتصادية القابلة للاستثمار داخل كل بلد، ويساهم الاستثمار بوجه عام في نقل التقنيات الجديدة، وأساليب الإدارة الحديثة، كما يساعد استخدام شبكة التوزيع الدولية.

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي ضرورة توظيف أموال ضخمة، ونظرا لصعوبة لتمويل وارتفاع تكلفة الاقتراض، فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب، الذي يهدف إلى جمع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في تلك المشاريع، على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب سواء للاكتتاب العام أو الخاص، والتي تتنوع من حيث العوائد، الفوائد وتواريخ الاستحقاق

ولكون الاستثمار المالي معرض إلى مخاطر، فقد ابتدعت أوراق مالية مشتقة يف شكل عقود، تستخدم أساسا للتحوط من تلك المخاطر كما يستخدمها المضاربين لتحقيق العوائد.

ولهذا سأتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول: ماهية الاستثمار.**
- **المبحث الثاني: محددات الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه.**
- **المبحث الثالث: إستراتيجية الاستثمار.**

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

يمثل الاستثمار العمود الفقري لاقتصاديات الدول باختلاف أنظمتها، فهو يساهم في توظيف رؤوس الأموال وخلق الطاقات الإنتاجية ومضاعفة الثروات التي تساعد في زيادة الدخل الفردي والوطني، بالإضافة إلى زيادة قيمة الصادرات والحد من الواردات وبالتالي تنشيط ميزان المدفوعات والميزان التجاري كما يساهم في خلق مناصب الشغل للتخفيف من حدة البطالة مما يساهم في تحسين مستوى معيشة الأفراد.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار وخصائصه

تعددت مفاهيم الاستثمار لاختلاف المجالات والميادين الموجهة إليها، فهو مصطلح شائع لدى الكثير من المفكرين والاقتصاديين والكتاب.

أولا_مفهوم الاستثمار:

لتحديد مفهوم الاستثمار لابد من التطرق لتعريفه لغة، ثم لتعريفه الاقتصادي باعتباره ظاهرة اقتصادية يحكمها وينظمها القانون، وبعدها نخلص لتحديد مفهومه القانوني.

1. التعريف اللغوي:

استثمر: الاستثمار مأخوذ من الثمار وهو الزيادة، ويقال وظف ماله لزيادة دخله أو طلب الحصول على الثمر والسعي للحصول عليه والانتفاع به، وقد يكون ذلك بالتجارة أو الزراعة أو الصناعة.....[1].

التعريف اصطلاحا :

يعرف الاستثمار اصطلاحا بعدة صيغ نذكر من بينها[2]:

يصطلح كينز على الاستثمار بأنه الإضافة الحالية لقيمة المعدات الرأسمالية التي نتجت من النشاط الإنتاجي في الفترة المعينة.

الاستثمار بالمفهوم الواسع هو جلب المال سواء بالشكل المادي أو المالي بهدف تحقيق الربح[3].

كذلك يمكن اعتبار الاستثمار كتوظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح أو المال عموما، قد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس أو على شكل غير مادي، فالموجودات المالية سواء لدى الأفراد أو لدى المشروعات تتكون من موجودات مالية و موجودات مادية (غير مالية)[4].

2. التعريف الاقتصادي:

---

[1] عدنان داود، محمد العذاري، **الاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية والتنمية المستدامة في بعض الدول الإسلامية**، دار غيداء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2016، ص55.

[2] جون مينارد كينز، **النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود**، ترجمة الهام عيداروس، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث، كلمة، ابوظبي ، الطبعة الأولى، 2010، ص 116.

[3] Alain BRUNO et Christian ELLEBOODE ; Dictionnaire d'économie et des sciences sociales, 2eme édition, 2010, édition Ellipse, PARIS,P 237.

[4] طاهر حيدر حردان، **إدارة الاستثمار**، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، ص 09.

من بين التعاريف الاقتصادية المقدمة للاستثمار أنه: عملية صرف أموال في الوقت الحالي من اجل الحصول من ورائها على نتائج في المستقبل، وبهذا المعني يشمل الاستثمار كل الموارد والمواد والأشياء المحصل عليها حاليا لهذا الغرض".

وعليه فهو يعني عملية الإنفاق الرأسمالي في مشروع ما بغرض تحقيق نمو (أرباح) أو زيادة في المبلغ المستثمر، وهو ذلك النشاط الذي تنتظر المؤسسة من وراءه زيادة لقوتها وقدرتها، من حيث يقوم متخذ القرار بتوظيف رأسمال حالي، مقابل مداخيل وعوائد بأمل الحصول عليها مستقبلا.

ويرى بعض أن الاستثمار يعني "التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي حالي من اجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي اكبر[1].

3. التعريف القانوني:

لم يهتم رجال القانون بتعريف الاستثمار، ولكنهم حاولوا فهم معنى هذه الكلمة، حيث يفهم من عبارة استثمار، أنها عمل أو تصرف لمدة زمنية معينة من اجل تطوير نشاط اقتصادي، سواء كان هذا العمل في شكل أموال مادية أو غير مادية (الملكية الصناعية، المهاراة الفنية، بحث) أو شكل قروض[2].

يعرف أيضا: تكوين رأس مال يستخدم بهدف تحقيق الربح في الأجل القريب أو البعيد بشكل مباشر أو غير مباشر، وتوسيع الطاقة الإنتاجية، أو حيازة ملكية عقارية أو إصدار أسهم، أو شرائها من الآخرين[3].

4. التعريف شامل :

يقصد بالاستثمار هو عبارة عن رأس مال المستخدمين في إنتاج وتوفير الخدمات والسلع في أي نشاط بهدف تحقيق الأرباح.

نستنتج أن الاستثمار نشاط يهدف إلى توظيف الفوائض النقدية والمدخرات بواسطة أشخاص طبيعية أو معنوية وذلك تضحية بالاستهلاك الحاضر من أجل الحصول على طاقات إنتاجية جديدة أو لمحافظة على قيمة الموجودات الحالية لزيادة الربح ومضاعفة الثروات والحصول على امتيازات دائمة لتامين الخدمات ف المستقبل.

ثانيا_خصائص الاستثمار:

يتميز الاستثمار بجملة من الخصائص هي كالأتي[4]:

1. تكاليف الاستثمار: وهي المبالغ التي يتم إنفاقها على الاستثمار، وتشمل كافة المصاريف الأزمة لإنشاء المشروع الاستثماري حيث تنقسم إلى نوعين:

---

[1] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية**، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 21.

[2] بوغزالة محمد نجلاء، **الاستثمار الخاص في الجزائر 90/2010**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002، ص5.

[3] عبد الله مالكي، **إستراتيجية تشجيع الاستثمارات الخارجية في الأردن**، الطبعة الأولى، 1974، ص12 .

[4] نور الدين حباية، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص333.

أ. **التكاليف الاستثمارية:** وهي تلك المصاريف الأزمة لإنشاء المشروع والتي تنفق مع بداية المشروع إلى أن يحقق هذا الأخير تدفقات نقدية، وتتمثل في تكاليف الأصول الثابتة، أي كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة، من أراضي، مباني، آلات، والتي تمثل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع بالإضافة إلى تكاليف مثل مصاريف التصميمات، الرسوم الهندسية، وهذا إلى جانب مجموعة من تكاليف التجارب وتكاليف إجراء الدوريات التدريبية؛

ب. **تكاليف التشغيل:** وهي تكاليف ضرورية لاستغلال طاقات الاستثمار الإنتاجية وذلك بعد وضع الاستثمار في حالة التشغيل، ومن أمثلة ذلك المواد الأزمة لإنتاج والمصاريف المتعلقة بها كمصاريف النقل وأجور العمال؛

2. **التدفقات النقدية:** وهي كل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار ولا تحسب هذه التدفقات إلا بعد خصم المستحقات على الاستثمار الضرائب والرسوم الأخرى، بالإضافة إلى ذلك فان تنفيذ اقتراح استثماري يقتضي في العادة توفير جزء من رأس المال والذي يضاف إلى التكلفة المبدئية للاستثمار؛

3. **مدة حياة الاستثمار:** هي المدة التي يكون فيها الاستثمار في حالة عطاء أي التي يحقق فيها إيرادات صافية، أي الفترة المقدرة للتدفقات النقدية الموجبة، ونميز في مدة حياة الاستثمار عمر اقتصادي والذي نقصد به الفترة التي يكون فيها تشغيل الاستثمار اقتصاديا أي تحقيق اقل تكلفة مع وجود عائد والذي هو عبارة عن الفترة التي ينتظر أن يكون من خلالها الاستثمار صالحا للإنتاج[1]؛

4. **القيمة المتبقية:** عند نهاية مدة الحياة المتوقعة للاستثمار نقوم بتقدير القيمة المتبقية له، يمثل الجزء الذي لك يستهلك من التكلفة الأولية، وتعتبر هذه القيمة المتبقية إيراد إضافيا بالنسبة للمؤسسة وبالتالي يضاف إلى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للاستغلال[2].

بالإضافة إلى ذلك هناك خصائص أخرى وهي[3]:

أ. عنصر الزمن في الاستثمار أمرها، إذا لا بعد للاستثمار أن يكون معدلا للتغيير في رأس المال؛

ب. الاستثمار ربحا أو عائدا ينبغي توقعه؛

ت. للاستثمار مخاطر ينبغي توقعها؛

ث. الحفاظ على قيمة الاستثمار الأصلية، ففي حالة التضخم النقدي تنقص القيمة الحقيقية للمستثمر وللاستثمار، فيسعى المستثمر للمحافظة على رأس المال الأصلي للمشرع؛

ج. تحقيق دخل مستثمر وربح استثماري، حيث أن تغطي العوائد المبالغ المستثمرة فتكون حصيلة الاستثمارات تغطي المصروفات؛

ح. الحفاظ على درجة سيولة دائمة.

---

[1] مداني نوال، **شركات المساهمة ودورها في تفعيل الاستثمار**، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2013-2014، ص81.

[2] نور الدين حباية، مرجع سابق، ص333.

[3] احمد زكريا، **مبادئ الاستثمار**، الطبعة الثانية، دار المنافع للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص17.

المطلب الثاني: أهداف ومبادئ الاستثمار

للاستثمار أهداف عديدة وكذلك مبادئ يقوم عليها، وفي هذا المطلب سأتطرق إلى مختلف الأهداف التي يحققها والمبادئ التي تقوم عليها.

أولا_ أهداف الاستثمار

للاستثمار أهداف كثيرة منها ما يلي[1]:

1. تحقيق العائد الملائم: فهدف المستثمر من توظيف أمواله تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة يعملان على استمرار المشروع، لأن تعثر الاستثمار ماليا سيدفع بصاحبه للتوقف عن التمويل وربما تصفية المشروع بحثا عن مجال أكثر فائدة من هنا نجد أن الشغل الشاغل لأي شخص يرغب بتوظيف أمواله هو تحقيق الأرباح المناسبة بعيدا عن الخسارة؛

2. المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع: وذلك من خلال المفاضلة بين المشروعات والتركيز على أقلها مخاطرة لأن أي شخص يتوقع الخسارة والربح ولكن إذا لم يحقق المشروع ربحا فيسعى المستثمر إلى المحافظة على رأس ماله الأصلي ويجنبه الخسارة؛

3. استمرارية الدخل وزيادته: يهدف المستثمر إلى تحقيق دخل مستقر بوتيرة معينة بعيدا عن الاضطرابات والتراجع في ظل المخاطرة حفاظا على استمرارية النشاط الاستثماري؛

4. ضمان السيولة اللازمة: لاشك أن النشاط الاستثماري بحاجة إلى تمويل وسيولة جاهزة وشبه جاهزة لمواجهة التزامات العمل، لاسيما للمصروفات النثرية اليومية تجنبا للعسر المالي[2]؛

5. التقدم التكنولوجي: وقد يؤد ي التقدم التكنولوجي إلى فتح مجال من مجالات الاستثمار، وذلك بفتح وحدة إنتاجية تنتج هذه الآلات المتطورة أو بإعادة تغيير الآلات القديمة بأخرى حديثة، وذلك من أجل البقاء في السوق أو زيادة حصته السوقية؛

6. الهدف الشخصي يتمثل: هذا الهدف في طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية، ولتوكيد رغباته في رفع مستويات معيشته وهذا الهدف يشمل كافة الناس دون استثناء سواء كانوا منتجين أو عاطلين[3].

---

[1] ادم مهدي احمد، **الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية**، الشركة العالمية للطباعة والنشر، مصر، 1999، ص7.

[2] اعمري خالد، **اثر الاستثمار الخاص على التنمية الاقتصادية في الجزائر**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر –باتنة–، الجزائر، 2014-2015، ص12.

[3] بن الضيف محمد عدنان، **الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات–من وجهة نظر إسلامية–**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر –بسكرة–، الجزائر، 2007-2008، ص5.

ثانيا_مبادئ الاستثمار

على المستثمر أن يراعي مجموعة من المبادئ والأسس قبل اتخاذ القرار في الاستثمار، ومن أهم هذه المبادئ هي[1]:

1. مبدأ الاختيار: نظرا لتعدد المشاريع الاستثمارية واختلاف درجة مخاطرها، فان المستثمر الرشيد دائما يبحث عن الفرص الاستثمارية بناءا على ما لديه من مدخرات، بحيث يقوم باختيار هذه الفرص أو البدائل المتاحة مراعيا في ذلك ما يلي[2]:

أ. يحصر البدائل المتاحة ويحددها ويحللها ؛

ب. يوازي بين البدائل في ضوء نتائج التحليل؛

ت. اختيار البديل الملائم حسب معايير والعوامل التي تعبر عن رغبته.

كما أن هذا المبدأ يفرض على المستثمر الذي لا يملك الخبرة الكافية، أن يستعين بالوسطاء الماليين.

2. مبدأ المقارنة: وهنا يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار أنسب، وتتم هذه المقارنة بالاستعانة بالتحليل الأساسي أو الجوهري لكل بديل متاح، ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل والمناسب للمستثمر حسب وجهة نظره، وكذلك مبدأ الملائمة؛

3. مبدأ الملائمة: يعد الاختيار بين المجالات الاستثمارية وأدواتها، ما يلائم رغبات وميولات المستثمر وكذا دخله وحالته الاجتماعية، فانه يطبق هذا المبدأ بناءا على هذه الرغبات والميولات، حيث انه لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقراره، والتي يكشفها التحليل الجوهري والأساسي والمتمثلة في:

أ. معدل العائد على الاستثمار؛

ب. مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأدوات الاستثمار؛

ت. درجة المخاطر التي يتصف بها الاستثمار.

4. مبدأ التنويع: بالنسبة لهذا المبدأ يلجئ المستثمر إلى تنويع الاستثمار، وهذا للحد والتقليل من درجة المخاطر الاستثمارية المعرضون لها، غير أن هذا المبدأ ليس مطلقا، وهذا نظرا للعقبات والقيود التي يتعرض لها المستثمرون، مما صعب عليهم تطبيق هذا المبدأ على ارض الواقع؛

5. مبدأ تحديد الفترة الزمنية: تحديد الفترة الزمنية للاستثمار، أي هل يريد المستثمر استثمار أمواله استثمارا قصيرا أم طويل الأجل، اعتمادا على نوع الدخل الذي يرغب في تحقيقه خلال فترة الزمنية.

---

[1] زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي**، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، دون سنة، ص 228 .

[2] رحماني أسمهان، بوخليفة كريمة، **دور الامتيازات الجبائية في دعم الاستثمار المحلي دراسة حالة الصندوق الوطني للتامين عن البطالة CNACوالوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب – ANSEJ برج بوعريريج**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، الجزائر، 2018-2019، ص8.

ثالثا_معوقات الاستثمار

سأتطرق لجملة من معيقات الاستثمار وتتمثل أهمها فيما يلي[1]:

1. عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي وغياب المناخ الاستثماري الملائم؛

2. البيروقراطية الإدارية وصعوبة التسجيل والترخيص؛

3. عدم توفر الكفاءات الإنتاجية لتشجيع الاستثمار؛

4. قلة الأيدي العاملة المدربة وصعوبة التعامل مع الأجهزة المعنية بالاستثمار؛

5. ازدواجية الضرائب وارتفاع معدلاتها ومعدلات التضخم؛

6. محدودية السوق المحلية، وعدم توفر فرص استثمارية؛

7. غياب أنظمة مصرفية متطورة؛

8. القيود المفروضة على رأس المال؛

9. عدم التنسيق بين الدوائر الرسمية المعنية بالاستثمار؛

10. احتكار القطاع العام لمعظم الأنشطة الاقتصادية.

المطلب الثالث: أنواع الاستثمار وأهميته

سأتطرق في هذا المطلب إلى مختلف أنواع الاستثمار وأهميته.

أولا_ أنواع الاستثمار:

تتعدد الاستثمارات حسب المعيار المستخدم في تصنيفها إلى[2]:

1. حسب نوعية الاستثمار.

أ. استثمارات اقتصادية :تهدف مباشرة لإنتاج سلع أو خدمات تخصص للاستهلاك أو للاستثمار كمشروعات الصناعية والزراعية والخدمية؛

ب. استثمارات اجتماعية: تهدف إلى زيادة الرفاهية الاجتماعية للفرد، كذلك الموجهة للأنشطة الرياضية والثقافية والصحية والترفيهية؛

ت. استثمارات إدارية: تهدف إلى تطوير المرافق الإدارية التي تصون المجتمع، أو تنظم أداءه، وذلك كمرفق الجيش والأمن والمصالح الحكومية؛

[1] جدي الربيع، **السياسة الضريبية وتاثيرها في دعم وتطوير الاستثمار في الجزائر**، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، دامعة محمد بوضياف –المسيلة–، الجزائر، 2015-2016، ص48

[2] منى محمود ادلبي، **سياسة الحوافز الضريبية وأثارها في توجيه الاستثمارات في الدول النامية**، كلية الحقوق، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006، ص86.

ث. استثمارات في الموارد البشرية: تقوم على التنمية البشرية، وتتجلى في برامج تدريب المواطنين والمدارس الرسمية وأنواع أخرى من التعليم، فهذا الاستثمار يركز على الثروة البشرية؛

2. حسب أداة الاستثمار: تصنف الاستثمارات وفقا لهذا المعيار إلى استثمارات حقيقية أو مادية واستثمارات مالية واستثمارات معنوية:

أ. الاستثمارات الحقيقية أو المادية: وتسمى أيضا باستثمارات الأعمال أو استثمارات المشروعات أو الاستثمارات في غير الأوراق المالية و"يعتبر الاستثمار حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والذهب، ويقصد بالأصل حقيقي كل أصل لو قيمة اقتصادية في حد ذاته ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة[1]؛

ب. االاستثمارات المالي : وهي شراء تكوين رأسمالي موجود، وهذا يعتٍ شراء حصة في رأسمال(سهم) أو حصة في قرض(سند أو شهادة إيداع أو إذن خزينة) تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالحقوق الأخرى التي تضمها القوانين ذات العلاقة؛

ت. الاستثمارات المعنوية : وتتعلق بامتلاك أو كسب المعارف والأصول الفكرية كشراء التراخيص أو إنجاز أعمال بحثية علمية، وتكوين العمال، فالاستثمارات الحقيقية أو المادية أو العينية وتدعى أحيانا الاقتصادية لها كيان مادي ملموس وذات صلة بالطبيعة وبالبيئة، بينما الاستثمارات المالية تعبر عن حقوق والتزامات تنشأ بين طرفين نتيجة معاملات بينهما أدتها أوراق تسمى الأصول المالية.

وهذه الأخيرة عبارة عن وثائق ومستندات تبرهن على حق حاملها بمطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها أو نتيجة معاملات بينهما أداتها أوراق تسمى الأصول المالية[2].

فإذا كان الاستثمار المادي يمثل الحصول على الأصول المادية أو الملموسة فان الاستثمار المالي يعني بتوفير الأموال الأزمة للحصول على هذه الأصول المادية، فهناك ارتباط وثيق بين النوعين من الاستثمار (المالي والمادي)، بحيث يستخدم الاستثمار المالي في الحصول على أدوات الاستثمار المادي أي أن الاستثمار المالي هو أداة تمويلية لاستثمار المادي.

3. حسب معيار القائم بالاستثمار: يعتمد هذا التصنيف على شخصية المستثمر أن كانت شخصية طبيعية أو شخصية اعتبارية، لهذا تصنف الاستثمارات إلى مؤسسية واستثمارات شخصية؛

أ. الاستثمارات المؤسسية :وهي الاستثمارات التي تنفذ من طرف أشخاص اعتباريين(مؤسسات، هيئات) وليس طبيعيين، أي استثمارات المؤسسات بكل أنواعها في مختلف مجالات الاستثمار وباستخدام مختلف أدوات الاستثمار المادية والمالية؛

---

[1] Denis Bavusiaux, **décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise**,economica, France ,1990,P7 ,8.

[2] زياد رمضان،، مرجع سابق، ص20.

ب. الاستثمارات الشخصية: وهي تلك التي ينفذها شخصا طبيعيا بمفرده دون الاشتراك مع غيره من الأفراد أو المؤسسات، بغض النظر عن أدوات الاستثمار التي يستخدمها إن كانت مالية كالأسهم والسندات، أو مادية كالعقارات وغيرها، أو مزيج من الأدوات المادية والمالية.

4. حسب معيار ملكية الاستثمار: ونقصد بمعيار الملكية إن كان الاستثمار ملكا للدولة فقط، أو لفرد أو لمجموعة من الأفراد فقط، أو موزعة فرد واحد أو مجموعة من الأفراد من جهة والدولة متمثلة بمؤسسة واحدة أو عدة مؤسسات من جهة أخرى، أي يسمى بالاستثمار العام والاستثمار الخاص والاستثمار المختلط.

أ.الاستثمار الخاص: وهو يقوم به "شخص أو مجموعة من الأشخاص تحت أي شكل قانوني من أشكال الشركات الخاصة؛

ب. الاستثمار العمومي: وهو ما تقوم به مؤسسة أو مجموعة من المؤسسات مملوكة للدولة تحت أي شكل قانوني من أشكال الشركات العمومية؛

ت. الاستثمار المختلط : وهو ما تقوم به فرد أو مجموعة من الأفراد أو مؤسسة خاصة أو مجموعة من المؤسسات العمومية من جهة ومؤسسة أو مجموعة من المؤسسات العمومية من جهة ثانية برت أي شكل قانوني من أشكال الشركات المختلطة بحيث تكون ملكية هذا الاستثمار موزعة بين طرف خاص وطرف عمومي؛

5. حسب المعيار الجغرافي: تصنف الاستثمارات وفقا لهذا المعيار استثمارات داخلية وأخرى خارجية؛

أ. الاستثمارات الداخلية: هي جميع الاستثمارات المنجزة داخل الحدود الجغرافية للبلد المعني باستثناء المناطق الحرة بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة مالية أو حقيقية، وعن جنسية المستثمر، وطني مقيم أو أجنبي؛

ب. الاستثمارات الخارجية :هي جميع الاستثمارات التي تتم خارج الحدود الجغرافية لبلد ما من طرف مواطنيه، سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات، أو استثمارات الأجانب داخل بلد ما، ويصطلح على النوع الأول بالاستثمار الأجنبي الصادر وعلى النوع الثاني بالاستثمار الأجنبي الوارد وفق معيار الجنسية الآتية دارسته؛

ت. الاستثمارات في المناطق الحرة : وهو الاستثمار القائم في قطعة أرض تابعة للدولة ولها حدود جغرافية واضحة وتقع في نطاق ميناء بحري أو بري أو جوي أو بالقرب منه، ويتم عزلها عن الدولة، بحيث تعامل البضائع الداخلة إلى هذه المنطقة من الدولة ذاتها معاملة الصادرات ومعاملة البضائع الخارجية منها لهذه الدولة معاملة الواردات، ومع أنها وضع لسيادة الدولة وتطبق عليها نفس قوانين الدول، إلى أنها تتمتع بنظام قانوني خاص من حيث نظام العمل، ومنح تراخيص شغل الأرضي والعقارات، وحول وخروج البضائع إليها ومنها.

6. حسب معيار الجنسية: إن التصنيفات السابقة لأنواع الاستثمارات لا يمكن الفصل بينها بصفة كاملة بل يقع التداخل بينها بشكل كبير، فقد يكون الاستثمار داخل البلد يقوم به فرد أو مؤسسة أو مجموعة من الأفراد أو مجموعة من المؤسسات العمومية والخاصة منها الوطنية(المحلية) والأجنبية باستخدام أدوات استثمارية[1]

[1] شنوف صابرينة لميس، **تحسين الاستثمار كآلية لترقية الاستثمار المحلي في الجزائر (2010-2017) -دراسة حالة ولاية المدية-**، مذكرة ماستر ،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس بالمدية، الجزائر، 2017-2018، ص20.

متنوعة(مادية ومالية) مما يعني هذا النوع من الاستثمار يسري عليه أكثر من معيار واحد، حيث ينطبق عليه المعيار الجغرافي والنوعي والشخصية والمؤسسة والملكية والجنسية والتعدد، وبميز هنا بنوعين من الاستثمارات هما[1]:

أ. الاستثمار المحلي: لا يعتبر مصطلح الاستثمار المحلي مصطلحا ثابتا في معناه، وذلك كونه يستعمل للدلالة على ارتباط الاستثمار بالإدارة المعنية به، فهو يتغير بحسب تغير المكان الذي يراد نسب وتواجد الاستثمار فيه، أي بحسب طبيعته المكانية ، سواء كانت تلك الإدارة وطنية عندما نتكلم عن البعد القاري أو محلية عندما نتكلم عن البعد الوطني، فمصطلح الاستثمار الوطني مثلا، يتغير ليحمل عدة تسميات عندما نكون بصدد الكلام عن الاستثمار في خضم الاتفاقيات الدولية، فيصبح تارة استثمار داخلي وتارة أخرى أو الوطني وأيضا اسم الاستثمار المحلي، ولكن المقصود هو الاستثمار الوطني؛

الاستثمار المحلي هو جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة مثل العقارات والأوراق المالية والمشروعات التجارية[2].

ب. الاستثمار الأجنبي: تملك الأصول في دولة ما من قبل شركات أو حكومتن أو أفراد دولة أخرى، أو هو انتقال الأموال النقدية أو العينية من بلد إلى أخر لإقامة مشروع اقتصادي أو المساهمة في رأس مال مشروع قائم، وينقسم إلى نوعين هما الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر أو المحفظي[3]؛

- **الاستثمار الأجنبي المباشر**: تلك المشروعات التي يقيمها ويملكها ويديرها المستثمر الأجنبي أما بسبب ملكيته الكاملة للمشروع أو اشتراكه في رأس مال المشروع بنصيب يبرر له حق الإدارة[4]؛
- **الاستثمار الأجنبي الغير مباشر**: ويتمثل في "القروض كقروض المصدرين أو شراء الأسهم والسندات الحكومية في الدول النامية المضيفة من قبل الأجانب، وتهدف هذه المشروعات إلى تحقيق أقصى الإرباح دون أن يترتب عليها إشراف مباشر أو قرارات من عند هؤلاء الأجانب.

ويمكن أن نميز ما بين استثمار أجنبي مباشر وغير مباشر من خلال حيث سيطرة المشروع في الخارج إذا كان مسيطر من الخارج فهو مباشر وان لم يكن هناك سيطرة فهذا يدل بان المشروع هو استثمار أجنبي غير مباشر[5].

7. الاستثمار بمعيار الزمن:

---

[1] شنوف صابرينة لميس، **تحسين الاستثمار كآلية لترقية الاستثمار المحلي في الجزائر (2010-2017) -دراسة حالة ولاية المدية-**، مذكرة ماستر ،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس بالمدية، الجزائر، 2017-2018، ص20.

[2] عبد الباسط حداد،**دور الجماعات الإقليمية في تدعيم الاستثمار المحلي**، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013، ص45.

[3] مصلة يحي، **دور تحسين مناخ الأعمال في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر -دراسة مقارنة بين الجزائر وبولونيا-**، مذكرة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس -سطيف-، الجزائر، 2011-2012،ص4

[4] سي عفيف البشير، **عوامل جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر -دراسة حسب نموذج الجاذبية-**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران 2، الجزائر، 2015-2016، ص 16.

[5] جمام محمود، دباش اميرة، **دور الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بالجزائر في جذب الاستثمار الأجنبي بالاستخدام الحوافز الجبائية**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الرابع، ديسمبر2015، ص187.

أ. **استثمار قصير الأجل:** لا يستغرق أكثر من سنة ويصب في مجالات ومشروعات تسعى إلى العائد والربح السريع؛

ب. **استثمار متوسط الأجل:** وهو الاستثمار الذي يكون أكثر من سنة وحتى 5 سنوات وأحيانا سبعة سنوات وبالتالي فهو لا يسعى إلى العائد السريع ولديه خاصية التجدد والقدرة على الاستمرار بعد ذلك ومخاطر ليست كبيرة؛

ت. **استثمار طويل الأجل:** ويعبر عن ذلك الاستثمارات التي تزيد عن 5 سنوات فهو يسعى إلى تحقيق عائد على المدى الطويل ويتميز بأنه يتحمل المخاطر ولا يتعجل الربح وقابل للاستمرار عبر الزمن[1].

8. الاستثمار بمعيار النشاط الاقتصادي:

أ. **الاستثمار الزراعي:** وهو الاستثمار الذي يشمل شراء الأرض بالإضافة إلى استصلاحات وإقامة مجتمعات عليها وليس شرطا أن يكون عائده كبير وخاصة العائد المباشر، خاصة أن العائد كبير يظهر على المدى الطويل حيث أن المعروف أن استصلاح الأراضي لا تأتي بعائد فترة طويلة تتراوح من 5 إلى 10 إلى 15 عاما؛

ب. **الاستثمار الصناعي:** يتميز هذا الاستثمار بقيمة مضافة اكبر من الاستثمار الزراعي في كثير من المجالات وبعائد استثمار أعلى ويتم في شكل صناعات تحويلية في معظم الأحول؛

ت. **الاستثمار الخدمي:** وهو عبارة عن الاستثمار الذي لا يكون هدفه تحقيق الربح بالدرجة الأولى وإنما تقديم خدمات.

9. الاستثمار بمعيار الشكل القانوني:

أ. **استثمار فردي:** حيث يكون صاحب المشروع هو فرد واحد وقد أصبح هذا النوع اقل أنواع الاستثمار أهمية؛

ب. **استثمار شركات:** حيث يتشكل الاستثمار في شكل شركات التضامن أو شركات أموال؛

ت. **الاستثمار الدولي:** هو الاستثمار الذي يتعدى حدود الدولة أو يشارك فيه أطراف أخرى غير المستثمرين المحليين وهنا يمكن أن نجد استثمار دولة مع دولة أو استثمار قطاع خاص مع دولة أو استثمار قطاع عام في دولة مع قطاع عام في دولة أخرى.

10. الاستثمار بمعيار شكل الاستثمار:

أ. **الاستثمار العيني:** وهو الذي يتم في شكل عيني غير نقدي ويتبلور في شكل معدات ومباني وآلات وأراضي وغيرها من وسائل الإنتاج؛

ب. **الاستثمار النقدي:** وهو الذي يأخذ شكل نقود أي في الغالب يتبلور في صورة نقدية.

11. الاستثمار بمعيار حجم الاستثمار: ويلاحظ أن المشروعات الصغيرة لها مجالاتها وأنشطتها وهي لا تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة وهي توظيف عدد محدود من العمالة أما المشروعات المتوسطة تتميز بأنها تستثمر أموال أكثر

[1] عبد المطلب عبد الحميد، **مبادئ وسياسات الاستثمار**، الدار الجامعة، مصر، 2010، ص47.

من المشروعات الصغيرة نسبيا وتلاءم بعض الأنشطة الاقتصادية ويوظف عدد اكبر قليلا من المشروعات الصغيرة، أما الاستثمار في المشروعات الكبيرة يستثمر برؤوس أموال ضخمة ويوظف عدد عمالة كبيرة[1].

ثانيا_أهمية الاستثمار

يمثل الاستثمار عامل حيوي ورئيسي في تحقيق التنمية المستدامة من خلال تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الاجتماعي، السياسي وتنمية الثروات الوطنية، فهو ذو أثر فعال في زيادة الدخل القومي وتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث يتحكم هذا الأخير في معدل النمو وفي كيفية هذا النمو من جهة أخرى وتتعدى أهمية الاستثمار الجانب الاقتصادي إلى الجوانب الأخرى المحيطة بالمجتمع كالجانب الاجتماعي والبيئي والثقافي ويمكن أبرازها في بعض العناصر التالية[2]:

1. زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين؛

2. توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين؛

3. زيادة معدلات التكوين الرأسمالي ف الدولة؛

4. توفير فرص العمل وتقليل نسبة البطالة؛

5. توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمالة الماهرة؛

6. إنتاج السلع والخدمات لإشباع حاجيات المواطن، وتصدير الفوائض منها وجذب العملة الأجنبية لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي.

ثالثا_محفزات الاستثمار

يعتبر وجود فوائض نقدية ومدخرات محرك هام للاستثمار، وبمرافقته مع مجموعة من المحفزات يمكن تحويل المدخرات إلى استثمارات وخلق القيمة المضافة، ومن بين هذه المحفزات.

1. الوعي الاستثماري: إن توفير درجة عالية من الوعي الاستثماري للأفراد يجعل المدخرين يشعرون بالحس الاستثماري ويقدرون الإيرادات المترتبة عن توظيف مدخراتهم في شراء الأصول المنتجة وعدم تجميدها ف البنوك؛

2. توفير المناخ الاجتماعي والسياسي الملائم لعملية الاستثمار: وهو ما يتطلب توفير الحد الأدنى من الأمان الذي يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار مثل خلق قوانين وتشريعات تحمي حقوق المستثمرين محليين وأجانب، تنظم المعاملات ف الأسواق المالية وتوفر الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي؛

---

[1] كركوب حورية، **دور الإصلاحات الضريبية في دعم وترقية الاستثمار المحلي في الجزائر "دراسة حالة ولاية مستغانم"**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، 2016-2017، ص 49.

[2] موسى نوري شقيري وآخرون، **إدارة الاستثمار**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2012 ، ص20 .

3. توفير سوق مالي كفؤ وفعال :وهو توفير المكان والزمان المناسبين لإعطاء المستثمرين فرصة استثمار أموالهم، والمقترضين فرصة الحصول على تلك الأموال، كما يعطي فرص اختيار المجال المناسب من حيث أداة الاستثمار والتكلفة والمخاطرة، وما يميز السوق المالي من حيث الكفاءة هو صفة الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث، توسيع هذا السوق والتسهيلات المناسبة له وقنوات الاتصال النشطة، بالإضافة إلى التقنين الخاص بهذه المعاملات المالية ف مجال الاستثمار[1].

[1] سعيداني سعاد، **اثر الاستثمار الصناعي في تحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة الجزائر في الفترة 2004-2018**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس-المدية-، الجزائر، 2020-2021، ص22.

المبحث الثاني: محددات الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه.

سأتطرق من خلال هذا المبحث إلى محددات الاستثمار في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سأقدم لأدوات الاستثمار، وفي الأخير العوامل المؤثرة على الاستثمار

المطلب الأول: محددات وأدوات الاستثمار

سأتطرق في هذا المطلب إلى محددات وأدوات الاستثمار

أولا_محددات الاستثمار

يعد الاستثمار عنصرا متقلبا في الاقتصاد، ويرجع هذا التقلب إلى محدداته المتمثلة في ما يلي[1]:

أولا_الاستثمار ومعدل الفائدة:

يتحقق الكثير من الإنفاق الاستثماري عن طريق معدل الاقتراض، حيث يعبر سعر فائدة القروض الممنوحة للمستثمرين في الأسواق النقدية عن نفقة اقتراض النقود مما يسمح للمستثمر بالإقدام على الجانب المربح المتوقع، أو يتناسب عكسيا مع سعر الفائدة

ثانيا_الاستثمار والتوقع

حتى يساهم الاستثمار في إنتاج المنتجات لابد أن يستغرق بعض من الوقت،حيث لا يرى رجل الأعمال الذي يوسع الطاقة الإنتاجية لمنشأته ثمار استثماره مباشرة بل يتوزع ذلك على عدة سنوات، أي أن القرار الاستثماري الذي يصدره المستثمر هو تصرف يتم بناءه عن الثقة في المستقبل، ومن هنا فلو انزلق رجل الأعمال إلى الخطأ في التوقعات فإنه يمكن أن يتعرض لخسائر جسيمة.

ثالثا_الاستثمار ومستوى الأرباح

تدل الدلائل على أن خطط الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت في المعدات الرأسمالية تتجاوب مع مستوى الطلب على السلع بدرجة أكبر من تجاوبها مع أسعار الفائدة، مما يعني أن ارتفاع الطلب على السلع الاستهلاكية يكون تبعا لارتفاع الدخل القومي مما يشجع رجال الأعمال على إنفاق جزء كبير من أصولهم النقدية على الاستثمار، وبالعكس عندما يكون الدخل القومي منخفضا يكون الطلب على السلع الاستهلاكية منخفضًا فيعزف رجال الأعمال عن الاستثمار، ويفسر ذلك بأن السلوك الاستثماري من جانب رجال الأعمال يجعل الاستثمار دالة للدخل القومي.

