



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة زيان عاشور الجلفة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

التخصص: دراسات مالية واقتصادية

الشعبة: علوم اقتصادية

العنوان

دور استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية في تنشيط بورصة الجزائر

(دراسة تحليلية مقارنة مع بورصات بعض الدول العربية)

من إعداد:

عماري تقي الدين

المناقشة بتاريخ 2022/06/09 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة الجلفة	أستاذ	الجودي محمد علي
مشرفا ومقررا	جامعة الجلفة	أستاذ	نوي طه حسين
مشرفا مساعدا	جامعة الجلفة	أستاذ	حديدي آدم
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر أ	مروش يوسف
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر أ	شيبوط سليمان
ممتحنا	جامعة الأغواط	أستاذ	بوجلال أحمد
ممتحنا	جامعة الأغواط	أستاذ	مخلوفي الطاهر

السنة الجامعية: 2022/2021



Ministry of Higher Education and Scientific Research



Ziane Achour University of Djelfa

Faculty of Economic Sciences, Commercial Sciences and Management Sciences

Department of Economic Sciences

PhD Thesis Third Phase

Division: of Economic Sciences

Specialty: Economic and Financial Studies

Title:

The role of investing the funds of institutions with financial surpluses in
revitalizing the Algerian Stock Exchange
(An analytical study compared to the stock exchanges of some Arab countries)

Prepared by:

AMMARI TAKI EDDINE

Discussed and publicly approved on: 09/06/2022 By the committee composed of:

Al-Judy Mohamed Ali	Professor	University of Djelfa	Président
Nawi Taha Hussein	Professor	University of Djelfa	rapporteur
Hadidi Adem	Professor	University of Djelfa	Assistant Supervisor
Maroush Youssef	Lecturer Class - A -	University of Djelfa	Examiner
Shaybout Suleiman	Lecturer Class - A -	University of Djelfa	Examiner
Boudjlel ahmed	Professor	University of Laghouat	Examiner
Makhloufi Al-Taher	Professor	University of Laghouat	Examiner

University Year: 2021/2022

أقربنا

إلى أئمة وأصحاب الناس إلى قلبي بعد سيدنا وحبيبنا محمد صلى الله عليه وسلم، إلى الذين قال

فيهما خالق السماوات والأرض: "وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيراً".

إلى رمز الصمود والكفاح، عزة النفس والكبرياء، إلى النبي علمني الاعتماد على النفس

وبعث في روحي حب التعلم والمضي قدماً إلى الأمام ومتابعة في كل المسار الدراسي بكل

حنانة واهتمام

إلى أبي الغالي حفظكم الله في.

إلى صاحبة أكبر قلب عرفت في حياتي، الناس النبي أفاضني بها حافواً. إلى رمز الصبر والعطاء

سبب تقني بنفسي، حبيبي وقرّة عيني.

إلى أمي الغالية أدامك الله في ورعائك.

إلى كل إخوتي وأخواتي الذين عاشوا معي تحت سقف واحد حفظكم الله ورعاكم

وإلى كل من عرفته معرفة خبير واحترام

إلى النبي أكتبها في النهاية وهي في قلبي البدرانية الجزائر الحبيبة حانت لنا في أمن وسلام.

تقني الدين.

شكر

انطلاقاً من قول الرسول ﷺ: «لَا يَشْكُرُ النَّاسَ إِلَّا يَشْكُرَ اللَّهُ»

أتقدم بجزيل الشكر لأستاذي **الفضليين**:

البروفيسور: نوي طه حسين، والبروفيسور: حديدي آدم

على كل ما قدمه لي في سبيل إنجاز هذا العمل.

كما أشكر جزيل الشكر أساتذتي أعضاء هيئة المناقشة

وكل من كان له فضل علي في إنجاز هذا الجهد العلمي

جزاهم الله عني كل خير.

فانما
بهر ما
ما

فانما
بهر ما
ما

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
IV	إهداء
IV	تشكرات
IV	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
IV	ملخص
٥	مقدمة
14	الفصل الأول: تأصيل نظري حول الاستثمار
15	تمهيد
16	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار
16	المطلب الأول: تعريف الاستثمار
22	المطلب الثاني: أنواع الاستثمار وأهدافه
29	المطلب الثالث: خصائص الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه
31	المطلب الرابع: مبادئ الاستثمار وأدواته
39	المبحث الثاني: الاستثمار في المحفظة المالية
39	المطلب الأول: أهمية المحفظة المالية
43	المطلب الثاني: أهمية وأهداف الاستثمار في المحفظة المالية
46	المطلب الثالث: سياسات الاستثمار في المحفظة المالية
47	المطلب الرابع: أسس تكوين المحفظة المالية
54	المبحث الثالث: المناخ الاستثماري
54	المطلب الأول: ماهية مناخ الاستثمار
59	المطلب الثاني: مكونات مناخ المشجع على الاستثمار
65	المطلب الثالث: مؤشرات تقييم مناخ الاستثمار
70	المطلب الرابع: سياسات تحسين مناخ الاستثمار
75	المبحث الرابع: واقع الاستثمار في الجزائر

75	المطلب الأول: السياسات الحكومية المطبقة من أجل ترقية الاستثمار
86	المطلب الثاني: توزيع الاستثمار في الجزائر
93	المطلب الثالث: معوقات الاستثمار في الجزائر
99	المطلب الرابع: تشجيع الاستثمار في الجزائر
105	خلاصة الفصل الأول
/	الفصل الثاني: البورصة
107	تمهيد
108	المبحث الأول: أساسيات حول البورصة
108	المطلب الأول: نشأة البورصة وتعريفها
113	المطلب الثاني: أهمية البورصة، وظائفها وأنوعها
119	المطلب الثالث: موقع البورصة في سوق الأوراق المالية وشروط قيامها
122	المطلب الرابع: إجراءات وقواعد التعامل في البورصات
124	المبحث الثاني: سير وتنظيم عمل البورصة
124	المطلب الأول: المتدخلون في البورصة
129	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في البورصة
142	المطلب الثالث: عمليات الأوامر وتكاليف الاستثمار في البورصة
147	المطلب الرابع: تسعير الأوراق المالية في البورصة
150	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات التحليل في البورصة
150	المطلب الأول: تعريف كفاءة البورصة، شروطه وأنوعها
156	المطلب الثاني: المعلومات وطرق تحليلها في البورصة
160	المطلب الثالث: مؤشرات التحليل في البورصة
162	المطلب الرابع: الطرق المستخدمة في بناء المؤشر وحسابه
168	المبحث الرابع: بورصة الجزائر
168	المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر
172	المطلب الثاني: تعريف وأهمية بورصة الجزائر
183	المطلب الثالث: معوقات سير بورصة الجزائر
188	المطلب الرابع: آليات وسبل تفعيل سير بورصة الجزائر
193	خلاصة الفصل الثاني

/	الفصل الثالث: المؤسسات ذات الفوائض المالية
195	تمهيد
196	المبحث الأول: مدخل عام حول المؤسسات ذات الفوائض المالية
196	المطلب الأول: تعريف المؤسسات المالية
199	المطلب الثاني: أهمية المؤسسات المالية والنشاطات المميزة لها
202	المطلب الثالث: أنواع المؤسسات المالية
205	المطلب الرابع: أهداف ومهام المؤسسات المالية
/	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار كوجه من أوجه استثمار أموال المؤسسات ذات
209	الفوائض المالية
210	المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار
213	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار
216	المطلب الثالث: أهمية صناديق الاستثمار
218	المطلب الرابع: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار
222	المبحث الثالث: المؤسسات ذات الفوائض المالية الناشطة في الجزائر
222	المطلب الأول: البنوك
230	المطلب الثاني: صناديق الضمان الاجتماعي
232	المطلب الثالث: شركات التأمين
238	المطلب الرابع: صندوق التقاعد
243	خلاصة الفصل الثالث
/	الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبعض بورصات الدول العربية
245	تمهيد
246	المبحث الأول: دراسة تجربة بورصة السعودية
246	المطلب الأول: ماهية بورصة السعودية
249	المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة السعودية
256	المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة السعودية
260	المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع البنوك في بورصة السعودية
262	المبحث الثاني: دراسة تجربة بورصة الأردن
263	المطلب الأول: ماهية بورصة الأردن

265	المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة الأردن
271	المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة الأردن
275	المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع الضمان الاجتماعي في بورصة الأردن
282	المبحث الثالث: دراسة تجربة بورصة المغرب
282	المطلب الأول: ماهية بورصة المغرب
286	المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة المغرب
291	المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة المغرب
294	المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع التأمين في بورصة المغرب
296	المبحث الرابع: دراسة نتائج مقارنة بورصة الجزائر مع بعض بورصات الدول العربية
/	المطلب الأول: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية في قطاع البنوك
297 (2021-2009)
/	المطلب الثاني: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الأردن في قطاع الضمان
301	الاجتماعي (2021-2016)
306	المطلب الثالث: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة المغرب في قطاع التأمين..
/	المطلب الرابع: نتائج الدراسات المقارنة السابقة بين بورصة الجزائر ومختلف
310	البورصات العربية محل الدراسة
315 خلاصة الفصل الرابع
317 الخاتمة
325 قائمة المراجع

فانما
بهر ما
ما سر

دجبر
دو
ما سر

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
87	توزيع الاستثمارات في الجزائر حسب الملكية خلال الفترة (2016/2002)	01
89	توزيع الاستثمارات في الجزائر حسب طبيعة النشاط خلال الفترة (2016/2002)	02
92	توزيع الاستثمارات في الجزائر حسب جنسية المستثمر خلال الفترة (2016/2002) ..	03
163	طريقة حساب الأوزان النسبية	04
164	كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر في ظل مدخل الأوزان المتناسبة	05
165	كيفية حساب المؤشر باستخدام مدخل القيمة	06
241	توزيع عدد المستفيدين من معاش ومنح التقاعد حتى 2020/12/31	07
257	هيكل بورصة السعودية تداول حسب معيار (GICS) العالمي	08
259	القطاعات الأساسية في بورصة السعودية تداول	09
260	قيمة التداول بالنسبة لقطاع البنوك في بورصة السعودية خلال الفترة 2020/2009	10
279	توزيع محافظ الاستثمار المقارن للفترة (2021/2016)	11
281	توزيع محافظ الاستثمار المقارن مفصل للفترة (2021/2016)	12
294	قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب خلال الفترة 2021/2014	13
297	قيمة التداول بالنسبة لقطاع البنوك في بورصة السعودية خلال الفترة 2021/2009	14
301	توزيع محافظ الاستثمار المقارن للفترة (2021/2016)	15
306	قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة الجزائر خلال الفترة 2021/2014	16
308	قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب خلال الفترة 2021/2014 ...	17
310	تطور قيمة أصول البنوك الناشطة في السوق الجزائري خلال الفترة (2020/2014) .	18

فانما
بهر ما
ما

الله
ما
ما

فهرس الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
174	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة	01
258	كيفية تصنيف الشركات المدرجة في بورصة السعودية تداول	02
266	المركز التنظيمي لشركة بورصة عمان	03
277	تطور قيمة موجودات صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي خلال الفترة 2021/2003	04
278	المحافظ الاستثمارية الرئيسية لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي	05
287	المركز التنظيمي لبورصة المغرب (الدار البيضاء)	06
298	قيمة التداول بالنسبة لقطاع البنوك في بورصة السعودية خلال الفترة 2021/2009	07
/	قيمة التداول بالنسبة لصندوق استثمار أموال مؤسسات الضمان الاجتماعي في المحافظ المالية	08
302	الاستثمارية خلال الفترة 2021/2016	/
306	قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة الجزائر خلال الفترة 2021/2014	09
308	قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب خلال الفترة 2021/2014	10

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية ودورها في تنشيط بورصة الجزائر مع دراسة مقارنة مع بعض بورصات الدول العربية، ونظرا لأهمية الموضوع على الساحة المحلية فقد تطرقنا في دراستنا هذه إلى الاستثمار وبعض الجوانب التي تتعلق به كأهميته، أنواعه وأهدافه بالإضافة إلى أهمية الاستثمار المحفزي والدور الذي يلعبه من أجل تشجيع الأفراد ذوي الدخل المحدود في تكوين محافظ مالية قصد تحقيق عوائد مالية. ثم تناولنا الجانب الاستثماري وواقعه في الجزائر وذلك بذكر مختلف المراحل التي مر به وما صاحبه من مختلف البرامج المطبقة من طرف مختلف الحكومات المتعاقبة على النظام من أجل النهوض به وتحسينه. كما لا ننسى بالذكر تطرقنا إلى البورصة ومختلف الفرص التي تقدمها للمستثمرين قصد تشجيعهم على الاستثمار في الأوراق المالية بجميع أنواعها، ويعد الاستثمار في قطاع البورصة من الاستثمارات الهامة التي وجب الاهتمام بها وهذا من خلال الدور الذي تلعبه في المنظومة الاقتصادية بشكل عام والمالية بشكل خاص وذلك من خلال استقطاب الأموال من مختلف شرائح المجتمع بما في ذلك المؤسسات ذات الفوائض المالية هذا ما يعود بالنفع على مختلف الفاعلين في البورصة والاقتصاد الوطني ككل.

ومن هنا نجد أن الجزائر قد اهتمت بالاستثمار بشكل عام والاستثمار في البورصة بشكل خاص أيما اهتمام وقامت بعدة اصلاحات من أجل تحسينه والوصول إلى المستوى المطلوب، ويتجلى هذا الاهتمام من خلال مختلف التعديلات المتتالية على قانون الاستثمار وتقديم التسهيلات اللازمة من أجل تحسين وتسهيل عملية الاستثمار في البورصة غير أن هذه الجهود لم تفي بالغرض المنشود وذلك راجع لعدة أسباب أهمها عزوف المؤسسات المالية الأجنبية على ولوج عالم الاستثمار في بورصة الجزائر نظرا لتخوفها من مختلف النتائج التي قد تحدث بالإضافة إلى أن معظم المؤسسات المالية الناشطة في الجزائر هي مؤسسات عمومية وهذا ما كان عائقا أمامها لدخول البورصة.

كما تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار بصفة عامة والاستثمار في البورصة بصفة خاصة لا يزالان يحتاجان المزيد من الإصلاحات قصد النهوض بهذا القطاع إلى المستوى الذي يليق به تماشيا مع مختلف التطورات التكنولوجية، خصوصا إذا ما قارنا حالة الجزائر مع بعض حالات الدول العربية التي قطعت شوطا كبيرا في الاستثمار في البورصة وخير مثال على ذلك الأردن والمملكة العربية السعودية.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار، البورصة، المؤسسات ذات الفوائض المالية، المحفظة المالية.

Résumé:

This study aims to shed light on the funds of institutions with financial surpluses and their role in revitalizing the Algerian Stock Exchange with a comparative study with some stock exchanges of Arab countries. The portfolio and the role it plays in order to encourage individuals with limited income to form financial portfolios in order to achieve financial returns. Then we discussed the investment aspect and its reality in Algeria by mentioning the various stages it went through and the accompanying various programs applied by the various successive governments on the system in order to Advance and improve it. We also do not forget to mention that we touched on the stock market and the various opportunities it offers to investors in order to encourage them to invest in securities of all kinds. This is done by attracting funds from various segments of society, including institutions with financial surpluses. This is what is beneficial. on the various actors in the stock market and the national economy as a whole.

Hence, we find that Algeria has been very interested in investing in general and investing in the stock exchange in particular, and has undertaken several reforms in order to improve it and reach the required level. However, these efforts did not meet the desired purpose of the aspired, due to several reasons, the most important of which is the reluctance of foreign financial institutions to enter the world of investment in the Algiers Stock Exchange due to their fear of the various consequences that may occur, in addition to the fact that most of the financial institutions operating in Algeria are public institutions, and this was an obstacle to them. To enter the stock exchange.

It is also worth noting that investing in general and investing in the stock market in particular still needs more reforms in order to advance this sector to the level that suits it in line with various technological developments, especially if we compare the case of Algeria with some cases of Arab countries that have made great strides in Investing in the stock exchange, and the best example of this is Jordan and Saudi Arabia.

key words: Investment, stock exchange, institutions with financial surplus, financial portfolio.

Résumé:

Cette étude vise à faire la lumière sur les fonds des institutions à excédents financiers et leur rôle dans la dynamisation de la Bourse Algérienne avec une étude comparative avec quelques bourses des pays arabes. Le portefeuille et le rôle qu'il joue afin d'inciter les personnes à revenus limités constituer des portefeuilles financiers en vue d'obtenir des rendements financiers. Ensuite, nous avons abordé l'aspect investissement et sa réalité en Algérie en mentionnant les différentes étapes qu'il a traversées et les divers programmes d'accompagnement appliqués par les différents gouvernements successifs sur le système afin de faire progresser et d'améliorer. Nous n'oublions pas non plus de mentionner que nous avons abordé le marché boursier et les diverses opportunités qu'il offre aux investisseurs afin de les inciter à investir dans des valeurs mobilières de toutes sortes et ce, en attirant des fonds provenant de divers segments de la société, notamment institutions avec des excédents financiers Au profit des différents acteurs de la bourse et de l'économie nationale dans son ensemble.

Ainsi, nous constatons que l'Algérie s'est montrée très intéressée par l'investissement en général et l'investissement boursier en particulier, et a entrepris plusieurs réformes afin de l'améliorer et d'atteindre le niveau requis. Cependant, ces efforts n'ont pas atteint l'objectif recherché l'aspiré, pour plusieurs raisons, dont la plus importante est la réticence des institutions financières étrangères à entrer dans le monde de l'investissement à la Bourse d'Alger en raison de leur crainte des diverses conséquences qui peuvent survenir, outre le fait que la plupart des institutions financières opérant en Algérie sont des institutions publiques, ce qui leur a posé un obstacle.

Il convient également de noter que l'investissement en général et l'investissement boursier en particulier ont encore besoin de plus de réformes afin de faire progresser ce secteur au niveau qui lui convient en fonction des diverses évolutions technologiques, surtout si l'on compare le cas de l'Algérie avec certains cas de pays arabes qui ont fait de grands progrès dans l'investissement en bourse, et le meilleur exemple en est la Jordanie et l'Arabie saoudite.

Mots-clés: investissement, bourse, institutions excédentaires, portefeuille financier.

الْحَمْدُ لِلَّهِ
الْمَعْلُومِ
الْمَسْتَعِينِ



مقدمة:

1- توطئة: إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عوائد ربحية كانت أو رأسمالية وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، لهذا نجد هناك تزايد اهتمام مختلف الدول بالاستثمار نظرا لدوره الفعال في تحقيق التنمية الاقتصادية ومساهمته في سد الفجوات وتغطية مطالب المجتمع خاصة في الدول النامية التي تسعى للتقدم والازدهار حيث يعد الاستثمار مطلبا أساسيا نظرا لفشل هذه الدول في تحقيق الرفاهية لمجتمعاتها بالاعتماد على مصادرها الداخلية هذا ما دفعها إلى تكريس الحرية الاقتصادية وتبني نظام اقتصاد السوق.

لقد اهتمت مختلف الدول وتنافست فيما بينها لتوفير بيئة مناخ أعمال أو استثمار ملائمة، ومن أوجه الاستثمار التي تلقى رواجاً عالمياً وإقبالاً واسعاً من مختلف شرائح المجتمع سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين أسواق رأس المال المتمثلة في البورصة بمختلف أنواعها وذلك راجع إلى الحجم الكبير للأموال المتداولة فيها (البورصة) بالإضافة إلى توفير فرص تحقيق عوائد مالية نتيجة استثمار رؤوس الأموال، بالإضافة إلى ضغط التكاليف المرتفعة للتمويل غير المباشر والسعي وراء الحصول على توظيف أكثر مردودية بالنسبة للمدخرين اتجاه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية وذلك عن طريق إصدار مختلف الأصول المالية مما أدى إلى تقليص دور البنوك في حجم التمويل، بل أصبح التمويل مباشرة من خلال تعبئة الادخار المتوفر في السوق دون اللجوء إلى الاقتراض هو التمويل الغالب في العالم هذا ما سمح للأعوان الاقتصاديين من التقليل من تكلفة رؤوس الأموال.

ولعل من بين المهتمين بالاستثمار في البورصات نجد المؤسسات المالية وعلى وجه الخصوص منها التي تتمتع بالفوائض المالية وهي تلك المؤسسات التي تملك رصيذاً مالياً معتبراً لا تحتاجه في تسوية مختلف معاملاتها المالية اليومية، هذا ما أدى بها إلى البحث عن مصادر جديدة للمداخيل المالية وذلك باعتمادها على استثمار هذه الفوائض المالية قصد تحقيق أرباح خيرة من أن تبقى أموالاً خاملة، هاته الأموال المستثمرة تعتبر في حد ذاتها دافعا قويا قصد تنشيط البورصة نظرا لكبر حجمها من جهة ومن جهة أخرى عادة ما تكون مدة استثمار هاته الأموال طويلة المدى، ومن بين المؤسسات ذات الفوائض المالية والتي لديها القدرة على الاستثمار في البورصة نجد: البنوك، شركات التأمين، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد ... الخ.

وبالرجوع إلى بورصة الجزائر والتي نجد أنها حديثة النشأة حيث كانت انطلاقها متواضعة تفتقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانيات التي تتوفر عليها الاقتصاد الجزائري. وحتى يتسنى لها القيام بدورها الفعال في الاقتصاد ينبغي على السلطات توفير المناخ الاستثماري المناسب لعملها والعمل على تجنب العراقيل التي كانت ولا تزال تقف في طريق

تطورها، وذلك من خلال تدعيم بنيتها القانونية والمؤسسية، تحفيز جانبي العرض والطلب فيها بالإضافة إلى وضع إستراتيجية متكاملة تهيئ مناخ ملائم لنمو المدخرات المالية ولاستقطاب رؤوس الأموال وتحفيز المؤسسات ذات الفوائض المالية على استثمار فوائضها المالية فيها، الأمر الذي يؤدي إلى الرفع من قدرة السوق المالي في الجزائر على مساهمة متطلبات عوامة الأسواق المالية السائدة والاستفادة من مزاياها وفوائدها بالإضافة إلى مواجهة التحديات التي تفرضها هذه العوامة.

2- الإشكالية الرئيسية: يجدر بالذكر أن موضوعنا هذا ليس بالجديد فقد تعرض له العديد من الاقتصاديين وتناولته العديد من الدراسات الجامعية ومحاولتنا البحث في هذا الموضوع تعد إثراء لمن سبقنا في البحث عن هذا الموضوع، بحيث أننا قمنا بإجراء تحليل من جانب آخر وكان تركيزنا أكثر على المؤسسات ذات الفوائض المالية والدور الذي تلعبه في تنشيط بورصة الجزائر من خلال استثمار فوائضها المالية قصد تحقيق عوائد مالية، بالإضافة إلى إعطاء دفعة قوية للبورصة الجزائرية قصد تنشيطها وتفعيلها. فمنذ سنة 1993 والجزائر تسعى إلى إنشاء بورصة الجزائر غير أن الدولة الجزائرية لم تستطع تحقيق هذا الإنجاز إلا في سنة 1997 حيث حاولت جاهدة وبشты الطرق خلق بيئة محفزة على الاستثمار في البورصة المنشأة حديثا غير أن نقص الخبرة وضعف المنظومة القانونية المسيرة لهاته البورصة حالت دون تحقيق الأهداف المنشودة وهي إنشاء بورصة قوية تستقطب جل شرائح المجتمع وكافة المؤسسات خاصة منها التي لها فوائض مالية، ومن خلال كل ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى يمكن أن يساهم استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية

في تنشيط بورصة الجزائر؟

3- الأسئلة الفرعية: وينجر عن هذه الإشكالية العديد من الأسئلة الفرعية، أهمها:

- ما هي طرق وآليات استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية في بورصة الجزائر؟
- كيف يمكن الانتقال بالفوائض المالية الخاصة بالمؤسسات ذات الفوائض المالية من حالة الخمول إلى حالة الاستثمار في البورصة؟
- فيما تتمثل أهم معوقات عمل بورصة الجزائر؟ وكيف يمكن تفعيلها (بورصة الجزائر)؟

- كيف يمكن الاستفادة من تجربة الدول العربية محل الدراسة في مجال تنشيط وتفعيل بورصة الجزائر؟

4- فرضيات الدراسة: كإجابة مؤقتة عن التساؤلات السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية:

- المؤسسات ذات الفوائض المالية هي عادة ما تكون عبارة عن مؤسسات مالية غير مصرفية أي أنها لا تقوم

بعمليات الإقراض المباشر للأشخاص الطبيعيين كانوا أو معنويين، لهذا نجد أن لها فوائض مالية غير محتاجة

إليها في الوقت الحالي لهذا من الأفضل لها استثمار تلك أموال من أجل تحقيق عائد مالي معتبر، ويمكن

استثمار تلك الفوائض المالية بعدة طرق والتي من بينها:

• استثمارها في صناديق الاستثمار التي لها خبرة واسعة وكافية في مجال الاستثمار في البورصة.

• الاستثمار في الأسهم الممتازة التي عادة ما تكون مضمونة.

• الاستثمار في سندات طويلة الأجل ذات الفائدة المرتفعة.

- يمكن الانتقال بالفوائض المالية الخاصة بالمؤسسات ذات الفوائض المالية من حالة الخمول إلى حالة الاستثمار

في البورصة عن طريق توفير المناخ الاستثماري المناسب والحفز على الاستثمار، بالإضافة إلى التعريف

بالبورصة والامتيازات التي تمنحها حال الاستثمار فيها وهذا عن طريق مختلف الوسائل (إعلامية، تربوية،

دورات تكوينية، ... إلخ)، فالهدف من كل هذا هو تكوين ثقافة الاستثمار في البورصة لدى مختلف شرائح

المجتمع كانوا أفرادا أو مؤسسات ومنه عاجلا أم آجلا سيتوجه أصحاب الفوائض المالية الخاملة إلى استثمارها

في البورصة خصوصا إذا وفرت لهم قنوات استثمارية ملائمة.

- لكل قطاع معوقات ومشاكل تحول بينه وبين تحقيق أهدافه ولعل من بين أهم المعوقات التي تواجه تنشيط

وتفعيل بورصة الجزائر نجد ما يلي:

• هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري.

• ضعف الادخار خصوصا بالنسبة للأفراد.

• وجود سوق موازية منافسة لبورصة الجزائر.

• ضعف نشاط السوق الأولية.

• عدم ولوج المؤسسات العمومية لبورصة الجزائر خاصة منها المؤسسات المالية.

- يمكن الاستفادة من تجارب الدول العربية محل الدراسة من خلال عدة جوانب والتي نذكر منها:

• تعديل القوانين بما يخدم الفاعلين في البورصة والدولة على حد سواء وذلك من خلال تحفيز

المؤسسات المالية على الاستثمار في البورصة.

- السماح للمؤسسات العمومية بالإدراج في البورصة خاصة منها ذات الفوائض المالية.
- إنشاء بنوك إسلامية قادرة على استقطاب أموال شريحة واسعة من المجتمع الجزائري المسلم وبالتالي تعبئة هذه المدخرات في البورصة حتما سينشطها لا محالة.
- إنشاء صندوق مثل الموجود في الأردن وهو صندوق خاص باستثمار أموال المؤسسات الضمان الاجتماعي.

5- منهج الدراسة: اعتمدنا في تناولنا لهذا الموضوع على المنهج الوصفي الذي اعتمدناه في الجانب النظري لملاءمته أغراض الوصف وإقرار الحقائق، كما قمنا بتحليل بعض المعطيات في الجانب التطبيقي لتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها، كما تمت الاستعانة بدراسة مقارنة عند التطرق إلى البورصات العربية محل المقارنة مع بورصة الجزائر.

6- حدود الدراسة: للدراسة حدين أو بعدين، أحدهما زمني والآخر مكاني:

- **المكاني:** قمنا بتحديد مكان الدراسة في الجزائر، السعودية، المغرب والأردن وأخذنا بورصة كل دولة من الدول السابقة الذكر محل دراسة مقارنة مع بورصة الجزائر كل واحدة في قطاع معين.
- **الزمني:** تم تحديد الإطار الزمني محل الدراسة من سنة 2009 إلى غاية 2021 وذلك لتوفر المعلومات والوثائق اللازمة المتعلقة بمختلف البورصات العربية محل المقارنة مع البورصة الجزائرية.

7- أهداف الدراسة: نهدف من خلال بحثنا في هذا الموضوع إلى إبراز دور استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية في تنشيط بورصة الجزائر باعتبارها من المصادر التي يمكنها تفعيل وتنشيط عمل بورصة الجزائر، بالإضافة إلى تقديم توليفة من الطرق والآليات التي تبين كيفية استثمار هاته الأموال بطريقة آمنة مع تحقيق عوائد مالية معتبرة، حيث هذه الطرق والآليات هي عبارة عن نتائج تجارب بعض الدول العربية التي استطاعت تحقيق نتائج جد مرضية في مجال الاستثمار في البورصة.

8- أسباب اختيار الموضوع: دفعنا إلى البحث في هذا الموضوع العديد من الأسباب الذاتية والموضوعية، فمن بين الأسباب الموضوعية قلة الأبحاث والدراسات المتخصصة في هذا الموضوع ألا وهو المؤسسات ذات الفوائض المالية

وكيفية استثمار أموالها في البورصة، ومن ثم محاولتنا تسليط الضوء على جزء ولو يسير من هذا الموضوع الذي نراه واسعاً، ولا يزال يستحق المزيد من البحث. بالإضافة إلى زيادة الأهمية النسبية لقطاع البورصة مع محاولة إيجاد بعض الحلول للمشاكل المتعلقة به خصوصاً فيما يتعلق بتفعيله، أما من جملة الأسباب الذاتية التي دفعتنا إلى البحث في موضوعنا هذا رغبتنا الذاتية وميولنا الشخصي إلى البحث في مثل هذه المواضيع.

9- صعوبات الدراسة: واجهنا في بحثنا هذا العديد من المشاكل والمعوقات أهمها قلة وشح المعلومات والمعطيات

خصوصاً فيما يتعلق ببورصة الجزائر هذا ما جعل عملية المقارنة صعبة نوعاً ما مع بقية البورصات العربية محل المقارنة هذا ما انعكس بالسلب علينا في محاولتنا البحث عن المراجع والمصادر التي تفيد موضوعنا محل الدراسة.

10- الدراسات السابقة: من بين الدراسات المتعلقة بموضوعنا نجد:

أ- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.

- حيث تطرقت الدراسة إلى الإشكالية التالية: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟

وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

- وكان من جملة ما تطرقت إليه الباحث في محاور هذه الدراسة:

- الفصل الأول: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية.
- الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية، كفاءتها، مؤشرات وأثر العولمة عليها.
- الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدماً وأسواق الأوراق المالية الناشئة.
- الفصل الرابع: واقع أسواق الأوراق المالية العربية.
- الفصل الخامس: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.
- الفصل السادس: تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.

- وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.
 - أغلب القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن القوانين ووضع اللوائح التنظيمية ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في القوانين واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء هذه القوانين على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية.
 - تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق وعدم التزام عدد كبير من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية، لذا فإن المستثمرون ينتظرون التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار مما نتج عنه تدفق الاستثمارات العربية نحو البورصات العالمية التي تتميز بمستوى عال من الإفصاح.
 - لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي البعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن.
 - افتقار الكثير من القوانين المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصریحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.
- أما فيما يخص التوصيات فقد تناولت الدراسة ما يلي:
- مقترحات مرتبطة بالجانب القانوني والتنظيمي، استكمال الإطار القانوني، من خلال سن القوانين وآلية العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه القوانين: قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.
 - تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية، أسبوعية، شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق.

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.
- تحفيز الادخار وذلك من خلال التريبة الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها.
- الاستمرارية والتوسع في برامج الخوصصة إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية.

ب- لعتز كريمة، دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني ومعوقات دخوله إلى البورصة (حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2015/2016.

- حيث تطرقت الدراسة إلى الإشكالية التالية: ما هي أسباب عزوف مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر من اللجوء إلى البورصة، باعتبارها قناة من قنوات التمويل؟
- وكان من جملة ما تطرقت إليه الباحثة في محاور هذه الدراسة:
- الفصل الأول: واقع القطاع الخاص في الجزائر.
- الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية وبورصة الجزائر.
- الفصل الثالث: آفاق دخول القطاع الخاص إلى بورصة الجزائر.
- وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- في إطار الانتقال من نظام الاقتصاد الموجه إلى نظام اقتصاد السوق بذلت الجزائر مجهودا في سبيل تأطير وتوجيه استثمارات القطاع الخاص وكان ذلك من خلال مختلف القوانين التي تم سنها بغية تحفيز الاستثمار وبعث المؤسسات المؤطرة له في مقدمتها الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار والوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، وتخصيص الأموال اللازمة لتطويرها.

- أصبح القطاع الخاص يلعب دورا متناميا من خلال تواجده في معظم الأنشطة الاقتصادية إن لم نقل كل الأنشطة وهذا بنسب متفاوتة.
- تعد البورصة وسيلة هامة وركيزة أساسية لاقتصاد السوق لما تلعبه من دور في التمويل الكفء للاقتصاد، إضافة إلى ما توفره من انضباط المتعاملين فيها، كما أن البورصة تنوع المصادر التمويلية للمؤسسة وبالتالي تخفيض تكلفة التمويل.
- إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر في تسعينيات القرن الماضي جاءت لمسايرة اقتصاد السوق وإرساء معاملة في الجزائر والتي كان ينتظر منها أن تمثل قناة للتمويل المباشر في الاقتصاد.
- قلة عدد المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر بالإضافة إلى محدودية نسب الطرح العام تبين محدودية بورصة الجزائر في تحقيق تنمية الاستثمار في الأوراق المالية والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة.
- مشكل البورصة في الجزائر هيكلية متعلق بنمط الاقتصاد المنفتح أكثر من اللازم على الاستيراد ولا يسمح للشركات الصغيرة والمتوسطة بالتوسع لأنها تجد نفسها أمام كثرة المخزون وعدم القدرة على التسويق.

— أما فيما يخص التوصيات فقد تناولت الدراسة ما يلي:

- ضرورة تأهيل وتدعيم القطاع الخاص من أجل رفع مساهمته في جهود التنمية وإتاحة الفرصة له للقيام بدور أكبر وذلك بإزالة القيود البيروقراطية أمامه.
- تشجيع إنشاء شركات المساهمة لأنها الوسيلة الفعالة لتجميع المدخرات للقيام بالمشروعات الكبيرة، مع ترك اختيار التسجيل للمنشآت في البورصة وعدم إجبارها على ذلك، لأن هذا الإلزام على الرغم من أنه يزيد من عدد الأوراق المالية المسجلة في البورصة إلا أنه يقضي على معيار هام للحكم على مدى نجاح السوق في تحقيق الهدف الذي أنشئت من أجله والذي يتمثل في مدى رغبة المنشآت في التسجيل.
- توعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة من خلال تنظيم ندوات وملتقيات ودورات تحسيسية لهذه الأخيرة لتعريفها بالخصائص والمزايا التي تتيحها سوق الأوراق المالية للمؤسسة وبالبدائل التمويلية التي توفرها لها.

- محاولة جعل السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي توجد على مستوى بورصة الجزائر مستقلة وكأنها بورصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة لتسهيل الأمر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ت- أمينة بودريوة، واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الوطني، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، العدد السابع، 2019.

- حيث تطرقت الدراسة إلى الإشكالية التالية: ما هو واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري؟

- وكان من جملة ما تطرقت إليه الباحثة في محاور هذه الدراسة:

- المحور الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر.
 - المحور الثاني: تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر.
 - المحور الثالث: معوقات عمل بورصة الجزائر وآليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري.
- وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- يميل مؤشر بورصة الجزائر إلى الانخفاض التدريجي في ظل ضعف التداول فيها، هذا ما يؤدي إلى عدم قدرتها على توفير السيولة بحيث تعتبر هذه الأخيرة من أهم العوامل المحفزة على الاستثمار فهي تعني إمكانية بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة وهذا ما يصعب تحقيقه في بورصة الجزائر.
- تمكنت السوق الرئيسية من استقطاب خمس استثمارات في حين احتوى سوق السندات على سبع مؤسسات مدرجة انتهت تواريخ استحقاق سنداتهما وهذا ما يدل على ضعف مستويات الإدراج ببورصة الجزائر وغياب التداول فيها في ظل عدم قدرة سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على استقطاب جذب أي استثمار.
- تكمن نقطة ضعف بورصة الجزائر في غياب المنظومة الصناعية والتجارية التي تسمح بممارسة النشاط البورصي وعدم رسوخ الثقافة البورصية في العقلية الاستثمارية الجزائرية. وينعكس ذلك سلبا على مؤشرات التداول فيها حيث تميل الأسعار إلى الانخفاض وبالتالي تراجع العوائد الرأسمالية المتأتية منها وهذا ما يعد غير محفزا للاستثمار فيها بالنسبة للجزائريين.

- تفتقر بورصة الجزائر لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية إذ يعد هذا الأمر عاملاً آخر يمنع من إقبال الجزائريين المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية على توظيف مدخراتهم في المعاملات الربوية للبورصة الجزائرية.
- من أهم العوامل التي أدت إلى قصور دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد هي هيمنة القطاع العام على النشاط الاقتصادي في الجزائر حيث تعد مؤسساته غير متوازنة مالياً ويفتقر إلى الكفاءات اللازمة لتسييره، إلى جانب عدم استعداد معظم مؤسسات القطاع الخاص لفتح رأسمالها للغير حيث أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن.
- أما فيما يخص التوصيات فقد تناولت الدراسة ما يلي:
 - نشر الثقافة البورصية والترويج لها من خلال وسائل الإعلام.
 - تنمية القطاع الخاص والقطاع العام، وتطوير أساليب الشراكة فيما بينهما لإعداد منظومة تجارية وصناعية جاهزة لممارسة النشاط البورصي.
 - إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر لاستقطاب مدخرات الأفراد المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية.

ث- حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد (دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 02، جامعة جيجل، 2018.

- حيث تطرقت الدراسة إلى الإشكالية التالية: ما هي سبل تفعيل بورصة الجزائر لتكون كأداة لتمويل الاقتصاد الوطني؟

- وكان من جملة ما تطرقت إليه الباحثان في محاور هذه الدراسة:
 - المحور الأول: ماهية التمويل.
 - المحور الثاني: مدخل إلى الأسواق المالي.
 - المحور الثالث: مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد.
 - المحور الرابع: بورصة الجزائر وتقييمها.
- وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تقوم الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة بإصدار أسهم في بورصة القيم المنقولة في السوق الرئيسية منذ نشأتها، وهذا ما جعل حجم المعاملات محدود، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى.
- لا توجد أي شركة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أي أن المؤسسات لا تعتمد على هذه السوق في تمويل عجزها المالي بالرغم من الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه هذه السوق، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى.

- أما فيما يخص التوصيات فقد خلصت الدراسة إلى ما يلي:

- ضرورة تفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل لتنشيط بورصة الجزائر.
- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة وذلك لاستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها بما يمكن أن تحققه البورصة من أجل نشر ثقافة الاستثمار في البورصة.
- مكافحة الاقتصاد غير الرسمي (السوق الموازية) الذي يعتبر قبلة للمستثمرين والذي يمتص مداخيلهم للاستثمار في القيم المنقولة.
- إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها (إذ نجد فقط الأسهم وسندات الخزينة العمومية وغياب سندات الدين التي يمكن أن تصدرها الشركات التي تعاني من عجز وتحتاج إلى التمويل)، وذلك لمسايرة التطور في مجال الخدمات المالية.
- توفير مناخ استثماري مناسب لاستقطاب رؤوس الأموال للبورصة من خلال تحقيق الاستقرار السياسي وتوفير التحفيزات الجبائية، وكذا التحكم في معدلات التضخم.
- توفير الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة والتي يمكن أن تلقى القبول لدى الجمهور.