رابعا_الاستثمار ومعدل التغير في الدخل

لا يتأثر الاستثمار بمستوى الدخل القومي بقدر ما يتأثر بمعدل التغير في الدخل القومي، ويفسر ذلك بأن ارتفاع مستوى الدخل القومي يرافقه زيادة في إنتاج السلع لتغطية الزيادة في الطلب، حيث تتطلب الزيادة في

[1] حمودي منى، **فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ام البواقي، الجزائر، 2014-2015، ص48.

السلع الاستهلاكية زيادة الطاقة الإنتاجية والتي تعبر عن زيادة في الاستثمار، وفي حالة انخفاض الدخل القومي يحدث العكس[1].

هناك عوامل ومحددات يجب مراعاتها حينما يتخذ المستثمر قراره بالاستثمار، وتختلف أهمية العوامل من المستثمر الخاص إلى المستثمر العمومي، فتعظيم العوائد والأرباح تحتل الصادرة عندما يتعلق الأمر بالمستثمر الخاص، إذ تقوم الدولة بالاستثمار الاجتماعي فتوفير الخدمات وتحسينها وتحسين المستوى المعيشي للمواطن تكون في المقام الأول.

إن محددات الاستثمار عديدة ومتشابكة من بين العناصر الآتية[2]:

1. متطلبات السيولة : الأصل السائل هو الأصل الذي يمكن تحويله بسهولة إلى نقد أو أموال جاهزة بقيمة تقارب قيمته السوقية العادلة ، وتكتسب الأصول سيولة أكبر عندما تكون في دائرة اهتمام العديد من المستثمرين والمتداولين، كأذونات الخزينة على رأس الأصول السائل، أما العقارات والمشاريع الناشئة فتفتقد صفة السيولة؛

2. المدى الزمني للاستثمار: هناك علاقة وثيقة بين المدى الزمني للاستثمار وتفضيلات السيولة والقدرة على إدارة عنصر المخاطرة، فالمستثمر الذي يتبع منهج الاستثمار طويل الأجل لا يسعى وراء السيولة العالية وبالتالي يميل لتحمل مخاطر مرتفعة في أصول المحفظة، إذ تعوض الخسائر أو التدفقات السلبية في السنوات اللاحقة بفضل العوائد التي يمكن أن تتولد فيها، في حين يميل المستثمر بفضل الاستثمار في الأجل القصير الأصول عالية السيولة ذات المخاطر المتدنية، لأن التخلص من أثر الخسائر في حال تحققها أصعب في الأجل القصير[3]؛

3. الإعتبارات الضريبية : تتأثر خطة الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتناول فيه الأصل الداخل في تكوين محفظته الإستثمارية، فالإعتبارات الضريبية تعقد المسألة عندما تضم المحفظة بين مكوناتها استثمارات أو أصولا أجنبية، ومن المعلوم أن الأرباح أو الخسائر الرأسمالية تنشأ عن التغيرات في سعر الأصول، وهذه النتائج تخضع أيضا لمعاملة ضريبية تختلف عن معالجة الأرباح الإيرادية، إذ تفرض الضريبة على الدخل الإيرادي لحظة تحققه، أما الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فلا تدخل في الحسابات الضريبية إلا عند بيع الأصل وإثبات الربح أو الخسارة؛

كما تعامل الأرباح الرأسمالية غير المحققة فعلا معاملة، إذ أنها تعبر عن الارتفاع الحاصل في قيمة الأصول الذي لم يتجسد بعد عملية بيع الأصول، حيث لا تخضع الأرباح الرأسمالية عادة للضريبة الفعلية إلا بعد بيع الأصل بسعر تتجاوز تكلفته سعر الشراء.

---

[1] حسن عمر، **الاستثمار والعولمة**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2000، ص50.

[2] شعباني زوليخة، **دور الامتيازات الجبائية في جذب الاستثمار في الجزائر**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص 45.

[3] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمارات بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص38.

4. الإئتمان المصرفي: إن مدى توفر الائتمان المصرفي في السياسة الداخلية للبنوك التجارية أو البنوك المتخصصة لدعم المشاريع أو شركات الأعمال سواء في رأس المال العامل(التشغيلي) أو رأس المال الثابت(الرأسمالي)، يعتبر عاملا محددا ومؤثرا على الاستثمار، فإن توافر القروض البنكية يساهم في دعم و تشجيع الاستثمار، وبالعكس في حالة تقنين القروض قد يؤدي إلى تحجيم الاستثمار؛

5. النقد الأجنبي : إن شراء السلع الرأسمالية كالآلات التي يتم الاحتياج إليها لغرض الإنتاج وتقديم الخدمات، والتي يتم استيرادها من خارج الدولة وخاصة في الدول النامية، وينشأ الحاجة إلى النقد الأجنبي لشراء هذه السلع، وربما لا يكون ذلك متاحا لسداد قيمتها، مما يؤثر ذلك سلبا على القرار الاستثماري[1]؛

6. عدم الاستقرار الاقتصادي: إن عدم الاستقرار الاقتصادي يؤثر سلبا على عملية الاستثمار في البلد من خلال جوانب عديدة منها ارتفاع معدلات التضخم والتي تؤثر على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشاريع التي تكون فيها الإدارة غير مغامرة، فإن حالة عدم التأكد تجعل هذه الإدارات تعيد هيكلة استثماراتها بعيدا عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة، وهذا يؤدي إلى انخفاض الاستثمار (حالة الانكماش في الاقتصاد العام)؛

7. ارتفاع المديونية الخارجية للدولة: إن ارتفاع نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي تؤثر سلبا على الاستثمار الخاص من خلال مجالات عديدة منها: استخدام الموارد المتاحة لخدمة المديونية العامة، وربما يجعل الاستثمار العام يزاحم الاستثمار الخاص، كذلك قد يؤدي ارتفاع المديونية إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج بدل ادخارها أو استثمارها في داخل البلد، وقد يؤدي بصورة غير مباشرة إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المطلوب للاستثمار[2].

ثانيا_أدوات الاستثمار

تعرف أدوات الاستثمار أنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، ويطلق البعض على أدوات الاستثمار مصطلح وسائط الاستثمار، وأدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر عديدة.

أولا_أدوات الاستثمار الحقيقي:

من أصناف الاستثمار الحقيقي يذكر[3]:

1. العقار: تحتل المتاجرة بالعقار المركز الثاني في عالم الاستثمار بعد الأوراق المالية، بشكل مباشر عند قيام المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري؛

---

[1] عقيل جاسم، **مدخل في تقييم المشروعات**، دار حامد، مصر، 1999، ص 20.

[2] عصام مندور عمر، **محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل المتغيرات الاقتصادية**، دار التعليم الجامعي، مصر، 2003، ص12.

[3] شعنبي عابد، **الاستثمار الأجنبي المباشر والمحددات الاقتصادية في الجزائر مابين 1996–2016**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر، 2018-2019، ص8.

2. السلع: تتميز السلع بمزايا خاصة ،لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة بورصات، على غرار بورصات الأوراق المالية، إذ يوجد بورصة القطن في نيويورك، وأخرى للذهب في لندن، والبن في البرازيل الشاي في سيريلانكا... الخ؛

يتم التعامل في أسواق السلع عن طريق قيود خاصة "التعهدات المستقبلية "، هي عقد بين طرفين هما منتج السلعة ووكيل أو سمسار، يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة، وتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله تأمين أو تغطية تحدد نسبة معينة من قيمة العقد.

3. المشروعات الاقتصادية: تعتبر المشروعات الاقتصادية من أدوات الاستثمار الحقيقي انتشارا وتتنوع أنشطتها ما بين تجاري وصناعي، وزراعي،كل منها يتخصص بتجارة السلع أو صناعتها أو تقديم خدمات[1].

4. المعادن النفيسة: يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والبلاتين، إذ شهدت أسعار المعادن تقلبات إذ وصل الذهب ذروته في بداية الثمانينات ثم انخفض عند تصاعد الدولار، يتخذ الاستثمار في المعادن صور متعددة أهمها[2]:

أ. الشراء و البيع المباشر؛

ب. ودائع الذهب التي تودع في البنوك بفوائد منخفضة نسبيا؛

ت. المقايضة أو المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.

ثانيا_أدوات الاستثمار المالي:

تصنف حسب معايير أهمها معيار الأجل ويمكن تقسيم لأجلين رئيسيين:

1. أدوات الاستثمار المالي قصير الأجل:

أ.القروض تحت الطلب: هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال ،من شروطها تحقيق استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء، على المقترض السداد خلال ساعات من طلب البنك، فهي تحمل أسعار متدنية ومدتها قصيرة أجل لا تتجاوز يوما أو يومين؛

ب. أذونات الخزينة: تصدر من قبل الحكومة للمستثمرين الراغبين فيها ك البنوك وشركات التأمين، ولا تزيد مدة استحقاقها عن سنة، قابلة للتسويق ولا تحمل سعر فائدة محدد وإنما تباع بخصم على القيمة الاسمية؛

ت. الأوراق التجارية: شبيهة بأذونات الخزينة من جميع الوجوه، تختلف من إصدار الشركات الضخمة بدلا الحكومة فهي أدوات اقتراض للقطاع الخاص، إذ لها مخاطر أكثر بقليل من مخاطر بأذونات لكن عائدها قليل؛

ث. القبولات: هي أدوات نقدية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين30 و 270 يوم، تنشأ لتمويل التجارة الخارجية بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، تستخدم ف الغالب كضمان للمصدرين في قيمة البضاعة المصدرة وذلك طيلة الفترة الممتدة بين تأكيد البضاعة من قبل المستوردين، وحصول المصدرين على قيمة البضاعة بعد

[1] حمد مطر، **إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، الأردن، 2006، ص77.

[2] زقيم ايمان، **دراسة قياسية لمحددات الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1985-2015 بستخدام نموذج تصحيح الخطأ المتعدد VECM**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2016-2017، ص

شحنها، ويمكن للمصدرين الأجانب الاحتفاظ بوثائق الضمان المصرف هذه حتى يحين موعد استحقاقها كاملة وذلك بشكل خاص للبنوك التجارية، حيث تعود المسؤولية الأخيرة لتسديد المدفوعات المطلوبة إلى البنوك، إضافة إلى ذلك فإنه قد تقوم مؤسسات مالية عديدة بالاستثمار بهذه القبولات عن طريق شرائها بخصم والاحتفاظ بها إلى موعد استحقاقها حيث تقوم بتحصيل كامل قيمتها الاسمية فتربح الفرق.

ج. العملات: تعتبر من أهم أدوات الاستثمار المالي لما تتمتع به من سيولة تامة وتتعرض إلى مخاطر التضخم فقط، تأخذ شكل مسكوكات مع دنية أو عملة ورقية تصدرها الحكومة ويستخدمها المهور لأغراض التبادل أو كمستودع للقيمة، ويتم التعامل بها ف أسواق العملات الأجنبية بواسطة سعر الصرف، والذي يمثل سعر استبدال عملة معنية بعملة أخرى[1].

ح. شهادات الإيداع : هي وثيقة تثبت وجود وديعة ف بنك بمبلغ ثابت ولفترة محددة وبمعدل فائدة محدد فهي تمثل اعترافا من البنوك التجارية بحق حاملها بما أودع فيها من المال لأجل محدد، تتميز بعوائد مرتفعة نسبيا وسهولة البيع عند توفر الأسواق الخاصة بها مما زاد من إقبال الشركات الكبرى على شرائها وتداولها[2]؛

2. أدوات الاستثمار المالي طويل الأجل

أ.الأسهم العادية: السهم العادي هو ورقة مالية طويلة الأجل وهو عبارة عن مستند ملكية يخول لحامله الحق في إمتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس المال المؤسسة، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال[3]؛

ب. الأسهم الممتازة: تجمع بين خصائص الملكية والمديونية، فهي تعد ملكية كالسهم العادي له قيمة اسمية ودفترية وسوقية وهو بذلك يمثل حصة في ملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة للشركة، ثم أنه يتمتع بالدخل الثابت مثلها مثل السندات، ويتمثل هذا النصيب الثابت من الأرباح السنوية يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق الشركة الأرباح وعليه فهي أداة مالية تجمع بين صفات الملكية(الأسهم العادية) وصفقات أوراق الدين(السندات)[4]؛

ت. السندات: صك مديونية يمثل جزءا من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية، وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة دائنية ومديونية تربط بين الجهة المصدرة له (المدين) وصاحب السند (الدائن)، ويتعهد المقترض

---

[1] سعيداني سعاد، **اثر الاستثمار الصناعي في تحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة الجزائر في الفترة 2004–2018**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس –المدية–، الجزائر، 2020–2021، ص ص 19–20.

[2] عبد المنعم السيد علي، نزار الدين العيسي، **النقود والمصاريف والأسواق المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، 2004، ص110.

[3] رفيق مزاهدية، **الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثرها على فرص التنويع الاستثماري**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر–باتنة–، الجزائر، 2015/2014، ص27.

[4] عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص162.

بأن يسدد لصاحبها قيمتها عند تاريخ الاستحقاق، كما يدفع له أيضا فائدة دورية ثابتة أو متغيرة لا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر[1].

ثالثا_أدوات استثمارية أخرى.

1. صناديق الاستثمار: هي أوعية مالية، تعمل على تجميع مدخرات الأفراد بموجب وثائق استثمارية موحدة القيمة الإسمية، يمثل إقتناؤها مشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق وتعهد إدارتها إلى جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية للإستفادة من مزايا التنويع بهدف تقليل مخاطر الإستثمار وزيادة العائد[2]؛

2. المحافظ الاستثمار: هي توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أداة مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع وغيرها، كما تضم أدوات حقيقية: كالعقارات والمعادن النفيسة، وكل ما لا يوجد للانتفاع والاستهلاك المظهري بل يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة[3].

أ. التعريف الثاني: هي بمثابة أداة مركبة تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مالكا لها كما قد يكون مأجور[4].

ب. التعريف الثالث: هي تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك تجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صوك....) تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها[5].

المطلب الثاني: نظريات الاستثمار

لقد أخذ الاستثمار جهد كبير من طرف الاقتصاديين نظرا لأهميته في الحياة الاقتصادية، وفي هذا المطلب سأتطرق إلى أهم النظريات التي تناولها مفكرون اقتصاديون في محطات تاريخية تجسد بداية بالكلاسيكية وختاما بالنظرية الكينزية حيث سنتطرق إلى ما يلي: الاستثمار في الفكر الكلاسيكي، الاستثمار في الفكر الماكسي، الاستثمار في الفكر الكينزي.

---

[1] رفيق شرياق، **دراسة الأساليب الاستثمارية للبنوك الإسلامية وأثرها على سوق الأوراق المالية –دراسة حالة–**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 2015، ص84.

[2] بلعيد سمية، **دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الاوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق السعودية**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013-2014، ص59.

[3] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص185.

[4] محمد مطر، فايزة تيم، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 169.

[5] وليد محمد علي كرمون، **أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة**، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2012، ص62.

أولا_الاستثمار في الفكر الكلاسيكي

ظهرت النظرية الكلاسيكية لأول مرة وسادت أفكارها في بريطانيا في بريطانيا في نهاية القرن عشر وبداية القرن التاسع عشر وظلت معظم الأفكار التي جاءت بها تلك المدرسة مقبولة لدى علماء الاقتصاد حتى العقد الثلاثين من هذا القرن.

ومن رواد هذه المدرسة، ادم سميث، ريكاردو، جون ستيوات ميل، ألفريد مارشال وبيجو...إلخ.

1. تحديد الاستثمار: إن ما يحدد الاستثمار وفقا للنظرية الكلاسيكية هو الادخار، حيث أن الاستثمار يمثل الطلب على الادخار التي توفر التمويل لعملية الاستثمار ومن ثم الإدخارات تتجه نحو الاستثمار ويحدث ذلك من خلال التفاعل بين الادخار والاستثمار عن طريق سعر الفائدة.

2. دالة الادخار: يقوم الأفراد رأي الكلاسيك بالادخار من اجل الاستثمار ويعني ذلك بأن عدم استهلاك جزء من الدخل حاليا، أي ادخاره من أجل الاحتفاظ به في شكل نقدي بل من أجل توظيفه والحصول على مردود وبالتالي الدخل وزيادة الاستهلاك بالتعبية.

أما العنصر الذي يشكل المردود فإنه يتمثل في معدل الفائدة الحقيقي أي (i) هو المتغير المفسر لسلوك المدخرين، نستنتج أن العلاقة بين عرض ومعدل الفائدة علاقة طردية $S=S(i)$

أي أن دالة الادخار دالة تابعة سعر الفائدة .

3. دالة الاستثمار: إذا كان الادخار عرضا لموارد نقدية وفي نفس الوقت طلبا على الأصول غير النقدية، فالاستثمار ما هو إلا طلب على هذه الموارد ونفس الوقت عرض الأصول غير النقدية، يصدر الطلب عن المؤسسات الإنتاجية نظرا لعدم قدرتها البنيوية على التمويل لكل عملياتها.

وإذا كانت عوامل الإنتاج (العمل، التقنية وموارد أخرى) ثابتة فإن زيادة رأس المال أي الاستثمار الجديد ستلتقي بظاهرة تناقص الغلة ولكن الفوائد المدفوعة لدائنها والأرباح الموزعة على المساهمين بينما تؤخذ بطبيعة الحال من الغلة، فإذا ما نقصت الغلة كلما ارتفع الاستثمار، فهذا يعني أن المستثمرين لا يريدون من الاستثمار إلا إذا قبل المدخرون معدل فائدة أقل[1].

نستنتج مما سبق أن الاستثمار دالة (i) لمعدل الفائدة $I=I(i)$

وهذا ما أشارت إليه النظرية الكلاسيكية إلى الاستثمار بتغير بسعر الفائدة وترى المدرسة الكلاسيكية أن الاستثمار دالة متناقصة في سعر الفائدة $I=I(i)$ وأن الادخار دالة متزايدة في سعر الفائدة $S=S(i)$ [2]

[1] محمد الشريف المان، **محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزء الأول، الجزائر، ص 112، 115.

[2] رضا صاحي ابو حمد، **الخطوط الكبرى في الاقتصاد الوضعي**، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص248.

ثانيا_الاستثمار في الفكر الماركسي

ظهرت اتجاهات المرسة العلمية الماركسية بصدور كتابات كل من كارل ماركس وفريديريك انجلس، ولقد عرفت الماركسية تطورات كبرى سواء من الناحية الفكرية أو من الناحية التطبيقية نظرا للتحولات التي عرفها العالم.

يرى كارل ماركسي أن العلاقة الاجتماعية مرتبطة ارتباطا وثيقا بقوى الإنتاج وعلى ضوء هذه الفكرة سوف أتطرق لبعض الأفكار المهة لدى كار ماركس وعلاقتها بالاستثمار كما يلي:

1. نظرية قيمة العمل:

بالنسبة لتحليل ماركس للقيمة فيقرر ماركس أن القيمة ليست إلا كميات محدودة من قوة العمل التي تدخل في إنتاج السلعة واستخدام طريقة العزل في البرهان، أي أن عزل جميع العوامل الأخرى التي تدخل في تحديد قيمة السلعة والتي اعتبرها جميعا من منتجات العمل، أي أن قيمة سلعة ما تقاس بالعمل الذي تضمنته تلك السلعة، وتقوم النظرية الماركسية على أساس علمي متين وهو نظرية القيمة في العمل والتي على أساسها تم اكتشاف فائض القيمة.

2. نظرية فائض القيمة:

إن فائض القيمة هو مظهر للاستغلال الطبقي، وهو الفرق بين قيمة ما ينتجه العامل فعلا وبين ما يأخذه من صاحب العمل في صورة أجر دون قيمة الحقيقية[1].

وحتى يتم توضيح فائض القيمة هذا بافتراض أن العامل يعمل ثمانية ساعات يوميا وأن الأجر اليومي الذي يدفع الرأسمالي للعامل مقابل ساعات عمله هذه ثمانية دنانير، أي أن أجره قدر دينار واحد كل ساعة عمل، وأن قيمة الناتج الذي يحققه العامل والذي يحصل عليه الرأسمالي هو 12 دينار من خلال بيع إنتاج العمال اليومي وهذا يعني أن فائض قيمة ناتج العمل على قيمة قوة العمل تكون 12-8=4 دينار[2].

ولفائض القيمة شكلين كالأتي[3]:

أ. فائض القيمة المطلقة: والناتجة عن إطالة يوم العمل أو زيادة شدة العمل وتأتي في المرحلة الأولى من تطور علاقات الإنتاج الرأسمالية التي تتسم بضعف وسائل الإنتاج؛

ب. فائض القيمة النسبية: والناتجة عن تحسين إنتاجية العمل بفضل التقدم التكنولوجي، وتأتي في مرحلة الرأسمالية المتطورة وتمثل الشكل الأوسع للقيمة.

وعلى أساس القيمة تقوم أخيرا نظريتهم في التطور الاقتصادي الذي يجد في تراكم رأس المال القيام بالادخار واستخدامه في بناء طاقة إنتاجية.

---

[1] عبد الله طاهر، بشير الزعبي، عبد الله يوسف، **مبادئ الاقتصاد الأساسي**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، دون سنة، ص194.

[2] فليح حسن خلف، **النظم الاقتصادية**، عالم الكتب الحديثة ودار الكتاب العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص161.

[3] محمد عمر أبو عبيدة، عبد الحميد شعبان، **تاريخ الفكر الاقتصادي**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون، مصر، 2009، ص311.

ثالثا_الاستثمار في الفكر الكينزي

جاء كينز بالتحليل الاقتصادي الكلي وفتح أبوابا في مجال التحليل واستخدام أفكار كلية مستحدثة تتناول المتغيرات الكلية الأساسية مثل: الناتج القومي، الإنفاق القومي.

ويقوم الاقتصاد الكينزي على تفسير العلاقات والتفاعلات القائمة بين هذه المتغيرات الكلية الأخرى وتحليلها مثل الاستهلاك والادخار والاستثمار.

أولا_منحى الطلب على الاستثمار (منحنى الكفاية الحد لرأس المال)

يعرف كينز الاستثمار على أنه عبارة عن تيار من الإنفاق على السلع الراسمالي الثابتة الجديدة التي تؤدي إلى خلق قيمة مضافة وتوفير مناصب عمل جديدة[1].

يمثل الاستثمار النفقات التي يقوم بإنفاقها المستثمرون من أجل إقامة المنشاتن والشركات وما تحوله من أصول ثابتة ودائمة في هذه المشاريع، ومستوى هذا الانفاق الاستثماري يعتمد على رغبة مجتمع الاعمال في الاستثمار والمحرك الذي يدفع هذه الفئة نحو الاستثمار وهو ما يعرف بالكفاية الحدية لرأس المال، فالاقدام على الاستثمار يأتي بعد إجراء المقارنة بين الكفاية الحدية لرأس المال وبين سعر الفائدة، فكلما كان الفارق كبيرا وكانت الكفاية الحدية لرأس المال أكبر من سعر الفائدة كان التوجه نحو الاستثمار قويا[2].

يمثل الاستثمار النفقات التي يقوم بإنفاقها المستثمرون من اجل إقامة المنشات والشركات وما تحوله من أصول ثابتة ودائمة في هذه المشاريع، ومستوى هذا الإنفاق الاستثماري يعتمد على رغبة مجتمع الأعمال في الاستثمار والمحرك الذي يدفع هذه الفئة نحو الاستثمار وهو ما يعرف بالكفاية الحدية لرأس المال، فالإقدام على الاستثمار يأتي بعد إجراء المقارنة بين الكفاية الحدية لرأس المال وبين سعر الفائدة، فكلما كان الفارق كبيرا وكانت الكفاية الحدية لرئس المال أكبر من سعر الفائدة كان التوجه نحو الاستثمار قويا.

وقد حدد كينز الاستثمار الذي يؤثر على مستوى التشغيل بأنه يعتمد على عاملين أساسيين هما[3]:

1. الكفاية الحدية لرأس المال: لقد تم تعريفها من طرف كينز كما يلي:

أنها تساوي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية لسلسلة من التدفقات النقدية كعوائد متوقعة من المخزون الرأسمالي خلال حياته الإنتاجية مساويا فقط لسعر العرض.

وتمثل أعلى معدل للعائد فوق التكاليف المتوقعة من النتاج الذي ينتج عن استثمار الوحدة الحدية الأكثر ربحا من بين جميع أنواع المخزون الرأسمالي بمعنى أخر فأن الكفاية الحدية لرأس المال تعتبر المؤشر الذي يمكن استخدامه لمجتمع رجال الأعمال في تقدير العوائد المتوقعة من جراء القيام بالاستثمار.

---

[1] محمد دويدار، **مبادئ الاقتصاد السياسي**، الطبعة الأولى، الجزء الأول، مصر، 1993، ص159.

[2] بريبش السيعيد، **الاقتصاد الكلي**، نظريات نماذج وتمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص133.

[3] محمد عمر أبو عيبدة، عبد الحميد شعبان، مرجع سابق، ص ص475-476.

تعتمد الكفاية الحدية لرأس المال على[1]:

أ. العائد المتوقع لرأس المال؛

ب. سعر العرض لأدوات الاستثمارية؛

ت. تكاليف تغير الأدوات الاستثمارية وتبديلها.

2. سعر الفائدة:

يعتبر تكلفة الحصول على الأموال المقترضة للاستثمار فإذا ارتفع سعر الفائدة انخفض الطلب على اقتراض الأموال الاستثمارية والعكس صحيح.

يعرف كينز سعر الفائدة بأنه: جزاء تخلي الفرد عن النقود، أي التخلي عن الأصول السائلة في سبيل الحصول على أصول غير سائلة أي السندات، ومن ثم مستوى الاستثمار يتوقف على مدى الفرق بين الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة وفي مرحلة الرخاء تكون الكفاية الحدية مرتفعة ويقدم رجال الأعمال على الاستثمار على نطاق واسع تبعا لذلك والعكس صحيح في مرحلة الكساد.

ثانيا_تحديد دالة الاستثمار عند كينز

قبل التطرق إلى دالة الاستثمار لابد من تحديد دالة الاستهلاك والادخار.

1. دالة الاستهلاك عند كينز:

تعرف دالة الاستهلاك عند كينز كما يلي[2]:

إن الاستهلاك يعني كافة المبالغ التي يتم إيقافها على شراء السلع والخدمات الاستهلاكية التي تستخدم استخداما نهائيا.

ودالة الاستهلاك عند كينز تبين العلاقة بين الاستهلاك والعوامل التي تؤثر عليه وتحدد حيث يعتبر كين زاول من اعتبر أن الاستهلاك دالة الدخل أي أن الاستهلاك يعتمد على الدخل ويتحدد ارتباكا به، من خلال كون أن الإنفاق الاستهلاكي والذي يمثل الطلب الاستهلاكي يعتمد بصورة أساسية على مستوى الدخل وأن هذه الزيادة في الاستهلاك تكون نسبية أقل من نسبة الزيادة في الدخل.

على الرغم من أن الاستهلاك يتوقف على عوامل كثيرة منها كالدخل الوطني، معدلات الفائدة، مستوى الاسعار، حجم السكان، معدلات الضرائب، هيكل الدخل الوطني بين أفراد المجتمع...إلخ، إلا أن الدخل الوطني يعتبر الرئيسي للاستهلاك ونعبر عنه رياضيا $C= F (Y)$

حيث C: يمثل الاستهلاك الكلي (الوطني)؛

Y: يمثل الدخل الوطني

وهذا يعني أن الاستهلاك دالة تابعة للدخل الوطني فقط

[1] حسن عمر، **تطور الفكر الاقتصادي**، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، مصر، 1994، ص884.

[2] عمر صحري، **تحليل الاقتصاد الكلي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2005، ص56.

ويمكن تمثيل العلاقة بين الاستهلاك والدخل بصورة أدق بمعادلة من الدرجة الأولى: $C= a+by$

حيث $1>b>0$.

حيث a: تمثل رياضيا نقطة تقاطع دالة الاستهلاك مع المحور العمودي (محور الاستهلاك).

واقتصاديا يمثل الاستهلاك التلقائي، أي الاستهلاك الذي لا يتبع الدخل أو بعبارة أخرى a تمثل قيمة الاستهلاك عندما يكون الدخل مساويا الصفر.

أما b فتمثل رياضيا ميل الخط المستقيم أو ميل دالة الاستهلاك، واقتصاديا تمثل قيمة التغير في الاستهلاك الناجم عن التغير في الدخل الوطني بوحدة نقدية واحدة.

ميل دالة الاستهلاك $B=\frac{\Delta C}{\Delta Y}$ الميل الحدي لدالة الاستهلاك (mPc)

الميل الوسيطي لدالة الاستهلاك $APC = \frac{C}{Y}$

2. دالة الادخار:

يعرف الادخار كالتالي[1]:

بأنه ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك وعلى هذا الاساس يمكن اشتقاق دالة الادخار من دالة الاستهلاك على النحو التالي: $s=y-c$

حيث s تمثل الاخار و cوy يمثلان على التوالي الاستهلاك والدخل وبتعويض دالة الاستهلاك في العلاقة السابقة نجد: $s= a+(1-b)y$

تمثل $(1-b)$ رياضيا ميل دالة الادخار أما اقتصاديا فهي تمثل الميل الحدي للادخار أي تمثل قيمة التغير في الادخار الناتج عن تغيير الدخل بدينار واحد.

أي أن الميل الحدي للادخار $MPS= (1-b) = \frac{\Delta s}{\Delta y}$

والميل الوسطي للادخار $APS = \frac{S}{Y}$

3. دالة الاستثمار:

حيث أن الاستثمار يعتبر طرديا مع مستوى الدخل فكلما زاد الاستثمار، والعكس صحيح ويمكن تمثيل هذه العلاقة في المعادلة التالية:

$I = dy + I$ حيث $1> d >0$.

حيث I يمثل تقاطع مستقيم دالة الاستثمار مع المحور العمودي (محور الاستثمار) أو هي عبارة عن الاستثمار التلقائي ذلك لا يتبع الدخل.

و(d) تمثل ميل مستقيم دالة الاستثمار وتمثل في نفس الوقت الميل الحدي للاستثمار وهي عبارة عن التغيير في الاستثمار (I) الناجم عن تغيير الدخل بوحدة نقدية واحدة

[1] عمر صحري، مرجع سابق، ص ص 75-76.

الميل الحدي للاستثمار ويساوي $\frac{\Delta I}{\Delta Y}$

ثالثا_نظرية مضاعف الاستثمار

بنى كينز فكرة ومفهوم المضاعف التي كانت قد قدمت إلى النظرية الاقتصادية من خلال (كان) في مقاله الذي نشر عام 1931 م تحت عنوان: العلاقة بين الاستثمار المحلي والبطالة.

1. تعريف مضاعف الاستثمار:

يعرف بأنه المعامل الذي يبين العلاقة بين التغيير في الاستثمار المستقبل والتغيير في الدخل ويمكن التغيير عن تلك العلاقة بالصيغة التالية[1]:

تشيير عملية المضاعف في الاقتصاد الكلي إلى التغير الحاصل في الناتج الكلي والدخل الكلي نتيجة لتغير أحد عناصر الإنفاق الكلي وبشكل عام نستطيع أن نعرف المضاعف بأنه نسبة بين تغيرين هما:

التغير في الناتج الكلي أو الدخل الكلي إلى التغير في الإنفاق الكلي.

نظرية مضاعف الاستثمار توضح كيف أن الزيادة في صافي الاستثمار تؤدي إلى الزيادة في الدخل القومي بمقدار أكبر من الزيادة في صافي الاستثمار، والعكس صحيح ونطلق على هذا التأثير التضخمي للاستثمار على الدخل فكرة مضاعف الاستثمار.

أما كلمة مضاعف في حد ذاتها فهي تعبر عن المعامل العددي الذي يدل على مقدار الزيادة في الدخل المترتبة على كل زيادة في الاستثمار.

مضاعف الاستثمار= الزيادة في الدخل / الزيادة في الاستثمار

2. الصيغة الجبرية للمضاعف:

تتمثل الصيغة الجبرية للمضاعف كالتالي:

$$C=a+by$$

الميل الحدي للاستهلاك $\text{mpc}=\frac{\Delta c}{\Delta y}=b$

وفي حالة التوازن الكلي يتساوى الإنفاق الكلي مع الطلب الكلي:

$$Y=C+I+G$$

[1] محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي، **الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي**، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص122.

وبالتعويض نجد: $y - by = a + I + G$

$Y(1-b) = a + I + G$

وبالقسمة على $(1-b)$ نجد $y = \frac{a}{1-b} + (\frac{1}{1-b})I + (\frac{1}{1-b})G$

وبالتالي نستنتج قيمة المضاعف:

$$M = \frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{1}{1-b} = (\frac{1}{1-mpc}) = (\frac{1}{mpc})$$

المطلب الثالث: مخاطر والعوامل المؤثرة على الاستثمار

سأتطرق من خلال هذا المطلب إلى مخاطر والعوامل المؤثرة على الاستثمار

أولا_مخاطر الاستثمار:

تنشأ مخاطر الاستثمار عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار ذلك لان الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظم الحصول عليها من استثماره، ولان احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة 100% ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجها ارتفاعا كلما انخفض احتمالات تحقق هذه التدفقات والعكس بالعكس.

إذ توجد علاقة موجبة بتُ المخاطرة والبعد أو الأفق الزمني للاستثمار، فكلما طالت الفتَّة الزمنية لتحقق التدفقات التي توقفها أداة الاستثمار، تزداد درجة المخاطرة والعكس صحيح، ذلك على أساس أن احتمال تحقيق التدفقات النقدية ينخفض بطول الفتَّة الزمنية ويرتفع بانخفاضها.

ولما كان لكل نوع من أنواع الاستثمار عائد، فان له مخاطره ولكل استثمار درجة معينة هي المخاطر، ويهدف المستثمر الرشيد لتحقيق أعلى عائد ممكن من مستوى مقبول من درجة المخاطر لديه، وتنقسم المخاطر عادة إلى قسمين رئيسين[1]:

1. المخاطر النظامية: وهي المخاطر التي تتعلق بالنظام في السوق وحركته، تتعلق بعوامل طبيعية وعوامل سياسية ...الخ، ولا ترتبط مثل هذه العوامل بنوع معين من الاستثمار وإنما عندما تقع تصيب جميع مجالات وقطاعات الاستثمار، وتعود المخاطر النظامية إلى جزء من التباين بين العوائد المحققة والعوائد المتوقعة والتي تحدث بسبب عوامل تؤثر على أسعار جميع الأوراق الموجودة في سوق الأوراق الدالية، ويمكن ذكر خصائص هذه المخاطر فيما يلي:

أ. تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام؛

ب. لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين؛

[1] احمد زكريا، **مبادئ الاستثمار**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثاني: الأردن، 2003، ص21.

ت. ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية، السياسية والاجتماعية.

تكون درجة المخاطر النظامية أو السوقية مرتفعة في الحالات التالية[1] :

- في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة السكك الحديدة؛
- الشركات التي تتصف أعمالها بموسمية كشركات الطيران؛
- في الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الإجمالية

2. المخاطر غير نظامية: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن هذه العوامل حدوث إضراب في شركة معينة أو قطاع معين، الأخطاء الإدارية، ظهر اختراعات جديدة وإعلامية، التغيير في أذواق المستهلكين وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات الشركة بالذات، يمكن تصنيف المخاطر الغير نظامية كما يلي[2]:

أ. مخاطر العمل: تنتج عن الاستثمار في الأدوات عائدا إلى مجال معين، قد يفشل هذا العمل وبالتالي لا تتحقق أهداف الاستثمار؛

ب. مخاطر السعر: تنتج عن الاستثمار في أسعار فائدة منخفضة إذا ما ارتفعت الفائدة بعد ذلك أو تنتج عن خسارة الفائدة المتوقعة إذا ما تم الاستثمار الآجال قصيرة؛

ت. مخاطر القوة الشرائية للنقود: وهي المخاطر التي تنتج عن الارتفاع في المستوى العام للأسعار والذي يؤدي إلى انخفاض في قيمة النقود المعبر عنها بالقوة الشرائية؛

ث. مخاطر مالية: هي المخاطر الناجمة عن عدم قدرة على سداد الأموال المقترضة لغايات الاستثمار، أو عدم القدرة على تحويل الاستثمار إلى سيولة نقدية بأسعار معقولة.

ثانيا_مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، وبهذا المفهوم فإن معنى مجال الاستثمار أكثر شمولا من معنى أداة الاستثمار.

هناك معياران لتبويب مجالات الاستثمار هما[3]:

1. المعيار الجغرافي لمجالات الاستثمار:

أ.الاستثمارات المحلية: الاستثمارات المحلية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي، بغض النظر عن أداة الاستثمار المستخدمة مثل: العقارات، الأوراق المالية والذهب، والمشروعات التجارية؛

---

[1] احمد زكريا، مرجع سابق، ص22.