11- تقسيمات الدراسة: بغية الإلمام بموضوع دراستنا قمنا بتقسيمه إلى أربع فصول، الإطار النظري احتوى على

ثلاثة فصول في حين خصصنا الفصل الرابع والأخير للإطار التطبيقي وكان تقسيمنا كالتالي:

- الفصل الأول: تأصيل نظري حول الاستثمار.

تناولنا من خلاله مختلف المفاهيم المتعلقة بالاستثمار في مبحثه الأول، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه الاستثمار في المحفظة المالية وكل ما يتعلق بها، أما المبحث الثالث فتناولنا فيه المناخ الاستثماري، أما المبحث الرابع والأخير فخرجنا على واقع الاستثمار في الجزائر.

- الفصل الثاني: البورصة.

تم التطرق في هذا الفصل إلى أساسيات حول البورصة وهذا ضمن المبحث الأول، أما فيها يخص المبحث الثاني فقد تناولنا فيه سير وتنظيم عمل البورصة، أما المبحث الثالث فقد تطرقنا فيه إلى كفاءة ومؤشرات التحليل في البورصة أما المبحث الرابع والأخير فخصصناه لبورصة الجزائر.

- الفصل الثالث: المؤسسات ذات الفوائض المالية.

تناولنا في هذا الفصل مدخل عام حول المؤسسات ذات الفوائض المالية بالنسبة للمبحث الأول أما بالنسبة للمبحث الثاني فقد احتوى على الصناديق السيادية كوجه من أوجه استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية أما المبحث الثالث والأخير فتناولنا فيه المؤسسات ذات الفوائض المالية الناشطة في الجزائر.

- الفصل الرابع: دراسة تجارب بعض الدول العربية في مجال البورصة ومقارنتها مع بورصة الجزائر.

تم التطرق في هذا الفصل إلى دراسة تجربة بورصة السعودية في المبحث الأول، أما فيها يخص المبحث الثاني فقد تناولنا فيه دراسة تجربة بورصة الأردن، أما المبحث الثالث فكان لدراسة تجربة بورصة المغرب أما المبحث الرابع والأخير فخصصناه للنتائج المتحصل عنها من دراسة المقارنة بين بورصة الجزائر وبين مختلف بورصات الدول العربية محل الدراسة.

وَالْفَصْلُ وَاللَّوْحُ
حَاءُ هَاءُ سَا حَاءُ سَا

وَالْفَصْلُ وَاللَّوْحُ
حَاءُ هَاءُ سَا حَاءُ سَا

وَاللَّوْحُ وَالسَّيْفُ
حَاءُ هَاءُ سَا حَاءُ سَا

يعتبر الاستثمار من بين العناصر الرئيسية المحركة لوتيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وزيادة مستويات المدخيل ومصادرها، لهذا نجد الكثير من الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين يجذبون الاحتفاظ بقدر من الموارد المالية لاستثمارها في مختلف أوجه النشاط الاستثماري المتاح بهدف تحقيق عائد معين يسمح لهم بتعظيم الاستفادة من هذه الموارد وزيادة مستوى الرفاهية في المستقبل.

إن الهدف الأساسي وراء كل عملية استثمارية كما ذكرنا سابقا هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، وبالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة. ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة مالية متنوعة من حيث محتوياتها.

إن محفظة الأوراق المالية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، حيث يلجأ المستثمرون إليها من أجل التحكم في الاستثمار في الأوراق المالية معتمدين في ذلك على نظرية أطلق عليها اسم **نظرية المحفظة المالية**، وهي نظرية تهتم بالجوانب النظرية للمحفظة الخاصة بالعائد والخطر، وهو ما يعتمد عمليا في تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية. ومن أجل الإلمام بالجوانب المتعلقة بالاستثمار قسم هذا الفصل إلى أربع مباحث وهي:

- المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار.
- المبحث الثاني: الاستثمار في المحفظة المالية.
- المبحث الثالث: المناخ الاستثماري.
- المبحث الرابع: واقع الاستثمار في الجزائر.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار.

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في الدراسات الاقتصادية، المالية، المصرفية وحتى الإدارية وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي شهدتها المجتمعات المتقدمة، هذه التطورات صاحبها تطور مماثل في دراسة الاستثمار ومجالاته المختلفة، وسوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة بالاستثمار بصفة عامة وهذا عن طريق اتباع الخطة التالية:

- المطلب الأول: تعريف الاستثمار.
- المطلب الثاني: أنواع الاستثمار وأهدافه.
- المطلب الثالث: خصائص الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه.
- المطلب الرابع: مبادئ الاستثمار وأدواته.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار.

هناك عدة تعاريف يندرج تحتها مفهوم الاستثمار والتي من بينها:

- **الاستثمار لغة:** الاستثمار مصدر للفعل استثمر، الاستثمار مشتق من الثمر. والاستثمار هو استخدام المال أو تشغيله بقصد تحقيق ثمرة هذا الاستخدام، فيكثر المال وينمو على مدى الزمن.¹ وهو عبارة عن رأس المال المستخدم في إنتاج أو توفير الخدمات أو السلع،² أو هو عبارة عن الأصول المكتسبة لغرض إنتاج الدخل و/أو المكاسب الرأسمالية لصاحبها³، ويعرف الاستثمار بأنه الأصول التي يشتريها الأفراد والمنشآت من أجل الحصول على دخل في الوقت الحالي أو المستقبلي. وأما استثمار المال لغة فيراد به طلب ثمر المال الذي هو نماءه ونتاجه.⁴
- **الاستثمار اصطلاحاً:** الاستثمار هو ذلك النشاط الإنساني الهادف الذي يعمل على مضاعفة الخيرات عن طريق توظيف الأموال في المشاريع الإنتاجية التي تراعي أولويات المجتمع في إطار قيم وأخلاقيات الأمة.⁵

¹ سعيد بن حسين بن علي المقرني، الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية، مجلة المحاسب العربي، الكويت، 2015، ص 9.

² جميل خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، (الطبعة الأولى)، المملكة الأردنية الهاشمية، 2014، ص 308 – 309.

³ INVESTMENT DICTIONARY, Mercer, p 37.

⁴ قطب مصطفى سانو، الاستثمار (أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2000، ص 15-16.

⁵ سعيد بن حسين بن علي المقرني، مرجع سابق، ص 9.

- مفهوم الاستثمار محاسبيا: الاستثمار هو الأصول المادية وغير المادية المنقولة وغير المنقولة المكتسبة أو التي تنتجها المؤسسة والموجودة للبقاء مدة طويلة محافظة على شكلها داخل المؤسسة.¹
- مفهوم الاستثمار اقتصاديا: حسب المفهوم الاقتصادي فإن الاستثمار هو التخلي على موارد اليوم للحصول على إيراد أكبر من التكلفة الأولية وهو يأخذ بعين الاعتبار ثلاث عناصر هي: الزمن، مردودية وفعالية العملية وأخيرا الخطر المرتبط بالمستقبل.²
- مفهوم الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي: يعرف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي بأنه جهد ورع رشيد يبذل في الموارد المالية بهدف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها وثمارها.³
- المفهوم المالي: يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه كل النفقات التي تولد مداخيل جديدة على المدى الطويل، والممول يعرفه كعمل طويل يتطلب تمويل طويل المدى أو ما يسمى بالأصول الدائمة (الأصول الثابتة + الديون المتوسطة وطويلة الأجل) وهذا التعريف يشترك مع التعريف المحاسبي في أنهما يركزان على عامل الزمن طويل المدى.⁴
- مفهوم الاستثمار في القانون الدولي الخاص: هو استخدام كافة الأصول كالأموال المنقولة وغير المنقولة، الحصص والأسهم، حقوق النشر، العلامات التجارية أو أي أموال لها قيمة مملوكة لدولة ما من أي شخص أو أي جهة بمقتضى قانون أو اتفاقية ووفقا لقوانين ولوائح تلك الدولة.⁵
- مفهوم الاستثمار في الاتفاقيات الدولية:⁶ يمكن تصنيف القوانين التي تناولت تعريف مصطلح الاستثمار إلى مجموعتين:

- الأولى تتعلق بحركة رؤوس الأموال والموارد الأخرى عبر الحدود، وهي تعرف المصطلح من منظوره الضيق.

¹ بن لخضر عيسى، سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة (2015/1988)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي، جامعة الجيلالي ليايس (سيدي بلعباس)، 2019/2018، ص 26.

² بن لخضر عيسى، المرجع نفسه، ص 27.

³ أحمد عبد الموجود، محمد عبد اللطيف، محددات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي (دراسة تحليلية)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 83.

⁴ بن لخضر عيسى، مرجع سابق، ص 27.

⁵ محمد ندا لبد، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 49-50.

⁶ عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2005/1996، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 32.

- الثانية تتعلق بالتشريعات المناط بها حماية الاستثمار الأجنبي، وهي بهذه الصفة تعطي مصطلح الاستثمار تعريفاً أوسع وأشمل. ولعل أبرز مثال على ذلك اتفاقية آسيان لترويج وحماية الاستثمارات، حيث ينص هذا التعريف على أن الاستثمار يشمل كل نوع من أنواع الأصول. ويتضمن قائمة بخمس مجموعات من الاستثمار تشمل الممتلكات المنقولة وغير المنقولة، والأسهم والسندات والرهن، والمطالبات النقدية ذات القيمة المالية، والملكية الفكرية، والامتيازات الممنوحة للأعمال التجارية.
- مفهوم الاستثمار في القانون الجزائري: أصدر المشرع الجزائري منذ الاستقلال إلى سنة 2016 مجموعة من القوانين تخص الاستثمارات والتي كان آخرها قانون الاستثمار 09/16 والتي عرف فيها الاستثمار من خلال المادة 2 بقوله:¹
- يقصد بالاستثمار في مفهوم هذا القانون ما يأتي:
 - 1- اقتناء أصول تندرج في إطار استحداث نشاطات جديدة، وتوسيع قدرات الإنتاج و/أو إعادة التأهيل.
 - 2- المساهمات في رأسمال الشركة.
- مفهوم الاستثمار شرعاً: مأخوذ من الثمر، والثمر لغة حمل الشجر، ومنه قوله تعالى: "كلوا من ثمره إذا أثمر". سورة الأنعام الآية 141، ويطلق مجازاً على أنواع المال المستفاد، ومنه قوله تعالى: "وكان له ثمر" سورة الكهف الآية 34. فقد نسب الإمامان الطبري، والنيسابوري إلى بعض المفسرين أن المراد بالثمر في هذا المقام الأموال الكثيرة.²
- التعريف 1: ينطوي مفهوم الاستثمار على تحقيق عائد من خلال تشغيل الأصول المكتتة أو استغلالها.³
- التعريف 2: الاستثمار هو التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من خلال إشباع استهلاك حالي والحصول على منفعة مستقبلية من استهلاك مستقبلي أكبر.⁴
- التعريف 3: الاستثمار هو التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 46، الصادر بتاريخ: 2016/08/03، ص 18.

² تفسير الطبري: 245/15-246، طبعة الحلبي، غرائب القرآن للنيسابوري: 132/15، ص 132.

³ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، بدون طبعة، مصر، 2008، ص 7.

⁴ موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 115.

عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة.¹

- **التعريف 4:** الاستثمار هو توظيف الأموال أو تخصيصها في المجالات أو الفرص الاستثمارية المتاحة والتي يعتقد المستثمر بأنها فرص مناسبة ومقبولة تحقق له العائد الذي يرغب فيه بأقل مستوى من المخاطرة.²

- **التعريف 5:** الاستثمار هو عبارة عن ارتباط مالي يهدف إلى تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى حقبة طويلة من الزمن لذلك فهو نوع من الإنفاق على أصول يتوقع منها تحقيق عائد في المستقبل.³

- **التعريف 6:** الاستثمار هو استخدام للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائد في المستقبل، ومعنى ذلك أن هدف الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر.⁴

- **التعريف 7:** عرفه بروناس بأنه تخصيص الموارد على أمل تحقيق العوائد المتوقعة الحصول عليها مستقبلاً خلال فترة زمنية طويلة.⁵

- **التعريف 8:** عرفه فيزانوفا على أنه عملية اقتناء ملك بقصد الحصول على امتيازات مستمرة منها خدمات ونقود... إلخ، وتميز الاستثمارات المنتجة كسواء المحلات التجارية.⁶

- **التعريف 9:** يقصد بالاستثمار قيام شخص طبيعي أو معنوي في بلد غير بلده باستخدام خبراته أو جهوده أو أمواله في القيام بمشروعات اقتصادية سواء كان بمفرده أو بالمشاركة مع شخص طبيعي أو معنوي محلي أو أجنبي أو مع الدولة أو مع مواطنيها في إنشاء مشروع أو مشاريع مشتركة.⁷

- **التعريف 10:** عرف الاقتصادي لومبار بأن الاستثمار هو شراء أو صنع منتجات آلية ووسيطية، أما فيتون فيقول بأن الاستثمار هو تطوير وتنمية لوسائل الطاقات المهيأة، فالاستثمار تحسين في المستقبل مع إنفاق

¹ موفق عدنان عبد الجبار الحميري، المرجع نفسه، ص 115.

² موفق العدنان عبد الجبار الحميري، المرجع نفسه، ص 115.

³ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص 30.

⁴ محمد صالح الحناوي، نحال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)، الدار الجامعية، بدون طبعة، مصر، 2005/2004، ص 9.

⁵ كاظم جاسم العيساوي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشاريع، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 2002، ص 16.

⁶ ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1997، ص 153.

⁷ حاتم فارس الطعان، الاستثمار (أهدافه ودوافعه)، كلية الإدارة والاقتصاد (جامعة بغداد)، 2006، ص 4.

وتضحية، أما (Dietelen) فيقول بأن الاستثمار يوجد في قلب الحياة الاقتصادية والنظرية النقدية ونظرية التنمية ونظرية الفائدة¹.

- **التعريف 11:** الاستثمار هو تخصيص رأسمال قصد الحصول على وسائل إنتاجية جديدة أو لتطوير الوسائل الموجودة لغاية زيادة الطاقة الإنتاجية²، وهو أيضا تكوين رأس المال العيني الجديد الذي يتمثل في زيادة الطاقة الانتاجية³.

❖ خلاصة حول تعريف الاستثمار:

- الاستثمار عملية مقرونة بإضافة أو تطوير أو تحديث لأصل من الأصول بهدف زيادة، إحلال أو تجديد لطاقة قائمة، وأن هذه العملية تدر دخلا يستخدم لإشباع حاجات حالية أو مستقبلية.
- الاستثمار هو كل نشاط اقتصادي مرخص به قانونا (مشروع) يحدث زيادة في الطاقة الانتاجية من السلع الاستهلاكية و/أو الرأسمالية والخدمات مع اشتغال الطاقة الانتاجية وفق هذا التعريف على الجانب المادي الملموس المتمثل في التجهيزات الصناعية والبنية الأساسية من طرق ومطارات وموانئ... الخ، والجانب غير الملموس المتمثل في التعليم والتكوين (الاستثمار البشري) والبحث والتطوير.
- كما ينبغي التنبيه إلى ضرورة تمييز الاستثمار من وجهة نظر المجتمع والمستثمر، فمن وجهة نظر المجتمع أو الدولة لا تعتبر عمليات شراء وبيع الأصول الثابتة أو ما يصطلح عليه بالسلع الرأسمالية التي تتم داخل نفس المجتمع أو داخل نفس الدولة استثمارات لأنها لا تحدث زيادة في استثمارات المجتمع أو الدولة، وإنما تحدث انتقال ملكية نفس الاستثمار من مالك قديم (البائع) إلى مالك جديد (المشتري). أما من وجهة نظر المستثمر فتعتبر نقصان في استثمارات البائع وزيادة في استثمارات المشتري.
- الاستثمار المالي ينشأ جراء إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات أساسا) لأول مرة وبيعها في السوق الأولي، أما عمليات التداول التي تجرى على هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي (البورصة) لا تعتبر استثمارات مالية لأنها لا تحدث إضافة جديدة إلى القيمة الإسمية لهذه الأوراق لهذا لا نعتبر استثمارات حقيقيا إلا العمليات التي تحدث زيادة في الأصول الثابتة للمجتمع، ولا نعتبر استثمارات مالية إلا عمليات الإصدار للأوراق المالية في السوق الأولي وبهذا يخرج من مفهوم الاستثمار الحقيقي والمالي عمليات التداول (بيعا وشراء) لأدواتهما إلا إذا أحدثت هذه

¹ MILOUD BOUBEKER, INVESTISMENTS et STRATIGIES DE DEVLOPPEMENT, 1988, P 15.

² محمد بشير علي، قاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، بدون سنة نشر، ص 32.

³ عبد الكريم بعداش، مرجع سابق، ص 30.

العمليات إضافة جديدة مباشرة أو غير مباشرة للاستثمارات الحقيقية أو المالية من وجهة نظر المجتمع أو الدولة، أي من وجهة التحليل الاقتصادي الكلي، كما ينبغي التمييز بين الاستثمار ورأس المال، إذ أن الاستثمار هو التغير في رصيد رأس المال خلال فترة زمنية محددة بخلاف رأس المال الذي يمثل تدفق وليس رصيد قائم، وهذا يعني أنه في حين يقاس رأس المال عند نقطة زمنية محددة فإن الاستثمار يمكن قياسه خلال فترة زمنية معينة.

المطلب الثاني: أنواع الاستثمار وأهدافه.

أولاً: أنواع الاستثمار.

هناك عدة أنواع للاستثمار أو كما يمكن أيضاً تسميتها مجالات الاستثمار وهي¹:

1- حسب القائم بالاستثمار: ينقسم الاستثمار على حسب القائم به إلى ثلاثة أنواع:

أ- الاستثمار الفردي: يتمثل فيما يوجهه الفرد من مدخراته أو مدخرات الغير إلى تكوين رأس مال حقيقي جديد.

ب- استثمارات الشركات: تتمثل في رأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم الشركات بتكوينه وتمويله إما عن طريق الاحتياطات التي يتم تكوينها من الأرباح المحتجزة، أو من القروض التي يتم الحصول عليها.

ت- الاستثمار الحكومي: يتمثل في رأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم الحكومة بتكوينه وتمويله إما من فائض الإيرادات عن الإنفاق العام أو من حصيلة أذونات الخزانة (القروض التي تطرحها للاكتتاب العام) أو من حصيلة القروض الأجنبية التي تعقدها مع الحكومات أو الهيئات الأجنبية.

2- حسب آجال الاستثمار: وفقاً لهذا المعيار يتم تصنيف الاستثمار وفقاً لمدة توظيف أو استثمار الأموال ويمكن تصنيفها إلى:

أ- استثمار قصير الأجل: وتكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات قصيرة حيث لا تزيد عن السنة، ومثال ذلك قيام أحد المستثمرين بإيداع أمواله لدى البنك لمدة لا تزيد عن السنة أو يقوم بشراء أذونات الخزانة أو سندات قصيرة الأجل التي تصدر عن مختلف المؤسسات، وتهدف هذه الاستثمارات إلى توفير السيولة النقدية مع تحقيق بعض العوائد.²

¹ أسماء حدانة، الاستثمار الحقيقي خارج قطاع المحروقات في الجزائر والتنمية المستدامة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، 2018/2017، ص 87.

² مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 18.

- ب- استثمارات متوسطة الأجل: وتكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، ومثالها قيام شخص معين بإيداع مبلغ من المال لمدة خمس سنوات، أو أن يقوم بشراء أوراق مالية أو استثمار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.¹
- ت- استثمارات طويلة الأجل: في هذا النوع من الاستثمارات تتجاوز مدة التوظيف النوع السابق وقد تصل إلى 15 سنة أو أكثر، ومثالها تأسيس المشاريع وإيداع الأموال لدى البنوك لمدة طويلة والاكتتاب في أوراق مالية طويلة كالأسهم، ويكون الغرض الأساسي من هذه الاستثمارات هو تحقيق عائد مرتفع من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة لمدة طويلة نسبياً.²
- وتجدر الإشارة أنه غالباً ما يطلق على الاستثمار قصير الأجل بأنه استثمار نقدي لأن مكوناته تدخل في عرض النقد، أما الاستثمار الطويل الأجل فيطلق عليه باسم الاستثمار الرأسمالي لأن مكوناته تدخل في تكوين رأس المال.