[2] مداني نور الدين، **محددات الاستثمار المحلي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1990–2014**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، 2015–2016، ص23.

[3] زيقم ايمان، **دراسة قياسية لمحددات الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1985–2015 يستخدام نموذج تصحيح الخطأ المتعدد VECM**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2016–2017،ص20.

ب. الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية: جميع الفرص المتاحة في الاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة، وتتم الاستثمارات من قبل إما بشكل مباشر أو غير مباشر.

2. المعيار النوعي لمجال الاستثمار:

يأخذ هذا المعيار نوع الأصل محل الاستثمار معيارا للتصنيف حيث تصنف إلى استثمارات حقيقية أو اقتصادية وأخرى مالية

أ. الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية: يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب ...إلخ.

والأصل الحقيقي يقصد به كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة مثل العقار.

ب. الاستثمار المالي: وتشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم، أو سند أو شهادات إيداع...إلخ والأصل المالي يمثل حقا ماليا لمالكه أو لحامله، المطالبة بأصل حقيقي، ويكون عادة مرفقا بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية[1].

هو الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزينة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات.....اخ.

وهو عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الناس، ويمكن تمثيل هذه الحقوق بأوراق تسمى الأصول المالية[2]

- **خصائص الاستثمار المالي:**

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

❖ **انخفاض التكاليف:** تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ معظم صفقات البيع والشراء في الأوراق المالية تتم عبر الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر التي توفر على المستثمر الكثير من النفقات؛

❖ **التجانس:** تتمتع الأوراق المالية بخصائص التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية

❖ **السيولة:** تكون فيه الأصول المالية سهلة التداول والتحويل إلى سيولة؛

---

[1] زيقم ايمان، مرجع سابق، ص20.

[2] اشراق حميدة، سمية بلفركوس، **فرص الاستثمار في بورصة الجزائر –دراسة تحليلية للعائد والمخاطرة 2017–2019–**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير –برج بوعريريج–، الجزائر، 2018-2019، ص5

❖ **التنويع:** يعني تملك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة، ويعتبر مبدأ رئيسي في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية.

➢ **أهداف الاستثمار المالي**

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

❖ **تأمين المستقبل:** عادة يقوم بهذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغو سنا معينا، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم بحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطر؛

❖ **تحقيق اكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛

❖ **تحقيق تنمية مستمر في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل؛

❖ **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:** يميل إلى تحقيق مثل الهدف المضارب، حيث يقوما باختيار الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها؛

❖ **حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقيق المحافظة على القدرة الشرائية لأمواله المستثمر.

➢ **أنواع الاستثمار المالي**

❖ **الاستثمار المباشر:** ويتمثل في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة من قبل المستثمر، ويتحقق معها الملكية المباشرة للأوراق المالية (direct ownership) مثل امتلاك الأسهم والسندات من قبل شخص طبيعي أو معنوي؛

❖ **الاستثمار غير المباشرة:** ويتمثل في الملكية الغير المباشرة (indirect ownership) للأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، وحدات الثقة في البنوك ومؤسسات الاستثمار المالي، أما العام السائد في سلوك المستثمرين هو الاتجاه نحو الاستثمار غير المباشر أي شراء وبيع الحصص في الصناديق الاستثمارية المشتركة والتي تمتلك محافظ مالية تديرها إدارة ذات خبرة وكفاءة على اقتناص الفرص وتقليل المخاطر.

[1] إشراق حميدة، سمية بلفركوس، مرجع سابق، ص ص7-8.

➢ **دوافع الاستثمار المالي**

هناك مجموعة من دوافع الاستثمار المالي، أهمها[1]:

❖ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات: إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حسا استثماريا يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل تغير القيمة الزمنية للنقود والناتجة عن التضخم

❖ توفر مناخ اقتصادي، اجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية

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

ثالثا_العوامل المؤثرة في الاستثمار

إن للاستثمار العديد من المؤثرات والتي سنتطرق إليها كالتالي[2]:

1. النظام الاقتصادي المنتهج: كما هو معروف فان الساحة الاقتصادية عرفت نظامان اقتصاديان، هما النظام الموجه (المخطط)، والنظام الحر (اقتصاد السوق)، لكن نجد أن النظام الأول قد اثبت ضعفه وهذا لعدم وجود تخطيط، لذلك فانتهاج الدولة لنظام اقتصاد السوق من شأنه تشجيع الاستثمار، وفتح مجالات جديدة أمام المستثمرين، وكذا الاستثمارات التي يوفرها هذا النظام للمستثمر من تدعيم للأسعار، والاستفادة من اليد العاملة المكونة من طرف الدولة، وغيرها من التشجيعات؛

2. العوائد المالية: إن الهدف الرئيسي للمستثمر هو تحقيق عائد ملائم، وربحية مناسبة، لذلك إذا حقق المستثمر عائد ماليا مشجعا على الاستثمار أو الاستمرار في مشروعه الاستثماري فسيتحفز لزيادة الاستثمار، أما إذا لم يحقق عائد فانه يقوم بتصفية مشروعه، والبحث عن مجال أكثر فائدة؛

[1] اسيا زهار، **دور حوكمت الشركات في ترشيد السلوك المالي للمستثمرين في الأسواق المالية**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريريج، الجزائر، 2014-2015، ص46.

[2] احمد زكريا، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1993، ص52.

3. المحيط العام للاستثمار: تهتم المؤسسات المستثمرة لدرجة كبيرة بالمحيط الذي تتواجد فيه، وقد يكون ايجابي وبالتالي يعود بالفائدة عليها، كما قد يكون سلبيا وبالتالي يعيقها، وهذا يتعلق بما يلي[1]:

أ.المحيط القانوني والمؤسساتي: القانون هو المنظم للعلاقات بين الدولة والأفراد الذين منهم متعاملين اقتصاديين، والمحيط القانوني الذي يحبذه المستثمرون هو ذلك المحكوم بقوانين ثابتة حتى تمكنهم من وضع إستراتيجية ملائمة، وفي إطار أخر نجد القانون البنكي المحدد للعلاقة بين البنوك والمودعين لديها ويحدد نسب الفائدة وكذا العلاقات مع الخزينة العامة والبنك المركزي، ونجد أيضا القانون الجبائي وما يقره من إعفاءات وتحفيزات؛

ب. المحيط الاقتصادي: الوعي الاقتصادي هو المحفز والمشجع للاستثمار، بمعنى أخر هو الذي يدفع للمستثمر إلى الإقدام على الاستثمار، شريطة وجود بنوك، وكذلك بورصة القيم، فالمستثمر الأجنبي أو المحلي يحدد عادة قابلية تمويل ما يملكه من نقود بسرعة، وهذا الدور من المفروض أن تقوم به البورصة، وكذلك نقص المواد الأولية من حيث التسويق، ونقص التكنولوجيا لها تأثيرات على الاستثمار، وعلى المستثمر أن يتابع باستمرار تقلبات الوضع الاقتصادي في البلد المستثمر فيه؛

ت. المحيط السياسي: الاستقرار السياسي هو اهم ما يأخذ به المستثمر في الحسبان والاستقرار السياسي في البلد له أثر كبير على الاستثمار حيث أنه كلما كانت اضطرابات سياسية سائدة هو الحال في الجزائر، يؤدي هذا بالضرورة إلى نقص الاستثمار كما نعرف انه من المألوف أن أي مستثمر له فكرة المغامرة بالمال، وهذا يتعين على كل دولة أن تعطي للمستثمر ضمانات حول استقرارها السياسي.

4. العمل: هناك ترابط بين العمل والاستثمار حيث أن الاستثمار الجديد يتطلب عمالة جديدة ويختلف حجم هذه العمالة حسب طبيعة الفلسفة المعتمدة من قبل أصحاب المشروع في تحديد العلاقة بين الاستثمار وكثافة العمل ورأس المال، فإذا كانت تعتمد العلاقة بين الاستثمار والعمل فعليها مراعاة مجموعة من العوامل منها حجم السكان، اليد العاملة، بالإضافة إلى الطلب؛

5. الدخل القومي: يعتبر الدخل القومي عاملا مؤثرا في تحديد الحجم الكلي للاستثمار، حيث يزداد الاستثمار بزيادة الدخل وينخفض بانخفاضه؛

6. النظام الجبائي: إن المستثمر عند اختياره لمشروع ما يهتم كثيرا بمعرفة النظام الجبائي المطبق ذلك أن حجم الوعاء الضريبي هو أحد العوامل المحددة لنسبة الربح العائد من الاستثمارات، فان المستثمر في بعض الأحيان يلجأ إلى تقنيات التخطيط الضريبي للاستغلال النقائص الموجودة في مختلف التشريعات[2].

---

[1] دريب كامل أل شيب، **الاستثمار والتحليل الاستثماري**، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص26.

[2] احمد زكريا، مرجع سابق، ص54.

المبحث الثالث: إستراتيجية الاستثمار

تنقسم استراتيجية الاستثمار إلى أربعة أقسام، القسم الأول هو الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة أسواق رأس المال، وهي تخص المستثمر الذي يعتمد على التحليل الأساسي لأن هذا المدخل يمده بالقيمة الحقيقية للورقة، القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر السوقي لهذه الورقة، ومن هنا يجب تحديد الاستراتيجيات التي يتمكن من خلالها المستثمر من تحقيق أرباح وتعتمد الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق على مبدأ واحد فقط وهو الشراء والاحتفاظ، أما المستثمر الذي يتعامل التحليل الفني الذي يبني استراتيجياته على أساس تحديد نمط لتحرك أسعار الأوراق المالية بناءا على المعطيات التاريخية ثم توقع الاتجاهات المستقبلية للأسعار، ومن هنا تكون الإستراتيجية الوحيدة هي شراء الأوراق المالية التي تبين التوقعات أن قيمتها سترتفع وبيع الأوراق المالية التي تبين التوقعات أن قيمتها ستنخفض في المستقبل، أما القسم الثالث والرابع فهو يخص إستراتيجيات صغار المستثمرين.

المطلب الأول: مفهوم إستراتيجية الاستثمار

سأتطرق من خلال هذا المطلب إلى مفهوم الإستراتيجية ومفهوم إستراتيجية الاستثمار.

أولا_مفهوم الإستراتيجية:

مر مفهوم الإستراتيجية بعدة مراحل، ومن أهم المفاهيم يوجد[1]:

1. حسب CHANDLER: الإستراتيجية هي إعداد الأهداف والغايات الأساسية على المدى الطويل، أو اختيار خطة العمل وتخصيص الموارد الضرورية لبلوغ الغايات.

2. تعريف مدرسة HARVARD: مجموعة القرارات المهمة للاختيارات الكبرى للمقاول والمتعلقة بالمؤسسة في مجموعها، والتي تهدف إلى تكييفها مع التغيير وتحديد الغايات الأساسية والأهداف من اجل الوصول إليها.

3. تعرف الإستراتيجية على أنها خطة طويلة الأمد للوصول إلى هدف ما، وتعد مهارة لازمة لتحقيق النجاح في الحرب، أو السياسة، أو الأعمال، أو الصناعة، وغيرها.

ثانيا_مفهوم إستراتيجية الاستثمار

إستراتيجية الاستثمار فهي إن تقوم المؤسسة بعدة استراتيجيات في مجال الاستثمار حتى تحدد كمية ونوعية المواد التي يجب استثمارها على المدى الطويل لاكتساب المزيا التنافسية، وتعتبر هذه الإستراتيجية كبدائل أمام المؤسسة التي عليها اختيار ما يناسب إمكانيتها وأهدافها العامة ضمن الخطة الإستراتيجية المحددة.

وعليه تنظم القرارات الإستراتيجية ضمن القرارات المالية والتسويقية المتعلقة باتجاهات المنظمة.

[1] https://www.univ-mosta.dz ,16/03/2023, 15 :39,p113.

المطلب الثاني: الإستراتيجية التي تعترف ولا تعترف كفاءة السوق.

سأتطرق في هذا المطلب إلى الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق.

أولا_ الإستراتيجية التي تعترف بكفاءة السوق

يطلق على هذا النوع من الاستراتيجيات اسم الإستراتيجية الساكنة (Passive Strategy)، من خلال التطرق إلى فكرة كفاءة سوق رأس المال في الفصل الأول، وصلنا إلى أن الأسعار في السوق تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية وأن هذه القيمة تتحدد اعتمادا على العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بتحقق هذا العائد، وبالتالي يستحيل على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك لأن المعلومات التي وصلت إلى هذه النتائج تكون متوفرة لكل المستثمرين في نفس الوقت ودون تكلفة، وبذلك لا يوجد أي فارق زمني يفصل بين اكتشاف الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وتساوي هذه القيمة مع القيمة السوقية .وبالتالي تصبح أحسن إستراتيجية في ظل الاعتراف بكفاءة السوق هي:

1. إستراتيجية الشراء والاحتفاظ (Bay-and-hold Strategy): في ظل هذه الإستراتيجية على المستثمر أن يسارع في الشراء –إذا ما توافرت له الأموال- دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار وليس هناك فرصة أنية أو مستقبلية يمكن أن يحقق من ورائها أرباحا متميزة على حساب آخرين.

فا لمستثمر الذي يتبع الإستراتيجية السلبية لا تتوفر لديه مصادر للحصول على المعلومات الخاصة، كما انه ليس له القدرة على التحليل السريع للمعلومات العامة المتاحة.

ولا تعني الإستراتيجية الساكنة المتمثلة في اشتر واحتفظ وقوف المستثمر مكتوف اليدين، بل عليه إن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر التي يبدي استعداد، لتحملها إذ يرى جونز أن على المستثمر حتى في ظل هذه الإستراتيجية أن يجري تغيرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر اكبر ويدعو لتحمل مخاطر أقل وإذا ما اتضح انخفاض أداء احد الأسهم بصورة لافتة للنظر، كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة ترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة كما هو مخطط له بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

وتؤدي سياسة الشراء والاحتفاظ إلى تجنب متابعة السوق أو قراءة الجداول اليومية للتعاملات على الأسهم، أي انه في الأجل الطويل لا توجد حاجة لذلك لان المحافظ المالية للمستثمرين الذين يستخدمون هذه الإستراتيجية ليست بحاجة إلى المزيد من الأوراق المالية، كما أن لهذا الأسهم التي تم شراؤها يتم إهمالها، حيث[1]

[1] برودي نعيمة، **كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات**، ص331، من الموقع: https://www.asjp.cerist.dz ، تاريخ الاطلاع 10-04-2023، الساعة18:51.

يمكن مراجعة هذه المحفظة من وقت لأخر وذلك بمقارنة أداء هذه الأسهم مع النمو في المبيعات والدخل واستبعاد أو التخلص من الأسهم التي لا تعطي نموا في العائد، ومع أن سياسة الشراء والاحتفاظ تخفض من الوقت اللازم لاتخاذ القرار الخاص ب: متى يتم الشراء أو البيع، ولكن المشكلة بالنسبة للمستثمر هي أي من السهم يتم اختيارها

2. الاعتبارات التي ينبغي مراعاتها عند تكوين إستراتيجية الشراء والاحتفاظ :لا يمكن لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ أن تحقق للمستثمر التوقعات المنتظرة منها إلا إذا توفرت في تكوينها الاعتبارات التالية[1]:

تنويع الاستثمارات: يعتبر التنويع أساس تحكم المستثمر في مخاطر محفظة مالية، حيث تزيد المخاطر في المحافظ المكونة من أسهم عدد صغير من الشركات في حين تنخفض المخاطر كلما تتنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة وهناك مداخل عديدة للتنويع أبرزها:

- **التنويع الساذج (Naïve Diversification):** الذي يقوم على فكرة تخفيض المخاطر عن طريق زيادة عدد الاستثمارات في المحفظة، بل ويؤكد سورنسن وبيورك على أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تقوم على تنويع ساذج يمكن أن تحقق عائدا يفوق متوسط عائد السوق ويفترضان في هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة) من ثلاثة إلى عشر صناعات (على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم منشآت تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم يجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات من وقت لآخر[2]؛
- **تنويع ماركوتز** : في حين يرتكز التنويع الساذج على تنويع الاستثمارات داخل المحفظة فإن تنويع ماركوتز يؤكد على ضرورة انتقاء الاستثمارات على أساس معاملات الارتباط بين العوائد، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (أي لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية[3].

أ. مستوى المخاطر : يتوقف مستوى مخاطر المحفظة على المستثمر، فهو الذي يتحكم في المخاطر عن طريق الاستثمارات المكونة للمحفظة، فالمستثمر المتحفظ الذي يفضل تجنب المخاطر قدر الإمكان يدخل في تشكيل المحفظة أسهم بعض الشركات التي تكون عوائدها أقل تقلبا مثل شركات الأدوية والشركات الغذائية، كما يمكن أن يزود المحفظة بمجموعة من السندات الحكومية أو سندات شركات ذات جودة عالية؛

ب. الاعتبارات الضريبية: تلعب الاعتبارات الضريبية دورا هاما في اختيار الأسهم التي ينبغي أن تتضمنها المحفظة، فكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية قد تفضل توجيه الجانب الأكبر من مخصصات المحفظة إلى أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها أو تجري توزيعات لجزء صغير من تلك الأرباح، خاصة عندما يكون

[1] برودي نعيمة، **مرجع سابق**، ص331

[2] هندي منير إبراهيم، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص464.

[3] هندي منير إبراهيم ، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشآت المعارف، مصر، 1999، 427.

معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية بقيمة أعلى من قيمة شراءها[1].

ت. السيولة: تعرف السيولة على أنها القدرة على بيع الورقة المالية بسهولة دون تأخر زمني ودون خسارة ولتحقيق هدف السيولة يجب على المستثمر تكوين محفظة تشمل أو ا رقا مالية يسهل تصريفها وتتمتع بثبات نسبي في قيمتها السوقية مثل سندات الخزينة أو السندات الحكومية أو سندات قطاع الأعمال المرتفعة الجودة.

ث. توقيت الاستثمار: تقوم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ على فرض كفاءة السوق وفي ظل هذا الفرض يجب التسليم بأن القيمة السوقية للورقة المالية تعادل قيمتها الحقيقية لذلك فالمستثمر الذي قام بشراء أوراق مالية في وقت معين لا يهتم بالتوقيت الذي يبيع فيه تلك الأوراق لأن القيمة السوقية لها هي قيمتها الحقيقية، وبالتالي فهو يبيعها حين يحتاج إلى السيولة أو حين ترتفع قيمتها السوقية ودون اللجوء للمضاربة التي تزيد من التكاليف دون أي جدوى، ويؤكد أردا كليف على عدم أهمية توقيت قرار الاستثمار طالما أن كفاءة السوق هي حقيقة واقعة، حقا هناك دراسات كشفت عن أن سوق رأس المال غير كفئة إلا أن دراسات أخرى أثبتت عكس ذلك.

ثانيا_الإستراتيجية التي لا تعترف بكفاءة السوق

وتعرف أيضا بالإستراتيجيات النشطة للاستثمار وهي تقوم على فرض معاكس تمام ا للفرض الذي تقوم عليه الإستراتيجيات الساكنة حيث أنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات وفي نفس الوقت كما أنهم لا يعتمدون نفس وسائل تحليل المعلومات وتقدير القيم، وبالتالي لن يصلوا إلى نفس النتائج، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ممكنة بالنسبة للبعض منهم، وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد في اختيار الأوراق المالية المكونة لها.

تعتمد طريقة اختيار مكونات المحفظة على الهدف الذي ينتظر منها، وهنا نجد أنفسنا أمام أهداف عامة تنطبق على كافة المحافظ وأهداف خاصة تتوقف على ظروف المستثمر، وتتمثل الأهداف العامة في تعظيم العائد وتخفيض المخاطر وإتاحة قدر ملائم من السيولة والتي قد يكون بينها قدر من التعارض، فالعائد يتناسب طرديا مع المخاطر لذلك يتوافق تعظيم العائد مع زيادة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة كما أن السيولة تتناسب عكسيا مع العائد وهكذا.

فالمستثمر الذي لا يحب المخاطر يضم ن المحفظة بأسهم ممتازة أو سندات أو أوراق مالية حكومية لأنها أقل مخاطرة، كما أن هدف السيولة يمكن تحقيقه عن طريق الاحتفاظ بالأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة مثلا، ويمكن التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق التنويع الجيد لمكوناتها سواء بالاعتماد على مدخل التنويع الساذج أو البسيط أو تنويع ماركوتز.

[1] هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص417.

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

2. إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة :يقصد بإستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي للقطاعات الأخرى، وعادة ما يتم تقسيم الأسهم على أساس القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المصدرة لها إلى أربع أقسام[1]:

أ. أسهم الشركات التي تتأثر بالتغير في أسعار الفائدة(Interest Sensitive Stocks): مثل البنوك والمؤسسات المالية حيث تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات عند ارتفاع أسعار الفائدة وترتفع أسعارها عندما تنخفض أسعار الفائدة، لذلك من الأفضل التخلص من أسهم هذه الشركات في الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة والعكس؛

ب. أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة (Consumer Durable Stocks): تزيد مبيعات الشركات المنتجة للسلع المعمرة في فترات الرواج فترتفع أسعار أسهم هذه الشركات بسبب توقع ارتفاع الأرباح في حين تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات في حالات الكساد بسبب انخفاض المبيعات؛

ت. أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية :لا تختلف أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية عن أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة إلا من حيث كون أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية لا تتأثر كثيرا بموجات الكساد والرواج قصير الأجل؛

ث. الأسهم الدفاعية (Defensive Stocks): على عكس كل الأسهم الأخرى فإن أسعار الأسهم الدفاعية لا تتأثر كثيرا بالدورات الاقتصادية لذلك فهي من الأوراق قليلة المخاطرة مثل السندات؛

ج. إستراتيجية توقيت السوق (Market Timing Strategy): تعتمد هذه الإستراتيجية على الفكرة القائلة بأنه يمكن تحقيق أرباح غير عادية إذا ما تمكن المستثمر من معرفة التوقيت المناسب الذي يقوم فيه بتكوين محفظة من الأسهم في أوقات الرواج والتوقيت المناسب لبيع الأسهم واستثمار الأموال في أصول مالية أخرى عند توقع انخفاض أسعار الأسهم.

[1] هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص446.

المطلب الثالث: إستراتيجية السمات المعتمدة واستراتيجيات السمة الواحدة

سأتطرق من خلال هذا المطلب إلى إستراتيجية السمات المعتمدة واستراتيجيات السمة الواحدة.

أولا_إستراتيجية السمات المعتمدة

خصصت الإستراتيجيات السابقة إلى المحافظ التي يحتفظ بها كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لذلك خصص هذا العنصر إلى عرض الإستراتيجيات الموجهة للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة. في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي تتوفر فيها مجموعة من السمات المحددة تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي تتوفر فيها المميزات التالية[1]:

1. تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل؛

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

3. أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل، ويحسب معدل التوزيعات بالمعادلة التالية:

معدل التوزيعات= التوزيعات خلال السنة / متوسط اعلى وادنى سعر يباع به السهم

4. أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة كما توضحه المعادلة

صافي الأصول المتداولة= مجموعة الأصول المتداولة – القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة

وبقسمة هذه النتيجة على عدد الأسهم العادية نجد نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة

5. أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي على الأقل ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة،

نصيب السهم من الأصول القيمة الدفترية لأصول الملموسة / عدد الاسهم العادية المصدرة

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

7. أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنان؛

8. أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة على أساس التعريف الموضح في العنصر رقم؛

9. أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار حيث لا يجب أن تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل يفوق5% والملاحظ هو أن السمات الخمسة الأولى ترتبط بعائد السهم أما السمات الأربعة الأخيرة فترتبط بالمخاطر، كما أن السمات الخامسة حتى الثامنة تقيس قوة المركز المالي للمنشأة أما السمة

[1] بلجيلية سمية، **اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996–2006**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009–2010، ص77.

التاسعة فتقيس استقرار ونمو ربحية المنشأة في الماضي، كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط توفر السمات التسعة السابقة في السهم الذي يراد شراءه حيث أن السمات الستة الأولى تكون كافية ليحقق هذا السهم عائدا يفوق عائد السوق كما قدم رنقانيوم (Runganum) دراسة كشفت عن أربعة سمات فقط، إذا توفرت في سهم ما فهو يحقق عائدا يفوق متوسط عائد السوق وهي[1]:

أ. تزايد مضطرد في الربحية ربع السنوية للمنشأة؛

ب. أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من 20 مليون سهم؛

ت. أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمة الدفترية أقل من واحد؛

ث. أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي، على أن لا تقل عنده القوة النسبية عن 70 وحدة نقدية؛ القوة النسبية تعادل المتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثني عشر شهرا الماضية.

ثانيا_ إستراتيجية السمة الواحدة

على الرغم من أن هذه الإستراتيجية لا تعترف بكفاءة السوق إلا أن بناءها النظري يتفق إلى حد كبير مع التحليل الأساسي إضافة إلى كونها من الاستراتيجيات الموجهة لصغار المستثمرين .وتتمثل هذه الاستراتيجيات فيما يلي:

1. إستراتيجية المضاعف :يقصد بتلك لإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى الربحية) أكبر من مضاعف الربحية الفصلى؛

2. إستراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل توزيعات :تقتضي هذه لإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي يتوقع أنه سيتم اشتقاقها (Stock Split) أو الأسهم التي يتوقع أن تصدر أسهما مقابل التوزيعات وذلك حتى يتمكن هذا المستثمر من الاستفادة من خاصية زيادة السيولة لهذه الأسهم وارتفاع قيمتها الحقيقية؛

3. إستراتيجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة: حيث يجب على المستثمر شراء الأسهم التي تعلن الشركات المصدرة لها عن زيادة في التوزيعات لأن هذا مؤشر يدل على تحسن أداء هذه الشركات في المستقبل؛

4. إستراتيجية الإصدارات الجديدة :تقتضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشأة التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة (Initial Public Offering): وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية؛

[1] بلجيلية سمية، مرجع سابق، ص78.

5. الأسهم التي يعاد شرائها: تقوم بعض الشركات بإعادة شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية للأسباب التالية[1]:

أ. خلق تعامل نشيط على هذه الأسهم، وهو ما يزيد في سيولتها ويؤثر في النهاية على قيمتها السوقية؛

ب. ترى إدارة الشركات المصدرة للأسهم في بعض الحالات بأن أسعار أسهمها أقل من المستوى الذي ينبغي أن تكون عليه وبالتالي فإعادة شراءها يعتبر استثمارا مربحا؛

ت. إن شراء الأسهم يقلل المعروض منها وهو ما يؤثر على ربحيتها وقيمتها السوقية؛

ث. مواجهة خطة مشاركة العمال في الملكية.

وتعتبر كل هذه الأسباب مؤشرات إيجابية عن مستقبل السهم، وقد أثبتت العديد من الدراسات أن العائد المتوقع من الأسهم التي يعاد شرائها يكون أعلى من متوسط عائد السوق.

6. أسهم الشركات الصغيرة :حيث يولد الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عائدا يفوق عائد السوق حتى بعد أخذ المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار بعين الاعتبار، وقد أكدت دراسات (Runganum) هذه الفكرة غير أن الانتقاد الأساسي الموجه إلى هذه الإستراتجية مبني على المخاطر المرتبطة بالاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة التي تكون أكبر من غيرها؛

7. أسهم المنشأة الخاسرة: توصلت دراسة جيف وزملائه إلى استنتاج يثير الدهشة والاستغراب لأول وهلة مؤداه أن الاستثمار في أسهم المنشأة التي منيت بخسارة عادة ما يكون أكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في أسهم المنشأة التي حققت أرباحا وقد أكدت دراسة أنتريدج وفولر على ذلك، أما تفسير ذلك فهو يعرف بفرضيات المعلومات غير الأكيدة (Uncertain Information Hypothesis) حيث أن المعلومات الواردة إلى السوق عن أداء الشركة المصدرة لهذه الأسهم تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم، وبذلك تنخفض قيمتها السوقية وعندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح وتنخفض المخاطر ترتفع القيمة السوقية للأسهم وبالتالي يحقق المستثمر الذي قام بشراء الأسهم عقب ورود معلومات عن تحقيق الشركة لخسائر أرباحا رأسمالية عندما يقوم ببيعها بعد زوال عدم التأكد وتحقيق الشركة لأرباح.

[1] بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص79.

الخلاصة :

من خلال دراستي لهذا الفصل يتضح لي أن الاستثمار يعتبر المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي، حيث أصبح كأحد المتغيرات الاقتصادية الكبرى، يجب استخدامه على أحسن وجه، باعتباره مرتبط بالدخل القومي كعنصر متقلب نظرا لتأثره بمحددات وعوامل كسعر الفائدة، التوقعات، مستوى الأرباح، ونستنتج أن الاستثمار هو التضحية بوحدات نقدية حالية على أمل الحصول على وحدات إضافية في المستقبل، وهو على علاقة بالدخل والاستهلاك.

تعد قرارات الاستثمار من أهم القرارات التي يتخذها المستثمر وذلك لما يترتب عليها من التزامات مالية، ومن هنا فإنه يمكن القول بأن نجاح أو بقاء المستثمر يعتمد بشكل أساسي على مدى نجاح قرارات الاستثمار التي تم اتخاذها، وذلك فإنه لابد من توخي الدقة والحذر عند اتخاذها، ويزداد الأمر تعقيدا حينما يكون قرار الاستثمار في مجال بيع وشراء الأوراق المالية، الأمر الذي يعطي عملية تقييم أسعار الأوراق المالية لدى المستثمر أهمية بالغة، خاصة وان قرار شراء وبيع أي منها لابد أن يترتب عليه عوائد أو خسائر مالية، لذالك فإنه من مصلحة المستثمر أن يكون هناك تقييم مستمر لأسعار الأوراق المالية مع تقييم مستمر للمخاطر المحابة لتلك العوائد، بهدف المحافظة على العلاقة الايجابية بين العائد والمخاطر.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأوراق المالية

تمهيد:

إن المتأمل للحياة الاقتصادية اليوم يرى بأن معظم الاقتصاديات تعتمد في تمويلها على ما يعرف بالسوق المالية ودون شك أن هذه السوق تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، وعليه أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة، والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، إن زيادة هذا الاهتمام بالأسواق المالية بكل تأكيد لم يكن بعرض الصدفة، فهناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء زيادة هذا الاهتمام، فالإضافة إلى إن الأسواق المالية تعتبر أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني فان انحصار الملكية العامة وزيادة توسع القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتقدم التكنولوجي في مجال المعلومات والاتصالات، وتحرير النظم الاقتصادية بالعديد من الدول شكلت في مجموعها عاملا مؤثرا على ظهور ونمو الأسواق المالية بالعديد من دول العالم.

لكي تقوم سوق الأوراق المالية بوظائفها ومهامها، غلب أن يتوفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من فترة لأخرى.

ولهذا سأتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول: الأسواق المالية.**
- **المبحث الثاني: الأوراق المالية.**
- **المبحث الثالث: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.**

المبحث الأول: الأسواق المالية

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على آليات السوق والقطاع الخاص في التمويل الاقتصادي، ولقد برز دور الأسواق أكثر فأكثر في الاقتصاديات المعاصرة كإحدى الآليات المهمة لتجميع وتعبئة الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز الاقتصادي، وحتى تتمكن هذه الأسواق من تحقيق غايتها، فلا بد أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة.

والأسواق المالية مثل أي أسواق أخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أوكليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر مانح لهذه الخدمة، فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم إما بشكل مباشر أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون هذه الأموال .

المطلب الأول:مفهوم ونشأة الأسواق المالية

شهدت الأسواق المالية على صعيد بنيته أو أدواتها العديد من التطورات التي ساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفراد أو مؤسسات الأمر الذي أنتج تراكم الخبرة والممارسة للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية، ناهيك عن دورها في التمويل لكافة القطاعات الاقتصادية.

لذا تعتبر الأسواق المالية آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء بحيث يتم تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ففي الدول الرأسمالية تعمل أسواق المالية على توجيه المدخرات للاستثمار في الصناعات التي تتميز بارتفاع إنتاجية رأس المال، كما تقدم للحكومات التمويل الكافي لمشاريع التنمية الاقتصادية.

أولا_نشأة الأسواق المالية.

تعود فكرة إنشاء الأسواق المالية قديمة جدا، فقد مرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت على ما هي عليه ألان، وقد بدا تنفيذ فكرة الأسواق المالية على مستوى العالم في أوروبا وتحديدا في القرن الخامس عشر في بلدة (بروج) البلجيكية، عندما كان التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام القصر المصري(Vander bourse) فا دير بورصتيه، وفد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى أن أصبحت كلمة بورصة (على سوق تداول الأوراق المالية) [1].

[1] مصطفى يوسف كافي، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، 2016، ص24.

وفي بداية القرن السادس العاشر ومع الاكتشافات البرتغالية والسيطرة الاسبانية، أصبحت بورصتي أمستردام وانفرس الهولندية مركز للمعاملات التجارية والمالية في أوروبا،وسجل التاريخ بعدها بورصات مهمة للبضائع في لندن ونيويورك وبروكسل.

والجدير بالذكر إن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية ادم سميت في العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج، الأمر الذي تترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، انعكست هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما تترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه سوق الأوراق المالية[1].

هذا وقد استمرت الأسواق المالية بالتطور عبر الفترات اللاحقة لتواكب ما يحصل من تطورات في المجالات المختلفة من العالم.

ثانيا_مفهوم الأسواق المالية.

ينقسم مصطلح الأسواق المالية إلى كلمتين الأولى هي السوق وتعني في اللغة السوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها والثانية هي المالية تدل على ما يتداول في تلك السوق هي أدوات مالية[2].

وهناك عدة تعارف للأسواق المالية نذكر منها[3]:

تعرف السوق المالية على أنها مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وفقا لسياسة معينة إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين.

هي الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول للأداة المالية المناسبة، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق[4].

هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأدوات المالية بمشتري تلك الأدوات، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه[5].

---

[1] عباس كاظم الدعمي، **السياسة النقدية والمالية (أداء سوق الأوراق المالية)**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 114.

[2] أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، دار معتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص10.

[3] صلاح الدين حسين السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، **2003**، ص **11**.

[4] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010 ، ص 92.

[5] وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية** ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008 ، ص16.

ويتضح من خلال هذا التعريف، أن الأسواق المالية تتضمن جميع الوسطاء المالية المختلفة،بالإضافة إلى سوق النقد، وبالتالي فإن مصطلح السوق المالية يتكون من شقين أساسيين هما؛ سوق رأس المال وسوق النقد.

كما يمكن تحديد السوق المالي كسوق رأس المال في الأجل الطويل ويضم سوق أولي يسمى بسوق الإصدار وسوق ثانوي لإعادة البيع يدعى عادة البورصة .

ويمكن اعتبار السوق المالية بأنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه[1].

يتبين من خلال هذا التعريف، أن السوق المالية هو مكان التقاء عارضي الأموال وطالبيها في الأجل الطويل والمتوسط، إذ تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، ولكن للتطور الهائل في طرق الاتصال لا يعد الإطار المكاني شرطا ضروريا في هذه الحالة، بل يكفي وجود وسيلة وقنوات اتصال فعالة وهادفة ما بين المتعاملين في هذه السوق[2].

وأخيرا، ما يمكن أن نلخصه من هذه التعاريف هو أن السوق المالية بمثابة حلقة وصل بين المدخرين والمنتجين، فالقطاعات تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا، والقطاعات المنتجة هي الأخرى بحاجة دائما إلى المصادر المالية التي تساعدها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية. بمعنى أخر فإن السوق المالية هي تلك الآلية الائتمانية المستعملة في الاقتصاد لحشد وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وذلك بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة أو الوسطاء الماليين.

المطلب الثاني: أنواع ووظائف الأسواق المالية

سأتطرق من خلال هذا المطلب إلى مختلف أنواع الأسواق المالية ووظائفها.

أولا_أنواع الأسواق المالية.

تتنوع الأسواق المالية الأساسية المستخدمة في تبويبها أو تقسيمها، حيث يقسم السوق المالي إلى سوق نقد للأموال قصير الأجل، وسوق رأس المال للأموال طويل الأجل.

1. الأسواق النقدية Money Markets.

أرتبط ظهور الأسواق النقدية بنشأة البنوك التجارية لذا تعتبر من أقدم أسواق المال، وتمثل المؤسسات المصرفية والمالية الأكثر تعاملا في هذه الأسواق، ويمثل السوق النقدي، أحد أهم ركائز إقتصاد السوق لما يقدمه من مصادر تمويل متعددة ومختلفة.

---

[1] محمد مطر،**إدارة الاستثمارات**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص 164-165.