3- من حيث الطبيعة القانونية: يمكن تصنيف الاستثمار من حيث الطبيعة القانونية إلى ثلاث أنواع:³

- أ- استثمارات عمومية: وهي استثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة ولتحقيق حاجيات المصلحة العامة مثل الاستثمارات المخصصة لحماية البيئة.
- ب- الاستثمارات الخاصة: يتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها من وراء عملية الاستثمار، وهي تنجز من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة.
- ت- الاستثمارات المختلطة: وتتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والخاص لإقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة ولها الأهمية القصوى في انعاش الاقتصاد الوطني، حيث تلجأ الحكومات إلى رؤوس الأموال الخاصة المحلية أو الأجنبية لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع برأس مالها الخاص.

¹ نمري نصر الدين، الموازنة الاستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الاستثماري (دراسة حالة مشروع كهربية السكك الحديدية لضاحية الجزائر العاصمة)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة (بومرداس)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، 2009/2008، ص 29.

² كاظم جاسم العيساوي، مرجع سابق، ص 21.

³ قحطان سيوفي، اقتصاديات المالية العامة، دار طرابلس للدراسات والنشر والترجمة، 1989، ص 305.

4- من حيث الأهمية والغرض: تنقسم بدورها إلى عدة أقسام منها:¹

أ- استثمارات التجديد: وتتمثل في التجديدات التي تقوم بها المؤسسة، وذلك بشراء الآلات والمعدات وجل وسائل الإنتاج، وذلك لاستبدال المعدات القديمة حتى تتمكن من مسايرة التقدم التكنولوجي، فهي تسعى لشراء المعدات الأكثر تطورا وبالتالي فإنها تتمكن من تحسين النوعية وزيادة الأرباح، وبصفة عامة هدفها الأساسي هو الحفاظ على القدرة التنافسية للمؤسسة.

ب- استثمارات النمو (الاستراتيجية): هدفها الأساسي تحسين الطاقات الإنتاجية لتنمية الإنتاج والتوزيع بالنسبة للمؤسسة لتوسيع مكانتها في السوق، إذ تقوم بتسويق المنتجات والابتكارات الجديدة والمتميزة لفرض نفسها على المنتجين الآخرين، وهذا ما يسمى بالاستثمارات الهجومية، أما الاستثمارات الدفاعية فهي التي تسعى المؤسسة من خلالها إلى الحفاظ على الأقل على نفس وتيرة الإنتاج.

ت- الاستثمارات المنتجة والغير منتجة: وهي استثمارات تنقسم على أساس معيار تكلفتها، فكلما كانت الزيادة في إنتاج المؤسسة مع تحسن النوعية وبأقل التكاليف الممكنة سميت هذه الاستثمارات بالاستثمارات المنتجة، وفي حالة العكس فهي غير منتجة.

ث- الاستثمارات الإجبارية: وتكون إما اقتصادية أو اجتماعية، فالاجتماعية هي التي تهدف من خلالها الدولة إلى تطوير البنية الاجتماعية للفرد، وذلك بتوفير المرافق العمومية الضرورية، أما الاقتصادية فغرضها هو تلبية الحاجات المختلفة للأفراد من سلع وخدمات مختلفة مع تحسين هذه الحاجات كما ونوعا.

ج- الاستثمارات التعويضية: هدفها الحفاظ على رأس المال على حاله وتعويض ما استهلك منه بأموال واهتلاكات، أما الصافية منها فتهدف إلى رفع رأس مال المؤسسة باستثمارات جديدة بحسب الطلب والظروف.

ح- استثمارات الرفاهية: هذا النوع من الاستثمارات نتائجها غير مباشرة، حيث تقوم بتحسين القدرة الشرائية للمؤسسة وبالتالي إعطاء صورة حسنة عنها لدى المتعاملين معها والمستهلكين لمنتوجها.

¹ منصورى الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 25.

5- حسب جنسية المستثمر: تقسم الاستثمارات حيث الطبيعة الجغرافية إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية أو أجنبية:

أ- الاستثمارات المحلية: تشمل مجالات الاستثمار المحلية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلي وبغض النظر عن نوع أداة الاستثمار المستخدمة. قياسا على ذلك يعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية جميع الأموال المستثمرة داخل الجزائر من قبل مؤسسة أو فرد يقيم بالجزائر وأيما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل: عقار، أوراق مالية، ذهب، عملات أجنبية مشروعات تجارية... الخ.¹

ب- الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية: تشمل مجالات الاستثمار الخارجية أو الأجنبية الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية ومهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة، وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، ويعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه انتقال رؤوس الأموال الأجنبية للعمل في الدول المضيفة بشكل مباشر في صور مختلفة سواء كانت وحدات صناعية استخراجية، تحويلية، إنتاجية، زراعية أو خدمية ويكون حافز الربح المحرك الرئيسي لهذه الاستثمارات.² ومن ناحية أخرى قد يكون الاستثمار داخليا عن طريق تكوين رأس مال حقيقي جديد داخل الدولة أو أجنبية وذلك عند توجيه مدخرات الدولة إلى تكوين رأسمال حقيقي جديد في دولة أجنبية.³ فكما يكون الاستثمار محليا داخل الدولة يمكن أن يكون أجنبيا فلا استثمار الأجنبي باعتباره نوعا من أنواع الاستثمار يتم خارج موطنه بحثا عن دولة متلقية سعيا وراء تحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية، المالية، الاجتماعية والسياسية سواء بهدف مؤقت أو لأجل طويل، وقد يكون هذا الاستثمار مباشرا أو غير مباشر ملكا لدولة واحدة أو لعدة دول أو شركة واحدة أو عدة شركات.⁴

ويختلف الاستثمار الأجنبي المباشر عن الاستثمار في الأوراق المالية، في أن الأول ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء من أو كل الاستثمارات في المشروع المعين هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل جزء من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر، الطبعة الخامسة، عمان، 2009، ص 76.

² عبد الرزاق حمد حسين الجبوري، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص 32-33.

³ هيكل عبد العزيز فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، بيروت، 1985، ص 444.

⁴ النجار فريد، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 23.

الفنية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة. أما الثاني وهو الاستثمار في الأوراق المالية فهو ينطوي فقط على تملك الأفراد أو الهيئات والشركات على بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري. ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية استثماراً قصير الأجل بالمقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر.¹

6- حسب طبيعة الاستثمار: ينقسم الاستثمار حسب طبيعته إلى استثمار حقيقي واستثمار مالي:²

- أ- **الاستثمار الحقيقي:** وينقسم الاستثمار الحقيقي إلى ثلاث أقسام وهي:
- **استثمار التوسع:** هو استثمار يسمح للمشروع أو الاقتصاد أن يواجه تطور ونمو الطلب في القطاعات الحيوية في الاقتصاد، وفي هذا النوع من الاستثمار يستلزم أن يوسع المشروع أو الاقتصاد القومي من طاقته الإنتاجية وهذا لا يتحقق إلا إذا أضاف المشروع أو الاقتصاد القومي لرأسماله الموجود أصولاً طبيعية إنتاجية جديدة.
 - **استثمار بالإحلال أو الاستبدال:** يعني أن تستبدل التجهيزات الرأسمالية القديمة والتي قد اهتلكت طبيعياً، اقتصادياً أو حتى محاسبياً بتجهيزات جديدة وهذا لا يتضمن إضافة جديدة لرأس المال السابق.
 - **استثمار التجديد:** وهو مخصص أصلاً لتخفيض النفقات ورفع الإنتاجية وإنتاج سلع جديدة يتم عن طريق إحلال التجديدات الفنية المتجددة محل عناصر الإنتاج والناتج وطرق الإنتاج السابقة، وهذا النوع من الاستثمار يمكن أن يكون مع النوع الأول أو الثاني مكملًا لأي منهما.
- ب- **الاستثمار المالي:** وهي عبارة عن استثمارات لا تؤدي إلى خلق القيم وإنما تؤدي إلى انتقالها من شخص إلى آخر لتمويل الأنشطة العينية، وتتضمن الاستثمار في مختلف الأصول المالية المتاحة.³
- والأصول المالية عبارة عن أوراق تشير إلى حقوق حاملها اتجاه مصدر هذه الأوراق، فهي دليل الملكية للمستثمر كما تحدد حقوقه القانونية، التي قد تتمثل في حقوق ملكية شائعة في إجمالي أصول الجهة المصدرة (كالأسهم) أو حقوق دائنية (كالسندات).⁴

¹ عبد السلام أبو قحف، الاقتصاديات والاستثمارات الدولية، المكتب العربي الحديث، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 13-14.

² أحمد زكريا صيام، آليات جذب الاستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة (الأردن كأمثلة)، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2005، ص 87.

³ مروان شموط، مرجع سابق، ص 21.

⁴ مروان شموط، المرجع نفسه، ص 21.

ثانيا: أهداف الاستثمار.

غالبا ما تكون هذه الأهداف من أجل النفع العام (كالمشروعات العامة التي تقوم بها الدولة) أو من أجل تحقيق العائد أو الربح كالمشروعات الخاصة ومن الأهداف الشائعة للاستثمار ما يلي:¹

- 1- تحقيق عائد مناسب يساعد على استمرارية المشروع.
- 2- استمرارية الحصول على الدخل والعمل على زيادته.
- 3- تعظيم ثروة المستثمر: ويقع ضمن ذلك تحقيق الأرباح الذي يعد الهدف الرئيسي والتقليدي للمستثمرين أي تحقيق أكبر عائد وبأقل درجة من المخاطرة والتكلفة.²
- 4- ضمان السيولة اللازمة: قصد تحقيق السيولة للمستثمر يجب أن يتوفر بحوزته سيولة نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم، وإذا تعمقنا أكثر في حالة الاستثمار والحديث عن مشروع ما فإن السيولة لهذا المشروع هي قدرته على الدفع أو قدرته على سداد الالتزامات المترتبة عليه في وقت استحقاقها أو قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى سيولة نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.
- 5- المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية: إذ أن الطاقة الانتاجية لأي دولة تقاس بما تملكه من أدوات الانتاج المتاحة والمستغلة في آن واحد، وهي التي توفر للمجتمع مختلف السلع والخدمات التي يحتاجها وتتيح له إمكانية التصدير ومن ثم تمويل الواردات.
- 6- إحداث فائض في الإنتاج: بهدف تصديره والحصول على العملات الصعبة الضرورية لتمويل عمليات الاستيراد، إذ لا يمكن أن تنعزل أي دولة في علاقاتها التجارية عن المجتمع الدولي سواء تصديرا أو استيرادا. غير أن عملية الاستيراد لا يمكن أن تتم دون توفير التمويل المناسب لها والمتمثل في العملات الصعبة المتأتية من عمليات التصدير. ولن تحدث هذه الأخيرة إلا بوجود إنتاج محلي قابل للتسويق في الخارج، الأمر الذي يحتم تخصيص جزء من هذا الانتاج للتصدير. وينبغي أن يكون هذا الجزء المصدر فائضا عن احتياجات المجتمع وإلا أحدثت عملية التصدير حرمانا جزئيا لأفراد المجتمع من بعض الخيرات التي ينتجها وهو بحاجة إليها.³

¹ موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سابق، ص 117-118.

² آل شبيب دريد كمال، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008، ص 26.

³ عبد الكريم بعداش، مرجع سابق، ص 44.

- 7- تعظيم القيمة السوقية للأسهم: يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المؤسسات والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المؤسسة يشير إلى نجاح هاته المؤسسة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المؤسسة.¹
- 8- تطوير القدرات الإنتاجية للوطن: نظرا لتطور حاجات المجتمع من السلع والخدمات كما ونوعا فإنه من المنطقي أن تتطور الأدوات المنتجة لهذه الأخيرة بما يحقق التوازن بين الطلب عليها والعرض الموفر لها.²
- وتحدث الزيادة الكمية والنوعية في العرض باستغلال الطاقات الانتاجية المتاحة وغير المستغلة من قبل، أو خلق طاقات إنتاجية إضافية عن طريق إنجاز استثمارات جديدة، وهذا ما يعد من ضمن ما تهدف إليه الحكومات في سياساتها الاستثمارية التي تضعها ضمن سياستها الاقتصادية الكلية.
- 9- خلق مناصب الشغل وتخفيض البطالة: من الأهداف الأساسية لأي سياسة اقتصادية البحث عن التشغيل الكامل، وينصرف هذا الأخير بمفهومه الواسع إلى الاستعمال الكامل لكل عوامل الإنتاج والتي من بينها طبعا العمل.³

¹ مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 14.

² عبد الكريم بعداش، المرجع نفسه، ص 44.

³ قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 37.

المطلب الثالث: خصائص الاستثمار والعوامل المؤثرة فيه.

أولاً: خصائص الاستثمار.

للاستثمار عدة خصائص وهي كالتالي:¹

1- تكاليف الاستثمار: وهي كل المبالغ التي يتم إنفاقها للحصول على الاستثمار، وتشمل كافة المصاريف اللازمة

لإنشاء المشروع الاستثماري حيث تنقسم إلى نوعين:

- **التكاليف الاستثمارية:** وهي تلك المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع والتي تنفق مع بداية المشروع إلى أن تحقق هذا الأخير تدفقات نقدية، وتتمثل في تكاليف الأصول الثابتة أي كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة من أراضي، معدات، مباني، آلات والتي تمثل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع، بالإضافة إلى تكاليف متعلقة بالدراسات التمهيديّة أي كل النفقات التي تتدفق قبل انطلاق المشروع مثل مصاريف التصميمات، الرسوم الهندسية ... إلخ وهذا إلى جانب مجموعة من التكاليف مثل: تكاليف التجارب، تكاليف إجراء الدورات التدريبية ... إلخ.

- **تكاليف التشغيل:** تندمج تكاليف التشغيل في المرحلة الثانية للاستثمار وهي مرحلة التشغيل وذلك بعد إقامته ووضعه في حالة مباشرة العمل، فتظهر مجموعة جديدة من التكاليف اللازمة لاستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية، ومن جملة هذه التكاليف نجد: النقل، التأمين، مصاريف المستخدمين والأجور، مصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية، ... إلخ.

2- التدفقات النقدية: وهي كل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار، ولا تحسب

هذه التدفقات إلا بعد خصم كل المستحقات على الاستثمار مثل: الضرائب والرسوم والمستحقات الأخرى.

3- مدة حياة المشروع: هي المدة المقدرة لبقاء الاستثمار في حالة عطاء جيد ذي تدفق نقدي موجب ويمكن الاستناد

في تحديد مدة حياة الاستثمار على مدى الحياة المادية بمختلف الوسائل أو التركيز على دورة حياة المنتج وبالتالي على مدى الحياة الاقتصادية للمشروع.

4- القيمة المتبقية: عند نهاية مدة الحياة المتوقعة للاستثمار نقوم بتقدير القيمة المتبقية له بحيث يمثل الجزء الذي لم

يستهلك من التكلفة الأولية، وتعتبر هذه القيمة المتبقية إيرادا إضافيا بالنسبة للمؤسسة وبالتالي يضاف إلى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للاستغلال.

¹ منصورى الزين، مرجع سابق، ص 20-21.

ثانيا: العوامل المؤثرة في الاستثمار.

حتى يتحقق الاستثمار لا بد من دراسة العوامل التي تكون سببا في اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه، وهنا لا بد من تحليل هاته العوامل حتى يكون القرار صائبا من أجل تحقيق أكبر عائد وبأقل درجة من المخاطرة:¹

1- الاستقرار السياسي: يعتمد على درجة المخاطرة السياسية التي تختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن قياس هاته المخاطر من خلال دراسة التغيرات السياسية في هذا البلد وطريقة تداول السلطة وشكل الحكومة واستقرارها وعلاقتها مع الدول المجاورة وباقي العالم الخارجي، حيث تؤثر هاته العوامل بشكل مباشر أو غير مباشر على الإنتاج وحجم الطلب والعرض بالإضافة إلى استقرار السوق المالي والنقدي من عدمه.

2- الاستقرار الاقتصادي: من خلال المؤشرات الاقتصادية الكلية المتحققة عن الناتج الإجمالي والتوازن الداخلي والخارجي بمعنى استقرار السياسات المالية والنقدية للدولة أو طبيعة الاتفاقيات الدولية الاقتصادية والعلاقات مع الدول المختلفة وشروط التبادل التجاري، بالإضافة إلى طرق التعامل مع أسعار الفائدة وأسعار الصرف للعملة وتحرير التعامل بهما.

3- معدل سعر الفائدة: يؤثر معدل سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي بصورة عامة وعلى الاستثمار بصورة خاصة من خلال مقارنة تكلفة الاستثمار مع عوائده المتوقعة، حيث أنه كلما ارتفع سعر الفائدة قلت حجم العوائد والعكس صحيح، كما أن ارتفاع معدلات الفائدة العالمية يؤدي إلى انتقال الأموال المحلية إلى الخارج وبالتالي يؤثر على حجم الاستثمارات المحلية.

4- الدخل القومي: يؤثر الدخل القومي في بلد ما بدرجة أولى على الاستثمارات ومن بين أهم العناصر التي لها تأثير مباشر نجد الدخل المتاح، معدلات النمو في الدخل بالإضافة إلى توزيع الدخل القومي وانعكاس ذلك على متوسط دخل الفرد، حيث أنه كلما كبر حجم الدخل الفردي أدى إلى ارتفاع الميل الحدي للادخار وكلما زاد نمو الدخل القومي أدى بالضرورة إلى ارتفاع حجم ومرونة الطلب الكلي مما يعكس أن هناك علاقة طردية بين الاستثمار والدخل القومي.²

5- معدل التضخم: هو ارتفاع المستوى العام للأسعار ولفترة معينة، حيث يؤثر سلبا على الاستثمار لأنه يخلق جوا من عدم الاستقرار في قطاع الأعمال مما يؤدي إلى حالة من الخوف والترقب نتيجة عدم معرفة المستثمر

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 15.

² آل شبيب دريد كمال، مرجع سابق، ص 17.

للحالة التي سيكون عليها الاقتصاد في المستقبل لأنه سيؤدي إلى الارتفاع العام في الأسعار وبالتالي ضعف القدرة الشرائية للنقود.

6- توفر البنى التحتية والانفتاح الاقتصادي: إن توفر البنى التحتية ضرورة حتمية للأنشطة الاستثمارية وخاصة العناصر المؤثرة على الاستثمار، ويقصد بالبنى التحتية: الطرق، المواصلات، الاتصالات، الانترنت، الموانئ، المطارات، الكهرباء، الماء، ... إلخ.

المطلب الرابع: مبادئ الاستثمار وأدواته.

أولاً: مبادئ الاستثمار.

لكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة في ضوء نتائج تحليلها، لا بد له من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار والمتمثلة في النقاط الآتية:¹

1- مبدأ الاختيار: إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، بحيث يقوم باختيار هذه الفرص أو البدائل المتاحة مراعيًا في ذلك ما يلي:

- يحصر البدائل المتاحة ويحددها.
- يحلل البدائل المتاحة أي يقوم بتحليل الاستثماري.
- يوازي بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.
- يختار البديل الملائم حسب المعايير والعوامل التي تعبر عن رغباته، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي لديه خبرة ناقصة أو أن يستعين بالوسطاء الماليين.

2- مبدأ المقارنة: وهنا يقوم المستثمر بالمقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب، وتتم هذه المقارنة بالاستعانة بالتحليل الأساسي أو الجوهري لكل بديل متاح ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل والمناسب للمستثمر من وجهة المستثمر حسب مبدأ الملاءمة.

¹ أسماء حدانة، مرجع سابق، ص 96-97.

3- مبدأ الملاءمة: يطبق المستثمر هذا المبدأ عمليا عندما يختار بين مجالات الاستثمار وأدواته وما يلائم رغباته وميوله

التي يحددها دخله وحالاته الاجتماعية، حيث لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقراره والتي يكشفها التحليل الجوهرى والأساسى وهى:

- معدل العائد على الاستثمار.

- درجة المخاطر التي يتصف بها الاستثمار.

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأدوات الاستثمار.