[2] طاهر حيدر حردان، **مبادئ الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 1997، ص 29

1. مفهوم الأسواق النقدية:

تمثل الأسواق النقدية الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية القصيرة الأجل، والتي تتسم حقوق حملتها بصفات الدين أي أنها ذات التزامات ثابتة على الجهة المصدرة لها.

سميت هذه السوق بالسوق النقدية: "لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود"[1].

تعرف على أنهاك المجال الذي يتم فيه التعامل في الأصول النقدية بحيث تتسم بتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولتها مرتفعة نسبيا، وانخفاض درجة المخاطرة، ولذلك تقل فيها معدلات الفائدة بالمقارنة مع بالأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل، التي يتم تداولها والتعامل بها في أسواق رأس المال[2].

ويمكن تقسيم السوق النقدي إلى قسمين وهما [3]:

أ. **السوق الأولية:** وهي السوق التي فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية؛

ب. **السوق الثانوية:** وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقدي الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما سوق الخصم وسوق القروض القصير الأجل؛

- **سوق الخصم:** هو الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية العادية، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة.... الخ ؛
- **سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الآجال من الناحية أخرى.

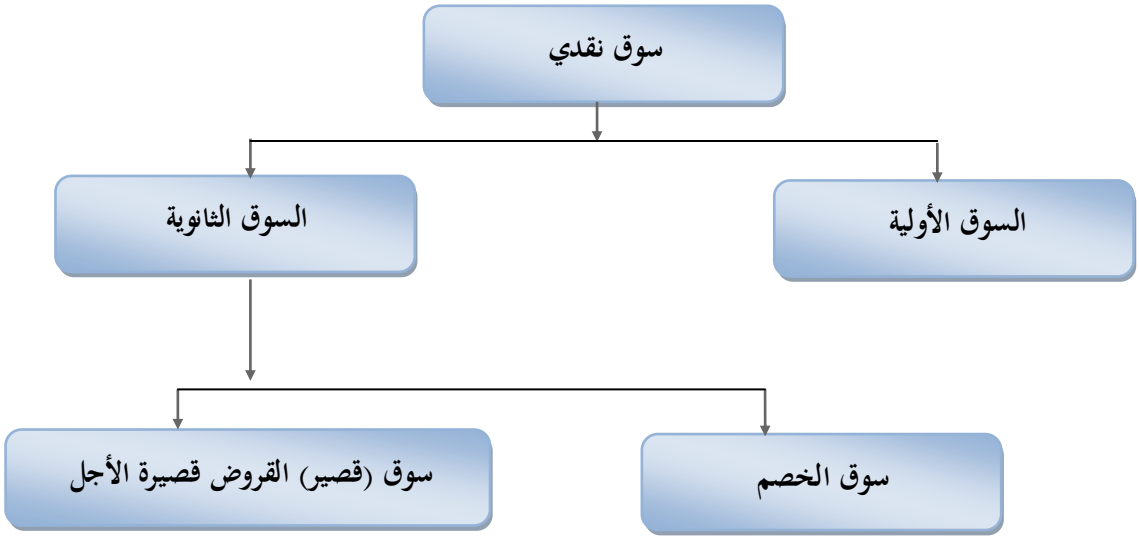
---

[1] مبارك بن سليمان آل فواز ، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مركز النشر العلمي للاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز،2010 ، ص 7.

[2] زينب عوض الله ، أسامة محمد الفولي، **أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي**، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت،2003، ص89.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في الدول النامية**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2013/2012، ص12.

الشكل رقم(2-1): مكونات السوق النقدي.



المصدر: السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير**، دار الفكر والنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص94.

2. أسواق رأس المال Capital Market.

تودي الأسواق رأس المال دورا حيويا في تطوير ونمو والمؤسسات والشركات والحكومات، حيث تقوم أسواق رأس المال على توفير التمويل بالإقراض والاقتراض الطويل الأجل كونها الإطار الذي من خلالها الجمع بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز وذلك عن طريق تداول أدوات مالية طويلة الأجل، ويطلق على هذه الأسواق أيضا تسمية أسواق الأوراق المالية.

1. مفهوم أسواق رأس المال: هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعا في الاستعمال والذي يقتصر على السوق المنظمة "البورصة" للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب[1].

ويتضح من خلال التعاريف أن السمة الأساسية لهذه الأسواق هي المخاطرة العالية High Ris وذلك لان أدواتها تتصف بتاريخ استحقاق طويل لأكثر من سنة، وبالتالي يعطي للمستثمر عائد أعلى نظير المخاطرة الكبيرة.

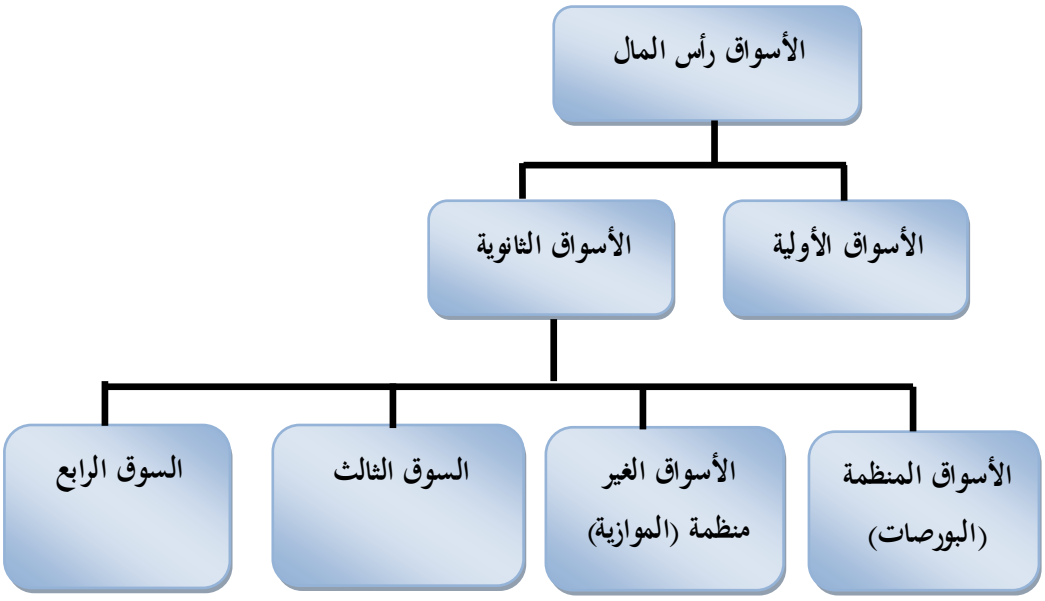
2. تقسيمات أسواق رأس المال.

ترتكز بنية عمل أسواق رأس المال يتم بداية عند قيام مصدري الأداة المالية بعرضها على المشترين المحتملين للاكتتاب بها، وهذا اللقاء بين المشترين والمصدرين لهذه الأدوات المالية يمثل الدورة المالية الأولى ما يعرف بالسوق الأولي ليقوم في ما بعد حامليها (المشترين) ببيعها إما بسبب حاجاتهم للسيولة النقدية أو لإعادة استثمار أموالهم

[1] نبيل خميل، طو سمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص2 .

في استثمارات بديلة، وهذا يخلق دورة مالية ثانية ما تعرف بالسوق الثانوي وعليه يمكن القول أن أسواق رأس المال "الفورية" يتكون على مرحلتين هما السوق الأولي والثاني ثم يتكون من نوعين: أسواق منظمة وغير منظمة، والشكل التالي يوضح:

الشكل رقم(2-2): تقسيمات أسواق رأس المال.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية "إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"**، دار اليازوري، الأردن ، 2010 ، ص93.

1. الأسواق الأولية:هي تلك السوق التي يتم التعامل بالإصدارات الجديدة من الأدوات المالية سواء كانت للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال، وتباع الإصدارات الجديدة بالجملة، أي انه يتم في هذه السوق طرح الأدوات المالية للاكتتاب لأول مرة والهدف الرئيسي لهذه السوق الحصول على التمويل بغرض التأسيس لمشروعات جديدة أو لتوسع في مشاريع قائمة بغرض زيادة رأسمالها، حيث تعتبر هذه الأسواق الوسيلة التي يتم من خلالها جمع المدخرات وتحويلها مباشرة إلى استثمارات.

أما عن تنظيم أنشطة الاكتتاب فتقوم بها هيئة الأدوات المالية بموجب قوانين وتعليمات نشرع لهذا الغرض، حيث يبدأ عمل الأسواق المالية بموجب حصول الشركة على موافقة هذه الهيئة على بيان التسجيل الذي يتضمن معلومات حول طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة للورقة المالية، وخصائصها وطبيعة المخاطر الاستثمارية، إضافة لقوائم المالية الخاصة بالشركة موثقة من طرف محاسب قانوني مستقل ويقدم هذا البيان إلى هيئة الأوراق المالية في جزئين[1]:

❖ **الجزء الأول**: يتضمن نشرة الإصدارات الأولية تحمل عنوان بالخط الأحمر الواضح يطلق عليها مصطلح وهذه النشرة تعرض للجمهور كعرض أو لي عن الورقة المالية؛

[1] ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية: التحليل وإدارة**، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص64.

❖ أما الجزء الثاني لا يعرض على الجمهور بل يتم توفيره حسب طلب الهيئة؛

2. الأسواق الثانوية (سوق التداول):

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية المصدرة في السوق الأولية، فالسوق الثانوية تعتبر سوق التداول لأوراق المالية بين الحاصلين لها والراغبين في شرائها من غير المصدرين[1].

ويمكن تقسيم السوق الثانوية إلى[2]:

➢ **الأسواق المنظمة (البورصات).**

يوجد في كل دول العالم تقريبا سوقا منظمة تتشابه معظمها في المهام ولكنها تختلف من حيث الحجم وأسلوب إداراتها وطبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها، وشروط الإدراج، إذ تختلف هذه الأخيرة من سوق لأخر ومن دولة إلى أخرى فهناك من يضع شروط خاصة حول تأسيس الشركات ومدى تطبيق بنود قانون الشركات والتشريعات المنظمة لعمل الشركات من أرباح الشركات،حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتمي إليه.

▪ **مفهومها:** يطلق عامة على هذه السوق بالبورصة، تتميز بوجود مكان يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء ويحكم التعامل قوانين وإجراءات رسمية تشرف عليها لجنة إدارة السوق تتم في مواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية، يدير التبادل في هذا السوق وسطاء ماليين (سماسرة)، تتداول فيها أدوات مالية لشركات المدرجة والمسجلة والمستوفية الشروط، تتحدد أسعارها عن طريق الطلب والعرض.

فعلى الشركات الراغبة في إدراج أدواتها المالية في البورصة فإنها تتقدم بطلب للجنة إدارة السوق وتقوم هذه الأخيرة بدراسة مدى موافقة أو ضاع الشركة مع متطلبات الإدراج في البورصة وتتخذ القرار بناء على ذلك.

وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط وغيرها فإنها تحصل على موافقة على الإدراج بالبورصة والهدف الأساسي من وضع هذه الشروط حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول.

▪ **أهمية الإدراج في السوق المنظمة:** توفر شروط الإدراج لجهة المصدرة للأدوات المالية العديد من المزايا نذكر أهمها:

- الإدراج وسيلة إعلان مجانية للورقة المالية وتزداد فاعليها الإعلان كلما نشط تداولها؛
- يولد الإدراج انطباعا ايجابيا لدى المستثمرين عن المركز الائتماني والمالي للجهة المصدرة للأدوات المالية مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بتكلفة أرخص؛
- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بعملية التقييم ؛
- الإدراج وسيلة ضمان للمتعاملين تجاه الغش والتضليل والصفقات الوهمية.

---

[1] زيان سعاد، دور مؤشرات **أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2014-2015، ص5.

[2] دريد كامل آل شبيب ، **الاستثمار والتحليل الاستثماري** ، دار اليازوني العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2009 ، ص 192.

وتجدر الإشارة هنا أن شروط الإدراج تعتمد على نضوج وتطور السوق لذلك في تختلف بين الأسواق المالية، كما يجب على الشركة أن تتكفل بكافة نفقات الإدراج، وقد يتم إلغاء إدراجها إذ لم تتمكن من الاستمرار بتحقيق متطلبات لجنة البورصة.

- **تقسيم أسواق رأس المال المنظمة:** يمكن تقسيم أسواق رأس المال المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية أو الأسواق المحلية ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأدوات المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي لشركة المصدرة لها، أما البورصات المحلية هي تتعامل بالأوراق المالية المسجلة لشركات صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق تلك الشركة أو القريبة منه، هذا لا يوجد ما يمنع من أن تعامل تلك البورصات في الأدوات المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية[1].

➢ **الأسواق غير المنظمة (الموازية):** سوق الغير منظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول فهذه السوق، في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة، ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها؛

➢ **السوق الثالث:** وهو جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة؛

➢ **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لان الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المتداولة داخل وخارج السوق المنظمة[2].

ثانيا_وظائف الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في التنمية الاقتصادية، وقد تزايدت أهمية دورها مع نمو نطاق الصناعة والتجارة والخدمات والبنية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نضرا لما تقدمه من وظائف وما تزاوله من نشاط فهي تمثل حلقة من حلقات نمو النظام المصرفي في أي دولة وانعكاسات لنظمه الاقتصادية والمالية،

[1] ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص10 .

[2] أحلام عنكوش، **سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية "دراسة حالة الجزائر"**، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2013-2014، ص6.

وتتيح الأسواق المالية التطبيق الأمثل لقانون العرض والطلب نضرا لتوافر المنافسة الحرة بين البائعين والمشترين مما يحقق ويوفر السعر العادل للسلع.

وتعتبر الأسواق المالية مؤشرا ومقياسا لحقيقة الوضع الاقتصادي في حالات الرواج والكساد، فضلا على أن حجم المعاملات التي تبرم في الأسواق المالية توضح أهمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل بها تشير إلى السعر العام لفائدة المبالغ المستثمرة، ومن جداول الأسعار نستطيع أن نتعرف على مدى ارتفاع أو انخفاض ميل المنتجين نحو الإنتاج.

وتؤدي الأسواق المالية وظيفتين أساسيتين[1]:

1. الوظيفة الاقتصادية: وتتلخص في تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، حيث يحقق المقرضون عائدا من أعمالهم ويدخرون جزءا منه لاستخدامه في المستقبل، ويستطعون تحقيق عائدا على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه، أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والأراضي..الخ مما يحقق تدفق الموارد الحقيقية للمقترضين وبعيدا عن المقرضين سيحصلون على دخل اكبر ومستوى استهلاكي اكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يحين ميعاد استحقاق أموالهم التي قدموها إلى المقترضين.

وتحقيق تسهيل انتقال الموارد الحقيقية من خلال الأسواق المالية إنما يخدم الاقتصاد القومي ويزيد من كمستوى رفاهية المواطنين، ويتيح لرجال الأعمال فرصة الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ مشروعاتهم لتقديم السلع والخدمات التي يرغب فيها المواطنون.

2. الوظيفة التمويلية: تعمل الأسواق المالية على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية.

والوحدات الاقتصادية لن تستطيع بدون الأسواق المالية تنفيذ برامجها الاستثمارية في حدود حجم مدخراتها المالية، مما يعني تأجيل هذه الاستثمارات لحين تحقيق مدخرات كافية من دخلها المادي، وفي ذات الوقت قد يكون هناك مدخرات لدى وحدات اقتصادية أخرى ولكن ليس لديها فرصة استثمارية متاحة، مما يعني أن تبقى هذه الأموال عاطلة، وتحقيق الانسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد القومي وزيادة معدل النمو الاقتصادي، وجدير بالذكر انه لا يوجد فروق حاسمة بين الوظيفة الاقتصادية والوظيفة التمويلية للأسواق المالية، ولكن الاقتصاديون يستخدمون هذا الفرق لأغراض التحليل والدراسة.

[1] محمد أحمد عبد النبي، **الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي**، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009، ص ص 24-25.

وبصفة عامة يمكن القول انه إذا تأثرت الموارد الحقيقية من خلال هذه الأسواق فإننا نكون بصدد الوظيفة الاقتصادية، أما إذا حدث تأثير بسيط على تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات انتقال الأموال فإننا نكون إزاء الوظيفة التمويلية لهذه الأسواق.

المطلب الثالث معوقات الأسواق المالية

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للسوق المالي وتتجلى فيما يلي[1]:

1. انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق

قبل توضيح هذه النقطة نطرح السؤال التالي: من هو صانع السوق؟ ولماذا صناعة الأسواق؟

بينما يعتبر الوسيط بالعمولة الأداة التي تقوم بمطالبة أوامر البيع والشراء لصادرة عن المشترين، فإن على صانع السوق القيام بالإعلان عن أسعار البيع والشراء للورقة المالية الواحدة في وقت واحد، ويسمى الفرق بين البيع والشراء هامشا.

وصانع السوق بهذه الوظيفة لا ينتظر أوامر البيع والشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، ولكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها فيما يتعلق بالأسهم، كالأسعار القابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه أحد الوسطاء بالعمولة أو المستثمر ذاته.

ولما كان معظم تعامل صناع الأسواق إلكترونيا، فإن التنفيذ فيما يتعلق بالأسهم يتم أيضا بواسطة الكومبيوتر دون حاجة لاتصال مباشر، إلا إذا كانت أحجام التعامل المطلوبة تتجاوز الحجم المعروض من قبل صناع السوق الذين لا يعلنون فقط عن سعار البيع والشراء للأوراق المالية، ولكنهم يحددون أيضا الكميات التي يكونون مستعدين لشرائها وبيعها بالأسعار المعلنة.

ومع أن صانع السوق يحتفظ بأوامر البيع والشراء صادرة عن الوسطاء أو المستثمرين بأسعار محددة سلفا حسب أنظمة الأسواق المختلفة، وأنه يمكنه بالتالي ملائمة أوامر البيع والشراء المحتفظ بها لديه إذا وصلت الأسعار إلى التطابق المطلوب، فإن حدوث هذا الأمر ليس ضروريا، وبالتالي فإن غياب أوامر الشراء أو البيع المحددة الأسعار سلفا يفرض على صانع السوق أن يشتري الورقة المالية أو يبيعها لحسابه الخاص، وأن يتحمل لذلك مخاطر تقلبات الأسعار، وبخاصة في ظروف التقلبات العنيفة.

ومع أن هامش السعر المعروض، والذي يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء، يشكل نظريا الربح الذي يتقاضاه صانع السوق، إلا أن تغير الأسعار المستمر حتى في سوق مستقر يمكن أن يضيق هامش الربح لديه، لاسيما في سوق يخضع لقوانين العرض والطلب ومؤشرات المنافسة القادمة من صناع سوق آخرين، أو من وسطاء ومتاجرين في الأسواق، ومع أن القاعدة التي تحكم صناع السوق هي واحدة في جميع الأسواق، أي الإعلان عن عروض البيع والشراء في آن واحد، إل أن الأسواق المختلفة تميز بين وظائف صناع السوق حسب ظروف تطور

[1] بوضياف عبير، **سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة الدراسات العليا المتخصصة PGS**، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007، ص110

كل منها، كما أن الضوابط التي تحكم معاملاتهم تختلف من سوق إلى أخرى، وإن كان القاسم مشترك بينها هو التأكد من عدم طغيان مصلحة صناع السوق على مصلحة المستثمرين من خارج السوق.

ويمكن تلخيص نشاط صناع السوق في النقاط التالية[1]:

أ. إضفاء مزيد من السيولة على الأسواق الثانوية للأوراق المالية خاصة حينما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع في الوقت المحدد، ومن المعروف انه لا تتوفر هذه الأوامر في كل وقت بينما يمكن أن يتم الشراء أو بالبيع في كل وقت؛

ب. يعمل صناع السوق على الاستقرار النسبي لاتجاهات الأسعار؛

ت. يساعد صناع السوق على تدقيق المعلومات حول الأسعار واتجاهات الأسواق أمام المستثمرين؛

وإذا كان الهدف الأساسي لصناع السوق هو السعي نحو تحقيق الأرباح كوسيط متاجر بين المستثمرين، فإن عليه من أجل تحقيق هذا الهدف أن يقوم باكتشاف فعلي للسعر الحقيقي لأنه هو الذي يعكس نقطة التوازن بين العرض والطلب في اللحظة المعينة.

ث. التأمين الفوري، أي تمكين المستثمرين من تنفيذ أوامر البيع والشراء حسب السعر الحقيقي للسوق كما هو معروض من صناع السوق دون حاجة لانتظار طرف مقابل لأمر البيع أو الشراء من خلال نظام الوساطة التقليدية.

ولنجاح صناعة الأسواق يجب توفر شروط وآليات كثيرة منها عوامل ذاتية ترتبط بصناع السوق وتتعلق بقدرتهم على تحقيق النجاح، وعوامل موضوعية تتمثل فيما يلي:

- ❖ توافر الضوابط والتعليمات التي تحمي أطراف عملية التداول؛
- ❖ تهيئة الآليات الضرورية التي تجعل صناعة السوق ممكنة؛
- ❖ توفير الحد الأدنى من المكننة الإلكترونية الضرورية لتدقيق المعلومات وشفافيتها؛
- ❖ إتاحة التنافس الصحي لجمهور المتعاملين.

وأحد أسباب هذا الاتجاه في التوظيف يعود إلى ضعف السيولة والعمق في الأسواق الثانوية للأوراق المالية، علما بأن ضعف السيولة يؤثر سلبا على الاستثمار في المشاريع الجديدة على هيئة شركات مساهمة عامة قابلة للإدراج لأغراض التداول في بورصات الأوراق المالية، وهذا ما يزيد من الحاجة إلى صناع السوق في الأسواق المالية

ج. جز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشترين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة ومن التعامل بالأوراق المالية؛

ح. قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزمام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

[1] بوضياف عبير، مرجع سابق، ص ص111،113.

2. ضآلة الطلب والعرض

وتعود أسباب ضآلة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية[1]:

أ. انخفاض معدلات الادخار: فالدول النفطية بسبب ارتفاع معدلات الدخل تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الادخار المالي، إلا أن الجزائر مستثناة من هذا ويعود انخفاض معدلات الادخار في الجزائر إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة ذلك انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين؛

ب. انخفاض العائد: المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع؛

ت. ارتفاع سعر الفائدة يعتبر سعر الفائدة محددا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ نه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

المستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب محاذير كل مصدر تمويلي وأثارها على المدى الطويل فالاقتراض من البنوك قد يكون قصيرا أو متوسط الأجل، وهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل وبتكلفة أقل نسبيا إذا تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.

أما إذا وقع الاختيار على المشاركة، فإن المفاضلة ستكون بين ضم شركاء جدد معددين ومعروفين مسبقا، وبين إصدار أسهم جديدة، وطرحها للاكتساب المفتوح في سوق المال، ليشتريها من يرغب بغض النظر عن هويته، وهنا تكون الفرصة أكبر لجمع تمويل ضخم لمشروعات كبيرة تسهم في دفع عجلة التنمية، كما أن هذا الأسلوب يفتح الباب أمام صغار المدخرين للمشاركة في جني الأرباح، وعليه، وبالرغم من تعدد مصادر التمويل، واختلاف مزاياها، فإن الكثير من دراسات يؤكد أن رجال الأعمال في العالم العربي يفضلون الاقتراض من البنوك على مصادر التمويل الأخرى

ث. عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار

ج. عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لسببين:

[1] بوضياف عبير، مرجع سابق، ص ص 113-115.

❖ ولهما تأثير معدل التضخم، إذ سجل في الدول العربية ارتفاعا بلغ معدله 4.5 % ام 2004 لثماني عشرة دولة، حيث كان أعلى معدل في اليمن بـ 12.5 %، وتليه مصر بـ11.1،%أما أدنى نسبة فقد سجلت في السعودية 0.2%وكذا سلطنة عمان 0.4 %، أما الجزائر فقد سجلت 3.56% سنة 2004

❖ ما الثاني فانه يتمثل في تحريم الإسلام للربا، حيث يمتنع المشترون المسلمون عن توظيف فوائضهم في الأوراق المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائدا ثابتا يتمثل في الفائدة، والتي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

3. ضآلة الانفتاح على الخارج : من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق المالية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

بالإضافة إلى المعوقات الاقتصادية التي سبق ذكرها يمكن إضافة المعوقات الآتية[1]:

4. ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تتسم بورصة الجزائر شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول، كما أصبح سهل المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يرتكز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة؛

5. ضعف السيولة: يؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها لسوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على سهمها ،وتنخفض قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفئة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به بورصة الجزائر من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين؛

6. التقلبات الشديدة في الأسعار: من الخصائص الأساسية التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا

[1] بوضياف عبير ، مرجع سابق، ص116

النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية؛

7. ارتفاع درجة تركز التداول: وتعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة، وتعاني بورصة الجزائر من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك لسببين وهما[1]:

أ. احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعد؛

ب. انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، وبخاصة أسهم شركات القطاع العام.

8. مشكلة هجرة الأموال إلى الخارج: تمثل قضية توطين الأموال بالخارج، والحد من هجرتها في الظروف الراهنة إحدى الأوليات الإستراتيجية وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الاقتصادية بما فيها رأس المال وبين المردود الاقتصادي والاجتماعي لهذه الموارد في ضل فجوة مالية كبيرة يعاني منها الاقتصاد الوطني، ويتم تغطيتها من خلال التمويل لإقتراضي والإعانات الخارجية، كما تعمل في نفس الوقت جاهدة على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية بالداخل بالرغم من منافسة جميع دول العالم لها وضآلة الحجم المتوقع قدومه لها، لهذا تعد قضية الحد من هجرة الأموال العربية للخارج وإعادة توطينها في البلدان العربية من أبرز اهتمامات العرب خاصة في ظل الظروف الصعبة التي تواجهها هذه الأموال بالخارج بعد أحداث 11 سبتمبر والمتمثلة في التجميد والمصادرة في أحيان كثيرة.

وعليه وفي ظل التغيرات الدولية التي فرضتها الظروف الاقتصادية والسياسية لتي يمر بها العالم العربي بشكل عام و الجزائر بشكل خاص يجب أن تحظى ظاهرة هجرة رؤوس الأموال العربية إلى الخارج بالتحليل الاقتصادي لأسباب ودوافع هجرتها وكذلك باقتراح أهم السياسات والآليات الاقتصادية للحد من هجرتها والعمل على إعادة توطينها.

ومن المعروف أن النظرية الاقتصادية تركز على انتقال رؤوس الأموال من بلدان الفائض إلى بلدان العجز، والواقع أن التطبيق العملي قد أثبت إلى جانب ذلك انتقال رؤوس الأموال في الاتجاه المضاد أي من بلدان العجز إلى بلدان الفائض، فيكفي أن نشير إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج قد بلغت حوالي 800-2400 مليار دولار، ويلاحظ أن نسبة كبيرة من هذه الأموال لبلدان عربية تعاني من قصور في موارد التمويل وكذلك مشكلة المديونية الخارجية، وارتفاع نسبة البطالة والتضخم. ولم تقتصر هذه الظاهرة على البلدان العربية فقد أدت ظروف الحرب والفساد في روسيا إلى هروب حوالي 130 -140 مليار دولار إلى الخارج، كما انتشرت هذه الظاهرة في كثير من دول العالم الثالث في إفريقيا وآسيا وأمريكا اللاتينية بالرغم من حاجتها الماسة لهذه الأموال.

[1] بوضياف عبير ، مرجع سابق، ص116

المبحث الثاني: الأوراق المالية

سأتطرق من خلال هذا المبحث إلى الأوراق المالية من خلال تعريف وأهمية، أنواع الأوراق المالية وفي الأخير سأقدم شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية واليات التعامل في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: تعريف الأوراق المالية وأهميتها

سأقدم من خلال هذا المطلب إلى تعريف الأوراق المالية وأهميتها.

أولا_تعريف الأوراق المالية:

تعرف الأوراق الدالية بأنها "الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لعدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات، مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب الظروف الاقتصادية"[1].

تعتبر بمثابة التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة مسبقا.

هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، تلجأ إليها لتأمين احتياجاتها التمويلية من رؤوس الأموال بغرض تمويل الاستثمارات، وينتج عن ذلك إما دينا في حالة إصدار السندات أو مشاركة في الملكية في حالة إصدار الأسهم، كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات العامة أو لتغطية العجز، أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم[2].

يطلق لفظ الأوراق المالية على جميع الأوراق والصكوك التي تصدرها الهيئات الحكومية والمدنية العامة، والشركات الخاصة، كشركات التأمين، والمستشفيات الخاصة، فتعطي للشخص الذي يملكها حقا لدى الجهات التي تصدرها، وتتميز بأنها تصدر بالقيمة نفسها على عكس الأوراق التجارية التي غالبا ما تتغير قيمتها.

يجتمع البائعون والمشترون عادة في فضاء مادي أو افتراضي، بهدف تداول ما لديهم من أوراق مالية يدعى سوق الأوراق المالية، إذ يتم فيه تحديد أسعار لتبادلها، وذلك حسب ما يسمى بقانون العرض والطلب، ويتكون هذا السوق من السوق الأولية، وهي سوق الإصدار التي تطرح فيها جميع الأوراق المالية للمرة الأولى، والسوق الثانية وهي تلك التي يتم فيها تداول الأوراق التي أصدرت في السوق الأولية[3].

ثانيا_قيد الأوراق المالية في البورصة:

يفتح القيد في البورصة للمستثمرين أفرادا كانوا أم شركات مجالات عديدة للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل أنشطتهم، وقيد الورقة الدالية(السند أو السهم)يعني قبوله للتداول.

---

[1] مريمت عديلة، **مطبوعة في مقياس البورصة والأوراق المالية**، جامعة قالمة، الجزائر، 2015 ، ص16.

[2] جبار لزفوظ، **أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات**، دار المدى للنشر، عين مليلة، الجزائر، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2011، ص695.

[3] https://mawdoo3.com,21/03/2023, 19 :38.

حيث يعرض للتسعير في جداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة، يتم قيد الورقة المالية وشطبها بقرار من إدارة البورصة، كما قد يكون القيد في نوعين من الجداول إما الجداول الرسمية أو الجداول غير الرسمية.

إن قبول الأوراق الدالية في جدول الأسعار الرسمي هو الأساس الذي تقوم عليه البورصة، حيث لا يجوز التداول في غير المكان المخصص لعقد العمليات، أو في غير المواعيد المحددة لذلك، فقيد الأوراق المالية يمكن المتعاملين من مراقبة الأسعار باستمرار والتعرف على المركز المالي للشركات.

وسوق الأوراق المالية بقبولها الأوراق الدالية في تسعيرتها الرسمية، فهي بذلك لا تتحمل أية مسؤولية جراء تقلبات الأسعار أو قيمة الورقة المالية، كما أن قبول الورقة الدالية للإدراج في البورصة، بعد التأكد من توافر الشروط القانونية الخاصة بإدراجها في التسعيرة، يسمح بالحصول على مصادر التمويل.

ويعد الإدراج وسيلة من وسائل الإعلان والدعاية، حيث يستفيد الجمهور من هذا الإدراج، وذلك بإمكانية بيع الأوراق المالية في أسرع وقت، وحصول حامليها على مستحقاتهم في المواعيد المحددة، كما أن الشفافية والإفصاح يشجع المستثمرين على زيادة توظيف مدخراتهم، وبذلك تفضل الأوراق المدرجة في التسعيرة على غيرها، كما أنه وبفضل التسعيرة يستطيع حملة الأوراق المالية مراقبة الأسعار اليومية، وذلك لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة وفي وقتها المناسب.

كما يصبح لدى الشركات وسائل ومصادر متعددة لزيادة رأسمالها والذي يرجع إلى معرفة المستثمرين المحتملين بها، كما أن الأوراق الدالية المدرجة تمكن المستثمرين من التقدم بطلب الحصول على قروض عن طريق تزويد البنوك بضمان إضافي[1].

ثالثا_أهمية الأوراق المالية:

1. قيمتها المالية في السوق تخضع للنقص والزيادة، وهذا يعتمد على وضع الشركة المالي التي تصدرها؛

2. فقد تكون الأوراق المالية لشركة ما في الصباح عالية جداً وبحلول المساء نجد إنهيار في سعرها لذلك تأتي أخبار الأوراق المالية في آخر النشرات الإخبارية لأن البورصة في المساء تكون قد أغلقت التداول؛

3. تقبل تلك الأوراق المالية التداول بالطريقة التجارية ومثال على ذلك صاحب السند المالي يوقع خلف السند بإسمه أو بإسم الذي يحمل السند لذلك هي تتسم بسهولة تداولها؛

4. هذه الأوراق المالية أفضل طريقة لسداد الديون المستحقة على شركة أو هيئة[2].

المطلب الثاني: أنواع الأوراق المالية

يمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق حيث يمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها أما الأسهم الممتازة فتمثل خليط من

[1] جهرة شنافة، **اثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980–2016)**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -1-، الجزائر، 2017-2018، ص95.

[2] https://www.almaal.org/paper-currency,25/03/2023, 15 :43.

الأسهم العادية والسندات، وان كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية، كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

نذكرها فيما يلي[1]:

أولا_الأوراق المالية الأساسية: وتنقسم إلى أدوات ملكية (أسهم) وأدوات المديونية (سندات)

1. أدوات الملكية (الأسهم)

1. تعريف الأسهم: عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عيني[2].

الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون[3].

أ. أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم من حيث الحقوق إلى: أسهم عادية وأسهم ممتازة.

➢ **الأسهم العادية:** هي مستند ملكية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستثمرة.

هي ورقة مالية طويلة الأجل وهو عبارة عن مستند ملكية يخول لحامله الحق في إمتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس المال المؤسسة، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال[4]؛

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية –التي لا تتضمن الأسهم الممتازة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أآثر أو أقل من القيمة الدفترية[5].

هي عبارة عن وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية، تتضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها ويطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية ولا يستحق الدفع في تاريخ محدد

---

[1] عاطف وليد اندراوس، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص149.

[2] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005، ص25.

[3] هوشيار معروف كاكامولا، **الاستثمار والأسواق المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 78.

[4] رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص27.

[5] ابراهيم الكراسنة، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، معهد السياسة الاقتصادية، ابوظبي، 2010، ص4.

وللأسهم العادية قيم نذكر منها[1]:

❖ **القيمة الاسمية** :هي قيمة السهم التي ينص عليها النظام الداخلي للشركة وتكون مكتوبة على قسيمة السهم عند إصداره، وتحسب القيمة الاسمية بقسمة إجمالي رأسمال الشركة على العدد الإجمالي للأسهم.

❖ **القيمة الدفترية** :هي عبارة عن قيمة السهم في الدفاتر المحاسبية للشركة، وتتمثل في حقوق الملكية (مجموع رأس المال المساهم به بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح غير الموزعة) مقسمة عدد الأسهم، حيث يعبر عنها بالمعادلة التالية:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية/ عدد الأسهم

❖ **القيمة السوقية** :تمثل القيمة التي يباع بها السهم في السوق الثانوية(البورصة)، وتكون في تغير مستمر صعودا وهبوطا نظرا لتأثرها بعدة عوامل منها الظروف الاقتصادية، حجم العرض والطلب على السهم، توقعات المحللين الماليين والمركز المالي للمؤسسة.

❖ **القيمة التصفوية** :هي القيمة التي يتوقع صاحب السهم الحصول عليها في حالة تصفية موجودات الشركة وتوزيع قيمتها على الدائنين أولا، ثم أصحاب الأسهم.

❖ **قيمة الإصدار**: وهي القيمة التي يصدر بها السهم لأول مرة ولا يجوز إصدار السهم بقيمة أعلى أو أقل من القيمة الاسمية، سواء عند التأسيس أو زيادة رأس مال الشركة، غير أنو يوجد بعض الاستثناءات التي يجوز فيها لمجلس الإدارة أن يصدر أسهما بأعلى من قيمتها وذلك بناء على تقرير مراقب الحسابات، حيث يسجل الفرق في الاحتياطي الإجباري على أن لا يوزع في شكل أرباح، وفي حالة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية فإن مالكي الأسهم ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حالة الخسارة والتصفية.

❖ **القيمة الحقيقية (Intrinsic Value)**: كما أن للسهم قيمة حقيقية تدل على القيمة العادلة التي تبررها الأرباح، وربحية السهم الواحد، وتوزيعات الأرباح، ومعدل النمو؛

وعادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم العادي مع قيمته في السوق، في حالة توفر معلومات أساسية وجديدة عن المنشأة، ولجميع المستثمرين في سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن الممكن أن تخلف قيمة السهم في السوق عن قيمته الحقيقية بسبب المضاربة، والتلاعب في أسعار الأسهم في السوق، وعدم توفر المعلومات عن أداء المنشأة.

تمثل القيمة الحقيقية للسهم، القيمة المخصومة للتدفقات النقدية، بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، يطلق عليها أيضا القيمة العادلة، فإذا ما تحققت هذه القيمة في البورصة، فإنها تعكس حالة توازن السوق، لتؤشر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة ،بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية.

[1] الاغا تغريد، **دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2015-2016، ص ص 18-19.

إن تحليل المستثمر للقيمة الحقيقية ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق، يسمح لو بتحديد إذا كان السهم ذو تسعيرة مضخم أو ذو تسعيرة منخفض[1].

➢ **الأسهم الممتازة:** تجمع بين خصائص الملكية والمديونية، فهي تعد ملكية كالسهم العادي له قيمة اسمية ودفترية وسوقية وهو بذلك يمثل حصة في ملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة للشركة، ثم أنه يتمتع بالدخل الثابت مثلها مثل السندات، ويتمثل هذا النصيب الثابت من الأرباح السنوية يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق الشركة الأرباح وعليه فهي أداة مالية تجمع بين صفات الملكية(الأسهم العادية) وصفقات أوراق الدين(السندات)[2].

الأسهم الممتازة تمثل مستند ملكية لها قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنها في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على الأسهم المصدر.

وعلى الرغم من انه ليس للسهم الممتاز تاريخ استحقاق إلا انه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، ولمحة الأسهم الممتازة الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

➢ **أسهم التمتع:** وهي حقوق مبلغها الاسمي يسدد للمساهم المالك مسبقا عن طريق الاهتلاك المقتطع من الأرباح والاحتياطات، هذا التسديد هو في شكل تسبيق على التصفية اللاحقة للشركة، وتمنح هذه الأسهم لحاملها الحق في التصويت وفي توزيع الأرباح غير أن نصيبها يكون اقل من نصيب الأسهم العادية؛

➢ **السهم الخاص:** أسس السهم الخاص بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133، وجاء في إطار تنظيم عملية خوصصة المؤسسات العمومية، فالسهم الخاص تحتفظ الخاص تحتفظ به الدولة للتدخل في حالات خاصة والاعتراض على[3]:

- التغير في المقر الاجتماعي أو في نشاطات الشركة المخوصصة؛
- توقف نشاطات الشركة؛
- حق الشركة.

إن اكتساب السهم الخاص يتيح للدولة تعيين عضوا أو عضوين للمشاركة بدون حق تصويت في مجلس إدارة الشركة، ومدته لا تتجاوز خمس سنوات بعد إصداره، بعدها يتحول أليا إلى سهم عادي.

➢ **الأسهم الاسمية:** هي تلك الأسهم التي تحمل اسم المساهم نفسه، فهي عبارة عن سندات لا تتجسد ماديا وإنما بمجرد قيد حق صاحبها في سجل التحويلات للشركة ويوجب القانون الوفاء بجزء من قيمتها عند الاكتتاب بالنسبة لكل سهم على حدى، بحيث تظل أسمها اسمية إلى أن تدفع قيمتها بالكامل، حيث يمكن لصاحبها حينئذ الاختيار بين الشكل الاسمي والشكل للحامل .

---

[1] جهرة شنافة، مرجع سابق، ص ص98-99.

[2] عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، ، الأردن، 2010، ص162.

[3] سهايلية يمينة، مرجع سابق، ص68.

➢ **السهم لحامله:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع [1]؛

➢ **أسهم التمتع** : تتطلب طبيعة بعض الشركات استهلاك أسهمها أثناء حياة الشركة، وقد أقر القانون التجاري المصري أسهم التمتع حتى لا يحدث فراغ ناتج عن استهلاك كافة الأسهم وعدم وجود مالك للشركة، ويستحق حامل أسهم التمتع حصة في الأرباح وقد يستحق حصة في ناتج التصفية ويحصل على ذلك بعد أصحاب الأسهم التي لم تستهلك في الحالتين، وقد تتم عملية استهلاك الأسهم بالقرعة أو باستهلاك نسبة من كل سهم سنويا، ويناسب ذلك الشركات التي يكون نشاطها في استغلال مورد معين أو أحد مرافق الدولة، وهدف الاستهلاك أن طبيعة النشاط قد تصل بقيمة الأصول في نهاية فترة الترخيص بالنشاط إلى قيمة منخفضة لا تكفي لرد حقوق المساهمين، ويكون استهلاك الأسهم من الأرباح الشركة وذلك حتى يتم المحافظة على رأس مال الشركة ولتتمكن من أداء نشاطها [2].

➢ **أسهم رأس مال:** الأصل في الأسهم أنها أسهم رأس مال، إلا أنه قد يحدث بالنسبة لبعض الأنواع من الشركات أن يكون رأس مالها معرضا للاستهلاك بسبب تعاطيها لنشاط يقوم على استغلال مورد سينضب،أو استغلال امتياز حكومي سينقضي بعد مدة تصبح معها موجودات الشركة ملكا للدولة، ففي مثل هذه الحالات يترتب على استهلاك رأس مال الشركة ضرورة رد قيمة الأسهم تدريجيا إلى أصحابها خلال حياة الشركة، حتى لا يستحيل عليهم استرداد تلك القيمة عند انقضائها، فتتحول تلك الأسهم من أسهم رأس مال إلى أسهم تمتع [3] .

2. أدوات المديونية (السندات)

أ. تعريف السندات هي ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها سداد القرض وفوائده وفقا إلى شروط الإصدار [4].

هو عبارة عن صك قابل للتداول يمثل قرضا وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائن للشركة [5].

---

[1] مراد كاظم، **البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية**، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1993، ص34.

[2] ربيع بوصبيع العائش، **دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط فسي السوق المالي القطري للفترة 2007-2011**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، بورقلة، 2012/2011، ص11.

[3] بن زيد عبد القادر، **دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر 22010**-2017، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس المدية، الجزائر، 2017-2018، ص30.

[4] زياد رمضان ومروان شموط، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص106.

[5] أحمد محمد لطفي احمد، **معاملات البورصة(بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص95.

هي عبارة عن اتفاق مكتوب ومختوم بختم الطرف الذي أصدره، ويقتضي بموجبه بدفع مبلغ معني إلى حامله بتاريخ محدد مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين[1].

ومن خلال ما سبق فإن السندات صك مديونية، تلجأ إليها الشركات والحكومات كوسيلة للاقتراض، حيث يتعهد مصدره بدفع فائدة دورية محددة مسبقا، ومتفق عليها في عقد الإصدار، بالإضافة إلى تسديد قيمة القرض خلال تاريخ معين يسمى تاريخ الاستحقاق[2].

ب. خصائص السند :تتميز السندات عن غيرها من الأوراق الدالية بعدة خصائص منها[3]:

- أن السندات تمثل ديونا فدي ذمة الجهة المصدرة لها حكومة ، أو شركة، أو مؤسسة–وحاملها يكون دائنا لتلك الجهة؛
- إن السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريق القيد أن كان السند اسميا، وبطريق التسليم أن كان لحامله؛
- قرض السندات قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقترض على حدة بل مع مجموع المقترضين، أو المكتتبين على قرض يتم إجمالا كوحدة واحدة، ويكون مقداره هو مجموع القيم الاسمية للسندات التي طرحت على الاكتتاب؛
- قرض السندات يكون غالبا لمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثلاثين سنة؛
- يستوفى حامل السند فائدة ثابتة–ربحت الشركة أو خسرت– ويجوز أن يشترط حامل السند نسبة مئوية في الأرباح، ولا يعتبر مساهما، لأنه لا يحق له التدخل في إدارة الشركة؛
- لحامل السند حق الأولية في استفاء قيمة السند عند التصفية قبل أصحاب الأسهم؛
- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العمومية للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له، إذا لا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد[4].

تقسم السندات حسب طول أجلها إلى[5]:

أ.حسب طول أجلها :

- **سندات قصيرة الأجل** : وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا ويعتبر هذه النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد، ومن بينها سندات الخزينة، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها ، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

---

[1] ربيعة عبو، **دور نماذج التويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية–دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة–**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية ،التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بولعي الشلف، الجزائر، 2020/12/02، ص51.

[2] جهرة شنافة، مرجع سابق، ص120.

[3] شحاتة عبد المطلب حسن احمد، **مدى مشروعية التعامل بالأسهم من منظور الفقه الإسلامي**، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بكفر الشيخ، العدد الثاني، المجلد الخامس، 2017، ص 366.

[4] شحاتة عبد المطلب حسن احمد، مرجع سابق، ص366.

[5] بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري–دراسة حالة بنك BNP PARIBAS–**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري– قسنطينة، الجزائر، 2007/2006، ص117.

➢ **سندات متوسطة الأجل:** يزيد أجل استحقاقها عن سنة ولا يتعدى 7 سنوات؛

➢ **سندات الطويلة الأجل** : وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى، ومن أمثلة عليها السندات العقارية من حيث الضمان.

ب. سندات على أساس الضمان: تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة حيث أن[1]:

➢ **السندات المضمونة:** مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته؛

➢ **السندات الغير مضمونة:** يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، ويطلق على السندات الغير مضمونة –السندات العادية–والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة .

ت. القابلية للاستدعاء أو للإطفاء:عقد الإصدار له حقوق والتزامات من كل من المصدر المستثمر ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء ويخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند الحق في استدعاء السندات التي تتم بهذا الشرط للإطفاء بسعر محدد خلال فترة محددة، يوجد نوعان من هذه السندات هما [2]:

➢ **سندات غير قابلة للاستدعاء** : وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار؛

➢ **سندات قابلة للاستدعاء** : وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة الاستدعاء، قصد تشجيع المستثمر على شرائها، وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح بها بالاستدعاء.

فهناك سندات قابليتها للاستدعاء مطلقة أي أن الجهة المصدرة لها الحرية المطلقة في استدعاء السند في أي لحظة تريده بعد إصداره، وهذا النوع نادر جدا.

بينما الشائع هي السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 و 10 سنوات من تاريخ الإصدار، وبذلك لا يحق للشركة استدعاء السند قبل مضي المهلة، ولكن بمجرد انتهاء المهلة تصبح لها الحرية المطلقة في الاستدعاء.

[1] قحايرية سيف الدين، مرجع سابق، ص91.

[2] منير ابراهيم هندي، **أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار**، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 36.

3. الأوراق المالية المشتقة:

أ. تعريف المشتقات المالية: تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية المستخدمة التي تعكس رغبة في تعظيم العائد وتقليل المخاطر لاسيما أن مدخل (عائد –مخاطر) يمثل مرتكزا للمستثمرين في الأسواق المالية وبالتالي فهذا يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية وإيجاد بدائل لأصول التقليدية.

إذا هي أدوات مالية مستحدثة تشق قيمته أصل معين يعتبر محل العقد وبناء على هذا العقد يترتب حق لطرف والتزام على طرف أخر[1].

هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، تستخدم هذه المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل: التحوط، المراجعة بين الأسواق، إدارة المخاطر إضافة إلى المضاربة[2].

ب. أنواع المشتقات المالية:

- **العقود الآجلة:** يراد بالعقود آجلة التنفيذ اتفاق متعاقدين على بيع أصل ما بسعر محدد وأجل تسليم محدد، كأن يتفق تاجر مع آخر على بيعه عشرة أطنان من القمح تسلم في تاريخ معين بسعر خمسين ألف درهم مثلا تدفع في نفس يوم التسليم، وعد هذه العقود من المشتقات فيه تجوز لأنها لا تكون كذلك إلا إن بيع التزام المشتري أو البائع في هذا العقد، إذ حينئذ يحدث الاشتقاق المالي كما تقدم، سواء أكان البيع إلى العاقد الآخر أم إلى طرف ثالث، وهذه العقود لا تجري في أسواق منظمة خاصة، وهذا ما يميزها عما يسمى بعقود المستقبليات محل حديثنا الآتي؛
- **عقود الخيارات:** تدخل الخيارات على عقود البيع آجلة التنفيذ، ولاسيما عقود المستقبليات التي تجري في الأسواق المالية المنظمة، لتحرر صاحبها من تبعة الالتزام بما ألزم به نفسه في تلك العقود من ش راء أو بيع، وذلك مقابل ثمن يدفعه إلى العاقد الآخر ليمنحه هذا الخيار، كما يمكن للخيارات، وهذا حالها في الغالب، أن تنشأ مستقلة عن التزام تعاقدي سابق، لتتضمن بطبيعتها اتفاقا على إجراء بيع وشراء مستقبلي محتمل، وبالجملة يمكن تعريف الخيار بأنه" اتفاقية تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق للمشتري (المكتتب بالخيار) ببيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفا، في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة المنتهية في ذلك التاريخ[3]؛

---

[1] دانيا ابراهيم غيا، دور **المشتقات المالية كادوات للتحوط التعاقدي تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية**، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013،ص12

[2] ثابت هاجر، مالة البشير، **دور المشتقات المالية في الأزمات –دراسة تحليلية لازمة المالية العالمية 2008–**، مذكرة ماستر، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، الجزائر، 2017-2018، ص18.

[3] عبد العظيم ابوزيد، **التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 26، العدد3، قطر، 2014،ص7

➢ **العقود المستقبلية:** تعطي العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على آن يتم التسليم في تاريخ لا حق وغالبا ما يندر تسليم الأصل محل التعاقد، وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار؛

➢ **عقود المقايضة أو المبادلة:** تعد المقايضة اتفاقا بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي لو عيني مقابل أصل أخر، ويتم تبادل الأصول في تاريخ لاحق، وفي معظم الأحيان يقوم صانعوا السوق ببيع الأوراق المالية على أساس أسعار الشراء مضافا إليها التكاليف الأزمة للتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة احتفاظهم بمخزون من الأوراق المالية[1].

4. أوراق مالية أخرى:

أ. **الأوراق الحكومية:** يقصد بها صكوك المديونية المتمثل في السندات وما يماثلها والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة إلى نوعين[2]:

➢ **الأوراق المالية التي تحتكرها وزارة الخزانة:** ويقصد بها السندات الادخارية وهي سندات غير قابلة للتداول، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح غيره ويتم شراء هذه السندات من وزارة الخزانة فقط، ويحصل حامل السند الادخاري على معدل فائدة متغير يرتبط معدله بمعدل الفائدة على نوع أخر من السندات التي تصدرها وزارة الخزانة وذلك بشرط ألا يقل ذلك العائد عن نسبة معينة، ويستثنى من ذلك المستثمرين الذين يرغبون في استزاد قيمة السند مبكرا، ومن ثم يصبحون عرضة للحصول على عائد قد يقل عن الحد الأدنى المشار إليه، هذا مع ملاحظة أن الفائدة على تلك السندات تتمثل في الفروق بين السعر الذي اشتري به السند وبين القيمة التي يحصل عليها المشتري عند رغبته في استرداد قيمته الاسمية بالكامل.

➢ **الأوراق المالية القابلة للتداول:** وتصدر من البنك المركزي وفروعه المختلفة ويتم تداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة وبعضها أخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق المالية، وتتميز تلك الأوراق عن سابقها (السندات الادخارية)، كون أن العائد منها لا يقتصر فقط على نعدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها، وعادة ما تنشر الصحف في الدورة المعنية معلومات عن تلك الأوراق مثل تاريخ الاستحقاق، معدل الكبون، مقدار التقدير في القيمة السوقية عن ما كانت عليه في اليوم السابق والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو انه اشترى الورقة بالسعر السائد وقت النشر في الصحف واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق.

---

[1] قنوش مولود، **دور النظام المحاسبي المالي في كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014-2015، ص41.

[2] مودة عبد القادر محمد ادريس، مرجع سابق، ص ص57-58.

كما قد يتضمن النشر كذلك سعرين لكل ورقة الحد الأقصى للسعر الذي يبدي التاجر استعداده لشراء الورقة به، والحد الأدنى للسعر الذي قبله لبيع تلك الورقة، ويمثل الفرق بين السعرين المدى أو الهامش الذي يحصل عليه التاجر في مقابل خلق سوق دائم للورقة بما يتيح لحاملها وجود مشتري لها، كما يتيح للراغب في شرائها فرصة دائمة لاقتنائها، هذا ويطلق على سعر الشراء وسعر البيع بسعر المعلن.

من بين الأوراق المالية الأخرى التي جاء القانون التجاري الجزائري هي[1]:

ب. شهادة الاستثمار: هذا النوع من الأوراق المالية يشبه الأسهم العادية من حيث الحقوق التي يتمتعون بها لكن لا يملكون الحق في التصويت، وتهدف الشركة من وراء إصدار هذا النوع من الشهادات الحصول على مصادر تمويل جديدة ودائمة دون التخلي على السيطرة عن الشركة من طرف المساهمين القدامى الذين يحتفظون بنسب التصويت؛

ت. شهادة الحق في التصويت: هذا النوع من الشهادات يمنح حامله حق التصويت، مما يجعلها مكملة لشهادة الاستثمار حيث أن الجميع بين هاتين الشهادتين يشكل سهما عاديا كاملا من حيث الحقوق هذه الشهادات ترفق شهادة الاستثمار وتصدر بنفس العدد إذ يمنع القانون الجزائري حق التنازل عن هذا النوع من الشهادات إلا إذا أوفقت بشهادات الاستثمار؛

ث. سندات ذات قسيمة ذات قسيمة الاكتتاب في أسهم: هذا النوع من السندات يعطي لحامله الحق في الاكتتاب في أسهم صادرة عن الشركة بسعر ومدة محددة في عقد الإصدار، فالشركات التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تستطيع إصدار هذا النوع من السندات.

المطلب الثالث: شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية واليات التعامل في بورصة الجزائر

سأتطرق من خلال هذا المطلب إلى شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية واليات التعامل في بورصة الجزائر، مصدروها.

أولا_شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية واليات التعامل في بورصة الجزائر .

إن عملية قيد الأوراق المالية في بورصة تخضع لجملة من الشروط التي تحددها قوانين البورصة كما أن هناك مجموعة من الإجراءات العملية الواجب اتخاذها حتى يتم قيد هذه الأوراق بصفة فعلية وهي تشمل ما يلي:

1. شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

تنقسم هذه الشروط إلى شروط تخص الأوراق المالية موضوع القبول، وأخرى تخص المؤسسة طالبة الانضمام إلى البورصة"

[1] سهايلية يمينة، مرجع سابق، ص ص174-175.

أ.شروط تخص القيم موضوع القبول:

➢ **الأسهم:**

❖ يجب أن تكون القيم المنقولة صادرة عن شركة ذات أسهم؛

❖ الأسهم المعروضة على الجمهور يجب أن توزع على ما لا يقل عن ثلاثة مئة (300) مساهم في اجل لا يتعدى يوم دخولها للتفاوض في البورصة؛

❖ ضرورة توزيع 20% على الأقل من رأسمال الشركة؛

❖ يجب أن يكون لدى الشركة المصدرة للأسهم رأس مال لا يقل عن 000 000 100 دج محررة بالكامل عند الاكتتاب.

➢ **السندات:**

❖ يجب أن توزع السندات موضوع طلب القبول على مئة (100) مكتتب على الأقل؛

❖ يجب أن تعادل قيمة القرض 000 000 100 دج على الأقل يوم الإدخال؛

❖ لا تخضع أوراق القرض الصادرة عن الدولة لشروط الحد الأدنى بالنسبة لقيمة الإصدار أو عدد المكتتبين.

ب. شروط تخص المؤسسة طالبة القبول:

➢ يجب أن تكون شركة ذات أسهم؛

➢ يجب أن تقوم بنشر قوائمها المالية المصادق عليها لثلاثة سنوات سابقة للسنة الجارية التي قدمت خلالها طلب القبول؛

➢ أن تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة السابقة؛

➢ تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

➢ تقديم تقرير تقيمي لأصول الشركة يعده خبير مصنف من الخبراء المحاسبين الجزائريين على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة؛

➢ إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية، ويجب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم محافظ الحسابات في تقريره بشأن المراجعة الداخلية للشركة[1].

ت. إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

للقيام بعملية إدراج القيم المنقولة في بورصة الجزائر يجب المرور بالخطوات الآتية[2]:

➢ **اختيار الهيئة الاستشمارية:** تقوم المؤسسة طالبة الانضمام إلى البورصة باختيار هيئة استشارية لمساعدتها في انجاز عملية التحضير للدخول تتكون من:

❖ وسيط في عمليات البورصة ليساعدها في تحضير ملف القبول وتقديم الاستثمارات المالية اللازمة؛

---

[1] سهايلية يمينة، مرجع سابق، ص 175.

[2] تقنية الياس، **عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر**، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003-2004، ص67.

❖ بنك الإدخال ويكون من بين البنوك التجارية الجزائرية الوسيط لدى البورصة؛

❖ محافظ حسابات؛

❖ مكتب خبرة محاسبية يتولى تقييم أصول الشركة؛

❖ وكالة اتصال.

➢ **تسليم ملف القبول:** يعد اختيار الهيئة الاستشارية تقوم المؤسسة طالبة الانضمام إلى البورصة بتقديم ملف إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يحتوي على ما يلي[1]:

❖ طلب قبول مرفق بملف يحتوي على وثائق عامة حول الشركة ورأسمالها، وكذا وثائق اقتصادية، مالية وقانونية؛

❖ مشروع مذكرة إعلامية للتأشير عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، هذا الملف يقوم الوسيط في عمليات البورصة بتقديمه إلى اللجنة في اجل لا يقل عن ستين يوم قبل التاريخ المحدد للتسعير في البورصة، وهو الأجل الذي يسمح للجنة بدراسته وطلب تعديلات أن اقتضى الأمر ذلك قبل منح التأشيرة.

➢ **استلام تأشيرة القبول:** بعد استيفاء الشركة لكافة الشروط الضرورية لعملية الإدراج تحصل على تأشيرة القبول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يعدها تقوم بإمضاء اتفاقية مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تلتزم من خلالها برعاية كافة القواعد والإجراءات الموضوعة من طرف هذه الأخيرة، كما يتم وضع المذكرة الإعلامية المؤشر عليها في متناول المستثمرين بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والوسطاء في عمليات البورصة علما إن قرار القبول هذا يتم نشره في النشرة الرسمية من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

➢ **طرق إدراج القيم المنقولة في البورصة:** بعد موافقة اللجنة على طلب قبول القيم في مفاوضات البورصة، تقوم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بإعداد إشعار الإدراج في نظام التسعيرة، وتحديد تاريخ أو حصة لتسعير الورقة المالية بالبورصة كما تقوم بتحديد الطريقة المتبعة في إدراج الورقة المالية مع الشركة المعنية بالإصدار، والوسيط في عمليات البورصة المرافق لها، حيث أن طريقة الإدخال تكون بإحدى الطرق الثلاثة المحددة حسب النظام العام الخاص ببورصة الجزائر وهي:

❖ **عملية العرض العام للبيع بسعر ثابت:** بمقتضى هذا الإجراء يتم وضع عدد معين من الأوراق المالية يوم الإدخال بسعر موحد ومحدد مسبقا؛

❖ **عملية العرض العام للبيع بسعر ادني:** بموجب هذا الإجراء يتم وضع عدد معين من الأوراق المالية بسعر ادني يقبل به أصحاب الشركة للتنازل عنها، فتخضع بذلك للمزاد العلني؛

❖ **الإجراء العادي:** هي الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة موزع بشكل مرضي بين الجمهور بتسجيل القيم مباشرة في جدول التسعيرة لكي تكون محل تفاوض وفق شروط التسعيرة المعمول بها في السوق، وهذا انطلاقا من سعر إدخال وافقت عليه شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

[1] سهايلية يمينة، مرجع سابق، ص ص 176-177.

تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى علم الجمهور بافتتاح العرض العمومي للبيع قصد إدخال الأوراق المالية للبورصة عن طريق إعلان ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعير.

ثانيا_آليات التعامل بالأوراق المالية في بورصة الجزائر.

إن التعامل بالأوراق المالية في بورصة الجزائر يتم عن طريق النظام اليدوي، وهذا نظرا لانخفاض حجم الصفقات، إلا أن هذا النظام في طريق التطور من خلال إدخال نظام التداول الآلي وهذا مع إجراءات التفعيل المتخذة من طرف السلطات الوصية، ويشمل التعامل في البورصة العمليات التالية[1]:

1. الأوامر: بالنسبة لأوامر البورصة، فإن الوسيط في عمليات البورصة يستلم الأمر إما كتابة وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل، أو هاتفيا حيث يتم تحديد ساعة وتاريخ المكالمة حين استلامها من العميل، وأنواع الأوامر المأخوذ بها في بورصة الجزائر هي:

2. تسعير الأوراق المالية:

طرق التسعيرة هي التقنيات المستعملة لتحديد قيمة الأوراق المالية المسجلة في إحدى جلسات البورصة، والتي تسجل في لائحة الأسعار بعدها.

تطورت طرق تسعيرة الأوراق المالية كثيرا بتطور السوق المالي، وتزايدت مع حجم العمليات التي تجرى داخل البورصات، وبصفة عامة، هناك طريقتان للتسعيرة:

أ. التسعيرة الدورية la cotation périodique:

➢ **طريقة المناداة:** تتم التسعيرة، على أساس هذه الطريقة، باجتماع ممثلو جميع العروض والطلبات مقصورة البورصة .يعلنون عن كل العروض بأعلى أصواتهم وكذا عن الطلبات التي توجد بحوزتهم إلى أن يتم الإعلان النهائي عن سعر التوازن وتسجيله على لوحة التسعيرة.

تحدث هذه المناداة الكثير من الضجيج والفوضى لذا، تستعمل إشارات اليد في غالب الأحيان، تعرف هذه الطريقة بوضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع.

وهي طريقة تتميز بالنشاط والحيوية، وتسمح للمتدخلين بمراجعة الأوامر التي كانوا ينوون إصدارها بعد الإطلاع على المعلومات المتعلقة بالتسعيرة على البياض، يرفق بكل مرة تعليق " نشر "السعر الجديد.

➢ **طرق الصندوق:** إذا تعددت عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة، يتبع الوسطاء هذه الطريقة التي تعتمد على وضعهم للعروض والطلبات في صندوق خاص كصندوق البريد، يقوم، بعدها، ممثل لجنة تنظيم البورصة بفرزها وتحديد سعر التوازن علما أنه يخصص لكل ورقة مالية موضوع خاص بها؛

هي طريقة سريعة، سهلة وتسمح بالاقتصاد الوقت.

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، **بورصة الجزائر –واقع وافاق–**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003، ص59.

➢ **طريقة المعارضة:** تدون، وفقا لهذه الطريقة، جميع عروض البيع وطلبات الشراء المتعلقة بالأوراق المالية في سجل خاص، مجموع هذه السجلات تسمح الإطلاع على مقدار ما يراد بيعه وما يطلب شراءه من أسهم وسندات وكذا حدود الأسعار المقترحة .وبذلك يتحدد سعر التوازن.

يتلقى المسعر، وهو موظف في البورصة، من الوسطاء بطاقات في كل صباح، تسمى ببطاقات المعارضة .أي أن الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم يعارضون التسعيرة التي تتماشى مع هذه الطلبات، ثم على ضوئها يهيئ السجل، يقوم الخبير، فهو مندوب أحد السماسرة، بعدها، بدراسة اللوائح المعروضة، ويحدد سعر البورصة بطريقة تؤدي إلى تلبية أكبر كمية ممكنة من العروض والطلبات.

ب. التسعيرة المستمرة la cotation continue: وهي طريقة حديثة ومتطورة .يتم استخدامها لمواجهة عجز ما نتيجة العدد الكبير للقيم المتعامل بها عند كل جلسة ولمواجهة الصعوبات المرتبطة بانتقال الأوامر، وسيلتها الإعلام الآلي، ويتم، بواسطتها، عرض تسعيرة الأوراق المالية، وتحديد أسعار التوازن باستمرار على شاشة الكمبيوتر، دون أن يتطلب ذلك تنقل الوسيط إلى المقصورة.

تهدف هده التقنية إلى تحديد ليس سعر التوازن واحد وإنما مجموعة متتالية من أسعار التوازن المجلة طوال اليوم ودلك عند كل نقطة التقاء بين العرض والطلب.

يتم الوصول إلى سعر التوازن المنشور لبعض طرق التسعيرة المذكورة سابقا حيث" يتعلق هذا الأمر بنظام حديث للتسعيرة، يعطي ميزة السرعة في تنفيذ الأوامر ومتابعة تطور السوق وذلك باجتناب أوقات الانتظار عندما تكون القيم غير مسعرة.

تواجه هذه الطريقة عيبا وحيدا يكمن فيعدم تكيفها مع صغار حاملي الأوراق المالية فتجدهم في حيرة عندما تتغير الأسعار واتجاهاتها في نفس الجلسة .لهذا، يؤخذ عادة بسعر الإفتتاح للعمليات العديمة الأهمية في التأثير على مجريات السوق[1].

ث. مقاصة العمليات: يعد الانتهاء من تنفيذ الأوامر والقيام بتسعير الأوراق المالية تأتي مرحلة القيام بمقاصة العمليات، وتهدف المقاصة إلى فك المعاملات التي تمت بعد المفاوضات فيما بين الوسطاء في عمليات البورصة، وفك المعاملات يشمل[2]:

ت. التأكيد: ويقصد به التزام الأطراف المعنية بمعاملة معينة يتأكد ارتباطها الذي أخذته خلال المفاوضة.

ث. المقاصة: ويقصد به تحديد الوضعيات الصافية للوسطاء في عمليات البورصة للقيام بعمليات التسديد وإيصال الحقوق متعددة الأطراف.

---

[1] فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص60.

[2] علي العمودي، **سوق الأوراق المتداولة ودورها في تحقيق القيمة الاقتصادية –حالة تطبيقية لحالة سوق المالي (بورصة الجزائر)–**، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص187.

ج. التخليص: هو نقل المبالغ المالية من طرف بنك تسديد يمسك لديه حسابات لجميع الوسطاء فتسليم الأموال والتنازل عن الأوراق المالية يتم في أن واحد، مع العلم أن ملكية الأوراق المالية تنتقل بعد تنفيذ العملية، ويتم هذا تحت مراقبة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن مشتري الورقة المالية لا يحصل عليها إلا بعد أكثر من أسبوع من إجراء عملية الشراء، كما يحصل بائع الورقة على قيمتها أيضا بعد مرور أكثر من أسبوع، وهذا من شأنه أن يخفض معدل دوران الأوراق المالية وبالتالي تخفيض سيولة السوق[1].

ثالثا_مصدرو الأوراق المالية: هم الذين يقومون بعرض سندات دين أو أسهم في السوق، قد تكون الدولة أو الجماعات المحلية، أو شركات ذات أسهم، ومنذ الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر لم يدرج سوى عدد محدود من المؤسسات، وهذا في إطار برنامج الخوصصة المعتمد من طرف المجلس الوطني لمساهمة الدولة تتمثل هذه المؤسسات في[2]:

1. القرض السندي لسونطراك: منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 001 بتاريخ 18-11-1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سونطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ 5 000 000 000دج بسعر فائدة مقداره 13 % مدته خمس سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998، وقد تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية هي: 10000 دج، 50000 دج، 100000 دج انطلقت بتاريخ 18 أكتوبر 1999، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03-01-2003.

2. مجمع رياض سطيف: منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 04/98 بتاريخ 27 جوان 1998 المتعلقة بإدخال الشركة العمومية الاقتصادية Eriad-setif بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الايجابية حيث حددت الجمعة العامة غير العادية للمؤسسة في 29 افريل 1998 الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار برفع رأس مالها من 000 000 000 4 دج، إلى 000 000 000 5 دج أي بنسبة 25 % وذلك بإصدار 000 1000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج، وقد تم تحديد سعر الإصدار ب 2300 دج خلال فترة الاكتتاب التي إمتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998، وقد بدأت عملية التداول في 13 سبتمبر 1999.

3. مجمع صيدال: منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشيرة رقم 04/98 بتاريخ 24 ديسمبر 1998 المتعلقة بفتح رأس مال المجمع بنسبة 20 %، أي ما يعادل 000 000 500 دج موزعة على 000 000 2 سهم بقيمة اسمية تقدر ب250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملك للمجمع، وقد قام المجمع بإجراء عملية العرض العمومي للبيع QPV بسعر ثابت، حيث تم تحديد سعر إصدار

[1] علي العمودي، مرجع سابق، ص187.

[2] سهايلية يمينة، مرجع سابق، ص151.

السهم ب 800 دج خلال فترة اكتتاب ابتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999، وكانت بداية التداول بتاريخ 20 سبتمبر 1999.

4. فندق الاوراسي: تبعا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة والذي أصدر الأمر رقم 22/95 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20 %، أي ما يقدر بحوالي 1.200.000 سهم وذلك انطلاقا من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999، قدرت القيمة الاسمية للسهم ب 250 دج، أما سعر الإصدار فقد كان 400 دج، وقد تمت هذه العملية بمساعدة الوسطاء الماليون على رأسهم شركة الراشد المالي، أما عملية التداول فقد بدأت بتاريخ 14 فيفري 2000.

5. الخطوط الجوية الجزائرية: هي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها ب 43 مليار دج، تحصلت على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/04 في 27 أكتوبر 2004، وقد أطلقت أول قرض سندي للعموم في 01 ديسمبر 2010 بمعدل فائدة متغير كما يلي: 3.75 % في السنتين الأوليتين، 4.5 % في السنة الثالثة والرابعة، 6% في السنة الخامسة والسادسة، وقد بدأت عملية التداول انطلاقا من تاريخ 12 فيفري 2007.

6. اتصالات الجزائر: هي شركة ذات أسهم برؤوس أموال عامة تعمل في سوق الشبكات وخدمات الاتصال الالكتروني، وتحصلت على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 05/06 بتاريخ 03 سبتمبر 2006، وفي 17 أكتوبر 2006 أطلقت أول قرض سندي للعموم بقيمة قدرها 21.148.120.000 دج خلال خمسة سنوات، تاريخ استحقاقه في 2011/10/17، وقد كان هذا القرض بنسبة فوائد تدريجية كما يلي: 4% في السنتين الأوليتين، 4.5 % في السنة الثالثة والرابعة، 7.90 % في السنة الخامسة، هذا وقد كان انضمامها إلى بورصة الجزائر بصفة رسمية بتاريخ 22 نوفمبر 2006.

7. سونلغاز: سونلغاز (الشركة الوطنية للكهرباء والغاز) مكلفة بإنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء والغاز في الجزائر وهي شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي مقدر ب 150.000.000.000 دج، في سنة 2002 حولها المرسوم الرئاسي رقم 02-195 إلى شركة ذات أسهم تملكها الدولة كليا، حيث أصبحت تسمى مجمع سونلغاز، تحصلت هذه الشركة على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/05 في 27 افريل 2005، وقد أطلقت أول قرض سندي للعموم بتاريخ 2011/05/22 وبمعدل فائدة متغيرة كما يلي: 3.75%، 4% ، 4.5 %،5%، 5.5%، 6.5%، هذا وقد كان انضمامها إلى البورصة بصفة رسمية بتاريخ 29 ماي 2006، كما أطلقت قرض سندي آخر في جوان 2008 بقيمة 30 مليار دج بفوائد تدريجية تتراوح بين 4.5 %في السنة الأولى و 7% في السنة الأخيرة، تاريخ استحقاقه 2014 بقيمة اسمية 5000 دج للسهم، وقد جرت عليه أول تسعيرة في 2008/07/28[1].

[1] سهايلية يمينة، مرجع سابق، ص152.

المبحث الثالث: عوائد ومخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

سيتم التطرق من خلال هذا المبحث إلى الاستثمار في الأوراق المالية من خلال تعرف الاستثمار في الأوراق المالية وطبيعة أدوات الاستثمار المالي وأسس الاستثمار بالأوراق المالية ومراحل الاستثمار في الأوراق المالية ومزاياها وعيوبها، ثم أتطرق إلى مخاطر الأوراق المالية، وفي الأخير اذكر عائد الأوراق المالية.

المطلب الأول: الاستثمار في الأوراق المالية

سأتطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف الاستثمار في الأوراق المالية وطبيعة غدوات الاستثمار المالي، أسس الاستثمار بالأوراق المالية، مراحل الاستثمار في الأوراق المالية وفي الأخير استعرض مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية.

أولا_تعريف الاستثمار في الأوراق المالية: يعرف على انه: "حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية(سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة"[1].

تعريف الاستثمار في الأوراق المالية: يقصد به شراء أوراق مالية كاحتياطي وقائي للسيولة، أو لمتطلبات تشغيل الأموال المتاحة في أصول سهلة التحويل إلى نقدية، فالاستثمار هنا يحوي شراء ندات أو الأسهم الممتازة والتي تكون احتمالات الربح أو الخسارة فيها قليلة نسبيا، كما قد يحوي شراء الأسهم العادية والتي قد تكون احتمالات الربح والخسارة فيها مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة كبيرة نسبيا[2].