4- مبدأ التنوع: وهنا يلجأ المستثمرون إلى تنوع استثماراتهم بقصد الحد والتقليل من درجة المخاطر الاستثمارية التي

يتعرضون لها، غير أن هذا المبدأ ليس مطلقا نظرا للعقبات والقيود التي يتعرض لها المستثمرون مما يصعب عليهم انتهاج وتطبيق هذا المبدأ على أرض الواقع.

ثانيا: أدوات الاستثمار.

هى تلك الأدوات التي يتم استخدامها من قبل المستثمرين لحيازة أصل معين قصد تحقيق أكبر عائد وبأقل درجة من المخاطرة، حيث نجد العديد من الأدوات والتي من أهمها ما يلي:

1- أدوات الاستثمار المباشر:

تنقسم أدوات الاستثمار إلى ثلاث أقسام وهى: أدوات الاستثمار الغير قابلة للتداول، أدوات الاستثمار القابلة للتداول في سوق النقد وأخيرا أدوات الاستثمار القابلة للتداول في أسواق رأس المال، والتي سنتطرق بشيء من التفصيل للأنواع السابقة الذكر كما يلي:¹

أ- أدوات الاستثمار غير القابلة للتداول: يقصد بأدوات الاستثمار الغير قابلة للتداول تلك الأدوات التي لا يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع لطرف ثالث والطريق الوحيد المتاح للتصرف هو استرداد قيمتها من الجهة التي أصدرتها ومن أبرز تلك الأدوات نجد ما يلي:

- ودائع التوفير.

- الودائع لأجل.

- شهادات الإيداع (الاستثمار) غير قابلة للتداول.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 5-11.

- فرض فائض الاحتياطي الإلزامي.

- اتفاقيات إعادة الشراء.

- سندات التوفير الحكومية.

ب- أدوات الاستثمار القابلة للتداول في سوق النقد: إن أسواق النقد تعد مصدرا رئيسيا للتمويل قصير الأجل،

فهي توفر إمكانية الاقتراض قصير الأجل للمستثمر، وأما بالنسبة لمصادر هاته القروض فمصدرها أموال

المستثمرين المقرضين الذين يوظفون أموالهم بدرجة عالية من الأمان أي في أصول مالية ذات سيولة عالية، هنا

تقوم البنوك التجارية بدور بارز من خلال تقديم أموال المودعين أو المستثمرين لطالبي القروض، حيث أن سوق

النقد تتميز بمرونة عالية مع انخفاض درجة المخاطرة المتعلقة بعدم قدرة المدين على سداد التزاماته، نظرا لأن

الأوراق المالية في هذا السوق صادرة عن مؤسسات صاحبة مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، البنك المركزي

والمؤسسات الحكومية ولهذا فإن احتمالات عدم السداد تبقى ضعيفة، أما فيما يخص أدوات الاستثمار

المستخدمة في سوق النقد فنجد:¹

- **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** تعتبر شهادات الإيداع أداة دين تقوم البنوك التجارية ببيعها

إلى المدخرين، حيث تدفع شهادات الإيداع معدلات فائدة محددة على فترات دورية وعند الاستحقاق

يتم دفع قيمتها بالكامل، ومعدلات الفائدة المدفوعة على شهادات الإيداع أعلى قليلا من معدلات

الفائدة على أذونات الخزانة، لأن درجة المخاطر فيها أكبر والقدرة على تسويقها أقل نوعا ما. والحد الأدنى

للاستثمار في شهادات الإيداع يكون مرتفع لذلك تعتبر مصدر تمويل مهم للبنوك.

- **القبولات المصرفية:** تعتبر من الأشكال القديمة للائتمان التجاري، فهي توفر طريقة يستطيع من خلالها

البنك إضافة اسمه وسمعه إلى وعد الدفع من قبل المقترض بشكل يجعل السند قابلا للتداول.

- **أذونات الخزينة:** وهي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة من أجل تمويل نفقاتها اللازمة، ويتم

بيعها في السوق الرئيسية عن طريق المزايمة إلى البنوك والمتعاملين، وتعتبر أذونات الخزانة العامة من أكثر

أدوات سوق النقود سيولة لكبر حجم التعامل بها كما أنها تعتبر من أقل أدوات سوق النقود خطورة من

الناحية الاستثمارية نظرا لضعف احتمال إفلاس الدولة.

¹ مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، 2008، ص 137-138.

- الأوراق التجارية: تعتبر الأوراق التجارية أداة دين قصير الأجل تصدرها الشركات الكبيرة للحصول على التمويل اللازم، وعادة ما تكون الشركات المصدرة للأوراق التجارية معروفة على نطاق واسع وذات سمعة مالية جيدة.

ت- أدوات الاستثمار القابلة للتداول في أسواق رأس المال:¹

يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه الصفقات المالية طويلة الأجل التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل وإما في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، ويختلف الدور المالي لسوق رأس المال عن الدور المالي لسوق النقد، إذ أنه في الوقت الذي يعد سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل ويهتم كثيرا بالسيولة والأمان للمستثمر، يعد سوق رأس المال مصدرا للتمويل طويل الأجل ويكون للدخل أهمية بالغة فيه. وعلى الرغم من أن سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما كما يعد المتعاملون فيه وكلاء متخصصين في الصفقات المالية الكبيرة وهذا من خلال تكييف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة، ومن أجل توفير ميزة الفاعلية والكفاءة لسوق رأس المال يجب تحقيق الشرطين التاليين:

- توافر أدوات الاستثمار المناسبة التي تجعل من الأموال أكثر إنتاجية وذات تكلفة منخفضة.
- توافر سوق ثانوي للأوراق المالية يوفر درجة كافية من السيولة من حيث إمكانية بيعها وتحويلها إلى أصول سائلة قبل حلول موعد استحقاقها.

وأما أدوات الاستثمار المتداولة في سوق رأس المال فيمكن تقسيمها إلى أدوات ملكية وإلى أدوات دين وهي كالتالي:

1- أدوات الملكية:

أ- الأسهم العادية: هو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول ذات دخل متغير تصدرها شركة ذات أسهم تضمن حق الشريك في هذه الشركة، وهو ينطوي على حق ملكية ويكون قابل للتداول عن طريق القيد في دفاتر الشركة. يتم إصدار السهم العادي بقسيمة إسمية تحدد في العقد التأسيسي للشركة ويكون الاكتتاب في السهم العادي من خلال اكتتاب عام أو اكتتاب محدد (مغلق)، ويمكن أن يكون السهم لحامله أو اسمي أو لأمر كما يمكن أن يكون سهم نقدي أو عيني أو حصص تأسيس.

¹ مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، المرجع نفسه، ص 143

وللمساهمين العادي عدّة حقوق من بينها: الحق في الأرباح الموزعة، الحق في التصويت في الجمعية العامة، حق نقل الملكية، حق حضور الجمعيات العامة، حق الأولوية في الاكتتاب، حق الاطلاع على وثائق الشركة وسجلاتها، حق الحصول على حصة من موجودات الشركة بعد التصفية.

ب- الأسهم الممتازة: هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة دفترية، قيمة إسمية، قيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تصفيتها. وللأسهم الممتازة عدّة مزايا والتي من بينها:¹

- الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة إلا أنها تأتي بعد أصحاب الديون من حيث الأولوية.
- خاصية التجميع أي تجميع الأرباح وبالتالي عدم توزيع الأرباح لسنة أو أكثر مما يؤدي بالشركة المصدرة إلى دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
- إمكانية الاستدعاء والاستبدال بالرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق إلا أن الشركة بإمكانها استرداد تلك الأسهم وهذا إما بشرائها أو باستبدالها بأسهم عادية.

- إمكانية مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح أي مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح المتبقية وهذا بعد حصول كل من حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية أيضا على أرباحهم.

ت- الخيارات: الخيار هو ورقة مالية مشتقة ليس لها قيمة بحد ذاتها فقيمتها مستمدة من قيمة الورقة المالية الأصلية محل الاختيار، ويعرف الخيار بأنه الحق في الشراء أو البيع لورقة مالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مقدما أو في تاريخ محدد، ويدفع المستثمر نتيجة حصوله على هذا الحق مبلغا من المال يسمى بالعلوّة.²

ث- التعهدات: يقصد بالتعهد بأنه الصك الصادر عن الشركة المساهمة في السوق الأولي إلى جانب الإصدارات من الأوراق المالية ثابتة الدخل كالسندات والأسهم الممتازة، وذلك من أجل الترويج لهاته الأوراق عن طريق توفير بعض المزايا الإضافية التي تشجع على شرائها. ويحصل المستثمر من خلال هذا

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 28-29.

² مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 144.

التعهد على الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ ضمن مدة محددة من تاريخ الإصدار وينتهي الحق في استخدامها بعد هذه المدة.¹

2- أدوات الدين:

- أ- السندات: يمثل السند ورقة مالية تعتبر قرضا طويل أو متوسط الأجل، كما أن لحامله الحق في الحصول على فوائد سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة². كما تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر بدفع مبلغ معين من المال) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين³، ولحملة السندات جملة من الخصائص والتي من بينها:⁴
- يحصل حملة السندات على دخل ثابت سنويا يتمثل في الفائدة سواء الشركة ربحت أو خسرت.
 - للسند تاريخ استحقاق تلتزم الشركة بإرجاع القيمة الإسمية لحاملها في هذا التاريخ وهو قابل للتداول.
 - لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعية العامة للمساهمين.
 - لحملة السند الحق في الحضور في جمعيات حملة السندات والاطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.
 - عند التصفية يكون لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته قبل حامل الأسهم العادية، لكن لا يحق له الحصول على الأرباح التي تقرر توزيعها على حملة الأسهم.
 - يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي ويسمح لحامله ببيعه ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة اللازمة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثانوي.
- ب- السندات الدولية: هي تلك السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية وليس بعملة محلية، وكمثال على ذلك الإصدار لصالح جزائري بالدولار الأمريكي، كما تصدر لصالح مقرض أجنبي ولكن بعملة محلية كأن يتم الإصدار للمقرض الأمريكي ولكن بالدينار الجزائري.⁵

¹ مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، المرجع نفسه، ص 143-144.

² J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993, P 27.

³ B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p18.

⁴ آل شبيب دريد كامل، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2012. ص 208.

⁵ مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 148.

2- أدوات الاستثمار الغير مباشر: في هذا العنصر سنتطرق لأدوات الاستثمار الغير مباشرة والتي تتمثل في أدوات الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار، سواء كان المنتج المالي المصدر سهما أو أي وثيقة مالية فهو يعد أداة غير مباشرة للاستثمار فالسهم أو الوثيقة المالية التي يصدرها الصندوق تعطي لحاملها حق ملكية شائعة في المحفظة المالية، وأن تلك المحفظة المالية وليس أداة الاستثمار التي يصدرها الصندوق هي التي يتولد عنها الأرباح التي توزع على حملة الأسهم أو الوثائق المصدرة.¹

إن صناديق الاستثمار هي عبارة مؤسسات مالية تستثمر أموالها في تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث تصدر في مقابلها أسهم أو وثائق تباع للجمهور، وعليه يمثل السهم أو الوثيقة حصة شائعة في محفظة مالية جيدة التنوع.²

كما يمكن اعتبارها شركات تجمع أموالا من عدد كبير من المستثمرين وتقوم إدارة الصندوق باستثمار هذه الأموال في مختلف أنواع الأوراق المالية مقابل وثائق تصدر للمستثمرين تمثل كل وثيقة من هذه الوثائق حصة المستثمر بالتبعية في كل الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق، بما يحقق التنوع في الاستثمارات وتوزيع المخاطر وتقليل حجمها وآثارها.³ ومن بين أنواع صناديق الاستثمار على سبيل المثال لا على سبيل الحصر ما يلي:

- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** يقصد بهذا النوع من الصناديق ذلك الصندوق الاستثماري الذي يظل مفتوحا لدخول وخروج المستثمرين منه، وبالتالي فإن عدد الأسهم التي تحتويها هذه الصناديق غير محدد أو ثابت وإنما يختلف بحسب عمليات البيع والشراء والاسترداد التي تجري من خلاله، ويكون للمدخر في هذا النوع من الصناديق الحق في شراء ما يرغب فيه من وثائق كما له الحق في البيع أيضا، ومن ثم فإن حجم الصندوق يكبر في حالة بيع المزيد من وثائق الاستثمار بينما يصغر عند استرداد المستثمرين لكل وثائقهم أو جزء منها، ويترك ذلك بالتالي أثره على قيمة محفظة الأوراق المالية الخاصة بالصندوق زيادة أو نقصانا.⁴

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 35.

² منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008، ص 285.

³ أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة (صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال)، دار إيتراك، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008، ص 161.

⁴ منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1995، ص 50-51.

- **صناديق النمو:** وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي كبير بدلا من العائد الجاري¹، وهي صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق أي بعبارة أخرى لا يكون الهدف من إنشائها الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو المضاربة الهادفة إلى الاستفادة من التقلبات الحادثة في أسعار الأدوات الاستثمارية فيها والتي غالبا ما تكون أسهم ذات مخاطرة مرتفعة.

- **صناديق الدخل والنمو:** يهدف هذا النوع من الصناديق على المحافظة على أصول الصندوق مع تحقيق نمو في رأسمال الصندوق عن طريق الاستثمار الآمن طويل الأجل، وهنا يعني أن الصندوق يقبل بمخاطر أقل من تلك المخاطر المقبولة في صناديق الاستثمار ذات الهدف الواحد وهي صناديق النمو، تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.²

¹ شريط صلاح الدين، دور النسب المالية في أداء تقييم صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية (دراسة حالة جمهورية مصر العربية)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 6، 2011، ص 144.

² Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A., Investment, 6th edition, McGraw-Hill, (2005), p112-115.

المبحث الثاني: الاستثمار في المحفظة المالية.

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد مالي وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع هذا ما يعني أنه يتم تشكيل محفظة مالية متنوعة من الأوراق المالية، وقصد التعرف أكثر على المحفظة المالية، أهدافها، سياساتها وأسس تكوينها قمنا باقتراح الخطة التالية:

- **المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية.**
- **المطلب الثاني: أهمية وأهداف الاستثمار في المحفظة المالية.**
- **المطلب الثالث: سياسات الاستثمار في المحفظة المالية.**
- **المطلب الرابع: أسس تكوين المحفظة المالية.**

المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية.

أولاً: تعريف المحفظة المالية.

- **تعريف المحفظة المالية لغويًا:** كما ورد في معاجم اللغة فإن كلمة محفظة تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش يحتفظ فيه بقطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى، وعند سماع كلمة محفظة يتبادر إلى الذهن الشيء الذي نحمله معنا باستمرار والذي نضع فيه النقود التي نحملها معنا، بطاقات الائتمان، بطاقة الهوية، رخصة السياقة وأي وثائق أخرى نرى أن لها أهمية والتي يتطلب منا حملها باستمرار.¹
- **تعريف المحفظة المالية اصطلاحًا:** يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة.²
- **التعريف 1:** المحفظة المالية هي عبارة عن مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المحفظة مزيجًا متجانسًا من هذه الأوراق والتي يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك

¹ عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في المحاسبة والتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010/2009، ص 126.

² وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، ص 204.

- نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك....) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها وحتى مدة استحقاقها.¹
- **التعريف 2:** تعرف المحفظة المالية بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة التي يملكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.²
- **التعريف 3:** هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار وذلك لأنها تتركب من أصليين أو أكثر، ويتم التفرقة بين محفظة وأخرى بسبب نوعية الاستثمارات التي تحتويها.³
- **التعريف 4:** مجموعة من الأصول والاستثمارات المجمع في كيان استثماري واحد مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها بهدف تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد.⁴
- **التعريف 5:** عبارة عن تلك التشكيلة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات مختلفة النوع ومختلفة تواريخ الاستحقاق، يحتفظ بها المستثمر ويقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسيين وهما العائد المترتب على الاستثمار وإمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حال احتاج إليها المستثمر.⁵
- **التعريف 6:** هي مجموع ما يمتلكه الفرد من أصول وموجودات شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق توظيف أمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.⁶
- **التعريف 7:** هي عبارة عن تشكيلة من الأوراق المالية التي يمتلكها المستثمر.⁷

¹ محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص 65.

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، ص 267.

³ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها)، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، 2004، ص 37.

⁴ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 209.

⁵ جمال سالم، ميكانيكية إدارة محافظ المصرف، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1997، ص 6.

⁶ محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة 3، 2005، ص 23.

⁷ وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية (دراسة مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 63-62.

- **التعريف 8:** هي تشكيلة من أدوات الاستثمار قد تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة. وتختلف المحافظ الاستثمارية باختلاف أصولها، إذ يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية مثل الذهب والسلع، كما يمكن أن تكون جميع أصولها مالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، كما يمكن أن تجمع بين الأصول الحقيقية والأصول المالية.¹

ثانياً: أنواع المحفظة المالية

وتتمثل أنواع المحافظ الاستثمارية فيما يلي:²

- 1- **محفظة الدخل:** وتتركز على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات. وعادة ما تكون هذه الأسهم تتمثل في الأسهم الحكومية أو من أسهم الشركات المعروفة باستقرار أسعارها في السوق، وكذا عدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح. كما يفضل هذا النوع من المحافظ صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على دخل هذه الأوراق المالية أو المستثمرين المحافظين الذين لا يجذبون المخاطر.
- 2- **محفظة النمو:** تركز محفظة النمو على أدوات استثمارية تحقق إيرادات استثمارية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة، وتعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمواً مستمراً في مبيعاتها.
- 3- **المحفظة المختلطة:** وتتركز على التوزيعات النقدية للأرباح، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها. وبالتالي تنوع هذه المحفظة ما بين الاستثمارات التي تؤدي إلى توزيعات نقدية عالية واستثمارات تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية.
- 4- **المحفظة المتوازنة:** وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات، وفي الوقت نفسه المحافظة على رأس المال المستثمر.
- 5- **المحفظة المتخصصة في الصناعات:** وهي تلك المحافظ التي تخصص في الاستثمار في أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية.

¹ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010/2011، ص 75.

² عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، المرجع نفسه، ص 77-78.

6- **المحافظ الخاصة (محافظ العملاء):** وهي المحافظ التي تعود ملكيتها لمستثمر واحد ويتم تشكيلها بناء على رغبته وأهدافه، حيث يحدد المستثمر الأدوات الاستثمارية التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب الأوراق المالية التي تشكل هذه المحفظة وأسلوب إدارتها، وفي حال كان مدير المحفظة شخص آخر غير المالك فإن دور هذا المدير ينحصر بتنفيذ رغبات المستثمر أو يترك له حرية التصرف وفق ما تقتضي ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، على أن يجعل المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها.

7- **محافظ المؤسسات:** وهي محافظ مؤسسات استثمارية مشكلة سلفاً من أدوات استثمارية متنوعة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، وتكون لهذه المحافظ استراتيجيات محددة وتخطيط مسبق وكل قرار استثماري يتخذ يجب أن تتوافر فيه شروط علمية معينة كي لا يتأثر المساهمون أو المستثمرون بأي نتائج سلبية، وذلك لأن المستثمر يعتبر مساهماً في رأس المال ويكون له دور في إدارة المحفظة بقدر ما يملكه من أوراق مالية في هذه المحافظ الاستثمارية.¹

8- **محافظ صناديق التقاعد:** وهي عبارة عن محفظة تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية ومصدر أموالها هو عبارة عن مساهمة رب العمل والتي تكون نسبة من أرباح المنشأة أو نسبة مئوية من أجور العمال.²

¹ بن موسى كمال، مرجع سابق، ص 38.

² وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المناهل، عمان، 2003، ص 43.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف الاستثمار في المحفظة المالية.

أولاً: أهمية الاستثمار في المحفظة المالية.

ويمكن حصر أهمية المحافظ الاستثمارية في النقاط التالية:¹

- توفير فوائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية، تجارية، خدمية، أفراداً كانوا أو مؤسسات، إنتاجية أو مالية.
- توسيع نشاط المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين، إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الانترنت في التداول.
- الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة، أي العمل على استغلال رأس المال الفائض استغلالاً جيداً بغرض تحقيق الربح، حتى ولو كان الاستثمار في نشاط مختلف عن النشاط الأصلي للمؤسسة المستثمرة في المحفظة المالية.
- توسيع نشاط بعض المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة والتي تمتلك سيولة نقدية عالية غير مستغلة كمؤسسات التأمين، صناديق التأمين وصناديق التقاعد. ونتيجة لوجود التزامات تترتب عليها يتطلب الأمر قيامها باستثمار هذه الفوائض لكي تستطيع الإيفاء بالتزامات المالية المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، مما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية تلي حاجة هذه المؤسسات.

ثانياً: أهداف الاستثمار في المحفظة المالية.

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا يتطلب عملية مفاضلة بين:

- الخطر والعائد المتوقع.
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم.
- مختلف مستويات الخطر.

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 18.

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر/عائد) ممكنة.¹

يمثل العائد على محفظة الأوراق المالية المنبع الرئيسي الذي يعتمد عليه المستثمر لمواجهة التزاماته الأساسية، مثل سداد الفوائد المستحقة على الودائع، إجراء توزيعات على المساهمين وزيادة الأرباح المحتجزة لمقابلة التوسعات المستقبلية، لذا فمن المتوقع أن يكون للنجاح في إدارة المحفظة الاستثمارية آثار جيدة على قدرة المستثمر على تحمل تلك الأعباء، وتقتضي الإدارة الناجحة للمحفظة الاستثمارية ضرورة تحديد أهدافها على اعتبار أن الأهداف هي الإطار الذي تصاغ على ضوئها السياسات الخاصة بالمحفظة. ومن بين الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها المستثمر من خلال استثماره في المحفظة المالية ما يلي:²

1- حماية رأس المال المستثمر: نمو المحفظة ودخلها يساعد في الحفاظ على القوة الشرائية لأصل المبلغ المستثمر. وهنا يجري التخطيط لمكونات المحفظة والمفاضلة بين الأدوات ذات الدخل الثابت والمتغير سواء اختيار مزيج أو التركيز على نوع واحد.

2- تحقيق دخل مستمر ومستقر: يتيح فرصة للاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة.

3- التنوع: وهو القاعدة الأساسية التي يركز عليها مفهوم المحفظة، ويجب أن يراعي مدير المحفظة هنا كلفة التنوع، الإدارة، الصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة. وبهذا الصدد نذكر أن هناك أنواعاً من التنوع، هي البسيط أو العشوائي (الاستثمار في عدد غير محدد من الأوراق المالية)، والتنوع الكفؤ الذي يعتمد على أساس علمي في اختيار مكونات المحفظة مثل معامل الارتباط بين مكوناتها مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

4- تعظيم الربح: أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.

¹ Lawrenle Gitman, Michael Joelink : Investissement et marchés financiers, Person éducation, 9ème édition, paris 2005, p162.

² سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2008، ص 9.

- 5- تحقيق النمو: أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.
- 6- تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.
- 7- التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين: لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.
- 8- مواجهة الالتزامات المستقبلية: أي تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية. وفي الواقع فإن الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقاً لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

المطلب الثالث: سياسات الاستثمار في المحفظة المالية.

عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة التي ينوي اتباعها والتي يتم بناء عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة، وهناك ثلاث سياسات رئيسية لإدارة المحفظة:¹

1- السياسة الهجومية: تتبنى هذه السياسة عندما يكون الهدف الرئيسي من المحفظة تحقيق أرباح رأسمالية سريعة ناتجة عن تقلبات الأسعار، فالمستثمر في هذه الحالة لا يهجم الاستثمار بقدر ما يهجم ما يجنيه من أرباح، ويفضل المستثمر في هذه السياسة العائد على الأمان ويتحمل درجات مرتفعة من المخاطر، والنموذج الشائع لهذه المحفظة محفظة رأس المال (محفظة النمو) التي تهدف لجني أكبر عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول وغالبا ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموها لجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار اقتصادي محتمل، وتعتبر الأسهم العادية من الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ وتشكل ما بين 81% إلى 91% من قيمة المحفظة، وتكون هذه السياسة ناجحة في فترات الازدهار الاقتصادي.²

2- السياسة الدفاعية المتحفظة: يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطبق على هذا النوع من المحافظ محافظ الدخل، والتي تتكون أساسا من أذونات الخزينة، سندات حكومية، أسهم ممتازة، السندات المضمونة طويلة الأجل، عقارات وبنسبة تتراوح بين 61% إلى 81% من رأس مال المحفظة وتوفر هذه المحافظ للمستثمر دخل ثابت ومستمر لفترة طويلة وهامش مرتفع من الأمان على رأس المال المستثمر وهي سياسة يتبناها المستثمرون المتحفظون جدا تجاه عنصر المخاطرة، وتكون هذه السياسة ناجحة في فترات الركود الاقتصادي.³

3- السياسة المتوازنة: تعتبر هذه السياسة الحل الوسط بين النمطين السابقين، ويراعى فيها تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول ومستوى مقبول من المخاطرة، ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية متنوعة تحقق للمستثمر دخل ثابت دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية، وتسمى المحفظة من هذا النوع بالمحفظة المتوازنة، ويتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين وتتكون من أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة كأذونات الخزينة مضافا إليها استثمارات طويلة الأجل مثل العقارات والأسهم العادية، وفي حالة الازدهار وارتفاع الأسعار

¹ خطاب سامي، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، ورقة عمل مقدمة لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007، ص 10.

² حران طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 81.

³ محمد مطر، تيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، 2005، ص 184.

يستطيع أن يبيع الاستثمارات قصيرة الأجل وفي حالة هبوط الأسعار فإن العقارات والسندات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت تخفض من إمكانية خسارة المستثمر لرأس ماله.¹

المطلب الرابع: أسس تكوين المحفظة المالية.

1- مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية في المحفظة الاستثمارية: إن عملية اتخاذ القرار المتعلق بتوزيع ثروة المستثمر بين أنواع الأصول الاستثمارية أو ما يسمى تخصيص الموجودات يعد من أهم القرارات في إدارة المحفظة الاستثمارية وجزء مهم من مراحل تكوين المحفظة، وعملية اتخاذ القرارات وعملية تكوين المحفظة الاستثمارية تمر بأربع مراحل هي:²

أ- التخطيط أو وضع خطة الاستثمار: يعتبر التخطيط الاستثماري ووضع الخطة الاستثمارية بمثابة حجر الأساس الذي سيبني عليه كافة القرارات التي ستتخذ لاحقاً بما في ذلك قرار تخصيص الموجودات، وأثناء وضع الخطة يحدد المستثمر أهدافه الاستثمارية التي يجب أن تتمتع بالواقعية وتحديد نوع المخاطر المستعد لتحملها والعائد المتوقع من استثماره بما يلائم احتياجاته وظروفه، علماً أن هذه الخطوة يجب أن تراجع بشكل دوري وأن تعدل بما يتلاءم مع الظروف المتغيرة ومع حاجات وأهداف المستثمر، والتخطيط الاستثماري خطوة مهمة وضرورية لأي مستثمر مهما كان حجم الأموال المستثمرة.

ب- دراسة السوق والاتجاهات المستقبلية: وهي الخطوة الثانية في عملية إدارة المحفظة الاستثمارية حيث على المستثمر دراسة الظروف المالية والاقتصادية المتغيرة وتوقع الاتجاهات المستقبلية وبالتالي تحديد الاستراتيجية المثلى للاستثمار، وبما أن هذه الظروف تتغير باستمرار فإن المحفظة تتطلب متابعة مستمرة وتعديل مستمر لتبقى متوافقة مع التغيرات في الأسواق وهذا ما يعرف بعملية التنبؤ.

ت- تكوين المحفظة: بالاعتماد على الخطة الاستثمارية الموضوعية وعلى تنبؤات السوق المالي يتم تطبيق استراتيجية الاستثمار وتحديد كيف يتم تخصيص الأموال المتوفرة بين الأصول والأوراق المالية المختلفة التي تقلل من المخاطر وتحقق احتياجات وأهداف المستثمر.

¹ علوان قاسم، إدارة الاستثمار، دار الثقافة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص 199-200.

² ربابعة عبد الرؤوف، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطرة، هيئة الأوراق المالية، 2009، ص 05.

ث- المتابعة وتقييم الأداء: وهي من أهم مراحل إدارة المحفظة وفيها يتم متابعة أداء المحفظة بشكل عام وأداء كل أصل من الأصول المكونة لها بشكل خاص، كما يجب متابعة احتياجات وأهداف المستثمر وظروف السوق ومقارنة النتائج الفعلية بالتوقعات ومن ثم القيام بعملية التعديل على السياسة الاستثمارية وعلى مكونات المحفظة بما يتناسب مع النتائج التي يتم الوصول إليها.

- 2- شروط تكوين المحفظة الاستثمارية: يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط المهمة التي تضمن نجاح تكوين المحفظة الاستثمارية وعند إجراء أي تعديل على الأصول المكونة لها ومن تلك الشروط:¹
- اختيار الأصول المكونة للمحفظة على أساس دراسة كل المعلومات المتوفرة عن حالة السوق وعن الأصول المنتقاة ودراسة البيئة الاستثمارية.
 - محاولة الحفاظ على ربحية المحفظة وقيمتها السوقية وذلك بالعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تحقق أهداف المستثمر بشكل أفضل.
 - توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال العقلانية والتحوط وتحديد هامش معين لتقبل المخاطرة وذلك بتنوع الأصول المكونة للمحفظة بطريقة عملية والعمل بشفافية.
 - التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية بطرق علمية وعملية ومقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة وذلك للوصول إلى أفضل النتائج في المستقبل خاصة للمستثمرين المؤسساتيين.
 - دراسة حساسية الأصول المكونة للمحفظة المالية تجاه المتغيرات الاقتصادية كمؤشرات السوق والاقتصاد بشكل عام.
 - اتباع سياسة ومنهجية محددة مسبقا لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتعديل هذه السياسة عند كل تغير في الظروف المحيطة وفي احتياجات المستثمر.
 - توفر قدر جيد من السيولة النقدية لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وللإستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة.

¹ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص222.

3- **التنوع في المحفظة الاستثمارية:** يقصد بالتنوع قرار المستثمر بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي في حجم ذلك العائد، وهناك أسس مختلفة للتنوع من أهمها تنوع جهة الإصدار وتنوع تواريخ الاستحقاق وغيرها من الأساليب.

أ- **تنوع جهة الإصدار:** يقصد بتنوع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها جهة واحدة، بل ينبغي تنوع جهة إصدار تلك الأوراق، وثمة أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما الأسلوب البسيط وأسلوب التنوع الكفؤ (تنوع ماركويتز):

• **التنوع البسيط:**¹ يقوم أسلوب التنوع البسيط على فكرة أساسية وهي أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة انخفضت المخاطر التي يتعرض لها العائد فالمحفظة التي تتكون من ثلاث أسهم أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من أسهم تصدرها مؤسسة واحدة أو مؤسستان.

إن التنوع الساذج هو تنوع عشوائي وبمعنى آخر شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة والعوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة (المخاطر الكمية)، وهذا النوع من التنوع يكون ملائماً فقط في حال عدم إمكانية التمييز بين العوائد المتوقعة ومخاطر الأوراق المالية المختلفة.

وتشير الدراسة الشهيرة التي قام بها إيفان و آرشر سنة 1968 على أن احتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر غير المنتظمة، ويمكن توضيح ذلك بتصنيف المخاطر التي تتعرض لها المحفظة إلى نوعين من المخاطر:

✓ **المخاطر المنتظمة:** هي مخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق تنوع الأدوات الاستثمارية في المحفظة مهما بلغ عدد تلك الأدوات.

✓ **المخاطر غير المنتظمة:** هي المخاطر التي تتناقص تدريجياً كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة حتى يصل عدد الأوراق إلى 15 ورقة مالية حيث يصبح إضافة ورقة مالية أخرى إلى المحفظة عديم

¹ الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 192.

الجدوى في تخفيض هذه المخاطر. لذلك يجب أن يؤخذ بالحسبان عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة لما في ذلك من آثار عكسية أهمها: ¹

- **صعوبة إدارة المحفظة:** تقتضي إدارة المحفظة التحليل المستمر للمركز المالي للمنشآت المصدرة للأوراق المالية التي تتضمنها، وعندما تتكون المحفظة من استثمارات أصدرتها منشآت عديدة تزداد صعوبة إدارتها كما تصبح أكثر تكلفة.

- **تكلفة عالية للبحث عن استثمارات جديدة:** حيث كلما مال المستثمر إلى المغالاة في تنويع مكونات المحفظة كلما زادت تكاليف البحث عن استثمارات جديدة لضمها إلى المحفظة.

- **اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة:** قد يترتب على المغالاة في التنويع قيام المستثمر بالاستثمار في أوراق مالية يتولد عنها عائد لا يتلاءم مع المخاطر التي تنطوي عليها، فكلما زاد عدد الإصدارات التي ينبغي أن تنظم إلى المحفظة تضاءلت فرص الاستثمار في أوراق مالية جديدة.

- **ارتفاع متوسط تكاليف الشراء:** يترتب على المغالاة في التنويع ارتفاع في تكاليف الاستثمار، فالمغالاة تعني شراء كميات صغيرة من كل إصدار وهذا يؤدي بدوه إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة.

● **تنويع ماركويتز:** ² على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي باختيار الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة بشكل عشوائي نجد أن أسلوب ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأدوات وذلك بناء على العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية لتلك العوائد وعلى درجة الارتباط بين العوائد المتولدة عن تلك الأدوات الاستثمارية، فعندما تكون العلاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت العوائد مستقلة أو توجد بينها علاقة عكسية، وبالتالي استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين العوائد انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة الاستثمارية، وينجح هذا الأسلوب في التخلص ليس من المخاطر الغير المنتظمة فقط بل بالتخلص أيضا بجزء من المخاطر المنتظمة.

إن بناء محفظة استثمارية من السهمين (أ) و (ب) في الحالة الأولى لا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة، مما يعني أن مخاطر المحفظة في هذه الحالة تكون متوسطا مرجحا لمخاطر السهمين معا، أما

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 197-199.

² عطا الله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص 147.

عندما يكون معامل الارتباط بين السهمين معدوم فإن بناء محفظة من السهمين معا يؤدي إلى تخفيض المخاطر، وفي الحالة الثالثة أي عندما يكون الارتباط بين عوائد السهمين (-1) فإن ذلك يؤدي إلى التخلص من المخاطرة للمحفظة الاستثمارية بشكل نهائي عند اختيار أوزان ملائمة وهذه هي القاعدة التي يركز عليها مبدأ التحوط.

ونلاحظ أن متغيراً آخر يلعب دور هام في تحديد مخاطر المحفظة ويتمثل في وزن الاستثمارات المكونة للمحفظة، أي كيفية توزيع المخصصات المالية على الأدوات الاستثمارية، فكون معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية سالبا تماما، فإن ذلك لا يعني في أغلب الأحوال تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن إذ يتوقف الأمر على الأوزان النسبية للأدوات الاستثمارية التي تتكون منها المحفظة، وبعبارة أخرى يمكن القول أن الأوزان النسبية للأوراق المالية قد تؤدي للحد من الآثار الإيجابية للتنوع القائمة على أساس معامل الارتباط والمتمثلة في انخفاض المخاطرة.

ب - التنوع حسب تواريخ الاستحقاق¹.

إن العلاقة بين القيمة السوقية للأوراق المالية وأسعار الفائدة تشير إلى أن تقلب سعر الفائدة يؤثر على السندات طويلة الأجل بقيمة أكبر من تأثيره على السندات قصيرة الأجل، وبالتالي فإن المستثمر يكون أمام خيارين إما الاستثمار في الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل ويتجنب بذلك التقلب في أسعار تلك الأدوات فيقلل بالتالي من الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها تلك الأدوات ولكن في نفس الوقت يتعرض لمخاطر التقلبات في العوائد الجارية، لأنه على المستثمر أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل وبعوائد مختلفة أو يقوم المستثمر بتخصيص الأموال المتاحة للاستثمار في الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل فيحقق بذلك عوائد دورية ثابتة نوعا ما ولكن في نفس الوقت تزيد نسبة تعرضه لتقلبات كبيرة في القيمة السوقية لتلك الأدوات وبالتالي تعرضه لخسائر رأسمالية محتملة في حال اضطرت لبيع تلك الاستثمارات قبل تاريخ الاستحقاق.

يمكن التغلب على تلك المشكلة من خلال التنوع بين الأدوات المالية للاستفادة من مزايا كل من الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل والأدوات الاستثمارية طويلة الأجل وتقليل المخاطر التي تتعرض لها

¹ العلي أحمد، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سوريا، 2007، ص 58.

المحفظة إلى مستويات مقبولة من قبل المستثمر ومن الأساليب المستخدمة للتنويع حسب تواريخ الاستحقاق:

1- الأسلوب الهجومي: وفق هذا الأسلوب يتم دراسة الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة ولظروف السوق وعلى ضوء ذلك يتم التحول المستمر بين الأدوات الاستثمارية قصيرة وطويلة الأجل، ففي حال كانت التوقعات بأن أسعار الفائدة بطريقها إلى الارتفاع فيقوم المستثمر ببيع السندات طويلة الأجل واستبدالها بأخرى قصيرة الأجل كي لا ينتظر طويلا في حال ارتفعت أسعار الفائدة حتى يمين تاريخ استحقاق استثماراته ويستبدلها بأخرى تحمل معدلات فائدة أعلى وبنفس الوقت يكون قد تجنب انخفاض قيمة أدواته الاستثمارية طويلة الأجل، أما في حال توقع انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فإنه يبيع أدواته الاستثمارية قصيرة الأجل ويستبدلها بأخرى طويلة الأجل تضمن له عوائد ثابتة ومن الممكن أن تحقق له أرباح رأسمالية ناجمة عن ارتفاع قيمتها السوقية، ويتجنب بالتالي خطر التقلب في العائد الدوري المتولد عن محفظته الاستثمارية.

إن التحميل السابق يعطي الأسلوب الهجومي مزايا كثيرة نظريا مثل تحقق عوائد دورية مرتفعة، لكن نجاح هذا الأسلوب على أرض الواقع يتوقف على مدى دقة التوقعات بشأن اتجاه أسعار الفائدة في المستقبل، حيث أن أي توقع خاطئ يعرض المستثمر لخسائر رأسمالية ناتجة عن انخفاض القيمة السوقية لاستثماراته من جهة ويعرضه لتذبذبات كبيرة في العوائد الدورية التي يتحصل عليها من محفظته الاستثمارية، وبناء على ما سبق يجب على المستثمر أن يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة قبل اعتماده هذا الأسلوب في تنويع محفظته.¹

2- أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق: في هذا الأسلوب يضع المستثمر حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكنه قبوله ومن ثم يقوم بتنويع محفظته بين أدوات استثمارية ذات تواريخ استحقاق مختلفة منها استثمارات قصيرة الأجل وأخرى متوسطة الأجل وأخرى طويلة الأجل وذلك بشكل متدرج، وبالتالي يكون لدى المستثمر مزايا متعددة من حيث تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مع مستويات مختلفة من العائد.

¹ Dedek, Oldrich, Portfolio Theory and Investment Management, Institute of Economic Studies, Charles University, 2009, p97.