ثانيا_خصائص ومبادئ الاستثمار في الأوراق المالية

1. خصائص الاستثمار في الأوراق المالية

إن ما يميز هذا الاستثمار عن غيره من الاستثمارات، يتمثل في العديد من العوامل والتي من أهمها:

أ. ارتفاع معدل العائد: لاحتوائه على التوزيعات السنوية أي الأرباح التشغيلية، وفروقات أسعار البيع والشراء، أي الأرباح الرأسمالية؛

ب. انخفاض درجة المخاطرة الكلية: لأن المخاطرة غير المنتظمة يفترض أن تكون واضحة ويمكن تجنبها، أما المخاطرة المنتظمة فإنه من السهل احتسابها وأخذ ما يقابلها، وهما يشكلان معا المخاطرة الكلية؛

ت. توفير عنصر السيولة: وذلك لتوفير فرصة البيع والشراء أو العكس، في السوق الثانوي بأي وقت يختاره المستثمر ودون خسارة؛

ث. عنصري التنظيم والأمان.

[1] ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)**، دون دار النشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص ص20-194.

[2] فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008،ص ص 35-42.

2. مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية

قبل البدء في الاستثمار في الأوراق المالية يجب على المستثمر أن يعي حقائق هذا الاستثمار، بالإضافة إلى ضرورة التعرف على الأنظمة والتعليمات والقوانين، التي تصدر من المؤسسات الرقابية المتعلقة بالاستثمار، ومن هذه الحقائق[1]:

أ. من الضروري أن يدرك المستثمر أن أسعار الأسهم، لا يمكن أن تستمر بالانخفاض لفترة زمنية طويلة، كما لا يمكن أن تستمر بالارتفاع كذلك؛

ب. تراجع الأسعار في الأسواق المالية وانتعاشها، أمور طبيعية في جميع أسواق العالم؛

ت. أن تراجع أسعار الأسهم إلى مستويات كبيرة في ظل تحقيق الشركات المدرجة أرباحا مرتفعة، غير مبرر بشكل عام، إلا أن ذلك أمرا واردا في ظروف استثنائية كالأزمة المالية العالمية؛

ث. لا بد أن نتقبل أن أحداث استثنائية قد تحدث في ظل ظروف استثنائية، وعندها قد تتناقض التحليلات وتتعارض القرارات الاستثمارية؛

ج. ن الاستثمار في الأوراق المالية أمرا ينطوي على مخاطر يجب على المستثمر أن يدركها؛

ح. على المستثمر الذي يسعى إلى الربح أن يتقبل الخسارة، التي تنتج عن الاستثمار، فالربح والخسارة مران مقترنان معا في عالم الاستثمار؛

خ. العائد على الاستثمار بالأوراق المالية هو الأعلى في المدى البعيد؛

د. الاستثمار طويل الأجل والتأني والاحتفاظ بالأسهم في حالة التراجع غير المبرر، خير وسيلة لحماية من التقلبات اليومية لتنمية الاستثمار؛

ذ. الانقياد وراء الشائعات وتقليد الآخرين والخوف غير المبرر، سيؤدي بلا شك إلى تآكل الأموال، و إلى مزيد من الخسائر.

كما يجب مراعاة المبادئ الاستثمارية التالية:

❖ **تحديد الوضع المالي**: يجب على المستثمر أن يحدد مركزه المالي، من حيث مصادر دخله والتزاماته المالية على المديين القصير والطويل، وعليه يجب أن يتم استثمار المبلغ الفائض عن الحاجة وعدم اللجوء إلى الاقتراض، وضرورة الاحتفاظ بمبلغ ما على شكل نقد للتصرف به أوقات الطوارئ، والاستثمار بمجالات أخرى مختلفة وعدم استثمار المبالغ المالية بسوق الأسهم، التي يمكن أن يحتاجها لأهداف أخرى مختلفة قريبة، كالاستهلاك خلال الفترة القصيرة والقادمة، وذلك لأن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب فترة طويلة الأجل، ومن فوائد هذه العملية أن المستثمر لا يضطر لبيع الأسهم عند الحاجة الماسة لأموال بأسعار متدنية أو بتوقيت غير مناسب.

واستنادا إلى ذلك يمكن تقسيم الأموال المخصصة لتمويل الاستثمارات إلى ما يلي[2]:

[1] فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص ص88-89.

[2] فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص ص 122-123.

- كمية النقد التي يمكن احتياجها بالفترة القصيرة، وتخصص للاستثمار غير المتقلب؛
- كمية النقد التي يمكن تخصيصها للاستثمار لفترة زمنية طويلة، وهذه الحالة يتقبل المستثمر التقلبات في الفترة القصيرة ما دام يمكن تحقيق هدفه الاستثماري على المدى الطويل.

❖ **تحديد الهدف الاستثماري المتمثل بالعائد:** لا بد من تحديد نسبة العائد المتوقع والفترة الزمنية، وبالتالي تغيير السياسة الاستثمارية تبعا لذلك؛

❖ **إدراك حجم المخاطر المتوقعة:** هناك علاقة طردية بين درجة المخاطرة والعائد المتوقع. لا بد لمستثمر أن يصنف نفسه من حيث تقبله لدرجة المخاطرة لتحديد الأسلوب الأمثل للاستثمار، فالاستثمار بالسندات وصناديق الاستثمار أقل مخاطرة بينما الاستثمار بالأسهم أكثرها، إلا أن الاستثمار بالأوراق المالية بشكل عام أكثر مخاطرة من الاستثمارات الأخرى؛

❖ **دراسة الأوضاع الاقتصادية:** الأوضاع الاقتصادية الكلية والقطاعية، والمؤشرات المالية للشركات لمدرجة هي الفيصل في اتخاذ القرار الاستثماري السليم؛

❖ **تنويع المحفظة الاستثمارية؛**

❖ **اختيار توقيت الاستثمار:** يجب أن يدرك المستثمر أفضل وقت لدخول السوق، وعدم الدخول إلى السوق بغرض الاستثمار عند ارتفاع أسعار الأسهم بشكل كبير، أو عند بروز علامات ومؤشرات الأزمات المالية.

❖ **اختيار شركة الوساطة:** يفضل اختيار شركة الوساطة بناء على ما يمكن أن تقدمه هذه الشركة، من تقارير وتحليلات مالية موثوقة ومتخصصة ودورية، إضافة إلى ما تقدمه من خدمات متنوعة ونصائح للمستثمر؛

❖ **التدرج بالاستثمار:** حيث يمكن أن يبدأ المستثمر بفتح حسابين استثماريين، أحدهما بمبلغ صغير تخذ القرار الاستثماري حسب هواه، والآخر من خلال محفظة استثمارية أو صندوق استثماري ديره متخصص، وبعد ذلك يتم المقارنة بين الحسابين لمعرفة الطريقة الأفضل، كما ينصح باستثمار مبالغ قليلة بالبداية، لحين زيادة المهارات الاستثمارية ثم تعزيزها تدريجيا؛

❖ **توخي العقلانية عند اتخاذ القرار الاستثماري:** لا ينبغي للمستثمر أن يقدم على البيع مجرد بيع الآخرين عند اضطراب السوق، ولا المكابرة بحجة الثقة الزائدة والحماس الكبير للشراء؛

❖ **طلب المشورة:** أو الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار فهي الأقدر على فهم وتحليل السوق.

ثالثا_أسس الاستثمار بالأوراق المالية: نظرا لطبيعة وما توفره من مزايا للمستثمر فإن هذا الأخير يجب أن يكون على دراية بشؤون السوق ومتابعتها، هذا بجانب اعتماد الأسس الآتية[1]:

1. العائد: يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي أو السيولة النقدية الفائضة، والعائد يتضمن شقين سنوي وقد يكون ثابت مثل فوائد أدوات المديونية أو متغير مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية وعائد رأسمالي قد يكون ربح أو خسارة؛

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

3. التوقيت: هي الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية، طبقا لأهداف المستثمر فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة أو قصيرة.

خامسا_مزايا وعيوب الاستثمار في الأوراق المالية: توفر أدوات الاستثمار المالي مزايا أهمها[2]:

1. لها أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم، قياسا بأدوات أخرى للاستثمار، لها أسواق أولية وثانوية وأحيانا ثالثا ورابعة توفر مرونة أكبر للتداول وزيادة سيولتها؛

2. تكاليف المتاجرة بها منخفضة، فأغلب الصفقات تتم بواسطة الهاتف أو أية وسيلة اتصال فعالة، كما أنها لا تحتاج إلى كلفة خزن أو صيانة لا تحتاج إلى خبرات ذاتية في المستثمر، إذ بإمكان لأي مستثمر دخول أسواقها بغض النظر عن إمكانيته الاجتماعية والمادية والثقافية لوجود المتخصصين من الوسطاء لتقديم الخدمات الاستثمارية.

مقابل هذه المزايا هناك عيوب إلا أن محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل على العيوب، ومع ذلك فإن أهم عيوبها هي انخفاض درجة الأمان في بعض منها وتعرضها إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية خاصة ذات الدخل الثابت.

المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن المخاطر التي تنطوي عليها الأسهم والسندات تتفاوت فيما بينها، حيث أن الأوراق المالية التي تصدرها الدولة تكاد تكون خالية من المخاطر خاصة السندات طالما لا يوجد احتمال عدم سداد الفوائد أو القيمة عند تاريخ الاستحقاق، أما الأوراق المالية غير الحكومية وخاصة الأسهم، فان الخطر فيها يعتبر عنصرا مؤثرا في اتخاذ قرار الاستثمار، وهو ما يتطلب تحديد نوع المخاطرة التي تتصف بها الأوراق المالية حتى يتمكن المستثمر من تحديد نوع الأوراق المالية التي يمكن التخلي عنها أو إدخالها في محفظة الاستثمارية.

وبناء على ذلك سيتم توضيح مختلف أنواع المخاطر على النحو الأتي[3]:

---

[1] أحلام عنكوش، مرجع سابق، ص53.

[2] فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص88.

[3] محمد براق، **مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية**، دراسة اقتصادية، العدد الثامن، دون سنة، ص ص 29،31.

أولا_المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم

يتعرض المستثمر في الأسهم إلى جملة مدن المخاطر منها مخاطر نظامية والتي لا يمكن تجنبها ومخاطر غدر نظامية والتي يمكن تجنبها أو التقليل منها، إضافة إلى مخاطر الأعمال ومخاطر أخرى مرتبطة بالسوق والصناعة والتسويق.

وفيما يلي: سيتم توضيح المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأسهم بشكل عام.

1. المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة:

إن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والتي تقاس بالانحراف أو معامل الاختلاف إنما هي انعكاس للمخاطر المنتظمة أو غير المنتظمة والتي تعرف بالمخاطر الخاصة.

وفيما يلي سيتم توضيح كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة:

أ.المخاطر المنتظمة: تصيب المخاطر المنتظمة كل الموجودات الحادثة في السوق،بفعل عوامل مشتركة تؤثر في نظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية...الخ، غذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على مؤسسة بعينها أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون لمتخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، مثل حالات الاضطراب العام أو الحروب أو حالات الكساد أو حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة وغيرها من العوامل التي يصعب التحكم في تأثيرها، ولذلك، فإن النوع من المخاطر إنما يسهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع؛

ب. المخاطر غير المنتظمة: يقصد بالمخاطر غير المنتظمة أو المخاطر الخاصة بأنها حالات التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بمؤسسة معينة أو قطاع معين، حيث أنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي، وعادة ما تسمى هذا النوع من المخاطر بالمخاطر الاستثنائية أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها؛

ت. ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خاصة مثل اضطراب عالي في مؤسسة أو قطاع معين، والأخطار الإدارية وظهور اختراعات جديدة وغيرها.

2. المخاطر المالية: تتعرض المؤسسة إلى مخاطر إضافية بسبب اعتمادها على مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويل المؤسسة، فكلما زاد اعتمادها على القروض كلما تعرضت إلى مخاطر إضافية متمثلة في عدم القدرة على التسديد، وهذه المخاطر الإضافية تعرف بالمخاطر المالية، والأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته وإنما احتمالات انخفاض من مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة واجبة التسديد من طرف المؤسسة، وهناك تلازم بين مقدار المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة من خلال حساب درجة الرفع المالي والذي يعني النسبة المئوية للتغيير في صافي العائد بعد الفائدة والضريبة في علاقته بالنسبة المئوية للتغير في العائد قبل الفائدة والضريبة[1]؛

[1] محمد براق، مرجع سابق، ص 32.

3. مخاطر الأعمال(النشاط): تشير مخاطر الأعمال إلى التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة مصدرة الورقة الدالية(السهم)، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع وعلى سعر الورقة الدالية، وذلك لعدة أسباب تتعلق بحجم الطلب على منتجات الشركة، التغير في أسعار المدخلات، التغير في أسعار بيع المنتجات، ارتفاع درجة الرفع التشغيلي التي تؤدي إلى تذبذب عائد العمليات التشغيلية، والذي يؤدي بدوره إلى تباين العائد على السهم، لهذا على المستثمر المتجنب للمخاطرة الاستثمار في أسهم الشركات التي تتصف أرباحها بالاستقرار النسبي والثبات؛

4. مخاطر الإفلاس: تنتج لعدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية.

5. مخاطر الإدارة: وهي المخاطر الناتجة عن سوء الإدارة في الشركة أو الناتجة عن قرارات إدارية خاطئة، كما تنتج عن الإضرابات العمالية والمشاكل بتين أعضاء مجلس الإدارة، والتي تنعكس في النهاية على نشاط الشركة، وبالتالي على أرباحها، والذي ينعكس بدوره على أسعار الأسهم في سوق الأوراق الدالية.

6. مخاطر التسويق: تكون الورقة الدالية قابلة للتسويق إذا أمكن للمستثمر التنازل عنها خلال فترة قصيرة، وبدون حدوث تأثير عكسي على السعر اللازم لاستكمال بيع عدد محدود من الأوراق، وتقاس قابلية الورقة الدالية للتسويق بالفرق بتُ بشن البيع(العرض) وبشن الشراء(الطلب)، حيث يمثل الفرق بينهما الهامش الذي يطلبه صانع السوق[1].

ثانيا_المخاطر المرتبط بالاستثمار في السندات

يهتم المستثمر بدراسة وتحليل المخاطر المنتظمة والغير المنتظمة وما ينشأ عنها من مخاطر أعمال ومخاطر مالية إذا كان الاستثمار في الأسهم، أما المستثمر في السندات، فإنه يهتم بالتدفقات النقدية التي يحصل عليها خامل السند والمتمثلة في الفوائد السندية.

وبصفة عامة، فان الفوائد التي يحصل عليها حامل السند تتأثر بمجموعة من العوامل مثل أسعار الفائدة، التضخم القوة الشرائية وغيرها، ويعد تأثير هذه العوامل على عائد السند بأنه تعبير عن المخاطر التي يتعرض لها السند، والتي يتم توضيحها فيما يلي[2]:

1. مخاطر أسعار الفائدة: وهي المخاطر الناجمة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية، بسبب التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار.

فإذا ارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند ورغب حامل السند في بيعه، فإن سعر البيع سوف يقل عن القيمة الاسمية مما يعني أن هناك خسائر رأسمالية حققها حامل السند.

---

[1] جمال معتوق، **إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية –دراسة مقارنة بين سوقين**، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2016، ص174.

[2] محمد براق، مرجع سابق، ص35.

وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمار في السندات تكون عرضة أكثر من غيرها لمخاطر أسعار الفائدة وعليه، فان التغيرات المطلوبة في معدل العائد للسند عند الشراء وقيمة السند وقت البيع.

2. مخاطر عدم القدرة على السداد: إن المؤسسات المصدرة للسندات تتعهد بالالتزام بدفع تدفقات نقدية محددة حتى تاريخ الاستحقاق تتمثل في قيمة السند الأصلية وفائدة السند السنوية،وعليه فان المستثمر في السندات يتعرض حتما إلى احتمالات عدم قدرة المؤسسات المصدرة لها بتسديد قيم السندات او الفوائد أو الاثنين معا.

ويمكن لمخاطر عدم القدرة على السداد أن تنشأ من نوعين من المخاطر في المؤسسات المصدرة للسندات هي مخاطر الأعمال ومخاطر مالية.

ويتم التعرف على جودة السند من حيث قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء بالتزاماتها عن طريق الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد وقياس الصحة المالية للمؤسسات المصدرة للسند.

3. مخاطر التضخم: تتمثل في المخاطر الناشئة عن انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار في الأوراق المالية أو العائد الذي يتوقع منع نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد.

إن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، مثل السندات تكون أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية، ويعود السبب في ذلك إلى القيمة السوقية للسندات في سوق الأوراق المالية لا تستجيب بطبيعتها إلى التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية.

4. مخاطر إعادة الاستثمار: تتمثل مخاطر إعادة الاستثمار في تلك المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها في تاريخ الاستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند.

وتزداد مخاطر إعادة الاستثمار إذا كان السند قابلا للاستدعاء، حيث تلجأ المؤسسة المصدرة إلى ممارسة هذا الحق عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق، مما يعني أن حامل السند لن يحصل على العوائد التي على أساسها اتخذ قرار شراء السند[1].

5. مخاطر السيولة: تتمثل السيولة في قدرة حامل السند على التخلص من السند بالبيع في أي وقت وبسعر مناسب، فكلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه وبسعر سوق عادل كلما زادت مخاطر سيولة السند[2].

[1] محمد براق، مرجع سابق، ص36.

[2] محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان ، جلال العبد، **تحليل وتقيم الأوراق المالية**، الدار الجامعة، مصر، 2002، ص257.

المطلب الثالث: عائد الاستثمار في الأوراق المالية

يعرف العائد بأنه مجموع التوزيعات والفوائد والدخل المحقق من الاستثمار، مضافا إليه الأرباح أو الخسائر الرأسمالية، وبالتالي يعتبر بمثابة التعويض أو المكافأة التي يتحصل عليها المستثمر، فإذا كانت الورقة المالية سهما فان العائد يتمثل في توزيعات الأرباح، أما إذا كانت سندات فان العائد يكون في شكل فوائد، كما يمكن أن يكون العائد في شكل أرباح رأسمالية ناتجة عن بيع السهم أو السند بمبلغ يفوق قيمته السوقية عند الشراء، وللعائد عدة مفاهيم وهي:

أولا_العائد الخالي من المخاطرة: يمثل تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، ويمثل حافزا لتوجيه الموارد المالية للاستثمار بدلا من استخدامها في الاستهلاك الحالي، وهو يمثل عائد الاستثمارات التي لا تتعرض للمخاطر كأذونات الخزينة أو سندات الخزينة، fisher يتكون معدل العائد الخالي من المخاطر من جزأين، الأول يمثل معدل الفائدة الحقيقي الذي يحقق التوازن بين العرض والطلب على النقود، أما الثاني فهو يمثل علاوة مواجهة مخاطر التضخم، وهي مخاطر مرتبطة بعنصر الزمن تعكس التوقعات التضخمية للمستثمرين.

ثانيا_العائد على الاستثمار: يمثل قدرة المبلغ المستثمر على تحقيق أرباح بعد الضريبة، يحسب وفق العلاقة التالية[1]:

العائد على الاستثمار= الأرباح الصافية بعد الضريبة/ المبلغ المستثمر

ثالثا_عائد فترة الاحتفاظ: يقيس معدل العائد المحقق فعلا خلال الفترة الزمنية التي تم امتلاك الأصل قبل بيعه، بمعنى هو الربح أو الخسارة الناتجين عن الاستثمار في فترة معينة يحسب وفق العلاقة التالية[2]:

$$Rt=\frac{D_T+(P_t-P_{t-1})}{P_{T-1}}$$

R: معدل العائد المطلوب أو المنتظر خلال الفترة t.

D_t :التوزيعات خلال الفترة.

P_t: سعر الأصل في نهاية الفترة.

P_{t-1}: سعر الأصل في بداية الفترة.

$P_t - P_{t-1}$: يمثل الربح الأصل أو الخسارة الرأسمالية.

وبذلك يمثل العائد مقدار التغير في قيمة الأصل لدى المستثمر، مضافا له التعويض المقابل لعملية الاستثمار والذي يتماشى وطبيعة الأصل ومخاطره، منسوبا إلى الاستثمار الأولى.

[1] غازي فلاح المومني، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر، الأردن، 2008، ص73.

[2] V. Horne & Autre, **Fundamentals of Financial Management**,12th edition, Prentice-Hall, Inc, London, 2005, p: 96.

رابعا_العائد المتوقع: يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر)، لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطر، أي أن المستثمر يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد عائد السهم، وبموجبها يعتمد توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها.

خامسا_معدل العائد المطلوب: أطلق عليه تسميات عديدة منها معدل الخصم، تكلفة رأس المال وتكلفة الفرصة البديلة، يعكس المبادلة بين العائد والمخاطر، ويقصد به العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه عند الاستثمار في الأصول الخطرة (الأسهم)، ذلك أن المستثمر يطمح دائما إلى ما يعوضه عن الخطر، يعرف بعلاوة المخاطر، وذلك لان المستثمرين يبحثون دائما عن الاستثمار الذي يوفر لهم أعلى عائد ممكن بأقل مستوى من المخاطر، والمخاطر المقصودة هي النظامية يزداد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة، ويتم حساب معدل العائد المطلوب من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يأخذ بعين الاعتبار المخاطر النظامية، ويتكون العائد المطلوب من جزأين هما: العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطر (علاوة المخاطرة).

يقارن المستثمر بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه اكبر من معدل العائد المطلوب يكون السهم جذابا والعكس.

سادسا_اثر التضخم على معدل العائد المطلوب: عادة ما يتم اخذ معدل العائد المطلوب بالقيمة الاسمية دون النظر إلى التضخم المتوقع الشرائية، حيث يمثل معدل العائد المطلوب علاوة عن معدل الفائدة في السوق، نتيجة لتحمل المستثمر مخاطر المشروع المقترح.

وعليه يتم تحديد معدل العائد على أساس معدل الفائدة الفعلي، بالإضافة إلى معدل التضخم المتوقع، ويعبر عن العائد المتوقع لأوراق المالية عادة بالوحدات الاسمية لوحدة النقد، وهي تدفقات محسوبة بالقيمة المتداولة وقت تحصيلها (استلامها)، وفي ظل التضخم فإن هذه المبالغ تفقد قوتها الشرائية مقارنة بقيمتها الاسمية، ونتيجة لذلك فإن القيمة الحقيقية لكل وحدة نقدية متحصل عليها معرضة للانخفاض بسبب التضخم، وفي ذلك يرى fisher أن معدل العائد السائد في السوق (الاسمي) يمثل معدل العائد الحقيقي مضافا إليه معدل التضخم، كما هو موضح بالمعادلة التالية[1]:

معدل العائد الاسمي= معدل العائد الحقيقي + معدل التضخم

وبالتالي فإن:

معدل العائد الحقيقي = معدل العائد الاسمي – معدل التضخم

[1] جهرة شنافة، مرجع سابق، ص ص134-135.

الخلاصة:

من خلال دراستنا لهذا الفصل، تعرفنا على الأسواق المالية التي تلعب دورا هاما في توفير الموارد التنموية للمشروعات الاستثمارية التي لها عجز مالي مع إيجاد قروض متاحة لتوظيف الأموال الفائضة ولتالي فإن الأسواق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، كما تم التعرض إلى تقسيمات هذه السوق والتي نجدها تنقسم إلى قسمين سوق رأس المال وسوق النقد، حيث يمكن التفرقة بين هذين السوقين من خلال الآجال مع التعرض إلى معوقات الأسواق المالية.

حيث تداول في الأسواق المالية، أوراق مالية، تتمثل أساس في الأسهم، السندات والمشتقات المالية، لكل منها خصائصها، حيث تمثل الأسهم أداة ملكية في الشركة. وتقسم إلى نوعين؛ الأسهم العادية والأسهم الممتازة. الأسهم العادية أسهم تتميز بخاصيتين أساسيتين هما اعتبار حملة الأسهم هم آخر من يستوفون حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، أنهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة. بالإضافة إلى الحق في الاشتراك في الإدارة، الحق في نصيب من لأرباح الموزعة، أولوية الشراء للأسهم الجديدة، الحق في نقل الملكية، الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة. بينما الأسهم الممتازة هي أسهم تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات.

يعنى بالاستثمار في الأوراق المالية، توظيف الموارد المالية المتاحة حاليا، من أجل الحصول على تدفق نقدي أكبر بالمستقبل، وتتعدد أنواع الاستثمار حسب المعيار المستخدم، ومن حيث طبيعة لاستثمار نميز بين الاستثمارات الحقيقية والاستثمارات المالية ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية المتمثل في شراء الأوراق المالية لغرض تحقيق عوائد سواء بالاحتفاظ بها أو بيعها، ولديها خصائص تميزها عن باقي الاستثمارات، من أهمها ارتفاع معدل العائد، انخفاض درجة المخاطرة الكلية، توفير عنصر السيولة، التنظيم والأمان.

الفصل الثالث:

تقييم الاستثمار وعائد ومخاطر الأسهم والسندات في بورصة الجزائر

تمهيد:

بعد مجموع التطورات التي حصلت في الاقتصاد العالمي والتي ألقت بظلالها على مختلف الدول ومنها الجزائر من خلال التخلي عن نظام الاقتصاد الموجه وتبني آليات اقتصاد السوق، سعت الجزائر إلى مواكبة هذا الواقع الجديد من خلال إنشاء سوق مالي عرف ببورصة الجزائر والذي تشرف عليه هيئات منظمة أنشأت لهذا الغرض، فبورصة الجزائر أنشئت في إطار البرنامج الإصلاحي للاقتصاد حيث كان من الضروري إنشاء سوق لرأس المال كمصدر إضافي للتمويل.

ولهذا سأتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.**
- **المبحث الثاني: تقييم الاستثمار وتحليل نشاط سوق الأسهم والسندات في بورصة الجزائر.**
- **المبحث الثالث: أساليب قياس عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر.**

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر.

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

المطلب الأول: نشأة ومؤسسات ومهنيون بورصة الجزائر.

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي[1]:

أولا_نشأة بورصة الجزائر.

1. فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 وسجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988، وفي الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 1975/09/26 وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) واختيار نظام اقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 1988/01/12 تم تعديل لجزء من القانون التجاري ونشر العديد من القوانين من بينها "قانون 88-01 " المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون " 88-03 " وكذا 88-04 المعدلين والمكملين للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري والمتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون 88 -01 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير، منذ و أن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل " spa " أو شركات ذات أسهم، قانون 88-03 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) (les Holding).

والمتمثلة في:

ص 1: صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛

ص2: صندوق مناجم الفحم والري؛

ص 3: صندوق التجهيز؛

ص4: صندوق البناء؛

ص5: صندوق الكيمياء، البتروكمياء، الصيدلية؛

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

ص6: صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي؛

ص7: صندوق الصناعات المختلفة؛

ص8:صندوق الخدمات.

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ والتسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسير إلى الاستقلالية المالية، هذه القوانين قدمت إمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة والمؤسسات العمومية الاقتصادية.

في 1990/12/09م بعد قرار الحكومة و طريق عضو ذو أهلية قانونية الجمعية العامة لصناديق المساهمة وشركة القيم المنقولة (M.V.B) أنشأ بعقد موثق على شكل شركة مساهمة من بينها صناديق كانت مساهمة رأسمالها كان يقدر بثلاثة مئة و عشرون ألف دينار جزائري =(320.000 DA) للاكتتاب أو الاشتراك موزعة بين صناديق المساهمة الثمانية، الهدف الأساسي لهذه الشركة تمثل في مباشرة العمل لمنظمة تسمح بعمل سوق التفاوض للقيم المنقولة في أحسن الشروط، لكن هذه الشركة (S.V.M) بقيت متوقفة بسبب الصعوبات التنظيمية التي لا تنبأ بهذا الفرع من التفاوض، في 1991/05/28م ظهر شكل جديد للبورصة وهذا بعد الإعلان الرسمي عن المراسيم التشريعية الثلاثة والتي تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة.

2. مراحل انجاز بورصة الجزائر.

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية[1]:

1. المرحلة الأولى: 1990 –1992: اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومنه جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

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

ب. مرسوم تنفيذي رقم 177 - 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

2. المرحلة الثانية : 1992 – 1999: لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M .

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93 -08 المؤرخ في 25-04-1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل نشاط أي بورصة مرهون بوجود هذه الهيئة.

المطلب الثاني: المؤسسات ومهنيو والهيكل التنظيمي بورصة الجزائر.

أولا_تعريف شركة تسيير بورصة القيم: يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة[1].

ثانيا_المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

أ. **البنوك الوطنية:** بنك التنمية المحليةBDL، البنك الخارجي الجزائريBEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفيةBADR، القرض الشعبي الجزائريCPA، البنك الوطني الجزائريBNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banqu؛

ب. **شركات التأمين الوطنية:** الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمينCAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمينSAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحيةCNMA؛

ت. **البنك الخاص:** يونيون بنك UB؛

3. المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

أ. بنك التنمية المحلية(BDL) ؛

ب. البنك الخارجي الجزائري(BEA) ؛

ت. بنك الفلاحة والتنمية الريفية(BADR) ؛

ث. القرض الشعبي الجزائري(CPA) ؛

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

ج. البنك الوطني الجزائري(BNA) ؛

ح. الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنكCNEP؛

خ. BNP PARISBAS El Djazair؛

د. Societé Générale Algérie؛

ذ. Tell Markets؛

ر. البركة بنك الجزائرAl Baraka Banque Algérie ؛

ز. السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria ؛

1. مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

أ. التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛

ب. التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

ت. نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB) [1].

ثالثا_الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر:

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

الشكل رقم(3-1): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.



المصدر: بورصة القيم المنقولة من الموقعwww.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.

أولا_لجنة المراقبة:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتهاCOSOB

1. الدور: تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على[1]:

أ. حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛

ب. السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، خُولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:

- ❖ السلطة التنظيمية؛
- ❖ سلطة الإشراف والمراقبة؛
- ❖ السلطة التأديبية والتحكيمية.

2. التشكيل:

أ. تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات،

ب. ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

3. السلطات: خولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

4. السلطة التنظيمية:

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب[1]:

أ. التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛

ب. اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛

ت. شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛

ث. القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛

ج. القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛

ح. تسيير محفظة القيم المنقولة.

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

5. سلطة المراقبة والإشراف:

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

أ. الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛

ب. قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛

ت. السير الحسن للسوق.

6. السلطة التأديبية والتحكيمية: تنشأ 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 يرتبكه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين:

أ. الوسطاء في عمليات البورصة؛

ب. الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV) ؛

ت. الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛

ث. الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة.

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

ثانيا_المؤتمن المركزي:

1. الدور: تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية[1]:

أ. فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين؛

ب. مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛

ت. إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدِرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)؛

ث. الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية :ISIN(الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛

ج. نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...).

ثالثا_الوسطاء في عمليات البورصة:

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه:

انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2

ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجيBEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنكCNEP-Banque ، والقرض الشعبي الجزائريCPA ، والبنكين الخاصين في ان بي باريبا الجزائر BNP، Paribas El djazair, Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets.

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

1. **المهام** :كلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي[1]:

أ. توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية لجهة المصدرة؛

ب. لتداول في السوق لحساب زبائنهم؛

ت. تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛

ث. نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛

ج. عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛

وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

[1] بورصة القيم المنقولة من الموقع: http//www.Sgbv.dz/zr/.SGBV تاريخ الاطلاع: 14-05-2023، الساعة 14:26.

المبحث الثاني: تقييم الاستثمار وتحليل نشاط سوق الأسهم والسندات في بورصة الجزائر

سأتطرق في هذا المبحث إلى تقيم الاستثمار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2019 في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني تحليل نشاط سوق السندات في بورصة الجزائر، أما في أخير أتطرق إلى تحليل نشاط سوق الأسهم في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: تقيم الاستثمار في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2021.

سوف أتطرق في هذا المطلب إلى دراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر لخمس سنوات متتالية (2017-2021) الجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال خمس سنوات متتالية.

أولا_ قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2017-2021.

الجدول رقم(3-1): نشاط بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021.

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	حجم التداول	القيمة المتداولة (دج)	عدد الصفقات
2017	2747	3340936	394139	302261260	438
2018	817045	26473943	202505	206127271	409
2019	3294	10775191	249696	248990023	352
2020	1393	13620780	87696	67416374	179
2021	1769	3027721	227484	91708275	210
المجموع	**826248**	**57238571**	**1161520**	**916503203**	**1588**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

يتضح من الجدول رقم(**3-1**) أن نشاط بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021 إجمالي عدد الصفات من 2017 إلى 2021 بلغ 1588 صفقة، وإجمالي القيمة المتداولة بلغ 916503203 دج، وإجمالي حجم التداول بلغ 1161520، وإجمالي حجم الأوامر بلغ 57238571، وإجمالي عدد الأوامر بلغ 826248 أمر.

1. يتمثل نشاط بورصة الجزائر سنة 2017 من حيث بلغ عدد الصفقات 438، وبلغت القيمة المتداولة 302261260دج، وبلغ حجم التداول 394139، وبلغ حجم الأوامر3340936، وبلغت عدد الأوامر 2747 أمر.

2. يتمثل نشاط بورصة الجزائر سنة 2018 من حيث بلغ عدد الصفقات 409، وبلغت القيمة المتداولة 206127271دج، وبلغ حجم التداول 202505، وبلغ حجم الأوامر26473943، وبلغت عدد الأوامر817045. أمر

3. يتمثل نشاط بورصة الجزائر سنة 2019 من حيث بلغ عدد الصفقات 352، وبلغت القيمة المتداولة 248990023دج، وبلغ حجم التداول249696، وبلغ حجم الأوامر10775191، وبلغت عدد الأوامر3294 أمر.

4. يتمثل نشاط بورصة الجزائر سنة 2020من حيث بلغ عدد الصفقات179، وبلغت القيمة المتداولة 67416374دج، وبلغ حجم التداول87696، وبلغ حجم الأوامر13620780، وبلغت عدد الأوامر1393 أمر.

5. يتمثل نشاط بورصة الجزائر سنة 2021 من حيث بلغ عدد الصفقات 210، وبلغت القيمة المتداولة91708275 دج، وبلغ حجم التداول، 227484 وبلغ حجم الأوامر3027721، وبلغت عدد الأوامر1769 أمر.

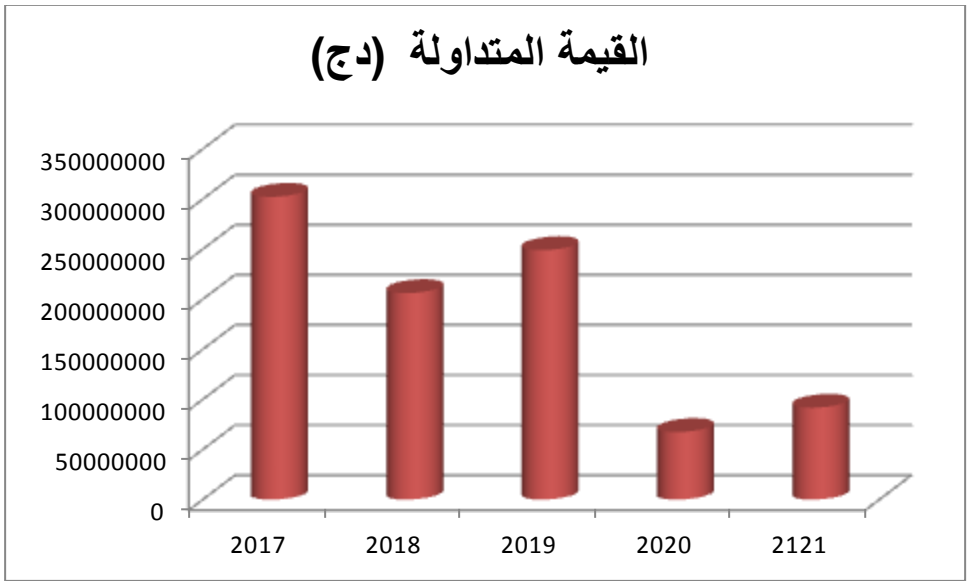
الشكل رقم(3-2): حجم التداول في بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

يتضح من الشكل رقم(**3-2**): أن حجم التداول في بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021 في تذبذب حيث سنة 2017 بلغ 394139 وكان أعلى حجم التداول خلال هذه السنوات، أما سنة 2018 تناقص بنسبة كبيرة حيث بلغ 202505، وبادرا بالارتفاع بنسبة قليلة سنة 2019 حيث بلغ 249696، أما في سنة 2020 فقط انخفض بدرجة كبيرة حيث بلغ 87696 وهي ادني حجم التداول الذي وصلت إليه البورصة خلال 5 سنوات، وبالنسبة لسنة 2021 ارتفع حجم التداول وبلغ 227484، هذا مايشير إلى أن حجم التداول في بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021 غير مستقر ومتذبذب.