يمكن أن يدخل المستثمر نوع من المرونة في هذا الأسلوب وذلك بتوزيع محصنات الاستثمار بكميات غير متساوية على الأدوات الاستثمارية ذات الآجال المختلفة فعلى سبيل المثال في حال كانت هنالك معلومات مؤكدة عن ارتفاع أسعار الفائدة فإنه يزيد من حصة الاستثمارات قصيرة الأجل في محفظته الاستثمارية وفي حال كانت المعلومات تؤكد انخفاض أسعار الفائدة في المستقبل يزيد من حصة الاستثمارات طويلة الأجل، وتتميز هذه الطريقة عن الأسلوب الهجومي بأنها أكثر أماناً للمستثمر لأن محفظته في جميع الأحوال ستحتوي على مجموعة متنوعة من الأدوات الاستثمارية ذات تواريخ الاستحقاق المختلفة، ويحقق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة، الربحية وتجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات، فالأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل تحقق هدف السيولة والأدوات طويلة الأجل تحقق استقرار في العوائد الدورية، ووجود النوعين معا يحد من المخاطر الرأسمالية التي تتعرض لها المحفظة.¹

3- أسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل واستبعاد الاستثمارات متوسطة الأجل: يتم

استبعاد كل الأدوات الاستثمارية التي تتراوح مدة استحقاقها من ثلاث إلى سبع سنوات، وبالتالي فإن الاستثمارات قصيرة الأجل تحقق متطلبات السيولة والاستثمارات طويلة الأجل تحقق متطلبات الربحية، ويمكن تقسيم الاستثمار مناصفة بين النوعين من الاستثمارات ولكن يفضل أن يتم توزيع المخصصات بشكل أكثر مرونة وذلك بحسب الحاجة إلى السيولة وإلى توقعات تطور أسعار الفائدة في المستقبل، ففي حال ارتفاع أسعار الفائدة يتم تخصيص القدر الأكبر من الموارد على الاستثمارات قصيرة الأجل وفي حال انخفاض أسعار الفائدة بشكل مستمر يتم تخصيص القدر الأكبر من الموارد على الاستثمارات طويلة الأجل، إن هذا الأسلوب يحقق نفس العائد الذي يحققه أسلوب التنوع عن طريق التدرج بتواريخ الاستحقاق ولكن التقلب في عوائد هذا الأسلوب يكون أكبر، لكن لهذا الأسلوب ميزة مهمة ألا وهي أنه يحقق سيولة أعلى من أسلوب التنوع عن طريق التدرج بتواريخ الاستحقاق.²

¹ العلي أحمد، مرجع سابق، ص 78.

² بشار الشعراي، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 50.

المبحث الثالث: المناخ الاستثماري.

يعد مناخ الاستثمار واحدا من الموضوعات المهمة التي ترتبط بالقدرة التنافسية لجذب الاستثمارات المباشرة قصد تمويل الاستثمارات في مختلف القطاعات الاقتصادية، الإنتاجية والخدمية ... إلخ في ظل ندرة الموارد المحلية وتأثيرها المباشر في امتصاص البطالة وتقليص نسبة الفقر في المجتمع ورفع مستوى المعيشة للمواطن وزيادة الإنتاج المحلي في ظل سياسة تنوع الإنتاج والإحلال محل الواردات، والتوسع في حجم الصادرات بهدف تحقيق فائض اقتصادي في الميزان الكلي، ومن ثم تحقيق زيادة في معدل النمو الاقتصادي، ولفهم المناخ الاستثماري أكثر قمنا باعتماد الخطة التالية:

- المطلب الأول: ماهية مناخ الاستثمار.
- المطلب الثاني: مقومات مناخ المشجع على الاستثمار.
- المطلب الثالث: مؤشرات تقييم مناخ الاستثمار.
- المطلب الرابع: سياسات تحسين مناخ الاستثمار.

المطلب الأول: ماهية مناخ الاستثمار.

يعد مناخ الاستثمار من المفاهيم المركبة لأنه يتعلق بجوانب متعددة، بعضها متعلق بمدى توفر منشآت البنية الأساسية والبعض الآخر بالنظم القانونية والأوضاع السياسية، والبعض الآخر بالمؤسسات التمويلية والبعض الآخر بالسياسات الاستثمارية المنتهجة من قبل الدولة، فهذا المركب هو مفهوم ديناميكي دائم التطور لملاحقة التغيرات السياسية والتكنولوجية والتنظيمية.¹

أولاً: تعريف مناخ الاستثمار.

- **التعريف 1:** هو عبارة مجموعة من العوامل الخاصة بموقع محدد والتي تحدد شكل الفرص والحوافز التي تمكن الشركات من الاستثمار على نحو منتج مع خلق فرص العمل وتوسيع نطاق أعمالها.²

¹ ناجي بن حسين، دراسة تحليلية لمناخ الاستثمار في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2006/2007، ص55.

² أسماء حدانة، مرجع سابق، ص111.

- **التعريف 2:** هو كل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية (السياسة المالية، النقدية والتجارية)، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد قومي.¹
- **التعريف 3:** المناخ الاستثماري هو مجموعة السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريق مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية، فهو مجموعة من المكونات، المعوقات، الأدوات والمؤشرات التي تشير في مجموعها إذا ما كان هناك تشجيع وجذب وتحفيز للاستثمار أم لا.²
- **التعريف 4:** المناخ الاستثماري هو مجموعة الظروف الطبيعية، السياسية، الاقتصادية، القانونية، التنظيمية، الاجتماعية والثقافية التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة سلبا أو إيجابا في بيئة النشاط الاستثماري وقرارات المستثمرين (المحليين والأجانب) الحاليين والمحتملين مستقبلا.³
- **التعريف 5:** هو مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية وتأثير تلك الأوضاع والظروف بالسلب أو بالإيجاب على فرص نجاح المشاريع الاستثمارية، وبالتالي على حركة الاستثمارات واتجاهاتها، وهي تشمل الأوضاع والظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية كما تشمل الأوضاع القانونية والتنظيمات الإدارية.⁴
- **التعريف 6:** المناخ الاستثماري هو مجمل الأوضاع والظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الأمنية، القانونية والإدارية التي تشكل المحيط الذي تجرى فيه العملية الاستثمارية، وهذه العناصر عادة ما تكون متداخلة ومترابطة تؤثر وتتأثر بعضها ببعض، وتشكل في مجملها مناخ الاستثمار الذي بموجبه يؤثر إيجابيا أو سلبيا على المشروعات الاستثمارية، وبالتالي تصبح البيئة الاقتصادية محفزة وجاذبة لرأس المال أو طاردة له.⁵
- **التعريف 7:** جاء في تقرير البنك الدولي عن التنمية أن المناخ الاستثماري هو مجموعة العوامل الخاصة التي تحدد شكل الفرص والحوافز الاستثمارية التي تتيح للمؤسسات الاستثمارية بطريقة منتجة وتحقق فرص العمل، وتخفف تكاليف مزاوله الأعمال، وتتناول الدراسة أهم المؤشرات لمناخ الاستثمار في ظل المنافسة الدولية لجذب

¹ عبد الحميد عبد المطلب، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2003، ص 190.

² عبد الكريم بعداش، مرجع سابق، ص 59.

³ عبد الكريم بعداش، المرجع نفسه، ص 59.

⁴ أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 34.

⁵ صلاح الدين شريط، بن وارث حجيلة، فعالية المناخ الاستثماري وأثره في سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، جامعة المسيلة، 2014، ص 363.

الاستثمار، حيث تتعاظم قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل التحولات العالمية نحو العولمة الاقتصادية وظهور التكتلات الاقتصادية الدولية. وأصبحت الدول تصنف بأنها ذات قدرة تنافسية إذا كانت تستطيع التنافس على المستوى الدولي في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.¹

- **التعريف 8:** المناخ الاستثماري هو مجموعة العوامل الخاصة بموقع محدد والتي تحدد شكل الفرص والحوافز التي تمكن الشركات من الاستثمار على نحو منتج وخلق فرص العمل وتوسيع نطاق أعمالها.²

- **التعريف 9:** يقصد بالمناخ الاستثماري مجمل الأوضاع السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والقانونية المؤثرة على توجهات حركة رؤوس الأموال، ذلك أن رأس المال عادة ما يتسم بالجنون ويتحرك من الأوضاع السيئة إلى الأوضاع الأحسن حالاً.³

- **التعريف 10:** يقصد بمناخ الاستثمار مجمل الأوضاع والظروف المؤثرة في اتجاه تدفق رأس المال وتوظيفه، وتشمل هاته الظروف الأبعاد السياسية، الاقتصادية وكفاءة وفعالية التنظيمات الإدارية التي يجب أن تكون ملائمة ومناسبة لجذب وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية.⁴

- **التعريف 11:** مناخ الاستثمار هو مجمل الظروف المؤثرة في اتجاهات تدفق رأس المال وتوظيفه وضمن هذا الإطار، هناك مجموعة من المقومات المتعارف عليها عالمياً حيث يعتبر وجودها في بلد ما مؤشراً على توافر بيئة استثمارية مشجعة على الاستثمار سواء من قبل المستثمرين المحليين أو المستثمرين الأجانب مما يؤهل هذا البلد لزيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.⁵

- **التعريف 12:** تعرف اللجنة الاقتصادية الاجتماعية لغربي آسيا التابعة لمنظمة الأمم المتحدة مناخ الاستثمار على أنه مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية، وتتأثر تلك الأوضاع

¹ صلاح الدين شريط، بن وارث حجيلة، المرجع نفسه، ص 363-364.

² ناجي بن حسين، تحليل وتقييم مناخ الاستثمار في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية (بحوث اقتصادية)، المجلد ب، العدد 31، جامعة قسنطينة، 2009، ص 55.

³ قدي عبد المجيد، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الاغواط، الجزائر، 08-09 أفريل 2002، ص 145.

⁴ حري عريقات، واقع مناخ الاستثمار في الوطن العربي، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الوطن للعلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 1998.

⁵ فايدي كمال، قاسي ياسين، مناخ الاستثمار في الدول العربية وأهميته في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة (حالة الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الرابع، جامعة البليدة 2، 2015، ص 61.

بالظروف السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الأمنية، القانونية وحتى الإدارية ويكون تأثيرها سلبيا أو إيجابيا في فرص نجاح المشاريع الاستثمارية.¹

- **التعريف 13:** المناخ الاستثماري هو مجموعة العوامل المتعلقة بنوعية المكان التي تشكل الفرص والحوافز للشركات لكي تستثمر وتنتج وتخلق الوظائف وتتوسع.²

ثانيا: أهمية مناخ الاستثمار.

ترجع أهمية المناخ الاستثماري الجيد إلى تحقيق الثقة للمستثمر وزيادة عامل الأمان من مخاطر الاستثمار، وخاصة انسياب الأموال من الخارج إلى داخل الدولة المستثمر بها، وهنا يحقق المناخ الاستثماري الجيد تلك المساهمة الفعالة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومواجهة المتغيرات العالمية، والتكتلات الاقتصادية الدولية، وظاهرة العولمة وما تحققه من تنافسية عالمية بالإضافة إلى الثروة التكنولوجية العالمية السائدة. وتكمن الأهمية في توفير وهيئة مناخ الاستثمار الذي يجب أن تتوفر فيه العناصر التالية:³

- العمل على توفير بيئة استثمارية جاذبة للاستثمارات تعمل على القضاء على المعوقات الاستثمارية، موفرة فرصا للاستثمار في جميع المجالات.
- توفير بيئة اقتصادية ذات سياسات اقتصادية فعالة تعمل على علاج الاختلالات الاقتصادية لتحقيق معدلات نمو مرتفعة.
- إيجاد قطاع مالي يتميز بالمرونة والقدرة على الاستجابة للمتغيرات الاقتصادية، ويكون ذا كفاءة للتنافس مع المؤسسات المالية العالمية لتجميع الاستثمارات داخل الدولة، وعدم قصر القطاع المالي على المؤسسات المصرفية، وتوفير أجهزة للرقابة الضريبية، التمويلية والقانونية في إطار قانوني ومحاسبي بغرض جذب المدخرات المحلية واستثمارها حيث يعتبر القطاع المالي المحرك المحوري للمناخ الاستثماري الجيد.
- التوسع في العوامل الجاذبة للاستثمارات مثل صقل الإطار البشري كونها أحد مصادر الاستثمار الرئيسي.

¹ جواد كاظم لفته، نظرة مؤسساتية مستقبلية لإدارة التنمية والاستثمار في العراق الجديد، مؤتمر علم الاقتصاد والتنمية العربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، مصر، 2005، ص 384.

² Warrick Smith et Mary Hallward Driemeier, Le climat de l'investissement : une donnée primordiale, revue Finances & Développement, Mars 2005, P40.

³ علي لطفي، إدارة أزمة الاستثمار في ضوء التكتلات الاقتصادية العالمية، المؤتمر السنوي الثاني عشر، دار الضيافة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، ديسمبر 2007، ص 33-34.

- العمل على توفير قاعدة بيانات ومعلومات متطورة مواكبة للتغيرات المستمرة في الأسواق وتسهيل الحصول عليها بواسطة كافة المستثمرين.
- أهمية أن يكون للدولة دور رقابي رسمي لجذب الاستثمار مع تحديد مجالات التدخل الحكومي وعدم تغير السياسات المتبعة بتغير الحكومات.

ثالثا: عناصر مناخ الاستثمار

تمثل عناصر مناخ الاستثمار في ثلاث عناصر أساسية وهي:¹

1- التكاليف: قرار الاستثمار هو في نهاية الأمر موازنة بين التكاليف والعوائد. ومن الطبيعي أن يسيطر المستثمر بقدر

كبير على عناصر التكلفة داخل مشروعه، فهو يختار التكنولوجيا المناسبة وأفضل الآلات والأجهزة اللازمة لإنتاجه، وهو يصمم مشروعه بما يكفل ضبط التكاليف وتوفير عناصر الأمان، وهو يختار أجهزته الإدارية والعمالية ويوفر لهم التأهيل المناسب والحوافز اللازمة، وهو يضع النظم المحاسبية وأساليب الإنتاج والتسويق وغير ذلك مما يضمن له ضبط التكاليف الإنتاجية ويزيد من قدرته على زيادة التوزيع والانتشار.

2- المخاطر: لما كانت قرارات الاستثمار تستشرف دائما المستقبل فإن تقديرات الشركات بشأن المستقبل تعتبر حاسمة

الأهمية، فالعديد من المخاطر يعتبر بالنسبة للشركات جزءا عاديا من الاستثمار، وينبغي عليها أن تتحمله بما في ذلك غموض الاستجابات من جانب العملاء والمنافسين، وهذا بناء على أنه يجب الحكومات أن تلعب دورا هاما في إيجاد بيئة آمنة ومستقرة بما في ذلك حماية حقوق الملكية. فغموض السياسات الحكومية وأسلوب تنفيذها وعدم استقرار الاقتصاد الكلي واللوائح التنظيمية العشوائية أمور يمكن أن تؤدي جميعا إلى حجب الفرص وتقليص الحوافز الدافعة للاستثمار وخلق فرص عمل جديدة، ويتضح من استقصاءات البنك الدولي أن المخاطر المرتبطة بالسياسات تهيمن على المخاوف من مناخ الاستثمار في البلدان النامية.

3- العوائق أمام المنافسة: تفضل الشركات عادة عدم الدخول في سباقات المنافسة الشديدة، لكن العوائق أمام

المنافسة والتي تعود بالفائدة على بعض الشركات تحرم شركات أخرى من الاستفادة من الفرص وترفع التكاليف التي تتكبدها الشركات الأخرى والمستهلكون، كما أن العوائق قد تقلل من حوافز الشركات التي تتمتع بالحماية على الابتكار وزيادة معدلات إنتاجيتها التي تعتبر عاملا أساسيا في تحقيق النمو القابل للاستمرار وتنتج بعض العوائق من سمات طبيعية مثل اعتبارات المسافة، وفورات الحجم المرتبطة بتكنولوجيات معينة ويمكن أن تشكل

¹ ناجي بن حسين، مرجع سابق، ص 59.

التكاليف العالية والمخاطر عوائق أمام دخول الشركات إلى السوق. كما أن الحكومات تؤثر بشكل مباشر على العوائق وذلك عن طريق تنظيمها لدخول الشركات إلى السوق والخروج منه، وكذلك من خلال موقفها من السلوكيات المنافية للمنافسة ومن الاقتصاد غير الرسمي.

المطلب الثاني: مقومات المناخ المشجع على الاستثمار.

مناخ الاستثمار كما تم تعريفه سابقا هو مجمل الأوضاع المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية وتأثير تلك الأوضاع والظروف سلبا أو إيجابا على فرص نجاح المشروعات الاستثمارية ومن ثم حركة واتجاهات الاستثمارات، كم يعتبر مناخ الاستثمار مجموعة من المكونات والمقومات والأدوات والمؤشرات التي تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فترة معينة لتكون أو تهيئ بيئة مشجعة ومواتية وصالحة للاستثمار، ولا يمكن الوصول لمناخ مشجع إلا بتكامل تلك الأنظمة والسياسات مع توفر البنى التحتية الملائمة، ورغم أن الوصول إلى ذلك دفعة واحدة قد يكون صعبا، إلا أن وجود سياسة استثمارية واضحة مع تشجيع مستمر وسياسة مرنة ومنفتحة نحو الاستثمار تمنح ميزة إضافية للاستثمار، وعليه فإن مقومات المناخ المشجع على الاستثمار هي:

1- الاستقرار السياسي والأمني :

إنه من الثابت بالملاحظة أن ثمة علاقة مرتبطة بين ظاهرة الاستقرار السياسي وظاهرة النمو والتقدم الحضاري في المجتمع، وعليه فالاستقرار السياسي هو مفتاح التطور والتنمية، ذلك لأنه يؤثر على جميع النواحي الأمنية، الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع، ومن هنا تبرز الأهمية الكبرى ويبرز معه أثر الاستقرار السياسي على الناحية الأمنية في المجتمعات بصورة واضحة.¹

كما أن عدم توفر الاستقرار السياسي يؤدي إلى انخفاض معدلات الادخار وبالتالي انخفاض معدلات الاستثمار، وهنا يفقد المستثمر الثقة في استقرار الحكومة ومن ثم هجرة رأس مال مما ينتج عنه عدم الاستقرار الاقتصادي، وهناك أمثلة عديدة أدى فيها عدم الاستقرار السياسي إلى هجرة رأس المال حيث كانت الكثير من الدول مسرحا للعمليات الحربية مثل الغزو الألماني لأوروبا الغربية والاتحاد السوفياتي، حيث أدى ذلك إلى عجز

¹ جابر مهدي، أثر مناخ الاستثمار في تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة قطاع الصناعات التحويلية في ولاية: (عنابة، قلعة، سوق أهراس)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، 2015/2016، ص79.

ضخم في موازين المدفوعات لدول أوروبا الغربية وكذا دول أمريكا اللاتينية مما نتج عنه انقلابات وثورات عسكرية وخلق عدم استقرار سياسي واقتصادي.¹

فالنمو الاقتصادي والوضع السياسي والأمني في المجتمع تشملهم علاقة مباشرة، فالنمو الاقتصادي يعتمد بشكل أساسي على قلة الأخطار الناجمة عن حالة عدم الاستقرار السياسي، وذلك أن الاستثمارات تتدفق على المجتمع بشكل ثابت وغير متراخ إن قلت تلك الأخطار، فيما تفرض ضرائب مالية إضافية على الدولة لتغطية نتائج تلك الأخطار إن وجدت، كما أن الأخطار السياسية هي الأكثر تأثيراً على الوضع الاقتصادي في المجتمع.²

2- الاستقرار الاقتصادي: هناك عدة متغيرات اقتصادية تعتبر مهمة في مناخ الاستثمار وأهمها:

أ- درجة الانفتاح الاقتصادي على العالم: يساهم الانفتاح الاقتصادي على العالم وإتباع نظم الحرية

الاقتصادية في تنشيط تدفقات رؤوس الأموال والسلع إلى الداخل والخارج، وهو ما يعزز ثقة المستثمرين في الاقتصاد وزيادة معدلات الاستفادة من انتقالات السلع ورؤوس الأموال ونقل التكنولوجيا الحديثة بين الدول.³ فالاستثمار يميل إلى التوجه إلى الاقتصاديات المفتوحة التي تتميز بعدم وجود أية قيود على حركة التبادل التجاري بما يضمن حسن الكفاءة الاقتصادية وتوجيهها وعدم وجود أية اختلالات في الأسواق بمعنى أنه كلما كانت درجة الانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي كبيرة كلما كان الاقتصاد الوطني جاذباً للاستثمار.⁴

ب- القوة التنافسية للاقتصاد الوطني: والذي يعني أنه كلما زادت تلك القوة كلما كان الاقتصاد الوطني

جاذباً للاستثمار والعكس صحيح، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال معدل نمو الصادرات فعندما يكون في حالة تزايد كلما دل على زيادة القوة التنافسية للاقتصاد الوطني والعكس صحيح، وأيضاً هناك الرقم القياسي لأسعار الصادرات فإذا اتجه إلى الانخفاض كلما دل ذلك على قوة المركز التنافسي للاقتصاد الوطني في مجال جذب الاستثمار.⁵

¹ يعقوب علي جانقي، علم الدين عبد الله بانقا، تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاساتها على الوضع الاقتصادي، المؤتمر الثاني للاستثمار والتمويل (الاستثمار الأجنبي المباشر FDI)، مصر، 2006، ص 5.