الشكل رقم(3-3): القيمة المتداولة(دج) في بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

يتضح من الشكل رقم(**3-3**) أن القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021 في تذبذب حيث سنة 2017 بلغت 302261260 دج وهي أعلى قيمة التي وصلت إليها البورصة خلال السنوات الخمس، أما سنة 2018 فقط تناقصت القيمة المتداولة بنسبة قليلة وأصبحت 20612727 دج، وعاودت بالارتفاع في سنة 2019 حيث بلغت 248990023 دج ، أما بالنسبة للقيمة المتداولة لسنة 2020 فقط انخفضت كثيرا حيث بلغت 67416374 دج وهي ادني قيمة وصلت لها خلال السنوات الخمس، وعاودت بالارتفاع قليلا خلال سنة 2021 حيث بلغت القيمة المتداولة 91708275 دج، هذا مايشير إلى أن القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021 غير مستقر ومتذبذب.

ثانيا_ تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2017-2021.

فيما يلي جدول يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

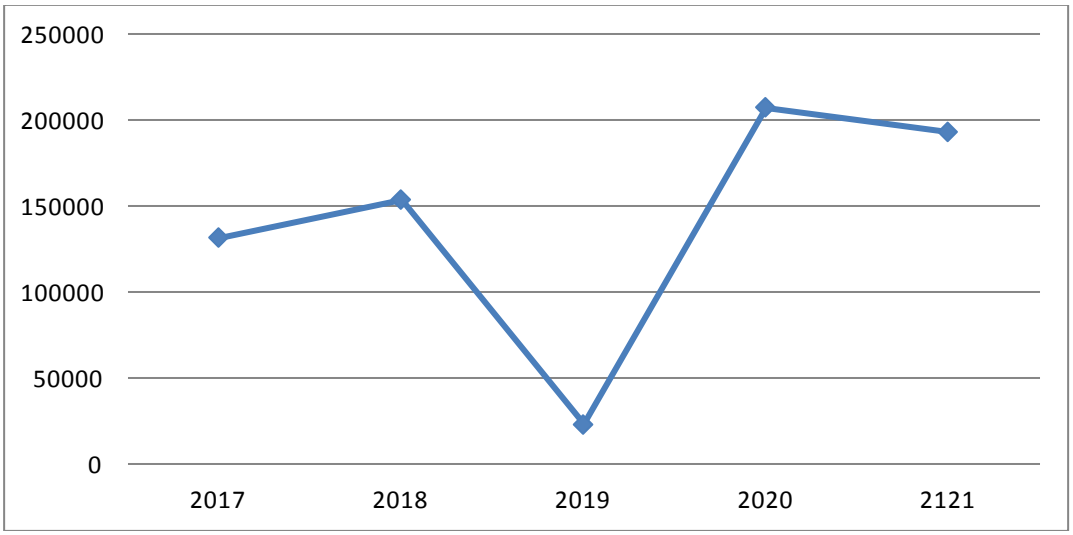
الجدول رقم(3-2): تطور مؤشر دزاير اندكس

السنة	2017	2018	2019	2020	2021
المؤشر	131850	153933,5	23013,87	207665,8	193326,5

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

فيما يلي مخطط يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

الشكل رقم(3-4): تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

من خلال الجدول رقم(**3-2**) والشكل رقم(**3-4**) نلاحظ ما يلي:

انخفاض المؤشر من سنة 2017 إلى 2018 من131850 إلى أن حقق 153933,5، ثم ارتفعت من 2019 إلى 2020 من 23013,87 إلى 207665,8، ثم عاد لينخفض من جديد خلال سنة 2021 إلى 193326,5.

ثالثا_ تطور الأسعار بورصة الجزائر من 2017 إلى 2021.

فيما يلي جدول يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر.

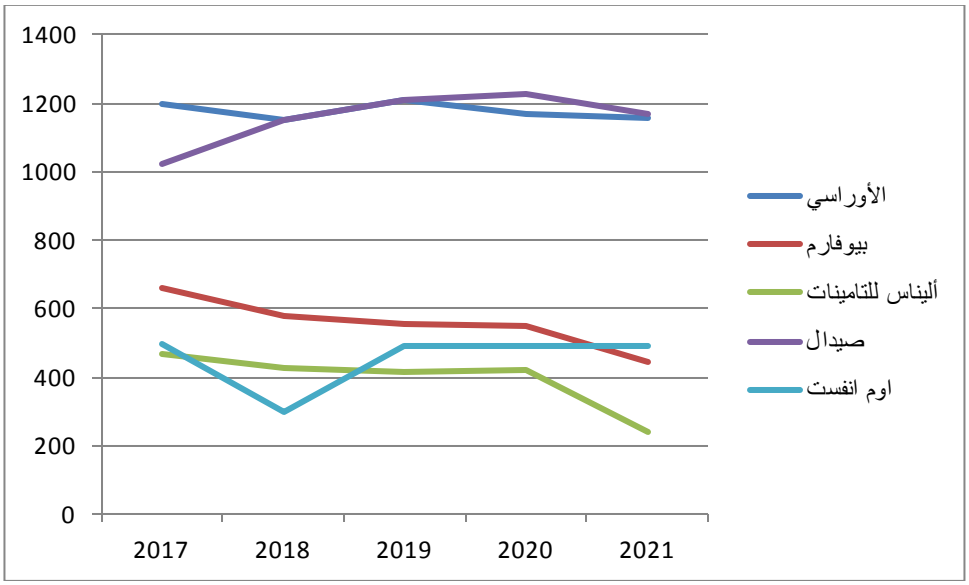
الجدول رقم3-3: تطور الأسعار من 2017 إلى 2021.

السنة	2017	2018	2019	2020	2021
الأوراسي	1200	1150	1209	1168	1158
بيوفارم	660	580	557	552	443
أليناس للتامينات	465	427	418	419	240
صيدال	1020	1150	1209	1225	1168
اوم انفست	495	300	490	490	490

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

فيما يلي مخطط يبين تطور الأسعار في بورصة الجزائر.

الشكل رقم(3-5) : تطور الأسعار من 2017 إلى 2021.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات من SGBV

من خلال الجدول رقم (04) والشكل(12) أعلاه نلاحظ ما يلي:

- **بالنسبة لأليانس للتأمين**: فقد انخفضت أسعارها على التوالي حيث كانت تمثل 465،427، 418، 419، 240.

- **بالنسبة لصيدال**: ارتفعت أسعارها من 2017 إلى 2018 من قيمة 1020 إلى 1150، ثم زادا ارتفاع الأسعار من 2019 إلى 2020 من قيمة 1209 إلى 1225، وانخفضت سنة 2021 إلى أن وصلت 1168.

- **بالنسبة للأوراسي**: **انخفضت أسعارها** من 2017 إلى 2018 من قيمة 1200 إلى 1150، ثم ارتفعت سنة 2019 إلى 1209 ، وانخفضت أسعارها من 2020 إلى 2021 من قيمة 1168 إلى 1158.

- **بالنسبة ل اوم انفست**: انخفضت أسعارها من 2017 إلى 2018 من قيمة 495 إلى 300، ثم ارتفعت وأصبحت ثابتة من 2019 و2020 و2021 بقيمة **490**.

- **بالنسبة لبيوفارم**: فقد انخفضت أسعارها على التوالي حيث كانت تمثل 660، 580، 557، 552، 443.

المطلب الثاني: تحليل نشاط سوق السندات الخزينة في بورصة الجزائر

سأتطرق في هذا المطلب إلى تحليل نشاط سوق السندات في بورصة الجزائر أولا وثانيا تحليل نشاط سوق السندات الخزينة في بورصة الجزائر.

أولا_: تحليل نشاط سوق السندات في بورصة الجزائر

تقدم مجموعة من المؤسسات الجزائرية سنداتها للتداول في السوق المالية، ويظهر الجدول التالي حصيلة نشاط سوق السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2017.

الجدول رقم(3-4): حصيلة النشاط السنوي لسوق السندات في بورصة الجزائر للفترة 2011-2017

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الأوامر	950	666	284	304	254	00	00
حجم الأوامر	179528	276427	37453	43771	17115	00	00
الحجم المتداول	20957	118356	6908	11839	758	00	00
القيمة المتداولة	136104550.00	637148095.00	51911000.00	107536000.00	7580000.00	00	00
عدد الصفقات	107	134	45	49	19	00	00
المؤسسات النشطة	• Algérie télécom • SonelgaZ • Spa dahli	• Spa dahli • SonelgaZ	• Spa dahli • SonelgaZ	• Spa dahli • SonelgaZ	Spa dahli	/	/

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وتقرير Rapport d'activité لسنتي 2015 و 2016 عن شركة تسيير بورصة القيم.

من خلال الجدول السابق يظهر أنه يتم في سوق السندات في بورصة الجزائر تداول سندات مصدرة من قبل مؤسستين خلال فترة 2011-2017 هما مؤسسة Sonlegaz ومؤسسة Spa dahli ،مع تسجيل إصدار شركة télécom Al سندات للتداول خلال سنة 2011 فقط ثم لم تقمها لإصدار مجددا إلى غاية 2017 .كما لم يتم تسجيل أي نشاط لسوق لسندات في بورصة الجزائر خلال سنتي 2016 و2017، حيث لم تسجل أوامر أو صفقات مبرمة.

وتظهر الإحصائيات تراجعا في عدد الأوامر المصدرة من سنة 2011 أين تم إصدار 950 أمرا إلى سنة 2015 بـ 254 أمرا، في حين انخفض حجم الأوامر المسجلة من 179528 سنة 2011 إلى 17115 سنة

2015.و انخفض الحجم المتداول للسندات من 20957 سند بقيمة 136104550.00دج في 2011 إلى 758 سند بقيمة 7580000.00سنة 2015، وتراجع في عدد الصفقات التي تم عقدها من 107 صفقة سنة 2011 إلى 19 صفقة سنة 2015

وقد يفسر التراجع في هذه الأرقام بين سنتي 2011 و2012 وبين سنتي 2014 و2015 بانسحاب إحدى المؤسسات المصدرة من السوق حيث كانت سنة 2011 ثلاث مؤسسات، لتصبح مؤسستين من 2012 إلى 2014 ثم مؤسسة واحدة سنة 2015، أما باقي الأرقام فهي تظهر تراجعا كبيرا في حركة السندات خلال فترة الدراسة وعدم دخول أي مؤسسات جديدة لسوق السندات.

ثانيا_تحليل نشاط سوق السندات الخزينة في بورصة الجزائر

تقوم الدولية الجزائرية في إطار تمويل برامجها وخططها، بطرح سندات الخز ينة العمومية للتداول في بورصة الجزائر عند الضرورة، ويظهر الجدول التالي حصيلة النشاط السنوي لتداول سندات الخزينة العمومية

الجدول رقم(3-5): حصيلة النشاط السنوي لتداول سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر للفترة 2011-2016.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الأوامر	4	2	0	34	58	52	92
حجم الأوامر	6000	1000	0	16430	33644	23670	52526
الحجم المتداول	20957	118356	16430	8215	16822	00	00
القيمة المتداولة	3512100000.00	502700000.00	0	8246328000.00	16978870360.00	11604764510.00	23764840 50.00
عدد الصفقات	2	1	0	17	29	26	46

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وتقرير Rapport d'activité لسنتي 2015 و 2016 عن شركة تسيير بورصة القيم.

ظهر الجدول السابق ارتفاعا في عدد الأوامر الصادرة المتعلقة بتداول سندات الخزينة العمومية من 04 أوامر سنة 2011 إلى 92 أمر سنة 2017 ي بما يزيد عن 20 ضعفا خلال فترة 07 سنوات، ورافق ذلك ارتفاع في حجم الأوامر من 6000 سنة 2011 إلى 52526 سنة 2017 .كما سجلت أيضا زيادة في حجم وقيمة التداول حيث انتقلت من 3000 سنة 2011 بقيمة 3512100000.00 دج إلى 26263 سنة 2017 بقيمة 23746484050.00 دج، بالإضافة إلى ارتفاع في عدد الصفقات المبرمة من صفقتين سنة 2011 إلى

46 صفقة سنة 2017 .و تظهر الأرقام عدم اللجوء إلى تداول سندات الخزينة العمومية بصفة كبيرة، إلا في حالة الضرورة.

المطلب الثالث: تحليل نشاط سوق الأسهم في بورصة الجزائر

يختلف نشاط المؤسسات المصدرة للأسهم في سوق الأوراق المالية في لجزائر، حيث تعد المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية محدودة العدد، تقوم بنشاط سنوي من خلال طرح أسهمها في البورصة للتداول، مع تسجيل غياب المؤسسات الأجنبية في التداول في هذه البورصة، حيث لا تحبذ المؤسسات العاملة في الجزائر الولوج إلى هذه السوق.

ويبين الجدول التالي نشاط المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر فيما يتعلق بتداول الأسهم، وهذا خلال الفترة 2011-2017.

الجدول رقم(3-6): حصيلة النشاط السنوي لتداول الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2017.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الأوامر	1393	4412	3987	3402	2717	2037	3150
حجم الأوامر	1190526	2503066	2635612	2920751	7519494	3063954	3700972
الحجم المتداول	231997	49471	120681	90111	2213143	788860	468145
القيمة المتداولة	185118435.00	36038865.00	49116990.00	49116990.00	12519568250	80550043 0.00	302261260.00
عدد الصفقات	413	143	132	251	259	339	438
المؤسسات النشطة	-ألياس للتامينات. -فندق اوراسي -مجمع صيدال	ألياس للتامينات. -فندق اوراسي -مجمع صيدال	-ألياس للتامينات. -فندق اوراسي -أن سي أي روبية -مجمع صيدال	-ألياس للتامينات. -فندق اوراسي -أن سي أي روبية -مجمع صيدال	-ألياس للتامينات. -فندق اوراسي -أن سي أي روبية مجمع صيدال	-ألياس للتامينات. -مجمع بيوفارم -فندق اوراسي -أن سي أي روبية مجمع صيدال	-ألياس للتامينات. -مجمع بيوفارم -فندق اوراسي -أن سي أي روبية مجمع صيدال

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وتقرير Rapport d'activité لسنتي 2015 و 2016 عن شركة تسيير بورصة القيم.

يظهر الجدول رقم (3-6) أن عدد المؤسسات المدرجة والنشطة في سوق الأسهم في بورصة الجزائر خلال سنتي 2011 و 2012، قد بلغت ثلاث مؤسسات هي: أليانس للتأمينات، فندق الأوراسي، مجمع صيدال، لتضاف لها شركة أن سي أي رويبة سشنة 2013 ومجمع بيوفارم الصيدلي سنة 2016 .كما يظهر أن عدد الصفقات التي تم عقدها قد انخفضت بين سنتي 2011 و2016 حيث انتقلت من 413 صفقة إلى 339 صفقة، لتعود للارتفاع سنة 2017 لتصل إلى 438 أمرا، كما يسجل ارتفاع في عدد الصفقات التي يتم عقدها

بدخول مؤسسات جديدة، كدخول كل من أن سي أي رويبة ثم مجمع بيوفارم لسوق التداول، مع زيادة بما يقارب 100 صفقة بين سنتي 2016 و2017 تعبر عن النشاط الذي تعرفه المؤسسات المدرجة في البورصة.

يلاحظ من الإحصائيات التي يضمها الجدول، تذبذبا في عدد الأوامر المصدرة بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، حيث بلغ عدد الأوامر أكبر قدر له سنة 2012 بـ 4412 أمرا، بينما كان أقل عدد الأوامر صادرا سنة 2011 بـ 1393 أمرا.

في حين أن الأرقام تشير إلى ارتفاع في حجم الأوامر بالرغم من الانخفاض في عددها، حيث أن سنة 2012 ،التي سجلت أكبر عدد من الأوامر بها، قد بلغت حجم هذه الأخيرة 2503066 ، بينما سجلت سنة 2015 أكبر حجم للأوامر مقدرا بـ 7519494 وسجل أكبر حجم متداول للأسهم خلال فترة الدراسة سنة 2015 بـ 2213143 سهما بقيمة بلغ1251956825.00 دج، تليه سنة 2016 بـ 788860 سهما بقيمة 805500430.00 دج.

تبرز هذه الأرقام وجود حركة متزايدة في تداول الأسهم في بورصة الجزائر تقوم بها مؤسسات جزائرية كبيرة الحجم غالبا، بحيث تعرف السنوات الأخيرة ارتفاعا في حجم وقيمة التداولات تعبر عن فتح مزيد من رؤوس الأموال لعدد من المؤسسات المستثمرة، إلا أن هذه الأرقام تظهر أيضا ضعف إقبال المؤسسات الجزائرية، قبل الأجنبية، في اللجوء إلى البورصة، حيث يبقى عدد المؤسسات والصفقات المبرمة قليلة مقارنة ببورصات أخرى تتم فيها التعامل بين مئات المؤسسات.

المبحث الثالث: أساليب قياس عائد ومخاطر الاستثمار في بورصة الجزائر

سأتطرق في هاذ المبحث إلى قياس وتحليل عوائد بورصة الجزائر في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سأقدم قياس وتحليل مخاطر بورصة الجزائر

المطلب الأول: قياس وتحليل عوائد بورصة الجزائر

سأقوم في هذا المطلب بقياس كل من العائد الفعلي، المتوقع والمطلوب بالنسبة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وكذا عائد السوق (بورصة)، ثم تحليل قيم العائد وتطورها خلال فترة الدراسة التي يشمل 36 شهرا الأخيرة من جانفي 2017 إلى جوان 2019.

قياس العائد

1. العائد الفعلي والمتوقع: بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر التي تم الحصول عليها من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، قمت بقياس العائد الفعلي باستخدام العلاقة التالية (السعر الحالي – السعر السابق)/السعر السابق، والعائد المتوقع تم قياسه بحساب متوسط العوائد الفعلية لكل مؤسسة، بالإضافة إلى عائد السوق الذي يعبر عن متوسط عوائد الشركات المحققة في كل شهر، وفق الجدول الأتي:

الجدول رقم(3-7): نتائج العائد المتوقع والفعلي للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019

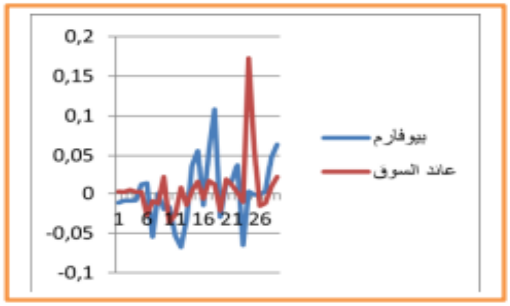
دج

	صيدال		ا نسي أروبية		بيوفارم		الأوراسي		أو ام انفست		اليانس للتامينات	
	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر	العائد الفعلي	السعر
جانفي		600		334		1223.1		520				465
فيفري	0.0521	631.27	-0.0269	325	-0.0116	1208.9	0	520			0.0000	465
مارس	0.0059	635	-0.0012	324.62	0.0092	1197.8	0.0447	543.26			-0.0314	450.39
أفريل	0.0147	644.31	0.0012	325	-0.0090	1186.98	0.0122	549.9			0.0026	451.56
ماي	0.0321	665	0.0000	325	-0.0083	1177.1	0.0000	549.9			-0.0145	445
جوان	0.0000	665	0.0000	325	0.0113	1190.37	0.0000	549.9			-0.0011	444.502
جويلية	-0.0034	662.71	0.0000	235	0.0130	1205.82	-0.0544	520			-0.0889	405
أوت	0.0041	660	0.0154	230	-0.0546	1140	-0.0096	515			0.0370	420
سبتمبر	0.0000	660	0.0625	300	0.0000	1140	0.0000	515			0.0000	420
اكتوبر	0.0000	660	0.0000	300	-0.0193	118.02	0.0000	515			0.1235	471.88
نوفمبر	0.0000	660	-0.0041	298.77	-0.0171	1098.94	-0.0338	495			-0.1245	413.14
ديسمبر	0.0000	600	0.0041	300	-0.0535	1040.11	0.0000	495			0.0107	417.56
جانفي	-0.0909	659.2	0.0000	300	-0.0674	970	0.0000	495			0.0058	420
فيفري	0.0987	621.59	0.0000	300	-0.0326	938.34	0.0019	495.95			0.0148	426.21
مارس	-0.0571	620	0.0000	300	0.0381	974.07	0.0000	495.95			-0.146	420
أفريل	-0.0026	620	0.0000	300	0.0559	1028.48	0.0000	500			0.0119	425
ماي	0.0000	612.25	-0.0167	295	-0.0144	1013.63	0.0000	500			0.0103	429.39
جوان	-0.0125	620	0.0000	295	0.0558	1070.2	0.0000	505			0.0014	430

جويلية	405.13	-0.0578			505	0.0000	1185.85	0.1081	295	0.0000	624.97	0.0127
أوت	395	-0.0250			514.3	0.0184	1151.16	-0.0293	295	0.0000	580	0.0080
سبتمبر	414.44	0.0492			520	0.0111	1167.01	0.0138	295	0.0000	589.48	-0.0720
أكتوبر	420	0.0134	300		524.701	0.0090	1185.05	0.0155	295	0.0000	598.848	0.0163
نوفمبر	425.544	0.0132	378.88		525	0.0006	1230	0.0379	266	-0.0983	630	0.0520
ديسمبر	427	0.0034	490		525	0.0000	1150.04	-0.0650	266	0.0000	635	0.000
جانفي	429	0.0047			525	0.0000	1153.11	0.0027	240	-0.0977	635	0.0000
فيفري	456.34	0.0640			530	0.0095	1151.55	-0.0014	240	0.0000	625.57	-0.0149
مارس	435.34	-0.0463			530	0.0000	1150	-0.0013	235	-0.0208	609.91	-0.0250
افريل	430.98	-0.0100			530	0.0000	1153.57	0.0031	220	-0.0638	609.87	-0.0001
ماي	433.17	0.0051			530	0.0000	1208.6	0.0477	220	0.0000	610	0.0002
جوان	438	0.0112			550	0.0377	1285.47	0.0636	219	-0.0045	620	0.0164
العائد المتوقع		0.0011		0.2781		0.0015		0.0025		-0.0140		0.0017
عائد السوق	0.037											

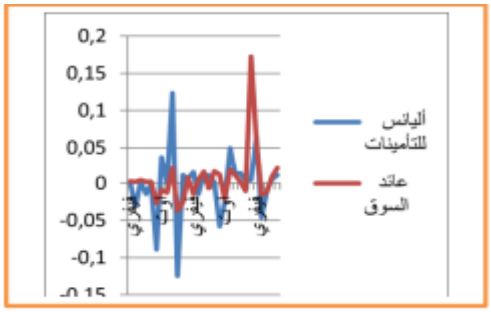
المصدر: من إعدا الطالبة بالاعتماد على التقارير الشهرية للشركات المدرجة في البورصة.

الشكل رقم(3-6): تطور العائد للشركة بيوفارم مقارنة بعائد السوق



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (3-7)

الشكل رقم (3-7): تطور عائد شركة الياس للتأمينات مقارنة بعائد السوق

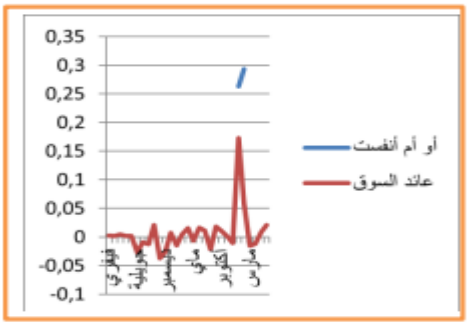


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول رقم

ومن جهة أخرى يبين منحنى شركة صيدال والسوق أن الشركة حققت عوائد موجبة خلال السبعة أشهر الأولى من فترة الدراسة، ثم بدأت بالانخفاض المستمر بتحقيق عوائد سالبة حتى بلغت أجنى نسبة هي 0.0909 في شهر ديسمبر 2017، بالمقابل بلغ عائد السوق نسبة سالبة 0.0259-، ثم ارتفع العائد مباشرة إلى أقصى نسبة له بلغت 0.0987، في شهر جانفي 2018 مقابل عائد سوق قدر ب 0.0074، مما يدل على أن شركة صيدال حققت أكبر عائد في تلك الفترة.

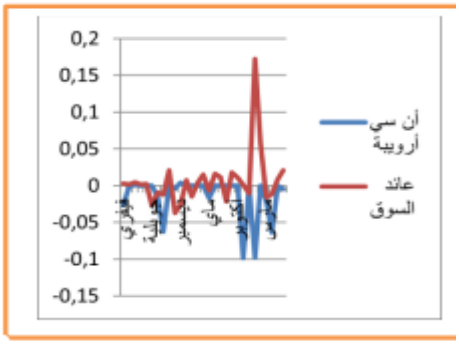
أما بالنسبة لمنحنى شركة الاوراسي والسوق نرى أن تذبذب النسب مستمر، حيث نجد أن عائد الشركة حققت اقصى نسبة قدرت ب 0.0447، في شهر مارس حيث كان عائد السوق في ذلك الحين يقدر ب 0.0018، وبالتالي فالشركة حققت عوائد تفوق مع متوسط عوائد الشركات الأخرى، لترجع مرة أخرى إلى حالة التذبذب من شهر مارس إلى شهر جويلية ليبلغ عائد الشركة أجنى قيمة له قدرت ب 0.0543-، حيث كان عائد السوق أيضا بمعدل سالب قدر ب 0.0267-، وبالتالي فإن عائد الشركة يتماشى وعائد السوق إلا أن عائد السوق أقصى قيمة قدرت ب 0.1725، في المقابل كان عائد الشركة منعدما، أي أن الشركة لم تحقق أي عوائد مقارنة بالسوق.

الشكل رقم(3-8): تطور عائد شركة أو أم انفست مقارنة بعائد السوق



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول رقم

الشكل رقم(3-9): تطور عائد شركة ا نسي اروبية مقارنة بعائد السوق

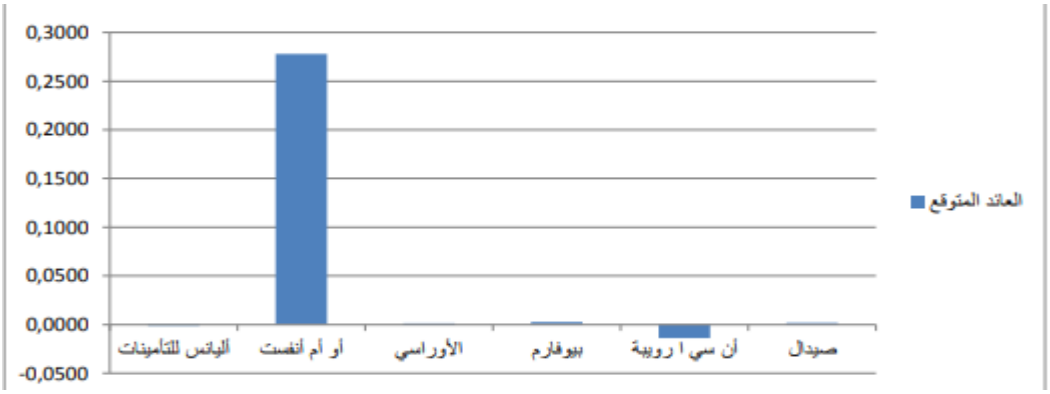


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول رقم

بينما يبين منحنى شركة أن سي أروبية والسوق أن الشركة حققت عوائد سالبة في مجملها، إلا أنها حققت في شهر ديسمبر 2017 نسبة عائد إيجابي بلغ 0.0041، في حين كان عائد السوق يقدر ب 0.0259-.

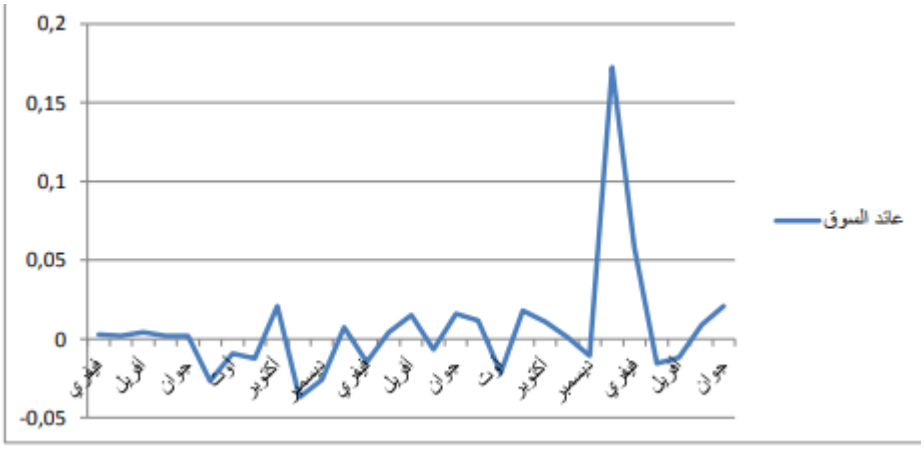
أما بالنسبة لشركة او .أم أنفست نلاحظ المنحنى أن عائد الشركة يكاد لا يظهر نظرا لمدة دخول الشركة للسوق القصيرة حيث بلغت هذه المدة 3 أشهر فقط وبالتالي لا يمكننا اعتمادها في التحليل، ومع ذلك نرى أن عوائد هذه الشركة في تلك الفترة كانت عوائد مرتفعة جدا وفاقت عوائد السوق حيث بلغت 0.2933.

الشكل رقم(3-10): تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2019-2017.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول رقم

الشكل رقم (3-11) : تطور عائد السوق خلال الفترة 2017-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول رقم

2. العائد المطلوب

سأقوم بقياس العائد المطلوب بالاعتماد على العلاقة المذكورة أسفله، ولكن نظرا لظروف السوق (بورصة الجزائر) وفي ظل غياب أذونات الخزينة الذي من خلالها يتم استخدام معدل العائد الخالي من المخاطرة (العائد على أذون الخزينة)، وبالتالي تم الاعتماد على معطيات تحصلت عليها من البنوك ووجدت أن سعر الفائدة المتعامل به في حدود 6%، في حين أن قيم معامل بيتا متقارب إلى حد كبير، و Rm عائد السوق تم حسابه سابقا، وعليه تم حساب العائد المطلوب باستخدام العلاقة التالية:

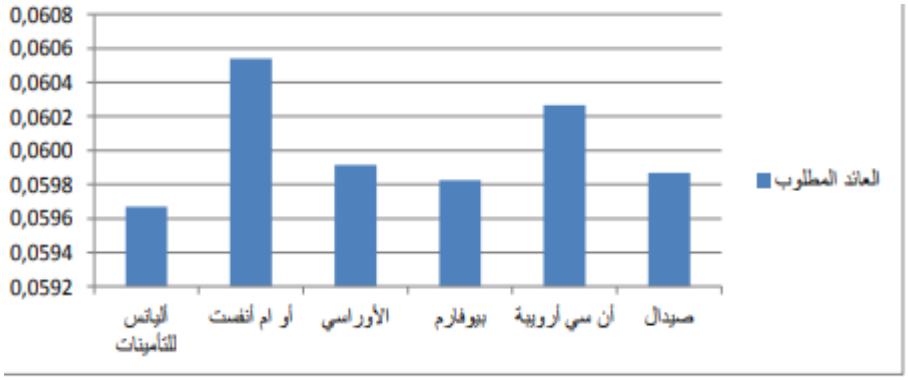
$$E(Ri) = Rf + (Rm - Rf)\beta$$

الجدول رقم(3-8): العائد المطلوب للشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الفترة 2017-2019

الشركات	Rf	Rm	Beta	العائد المطلوب
اليانس للتامينات	0.06	0.037	0.0144	0.0597
أو ام أنفست	0.06	0.037	-0.0234	0.0605
الأوراسي	0.06	0.037	0.0038	0.0599
بيوفارم	0.06	0.037	0.0076	0.0598
أن سي أروبية	0.06	0.037	-0.0116	0.0603
صيدال	0.06	0.037	0.0058	0.0599

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج المحسوبة سابقا

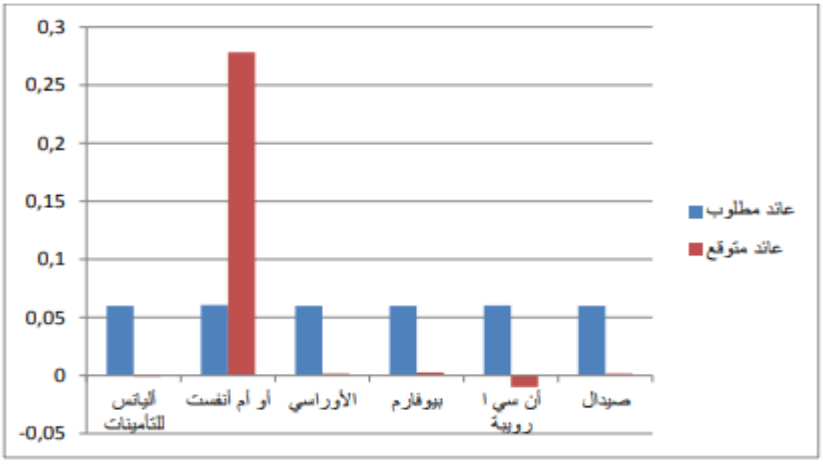
الشكل رقم(3-12): تطور قيم العائد المطلوب للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج المحسوبة سابقا

بالاعتماد على نتائج الجدول والشكل أدناه نلاحظ أن قيم العائد المطلوب للشركات عينة الدراسة متقاربة إلى حد ما فهي تتراوح بين 0.597 إلى 0.603.

الشكل رقم(3-13): تطور العائد المتوقع للشركات المدرجة مقارنة بالعائد المطلوب منها خلال الفترة 2017-2019.



ذ

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدولين السابقين

من خلال الشركة أعلاه والمقارنة بين العائد المطلوب لكل شركة وعائدها المتوقع يمكن أن نلاحظ بروز عائد شركة أو ام انفست يفوق العائد المطلوب منها بشكل كثير وهذا يبرر دخولها الحديث لبورصة الجزائر وعدم تجانس معطياتها مع بقية الشركات الأخرى.

بينما كل الشركات الأخرى كان عائدها المطلوب يفوق بكثير عائدها المتوقع ولو ينسب متفاوتة، وإن كانت أن سي أروبية هي التي سجلت أكبر فجوة بين عائدها وعائدها المتوقع وهذا ما يعكس عدم جاذبية كل الشركات باستثناء شركة او ام انفست للمستثمرين.

المطلب الثاني: قياس وتحليل مخاطر بورصة الجزائر

يتم قياس المخاطر الكلية التي يتم حسابها بدلالة الانحراف المعياري للعوائد المحققة من طرف كل شركة والذي يمثل جذر التباين، والمخاطر المنظمة من خلال حساب معامل بيتا الذي يعبر عن مدى حساسية عوائد الشركة تجاه عائد السوق، والذي يتم حسابه بقسمة التباين المشترك بيت عوائد الشركة وتباين عائد السوق، وفق التالية:

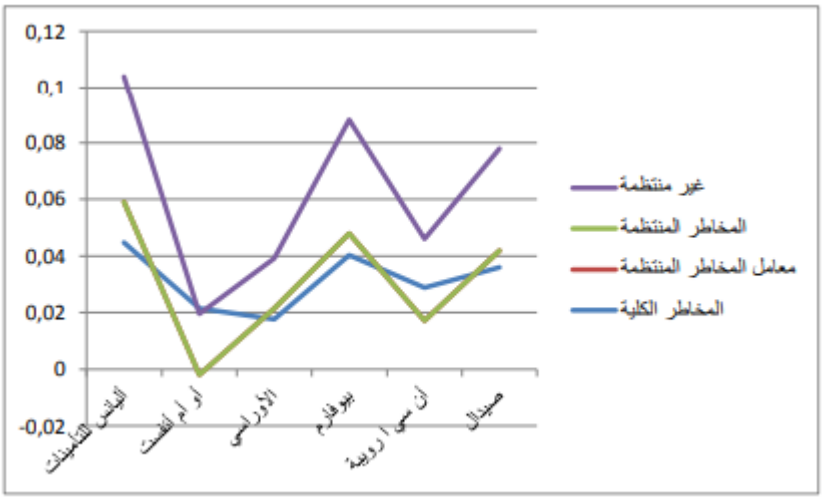
$$\beta = \frac{COV\ (R_J . R_m)}{VARm}$$

الجدول رقم(3-9): نتائج حساب المخاطر الكلية، المخاطر المنتظمة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

الشركات	المخاطر الكلية			المخاطر المنتظمة	المخاطر غير المنتظمة
اليانس للتأمينات	0.0447213	0.0144	0.0002	0.0000074	0.0447139
أو ام أنفست	0.0214622	-0.0234	0.0005	0.0000185	0.0214437
الأوراسي	0.01773809	0.0038	0.00001	0.00000037	0.01773772
بيوفارم	0.04029553	0.0076	0.00005	0.00000185	0.04029368
أن سي أروبية	0.0288006	-0.0116	0.0001	0.0000037	0.0287969
صيدال	0.03605551	0.0058	0.00003	0.00000111	0.360544
VARm	0.37				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بورصة الجزائر الشهرية والنتائج السابقة.

الشكل رقم(3-12): يمثل قيم المخاطر المنتظمة، غير المنتظمة، الكلية، معمل بيتا



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الجدول السابق.

تشكيل المحفظة المالية

المحفظة الممكن تشكيلها في بورصة الجزائر تكون مكونة من كل أو بعض الاسهم المدرجة فيها باوزان نسبية معينة، بحيث تحقق عائد موجب بمخاطر قليلة خاصة وان الاستثمار في شركة واحدة غير جذاب بناء على النتائج المحيوبة سابقا ومن خلال المقارنة بين العائد المطلوب والمتوقع لكل شركة.

وتتم عملية تشكيل المحفظة بمكوناتها وأوزانها باتباع الخطوات التالية:

تحديد الاسهم الممكن إدراجها في المحفظة:

تحديد علاوة المكافأة الى المخاطر باستخدام العلاقة التالية:

$$\beta = \frac{R_i - R_f}{\beta_i}$$

الجدول رقم(3-10): تحديد علاوة المكافأة للأسهم المدرجة في بوصة الجزائر

الشركات	R_i	R_f	β	T
اليانس للتأمينات	-0.0011	0.06	0.0144	-4.2382816
أو ام أنفست	0.2781	0.06	-0.0234	-9.31835845
الأوراسي	0.0015	0.06	0.0038	-15.482826
بيوفارم	0.025	0.06	0.0076	
أن سي أروبية	-0.014	0.06	-0.0116	
صيدال	0.0017	0.06	0.0058	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج السابقة

بعد القيام بحساب علاوة المكافئة إلى المخاطرة، سأقوم بترتيب القيم المحصل عليها تنازليا من الأكبر إلى الأصغر.

$$C^* = \frac{\delta m^2 \sum_{i=1}^{n} \frac{(R_I - Rf)\beta_i}{\delta i^2}}{1 + \delta m^2 \sum_{i-1}^{n} \frac{\beta i^2}{\delta i^2}}$$

الجدول رقم(3-11): يوضح نتائج حساب معدل القطع C للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال 2017-2019

الشركات	R_i	R_f	β	δm^2	β^2	$(R_I - Rf)/\beta$	$\frac{(R_{I-}Rf)\beta_i}{\delta i^2}$
اليانس للتأمينات	-0.14	0.06	-0.0116	0.0008	0.000134	0.0009	1.0700
أو ام أنفست	-0.0011	0.06	0.0144	0.002	0.00207	-0.0009	-0.4404
الأوراسي	0.0025	0.06	0.0076	0.0016	0.000057	-0.004	-0.2733
بيوفارم	0.2781	0.06	-0.0234	0.0004	0.000547	-0.0051	-12.7618
أن سي أروبية	0.0017	0.06	0.0058	0.0013	0.000033	-0.0003	-0.2594
صيدال	0.0015	0.06	0.0038	0.0003	0.000014	-0.0002	-7.368
VARm	0.037						

		C	T
0.0396	0.1675	0.2279	6.3972
-0.0163	1.035	-0.0152	-4.2383
-0.0101	0.0356	-0.2737	-7.5604
-0.4722	1.3675	-0.330	-9.2383
-0.0096	0.253	-0.3646	-10.0799
-0.0273	0.0466	-0.5633	-15.4828

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج مختلف الشركات المحسوبة سابقا.

بعد حساب معدل القطع، نقوم باختيار أكبر معدل قطع والذي يساوي 0.022 والذي يقابل شركة أن سي أ رويبة، و نلاحظ C^* لهذه الشركة أقل من **T**، وهي الشركة الوحيدة التي يتوفر فيها هذا الشرط وبالتالي سوف نقوم باستبعاد الشركات الأخرى نظرا لعدم توفرها على الشرط السابق، وبالتالي فأي مستثمر يريد الاستثمار في بورصة الجزائر سوف يستثمر في شركة ا نسي أروبية، وهنا يتم ضمها للمحفظة المالية التي سوف تحتوي على سهم واحد، وكان من الأجدر في بورصة الجزائر أن تكون كل الأسهم منضمة في المحفظة لقلة عددها وما ينجر عنه من إنخفاض في تكاليف تشكيلها ومتابعتها وكذا سهولة إدارتها، لكون عدد الشركات المدرجة فيها محدود جدا إلا أن وضع الشركات من حيث العائد والمخاطرة، استبعاد من الضم في المحفظة، وهذا ما يعطي انطباع الاستثمار في السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر)لازال بعيدا عن تطلعات المستثمرين وعن الأهداف المسطرة هنا .

والجدير بالذكر أن وجد معدل القطع سالب، يقود بنا إلى وجود أوزان نسبية سالبة مما يدفع بالمستثمرين إلى عمليات البيع والشراء على المكشوف وفي بورصة الجزائر لا وجود لعمليات الشراء والبيع المكشوفة.

تحديد الوزن النسبي للأسهم المدرجة في المحفظة: بما أنه توجد شركة واحدة في هذه المحفظة، فإن الوزن النسبي لشركة أن سي أ رويبة هو 100%.

الخلاصة:

تعد البورصة من أهم الميكانيزمات في تلقى اهتماما واسعا في مختلف الاقتصاديات المتقدمة والسائرة في طريق النمو، كونها دم أرضية جيدة لجذب الاستثمار سواء كان داخلي أو خارجي، وطني أو أجنبي، حيث أن البورصة الفعالة والنشطة تمنح نوعا من الثقة والأمان للمستثمرين الراغبين في دخول سوق معينة، حيث أنها تقدم لهم مختلف المعلومات الشفافة والواضحة وتمكنهم من اختيار استثماراتها لمقارنة بين مختلف الفرص المتاحة أمامهم، وهو ما تؤكده بورصات الدول القوية عالميا كبورصة نيويورك وبورصة.

وبعد تحليل بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2017-2021 باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر قيمة وحجم التداول، تطور مؤشر القيمة السوقية ومؤشر تطور الأسعار تم التوصل إلى انه هناك العديد من الإجراءات التي ينبغي اتخاذها في العديد من المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسة والدينية لمواجهة القصور والضعف الذي تعاني منه بورصة الجزائر

وقمنا بدراسة تطبيقية حول قياس وتحليل كل من العائد الفعلي المتوقع والمطلوب للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2017-2019، وتحليل النتائج المتوصل إليها، وكذا حساب عائد السوق بهدف المقارنة مع العوائد الأخرى، وكذا حساب المخاطر الموجودة في البورصة من مخاطر منتظمة كلية وغير منتظمة وذلك بالاعتماد على التقارير الشهرية للشركات المدرجة، ثم حاولت تشكيل محفظة منوعة من أسهم الشركات المتواجدة في البورصة، حيث توصلت إلى تشكيل محفظة مكونة من أسهم شركة واحدة في بورصة الجزائر وأنه لا وجود لمبدأ التنويع في بورصة الجزائر.

الخاتمة

ومن خلال ما سبق نستخلص أن سياسة واسراتيجية الاستثمار تعتبر من أكثر المواضيع توسعا وتشابكا لما لها من امتداد داخل المؤسسة وخارجها، ولقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمرا بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

الاستثمار في الأوراق المالية يتم من خلال بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة في سوق المال، له وجهان وجه يمثل العائد الذي يمكن تحقيقه والوجه الأخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله بهذا الاستثمار، ومن ثم فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد والمخاطر.

إن الإحاطة بجميع المخاطر ودراستها وتحليلها تعتبر عملية شاقة ومكلفة وغير مضمونة النتائج، وحتى يتمكن المستثمر التخلص من معظم المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية ينبغي عليه أن يقوم بعملية التنويع في محفظته المشكلة من الأسهم والسندات.

وباء على التغطية النظرية لجانب الموضوع والدراسة التطبيقية التي تمت على مستوى بورصة الجزائر، تم التوصل إلى جملة من النتائج إضافة إلى عدد من المقترحات المقدمة من اجل تفعيل وتنشيط الاستثمار في بورصة الجزائر، وفق ما يتضمن توفير الفرص الأمثل التي تمكن صاحب الفوائض المالية من استغلالها والتي تسهم في تحقيق التنمية والازدهار.

-نتائج اختبار الفرضيات:

4. تم إثبات صحة الفرضية الأولى: الاستثمار هو جلب المال سواء بالشكل المادي أو المالي بهدف تحقيق الربح، إستراتيجية الاستثمار فهي إن تقوم المؤسسة بعدة استراتيجيات في مجال الاستثمار حتى تحدد كمية ونوعية المواد التي يجب استثمارها على المدى الطويل لاكتساب المزيا التنافسية، وتعتبر هذه الإستراتيجية كبدائل أمام المؤسسة التي عليها اختيار ما يناسب إمكانيتها وأهدافها العامة ضمن الخطة الإستراتيجية المحددة.

5. تم إثبات صحة الفرضية الثانية: الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لعدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات، مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب الظروف الاقتصادية، المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم والسندات والعائد الخالي من المخاطرة وعلى الاستثمار.

3. تم إثبات صحة الفرضية الثالثة: أن تناسب العوائد التي تحققها الأدوات المدرجة في بورصة الجزائر مع المخاطر التي ترافقها.

- نتائج الدراسة :

1. إن الهدف من الاستثمار أساسا هو تحقيق أكبر قدر من العوائد بالاستغلال أحسن الفرص الاستثمارية المتاحة، ولكن أغلب عوائد الشركة المدرجة في بورصة الجزائر ضعيفة جدا مقارنة بالعوائد المطلوبة.

2. ضعف الثقافة الاستثمارية للمستثمرين، وهذا ما انعكس في قلة أحجام التداول سواء بالنسبة للعرض أو الطلب لكل الشركات.

3. قلة العرض والطلب على الأوراق المالية مما يجعل في غالب الأحيان الأسعار تبدو مستقرة إلا أنها تعكس توازن السوق او استقرار التعامل.

4. عدم تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

5. تذبذب في أداء بورصة الجزائر.

– الاقتراحات:

بناءا على النتائج المتوصل إليها، يمكننا تقديم بعض الاقتراحات التي تخص تحسين الخدمات المصرفية للبنوك التجارية وبالتالي زيادة قدرتها التنافسية، نوجزها في ما يلي:

1. العمل على زيادة الوعي الاستثماري في الوراق المالية مما يساعد على زيادة الاستثمارات فيها

2. تنويع الأدوات المالية في بورصة الجزائر مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الوراق التي يرغب فيها وهذا يؤدي إلى زيادة عدد المستثمرين في البورصة.

3. إعادة النظر في عدد الشركات المدرجة في البورصة والعمل على استقطاب عدد أكبر عن طريق تسهيل عملية الإدراج والتعامل في البورصة.

4. توعية المستثمرين وتوجيههم نحو الاستثمارات التي تتماشى ورغباتهم وتسهيل طريقة التعامل معهم.

– آفاق الدراسة:

نتناول فيها بعض النقاط التي نراها جديرة لتكون أفاق بحث جديدة:

1. إستراتيجية الاستثمار بالأوراق المالية في بورصة الجزائر وبورصة عمان من الناحية الاقتصادية والمالية والسياسية.

2. المضاربة والاستثمار في الأسواق المالية دراسة حالة الجزائر.

3. تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة الاستثمارية.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية.

❖ **الكتب:**

1. أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار معتز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.

2. احمد زكريا، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1993.

3. أحمد زكريا، مبادئ الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المنافع للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

4. احمد زكريا، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثاني: الأردن، 2003.

5. [1]أحمد محمد لطفي احمد، معاملات البورصة(بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.

6. أحمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، الأردن، 2006.

7. ادم مهدي احمد، الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية، الشركة العالمية للطباعة والنشر، مصر، 1999.

8. ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دون دار النشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.

9. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010 .

10. ابراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسة الاقتصادية، ابوضبي، 2010.

11. بريبش السيعيد، الاقتصاد الكلي، نظريات نماذج وتمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007.

12. جبار لزفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات، دار المدى للنشر، عين مليلة، الجزائر، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2011.

13. جون مينارد كينز، النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود، ترجمة الهام عيداروس، هيئة أبو ظبي للثقافة والتراث، كلمة، ابوظبي ، الطبعة الأولى، 2010.

14. حسن عمر، الاستثمار والعولمة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2000.

15. حسن عمر، تطور الفكر الاقتصادي، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، مصر، 1994

16. عدنان داود، محمد العذاري، الاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية والتنمية المستدامة في بعض الدول الإسلامية، دار إيداء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2016.

17. دريب كامل أل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

18. زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.

19. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، دون سنة.

20. زينب عوض الله ، أسامة محمد الفولي، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت،2003.

21. صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2003.

22. رضا صاحي ابو حمد، الخطوط الكبرى في الاقتصاد الوضعي، دار محدلاوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن.

23. طاهر حيدر حردان، إدارة الاستثمار، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن.

24. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 1997.

25. عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2006.

26. عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ، الأردن، 2010.

27. عبد الله طاهر، بشير الزعبي، عبد الله يوسف، مبادئ الاقتصاد الأسياسي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، دون سنة.

28. عبد الله مالكي، إستراتيجية تشجيع الاستثمارات الخارجية في الأردن، الطبعة الأولى،1974.

29. عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعة، مصر، 2010.

30. عبد المنعم السيد علي، نزار الدين العيسي، النقود والمصاريف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.

31. عصام مندور عمر، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل المتغيرات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2003.

32. عقيل جاسم، مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد، مصر، 1999.

33. عمر صحري، تحليل الاقتصاد الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2005.

34. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر، الأردن، 2008.

35. فليح حسن خلف، النظم الاقتصادية، عالم الكتب الحديثة ودار الكتاب العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008،.

36. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

37. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

38. مبارك بن سلميان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي للاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز،2010.

39. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009.

40. محمد الشريف المان، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزء الأول، الجزائر.

41. محمد براق، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، دراسة اقتصادية، العدد الثامن، دون سنة.

42. محمد دويدار، مبادئ الاقتصاد السياسي، الطبعة الأولى، الجزء الأول، مصر، 1993.

43. محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان ، جلال العبد، تحليل وتقيم الأوراق المالية، الدار الجامعة، مصر، 2002.

44. محمد عمر أبو عبيدة، عبد الحميد شعبان، تاريخ الفكر الاقتصادي، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون، مصر، 2009.

45. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.

46. محمود حسين الوادي، كاظم جاسم العيساوي، الاقتصاد الكلي تحليل نظري وتطبيقي، دار المسير للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.

47. مصطفى يوسف كافي، الأسواق المالية والنقدية، دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، 2016.

48. نور الدين حباية، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.

49. هندي منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشآت المعارف، مصر، 1999.

50. وليد محمد علي كرمون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2012.

❖ **الأطروحات والرسائل الجامعية والمذكرات:**

- **أطروحات الدكتوراه:**

1. الاغا تغريد، دراسة تحليلية لمعوقات وسبل تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2015-2016

2. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في الدول النامية، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2013/2012.

3. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006/2005.

4. جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية –دراسة مقارنة بين سوقين، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2016.

5. جهرة شنافة، اثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف -1-، الجزائر، 2017-2018.

6. ربيعة عبو، دور نماذج التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية في ظل أزمات الأسواق المالية- دراسة حالة الأسواق المالية العربية الناشئة-، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية ،التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بولعي الشلف، الجزائر، 2020/12/02.

7. رفيق شرياق، دراسة الأساليب الاستثمارية للبنوك الإسلامية وأثرها على سوق الأوراق المالية –دراسة حالة-، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 2015.

8. رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثرها على فرص التنويع الاستثماري، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر- باتنة-، الجزائر، 2015/2014.

9. سعيداني سعاد، اثر الاستثمار الصناعي في تحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة الجزائر في الفترة 2004-2018، مذكرة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس-المدية-، الجزائر، 2020-2021.

- **مذكرات الماجستير:**

1. اعمري خالد، اثر الاستثمار الخاص على التنمية الاقتصادية في الجزائر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر –باتنة-، الجزائر، 2014-2015.

2. بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الاوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013-2014.

3. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات–من وجهة نظر إسلامية–، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر –بسكرة–، الجزائر، 2007–2008.

4. بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري–دراسة حالة بنك BNP PARIBAS–، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري– قسنطينة، الجزائر، 2007/2006.

5. بوغزالة محمد نجلاء، الاستثمار الخاص في الجزائر 2010/90، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002.

6. تقنية الياس، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003–2004.

7. دانيا ابراهيم غيا، دور المشتقات المالية كادوات للتحوط التعاقدي تجاه المخاطر المالية ومدى إمكانية تطبيقها في المصارف السورية، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2013.

8. ربيع بوصبيع العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط فسي السوق المالي القطري للفترة 2007–2011، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، بورقلة، 2012/2011.

9. سي عفيف البشير، عوامل جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر –دراسة حسب نموذج الجاذبية–، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران 2، الجزائر، 2015–2016.

10. علي العمودي، سوق الأوراق المتداولة ودورها في تحقيق القيمة الاقتصادية –حالة تطبيقية لحالة سوق المالي (بورصة الجزائر)–، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.

11. قنوش مولود، دور النظام المحاسبي المالي في كفاءة سوق الأوراق المالية–دراسة حالة الجزائر–، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014–2015.

12. مصلة يحي، دور تحسين مناخ الأعمال في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر –دراسة مقارنة بين الجزائر وبولونيا–، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس –سطيف–، الجزائر، 2011–2012.

13. نبيل خميل، طو سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

– مذكرات الماستر

1. أحلام عنكوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية "دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2013–2014.

2. اسيا زهار، دور حوكمت الشركات في ترشيد السلوك المالي للمستثمرين في الأسواق المالية، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعرريج، الجزائر، 2014-2015.

3. اشراق حميدة، سمية بلفركوس، فرص الاستثمار في بورصة الجزائر –دراسة تحليلية للعائد والمخاطرة 2017-2019–، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير –برج بوعريرج–، الجزائر، 2018-2019.

4. بن زيد عبد القادر، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر 22010-2017، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس المدية، الجزائر، 2017-2018.

5. ثابت هاجر، مالة البشير، دور المشتقات المالية في الأزمات –دراسة تحليلية لازمة المالية العالمية 2008–، مذكرة ماستر، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة، الجزائر، 2017-2018.

6. جدي الربيع، السياسة الضريبية وتاثيرها في دعم وتطوير الاستثمار في الجزائر، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، دامعة محمد بوضياف –المسيلة–، الجزائر، 2015-2016.

7. حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ام البواقي، الجزائر، 2014-2015.

8. رحماني أسمهان، بوخليفة كريمة، دور الامتيازات الجبائية في دعم الاستثمار المحلي دراسة حالة الصندوق الوطني للتامين عن البطالة CNACوالوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب – ANSEJ برج بوعريريج، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، الجزائر، 2018-2019.

9. زقيم ايمان، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1985-2015 بستخدام نموذج تصحيح الخطأ المتعدد VECM، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2016-2017.

10. زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الاستثمارية، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر،2014-2015.

11. زيقم ايمان، دراسة قياسية لمحددات الاستثمار في الجزائر خلال الفترة 1985-2015 يستخدام نموذج تصحيح الخطأ المتعدد VECM، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2016-2017.

12. شعباني زوليخة، دور الامتيازات الجبائية في جذب الاستثمار في الجزائر، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015-2016.

13. شعنبي عابد، الاستثمار الأجنبي المباشر والمحددات الاقتصادية في الجزائر مابين 1996-2016، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر، 2018-2019.

14. شنوف صابرينة لميس، تحسين الاستثمار كآلية لترقية الاستثمار المحلي في الجزائر (2010-2017) –دراسة حالة ولاية المدية–، مذكرة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس بالمدية، الجزائر، 2017-2018.

15. عبد الباسط حداد،دور الجماعات الإقليمية في تدعيم الاستثمار المحلي، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013.

16. كركوب حورية، دور الإصلاحات الضريبية في دعم وترقية الاستثمار المحلي في الجزائر "دراسة حالة ولاية مستغانم"، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، 2016-2017.

17. مداني نوال، شركات المساهمة ودورها في تفعيل الاستثمار، مذكرة ماستر، كلية الحقوق والعلوم مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، الجزائر، 2015-2016.السياسية، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2013-2014.

- **مذكرات الدراسات العليا:**

1. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة الدراسات العليا المتخصصة PGS، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2007.

❖ **المقالات والمجلات :**

1. جمام محمود، دباش اميرة، دور الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بالجزائر في جذب الاستثمار الأجنبي بالاستخدام الحوافز الجبائية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الرابع، ديسمبر2015،

2. . شحاتة عبد المطلب حسن احمد، مدى مشروعية التعامل بالأسهم من منظور الفقه الإسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بكفر الشيخ، العدد الثاني، المجلد الخامس، 2017.

3. عبد العظيم ابوزيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 26، العدد3، قطر، 2014.

❖ **المواقع الالكترونية**

1. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وتقرير Rapport d'activité لسنتي 2015 و 2016 عن شركة تسيير بورصة القيم.

2. https://www.asjp.cerist.dz

3. https://mawdoo3.com
4. https://www.almaal.org/paper-currency
5. www.sgbv.dz

❖ الكتب باللغة الأجنبية:

1. Alain BRUNO et Christian ELLEBOODE ; Dictionnaire d'économie et des sciences sociales, 2eme édition, 2010, édition Ellipse, PARIS

2. Denis Bavusiaux, **décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise**,economica, France ,1990.

3. V. Horne & Autre, **Fundamentals of Financial Management**,12th edition, Prentice–Hall, Inc, London, 2005.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 1: تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2017.



النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر ديسمبر قدر بـ 251,55%، حيث بلغت قيمة المعاملات 51 895 600 دج ، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 14 761 880 دج.

كذلك انتقل حجم التداول من 18 972 سهم في شهر نوفمبر إلى 51 181 سهم في شهر ديسمبر مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدره 169,77% .

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
ديسمبر 2017

البيانات	نوفمبر	ديسمبر	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	295	193	-34,58%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	97 991	86 286	-11,94%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	187 237	147 479	-21,23%
قيمة التداول (دج)	14 761 880	51 895 600	251,55%
حجم التداول	18 972	51 181	169,77%
عدد الصفقات	36	40	11,11%
المعدل اليومي للصفقات	4	5	25,00%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1 640 208,89	6 486 950	295,49%
المعدل اليومي لحجم التداول	2 108	6 397,625	203,49%

مؤشرات أسعار بورصـــــــــــــة الجزائر
ديسمبر 2017

الأسهم	اعلى سعر(دج)	ادنى سعر (دج)	معدل السعر(دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتامينات	420	410	415	417,56
الأوراسي	515	495	512,5	495,00
بيوفارم	1 050	1 020	1 041,87	1 040,11
آن سي آ روبية	300	300	300	300,00
صيدال	660	660	660	660,00

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المنقولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
أليانس للتامينات	1 487	620 920	7
الأوراسي	10	4 950	1
بيوفارم	48 684	50 969 730	27
ان سي ا روبيه	1 000	300 000	5
صيدال	-	-	-
المجموع	51 181	51 895 600	40

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	402	-
بنك التنمية المحلية	-	-	4 400	-
بنك الجزائر الخارجي	-	-	5 124	-
البنك الوطني الجزائري	60	-	20	-
بي آن بي باريبا الجزائر	50 863	-	35 809	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	5 291	-
القرض الشعبي الجزائري	258	-	135	-
سوسيتي جنيرال	-	-	-	-
تل ماركتس	-	-	-	-

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	166 260	-
بنك التنمية المحلية	-	-	4 608 000	-
بنك الجزائر الخارجي	-	-	5 266 680	-
البنك الوطني الجزائري	25 950	-	21 000	-
بي آن بي باريبا الجزائر	51 763 870	-	36 759 940	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	5 016 270	-
القرض الشعبي الجزائري	105 780	-	57 450	-
سوسيتي جنيرال	-	-	-	-
تل ماركتس	-	-	-	-

الملحق رقم 2: تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2018.



النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر ديسمبر قدر بـ 153,91%، حيث بلغت قيمة المعاملات 16 667 458 دج ، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 6 564 283 دج.

كذلك انتقل حجم التداول من 8 217 سهم في شهر نوفمبر إلى 17 480 سهم في شهر نوفمبر مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 112,73%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
ديسمبر 2018

البيانات	نوفمبر 2018	ديسمبر 2018	التغير %
عدد أيام التداول	12	13	-
عدد الأوامر	329	395	20,06%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	66 093	264 522	300,23%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	2 026 137	129 643	-93,60%
قيمة التداول (دج)	6 564 283	16 667 458	153,91%
حجم التداول	8 217	17 480	112,73%
عدد الصفقات	26	38	46,15%
المعدل اليومي للصفقات	2,16	2,92	34,91%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	547 021,91	1 282 112,15	134,38%
المعدل اليومي لحجم التداول	684,75	1 344,61	96,37%

مؤشرات أسعار بورصـــــــــــة الجزائر
ديسمبر 2018

الأسهم	اعلى سعر(دج)	ادنى سعر (دج)	معدل السعر(دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
آليانس للتامينات	427	426	426,69	427,00
اوام انفست	300	300	300,00	300,00
الأوراسي	525	525	525,00	525,00
بيوفارم	1 230	1 140	1158,5	1150,04
آن سي آ رويبة	-	-	-	-
صيدال	635	635	635,00	635,00

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المتداولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
اليانس للتامينات	1 779	759 633	4
اوام انفست	1 100	330 000	4
الأوراسي	1 423	747 075	6
بيوفارم	12 548	14 430 700	16
آن سي آ رويبة	-	-	-
صيدال	630	400 050	8
المجموع	17 480	16 667 458	38

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	1 543	-
بنك التنمية المحلية	3 000	-	100	-
بنك الجزائر الخارجي	100	-	9 743	-
البنك الوطني الجزائري	3 060	-	700	-
بي أن بي باريبا الجزائر	7 523	-	1 910	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	825	-	1 800	-
القرض الشعبي الجزائري	1 872	-	1 434	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	50	-
تال ماركتس	1 100	-	200	-

نشـاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التـداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	721 261	-
بنك التنمية المحلية	3 450 000	-	63 500	-
بنك الجزائر الخارجي	52 500	-	10 998 100	-
البنك الوطني الجزائري	1 432 158	-	805 000	-
بي أن بي باريبا الجزائر	8 651 450	-	1 431 500	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	949 250	-	1 811 125	-
القرض الشعبي الجزائري	1 802 100	-	717 472	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	59 500	-
تال ماركتس	330 000	-	60 000	-

الملحق رقم 3: تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2019.



النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر ديسمبر، حيث بلغت قيمة المعاملات 685 668 3 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 144 001 25 دج أي ارتفاع محسوس قدره 85,32%.

كذلك انتقل حجم التداول من 680 25 سهم في شهر نوفمبر إلى 053 5 سهم في شهر ديسمبر مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدرها 80,32%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
ديسمبر 2019

البيانات	نوفمبر 2019	ديسمبر 2019	التغير %
عدد أيام التداول	12	12	-
عدد الأوامر	364	189	-48,07
حجم الأوامر المعروضة للشراء	168 071	160 997	-4,20
حجم الأوامر المعروضة للبيع	614 026	116 807	-80,97
قيمة التداول (دج)	25 001 144	3 668 685	-85,32
حجم التداول	25 680	5 053	-80,32
عدد الصفقات	45	16	-64,44
المعدل اليومي للصفقات	3,75	1,33	-64,53
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	2 083 428,7	305 723,75	-85,32
المعدل اليومي لحجم التداول	2 140	421,08	-80,32

مؤشرات أسعار بورصـــــــــــــة الجزائر
ديسمبر 2019

الأسهم	اعلى سعر (دج)	ادنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتامينات	418,00	417,00	417,58	417,54
اوام النفست	-	-	-	-
الأوراسي	-	-	-	-
بيوفارم	1 210,00	1 209,00	1 209,16	1 209,27
أن سي أ رويبة	218,00	218,00	218,00	218,00
صيدال	580,00	580,00	580,00	580,00

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المتداولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
أليانس للتامينات	2 264	945 320	7
اوام النفست	-	-	-
الأوراسي	-	-	-
بيوفارم	1 901	2 298 825	6
أن سي أ رويبة	250	54 500	1
صيدال	638	370 040	2
المجموع	5 053	3 668 685	16

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	250	-
بنك التنمية المحلية	-	-	2064	-
بنك الجزائر الخارجي	-	-	700	-
البنك الوطني الجزائري	525	-	200	-
بي أن بي باريبا الجزائر	766	-	16	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	540	-	985	-
القرض الشعبي الجزائري	3222	-	838	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	54 500	-
بنك التنمية المحلية	-	-	861 720	-
بنك الجزائر الخارجي	-	-	688 600	-
البنك الوطني الجزائري	219 450	-	241 800	-
بي أن بي باريبا الجزائر	678 860	-	19 360	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	225 247	-	1 190 865	-
القرض الشعبي الجزائري	2 545 128	-	611 840	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-

الملحق رقم 4: تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2020.



النشاط العام

عرف بورصة الجزائر ادراج حق التخصيص في التسعيرة الرسمية لسهم أليانس للتأمينات خلال شهر ديسمبر لغرض تداوله وهذا جزاء رفع رأس مال الشركة من خلال دمج جزء من الاحتياطات.

كما شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر ديسمبر، حيث بلغت قيمة المعاملات 2 639 068 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 5 607 850 دج أي انخفاض قدره 52,93%.

كذلك انتقل حجم التداول من 8 253 سهم في شهر نوفمبر إلى 3 150 سهم في شهر نوفمبر مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدرها 61,83%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
ديسمبر 2020

البيانات	نوفمبر 2020	ديسمبر 2020	التغير %
عدد أيام التداول	13	14	-
عدد الأوامر	143	200	39,86
حجم الأوامر المعروضة للشراء	77 985	73 430	-5,84
حجم الأوامر المعروضة للبيع	24 032	65 207	171,33
قيمة التداول (دج)	5 607850	2 639 068	-52,93
حجم التداول	8 253	3 150	-61,83
عدد الصفقات	22	13	-40,90
المعدل اليومي للصفقات	1,69	0,92	-45,56
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	431 373,07	400 560,71	-7 ,14
المعدل اليومي لحجم التداول	634,84	225	-64,55

مؤشرات أسعار بورصـــــــــــة الجزائر
ديسمبر 2020

الأسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتامينات	384,00	240,00	331,92	384,00
اوام اتفست	-	-	-	-
الأوراسي	561	550	553,92	552,66
بيوفارم	1 225,00	1 168,00	1 200,57	1 188,61
صيدال	552,00	552,00	552,00	-
حق تخصيص اليانس للتامينات 2020/09/10 5/3	-	-	-	-

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المنقولة	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
الأسهم			
أليانس للتامينات	1 243	477 312	3
اوام اتفست	-	-	-
الأوراسي	165	91 190	3
بيوفارم	1 742	2 070 566	7
صيدال	-	-	-
حق تخصيص اليانس للتامينات 2020/09/10 5/3	-	-	-
المجموع	3 150	2 639 068	13

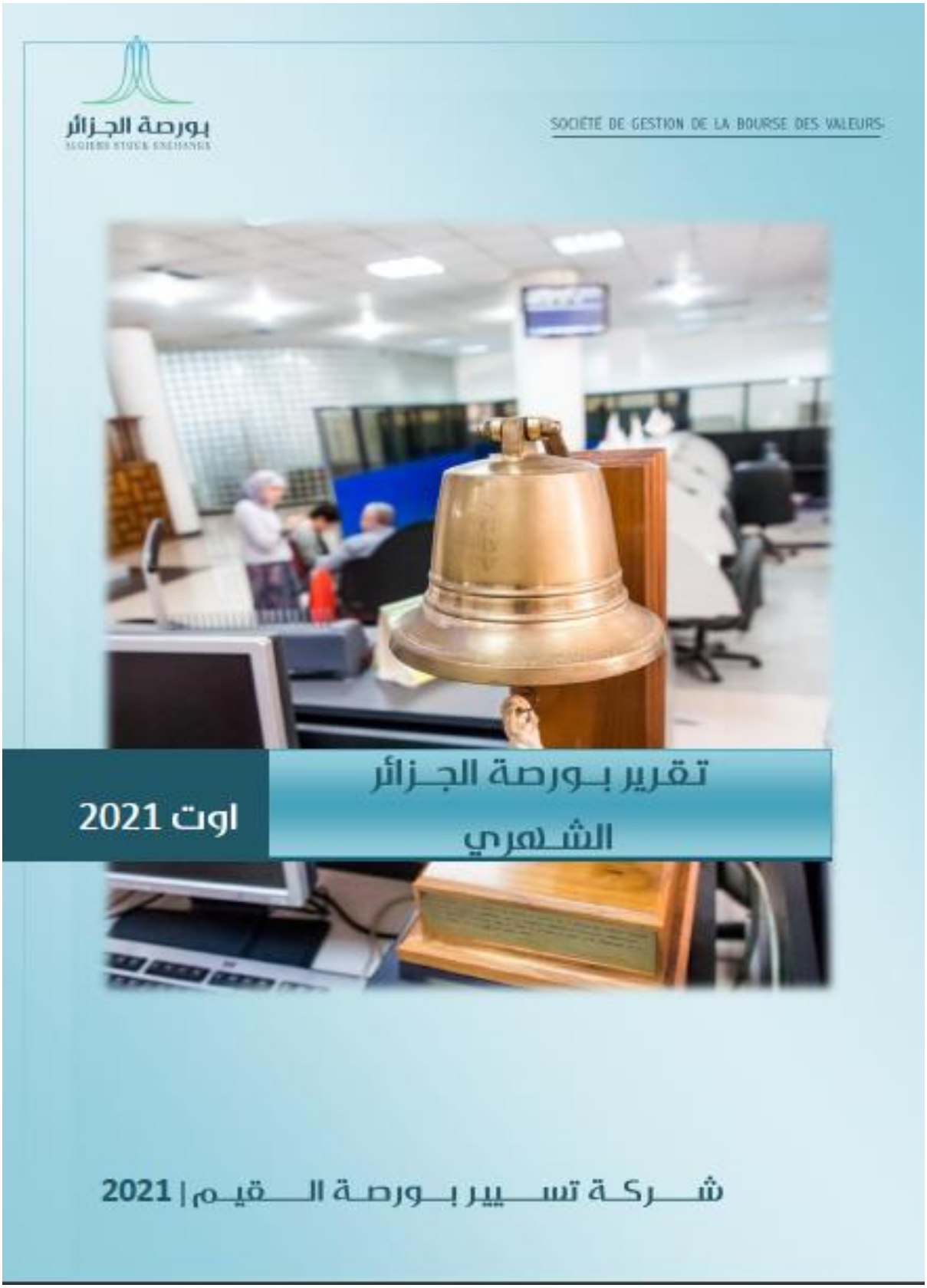
نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجـم التـداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	-	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	789	-	1 120	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	62	-
بي آن بي باريبا الجزائر	755	130	500	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	100	-
القرض الشعبي الجزائري	1 048	-	1 368	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	428	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-

نشـاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التـداول دج)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	-	-
بنك التنمية المحلية	-	-	1 411 986	-
بنك الجزائر الخارجي	856 662	-	1 285 590	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	72 416	-
بي آن بي باريبا الجزائر	720 820	159 250	612 500	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	122 500	-
القرض الشعبي الجزائري	402 432	-	546 062	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	499 904	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-

الملحق رقم 5: تقرير بورصة الجزائر الشهري لسنة 2021.



النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضاخلال شهر اوت حيث بلغت قيمة المعاملات 2 378 940 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 13 213 380 دج أي انخفاض قدره 82,00%-.

كذلك انتقل حجم التداول من 11 034 سهم في شهر جويلية إلى 2 930 سهم في شهر اوت مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدرها 73,45- %.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر
أوت 2021

البيانات	جويلية 2021	أوت 2021	التغير %
عدد أيام التداول	12	13	-
عدد الأوامر	164	81	-50,61%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	47 219	50 961	7,92%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	51 840	49 404	-4,70%
قيمة التداول (دج)	13 213 380	2 378 940	-82,00%
حجم التداول	11 034	2 930	-73,45%
عدد الصفقات	46	8	-82,61%
المعدل اليومي للصفقات	3,83	0,62	-83,95%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1 101 115	182 995	-83,38%
المعدل اليومي لحجم التداول	919,5	225,4	-75,49%

مؤشرات أسعار بورصـــــــــة الجزائر
أوت 2021

الأسهم	أعلى سعر(دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر(دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتامينات	236	225	233,46	236
اوام انفست	-	-	-	-
الأوراسي	-	-	-	-
بيوفارم	1168	1158	1 159,53	1167,92
صيدال	543	543	543	543

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

القيم المنقولة / الأسهم	حجم التداول	قيمة التداول (دج)	عدد الصفقات
أليانس للتأمينات	100	23 600	1
إيرام الشمال	-	-	-
الأوراسي	-	-	-
بيوفارم	1310	1 529 980	2
حيدال	1 520	825 360	5
المجموع	**2 930**	**2 378 940**	**8**

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	-	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	-	-	1300	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	-	-
بي أن بي باريبا الجزائر	1310	-	10	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط- بنك	-	-	-	-
القرض الشعبي الجزائري	1 600	-	1620	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-
السلام بنك	20	-	-	-

نشـاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التـداول دج)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	-	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	-	-	1 518 400	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	-	-
بي أن بي باريبا الجزائر	1 529 980	-	11 580	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	-	-	-	-
القرض الشعبي الجزائري	838 100	-	848 960	-
سوسيتي جنيرال الجزائر	-	-	-	-
تال ماركتس	-	-	-	-
السلام بنك	10 860	-	-	-