² حجازي عبد الحميد الجزار، العوامل الاقتصادية وظاهرة عدم الاستقرار السياسي في الكويت، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 64، 2013، ص 126.

³ صائب حسن مهدي، الاستثمار الأجنبي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11، العدد 03، العراق، 2009، ص 118.

⁴ فريد احمد قبلان، الاستثمار الأجنبي في الدول العربية (الواقع والتحديات)، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2008، ص 22.

⁵ عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 508.

ت- مدى القدرة على تحمل الأعباء المفروضة على الاقتصاد الوطني: كلما تميزت إدارة الاقتصاد الوطني بالكفاءة والقدرة على مواجهة الظروف الاقتصادية المتغيرة كلما كان الاقتصاد الوطني قادرا على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال مستوى الاحتياطات الدولية الرسمية من الصرف الأجنبي لدى البنك المركزي والتي توضح مدى قدرته في استخدام هذه الاحتياطات كمصدر للتمويل¹، كما أن زيادتها تساهم في إشاعة درجة من الثقة لدى الأسواق في قدرة البلد المعني على الوفاء بالتزاماته الخارجية، كما يمكن الاستدلال على مدى القدرة على تحمل الأعباء المفروضة على الاقتصاد الوطني بانخفاض نسبة الدين الخارجي وخدمته إلى الناتج المحلي الإجمالي، إضافة إلى معدل تغطية حصيلة الصادرات للواردات فكلما كان عدد شهور تغطية الواردات كبيرا كلما دل ذلك على كفاءة الاقتصاد الوطني وازدياد قدرته على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.²

ث- قوة الاقتصاد الوطني واحتمالات نموه وتقدمه: فكلما زادت قوة الاقتصاد الوطني وزادت احتمالات نموه كلما كان جاذبا للاستثمار الأجنبي والعكس صحيح، ويستدل على ذلك من خلال مؤشرين هما: معدل النمو الاقتصادي الذي إذا زاد دل على جاذبية الاقتصاد الوطني للاستثمار الأجنبي والعكس صحيح، وكذلك معدل التضخم حيث أنه كلما انخفض كلما دل على جاذبية الاقتصاد الوطني للاستثمار الأجنبي والعكس صحيح.³

ج- عناصر اقتصادية أخرى: هناك مجموعة أخرى من العوامل الاقتصادية تشكل في مجملها عوامل جذب هامة للاستثمارات الأجنبية نذكر منها:

- السوق: يعتبر تحقيق مستوى معين من النمو الاقتصادي من العناصر الهامة في اتخاذ قرار توطن الاستثمار الأجنبي المباشر، وباعتبار حجم السوق شرطا ضروريا لجذب الاستثمار، سعت العديد من الدول إلى التجمع في كتلتا اقتصادية إقليمية من أجل اندماج اقتصادياتها فضمن الدخول

¹ مجدي الشوربجي، اختبار استدامة عجز ميزان الحساب الجاري للاقتصاد المصري، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 55 و56، مصر، 2011، ص171.

² فرسان حياة، أثر تحسين مناخ الاستثمار على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (دراسة حالة الجزائر للفترة 1994/2012)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 2016/2015، ص 41.

³ فرسان حياة، المرجع نفسه، ص 41.

التفصيلي لأسواق بلدان أعضاء عن طريق إلغاء التعريفات الجمركية يسمح للمستثمرين التعامل مع كل المنطقة الممثلة في سوق إقليمي أوسع.¹

- **مكملات الأعمال:** مثل الجهاز المالي الذي يقوم بتمويل الاستثمارات والتجارة أو توفير الصيغ المسهلة لمختلف الأنشطة أو عن طريق دراسة الجهاز البنكي بالإضافة إلى دراسة السوق المالي، كذلك مدى تطور شبكات النقل والتوزيع وغيرها.²

- **البنية التحتية:** تمثل البنية التحتية محركا أساسيا لنمو النشاط الاقتصادي، وذلك لتوقف تدفق السلع والخدمات والمعلومات عليها وعلى جودتها، ومنه فإن توفرها وصلاحيتها يساهمان في تخفيض التكاليف الأولية للاستثمار وضمان الانطلاقة السريعة للمشاريع فالنقل والمواصلات تعتبر مدخلات لكافة القطاعات الإنتاجية.³

- **توفير اليد العاملة:** تسعى المؤسسات للبحث عن العمالة منخفضة التكاليف من أجل تعظيم الربحية، ونظرا للقيود الدولية المفروضة على تنقل اليد العاملة أدى ذلك إلى اختلاف مستويات الأجور بين الدول، وعليه فالدول التي بها عمالة مؤهلة مدربة فنيا ورخيصة التكاليف تكون محفزة لجلب الاستثمار إليها.⁴

3- **الاستقرار الاجتماعي والثقافي:** هناك عدة متغيرات اجتماعية وثقافية تؤثر على نشاط المستثمر وتعتبر من

مكونات مناخ الاستثمار، ويمكن ذكر أهمها كما يلي:⁵

- دور النقابات العمالية والتدريبية والحرفية المستخدمة.

- السياسة التعليمية والتدريبية والحرفية المستخدمة.

¹ عيودوي فاطمة الزهراء، الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال الاندماج الإقليمي مع الإشارة لدول المغرب العربي (تونس، المغرب، الجزائر)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 1، العدد 22، الجزائر، 2010، ص212.

² قرساس حياة، مرجع سابق، ص42.

³ عبد المجيد قدي، الاقتصاد الجزائري والشراكة الأجنبية خارج المحرقات في ظل المناخ الاستثماري الجديد، الملتقى الوطني حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 23/22 أفريل 2003، ص86.

⁴ بولرباح غريب، العوامل المحفزة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وطرق تقييمها (دراسة حالة الجزائر)، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة ورقلة، 2010، ص102.

⁵ قرساس حياة، مرجع سابق، ص42-43.

- معدل النمو السكاني ومقدار المشاركة في عملية التنمية الاقتصادية.
- درجة الوعي الصحي ومقدار التأمينات الاجتماعية المتبعة.
- درجة الوعي الشعبي بجهود الحكومة وتنفيذها لخطط وبرامج التنمية.
- درجة الوعي بعناصر ومقومات التقدم الاقتصادي مثل درجة التفهم للدول المضيفة للشركات متعددة الجنسيات ودورها داخل الدولة.
- درجة التساوي بين أفراد المجتمع (العدالة الاقتصادية والاجتماعية).
- نمط الحياة والذي يتعلق أساسا بالطريقة التي يعيش بها الفرد وكيف ينفق أمواله فيمكن لشخصين من نفس الطبقة الاجتماعية أن يتبعوا نمطي حياة مختلفين.
- مستوى الثقافة وهي التركيبة المكونة من القيم والمبادئ والمعتقدات والمواقف والأعراف والتقاليد المنقولة من جيل إلى آخر.

4- الاستقرار القانوني والتشريعي: يتطلب مناخ الاستثمار الجيد تشريعات دائما متناسقة متوافقة مع بعضها البعض صالحة للتطبيق على نطاق واسع ولمدة طويلة، دون التمييز بين المستثمرين الأجانب والمحليين¹، ويمكن عرض أهم العوامل القانونية فيما يلي:²

- الأنظمة القانونية التي تحكم الاستثمارات الأجنبية في البلد المضيف خاصة القواعد التي تسمح بدخول الاستثمارات وتحديد الشكل الذي يجب أن تتخذه، والقطاعات الاقتصادية المسموح بالاستثمار فيها.
- الحماية القانونية المكفولة للاستثمارات الأجنبية ضد المخاطر الناجمة عن الحروب والاضطرابات الداخلية، وكذلك الحماية ضد مخاطر عدم تحويل الأرباح والأصل الرأسمالي، والحماية ضد المخاطر الغير التجارية والتي تشمل الحماية ضد المخاطر السياسية كالتأميم ونزع الملكية والمصادرة والتجميد.
- الطريقة التي يتم بها تطبيق القوانين التي تحكم الاستثمارات الأجنبية ودرجة الكفاءة في التطبيق، وكيفية حل المنازعات التي يمكن أن تنشأ بين المستثمرين والجهات الحكومية. فالعوامل التي يهتم المستثمر بها هنا

¹ دحماني سامية، تقييم مناخ الاستثمار ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر (حالة الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية العشرية 1998/1988) مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص75.

² نزيه عبد المقصود محمد مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 91-92.

هي العقود، القوانين المتعلقة بالاستثمار، قوانين التجارة الخارجية، القوانين المتعلقة بالملكية الفكرية، قوانين المنافسة والعمل، الضرائب، القوانين المتعلقة بالمستهلك، القوانين المتعلقة بالبيئة وكذا القوانين الدولية. وما يمكن قوله في هذا الصدد أن القوانين والتشريعات تلعب دورا كبيرا في قرارات المستثمرين نحو الاستثمار من عدمه، حيث أن التشريعات والقوانين تساهم في تعريف المستثمر الأجنبي بالمناخ الاستثماري السائد وتحديد الالتزامات وتوضيح المزايا والضمانات وفرص ومجالات الاستثمار ومدى الكفاءة والمرونة التي تتمتع بها هذه القوانين والتشريعات.¹

5- الاستقرار المؤسسي والإداري: تلعب البيئة المؤسسية والإدارية دورا بالغ الأهمية على حركة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر حيث يتكون النظام المؤسسي من النظام الإداري والأجهزة القائمة على إدارة الاستثمار ونظم المعلومات الاستثمارية، وكلما كان النظام الإداري يتميز بسلاسة الإجراءات ووضوحها وعدم وجود تعقيدات كالبيروقراطية كلما أدى ذلك إلى جذب الاستثمار الأجنبي والعكس صحيح.²

¹ الأمانة العامة لاتحاد غرف دول مجلس التعاون الخليجي، دراسة ميدانية لمعوقات الاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي، الدمام، المملكة العربية السعودية، 2007، ص03.

² قريد عمر، الفساد وآثاره على مناخ الاستثمار الأجنبي (حالة الجزائر)، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 07/06 ماي 2012، ص07.

المطلب الثالث: مؤشرات تقييم مناخ الاستثمار.

توجد العديد من المؤشرات الدولية التي تعبر عن نظرة المحللين الاقتصاديين ورجال الأعمال الدوليين إلى الأوضاع في دولة ما كموقع للاستثمار من وجهة نظر المستثمر الأجنبي، ورغم أن هذه المؤشرات غير دقيقة ولا تخلو من الأخطاء إلا أنها ذات فائدة في اتخاذ القرارات وتمثل أهم المؤشرات فيما يلي:

أولاً: المؤشرات الدولية: تتمثل في:

1- مؤشرات تقويم المخاطر القطرية: تهدف الوكالات والهيئات المهمة بتحميل وتنقيط المخاطر القطرية إلى السماح للمستثمرين باتخاذ قرارات الاستثمار بطريقة موضوعية من خلال تصنيف الدول على أساس المخاطر التي تواجهها¹، وتوجد مجموعة من المؤشرات تتمثل في:

أ- **المؤشر المركب للمخاطر القطرية:** يصدر شهرياً عن مجموعة PRS GROUP الدليل الدولي للمخاطر

القطرية منذ عام 7919 ويهدف هذا المؤشر لقياس المخاطر المتعلقة بالسياسة.²

ب- **مؤشر اليورومني للمخاطر القطرية:** يصدر عن مجلة اليورومني مرتين سنوياً في (مارس وسبتمبر) لغرض قياس

المخاطر القطرية لجهة قدرة القطر على الإيفاء بالتزاماته المالية، ويتكون من تسعة عناصر هي: المخاطر

السياسية، الأداء الاقتصادي، مؤشر المديونية، وضع الديون المتعثرة، التقويم الائتماني للقطر، توافر التمويل

من القطاع المصرفي للمدى الطويل، توافر التمويل للمدى القصير، توافر الأسواق الرأسمالية ومعدل الخصم

عند التنازل ويشير دليل المؤشر إلى أنه كلما ارتفع رصيد الدولة من النقاط كانت مخاطرها القطرية أقل.³

ت- **مؤشر الانستيتيوشنال انفستور للتقويم القطري:** يصدر عن مجلة الانستيتيوشنال انفستور مرتين سنوياً

(مارس وسبتمبر) منذ عام 1998 ويتم تصنيف الدول وفق التدرج من 0 إلى 100، وكلما ارتفع رصيد

الدولة دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة، وتقسم الدول إلى ثلاث درجات: مجموعة المخاطرة المعتدلة،

مجموعة المخاطرة المرتفعة ومجموعة المخاطر المرتفعة جداً.⁴

ث- **مؤشر الكوفاس للمخاطر القطرية:** يصدر منذ سنة 1996 عن المؤسسة الفرنسية لضمان التجارة الخارجية

(كوفاس) ويقيس مخاطر قدرة الدول على السداد ويبرز مدى تأثير الالتزامات المالية للشركات بالاقتصاد

¹ زايري بلقاسم، البشير عبد الكريم، أثر المخاطر القطرية في الاستثمارات الأجنبية حالة الجزائر (دراسة قياسية)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 50، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، 2010، ص 34.

² الموقع الرسمي لمجموعة PRS GROUP: www.prs-group.com.

³ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2001، ص 130.

⁴ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2003، ص 78.

المحلي وبالأوضاع السياسية والاقتصادية، ويستند إلى مؤشرات فرعية تستخدم في تقييم العوامل السياسية، مخاطر نقص العملة الصعبة، قدرة الدولة على الإيفاء بالتزاماتها المالية الخارجية، مخاطر انخفاض قيمة العملة المفاجئ الذي يعقب سحبوبات رأسمالية ضخمة، مخاطر الأزمات النمطية في القطاع المصرفي، المخاطر الدورية وسلوك السداد في العمليات قصيرة المدى.¹

ج- مؤشر وكالة دان اند برادستريت للمخاطر القطرية: يقيس المخاطر المرتبطة بعمليات التبادل التجاري عبر الحدود.

2- مؤشر التنافسية العالمية: يصدر هذا المؤشر عن المنتدى الاقتصادي العالمي بالتعاون مع (122) مؤسسة عالمية ويعتبر أداة هامة في توجيه السياسات الاقتصادية وقرارات الاستثمار وتأثيرها على الأوضاع التنافسية العالمية وأداة لتفحص نقاط القوة والضعف في بيئة أداء الأعمال²، ويتكون من مؤشرين فرعيين:

- مؤشر النمو للتنافسية: يستند إلى ثلاث مؤشرات فرعية وهي: مؤشر التكنولوجيا، مؤشر المؤسسات العامة ومؤشر البيئة الاقتصادية الكمية.³

- مؤشر الأعمال للتنافسية: يستند إلى مسوحات تقيس قدرة الوحدات الاقتصادية على صعيد المنشأة في تحقيق التنافسية.⁴

3- مؤشر الحرية الاقتصادية: تم اعتماد هذا المؤشر منذ سنة 1995 ويصدر عن معهد هيرتاج فاونديش وصحيفة وول ستريت سنويا ويقاس درجة تدخل الدولة في الاقتصاد ومدى تأثير ذلك على الحرية الاقتصادية لأفراد المجتمع⁵، ويستند هذا المؤشر على خمسين متغير اقتصادي يتم ضمهم في عشر مجموعات تشمل السياسات التجارية، الموازنة، تدخل الدولة في مجالات الاقتصاد، السياسة النقدية، استقطاب رأس المال الأجنبي، التمويل والنظام المصرفي، سياسات الأجور والأسعار، حقوق الملكية، السوق السوداء والتشريعات والإجراءات، بحيث تمنح هذه المكونات العشرة أوزانا متساوية.⁶

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005، ص 67.

² مولاي لخضر عبد الرزاق، شعيب بونوة، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية (دراسة حالة الجزائر)، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010/2009، ص 145.

³ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2002، ص 123.

⁴ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2004، ص 105.

⁵ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2001، ص 80.

⁶ غريب بولرباح، مرجع سابق، ص 107.

4- مؤشر الاستدامة البيئية: يصدر هذا المؤشر عن المنتدى الاقتصادي العالمي ومركز علوم الأرض لجامعة كولومبيا في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2001 ويتكون هذا المؤشر من 20 متغيراً أساسياً وتشمل 68 عنصراً، تقسم على المحاور التالية: قوانين وأنظمة المحافظة على البيئة الطبيعية، الإجراءات المتخذة لتخفيف التلوث البيئي، مستوى الصحة والتعليم والأوضاع الاجتماعية، القدرة الاجتماعية والتكنولوجية والمؤسسية، مدى التنسيق مع الجهود العالمية القائمة لحماية البيئة والحفاظ عليها.¹

5- مؤشر التنمية البشرية: يصدر هذا المؤشر عن برنامج الأمم المتحدة الإنمائي UNDP بصفة دورية سنوياً منذ عام 1990 ويتم احتساب هذا المؤشر على أساس متوسط ثلاث مكونات هي:²

- طول العمر: يقاس بمتوسط العمر المتوقع عند الولادة ويتراوح بين 25 و85 سنة.

- المعرفة: ويقاس بمعدل محو الأمية بين البالغين ونسب الالتحاق في المراحل التعليمية المختلفة ويتراوح بين 0% و100%.

- مستوى المعيشة: ويقاس بمعدل دخل الفرد للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ويتراوح ما بين 100 دولار و40000 دولار.

6- مؤشر الأداء ومؤشر الإمكانيات للاستثمار الأجنبي الوارد: تم وضع هذا المؤشر لأول مرة من طرف أمانة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية في تقرير الاستثمار الدولي لعام 2001، ويهدف هذا المؤشر للتعرف على مدى نجاح جهود القطر في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر من منظور جديد، كما يحاول مقارنة قوة الدولة الاقتصادية ومدى توافق ذلك مع درجة مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاطها المحلي والخارجي وخلق وظائف في سوق العمل، وفي تقرير سنة 2002 تم تطوير هذا المؤشر ليصبح مكون من مؤشرين مقارنين: الأول مؤشر الأداء للاستثمار الأجنبي الوارد والثاني مؤشر الإمكانيات للاستثمار الأجنبي الوارد.³

7- المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأمم للاقتصاديات الناهضة: يصدر هذا المؤشر عن مركز الشؤون المالية الذي أسسته مجموعة جريدة الأحداث العالمية الأمريكية منذ عام 1996 بمعدل مرتين في السنة لغرض قياس مدى قدرة الاقتصاديات الصاعدة على تحقيق التنمية المتوازنة وكذلك مدى قدرتها على توفير بيئة استثمارية مستقرة وجاذبة.⁴

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2002، ص 103.

² محمد عمر باناجة، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية وأثرها في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 45، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، 2009، ص 152.

³ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2002، ص 119-120.

⁴ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2001، ص 100.

8- مؤشر الشفافية: تصدر منظمة الشفافية الدولية سنويا مؤشرا للشفافية أو النظرة للفساد منذ 1995 لتعكس درجة التحسن في ممارسات الإدارة الحكومية والشركات العالمية لغرض تعزيز الشفافية وجهود محاربة الفساد، حيث يحاول المؤشر عبر مجموعة من المسوحات ومصادر معلومات معتمدة تحديد مدى تفشي الفساد في الدولة ودرجة تأثيره في مناخ الاستثمار كأحد المعوقات داخليا¹، وذلك بتوجيهه إلى رجال الأعمال ووسائل الإعلام وغيرهم أسئلة تتعلق بالرشاوي التي يحصل عليها الموظفون العموميون واختلاس الأموال العامة والتحقق من فعالية جهود مكافحة الفساد²، وتتراوح قيمة المؤشر بين الصفر الذي يعني درجة فساد عالية و10 الذي يعني درجة شفافية عالية، واعتبرت منظمة الفساد العالمية الرصيد (5) خطأ فاصلا بين الدول التي تعاني والدول التي لا تعاني من مشكلة فساد خطيرة وقد استحدثت هذا المؤشر قائمتين تضم الأولى الدول العشر الأقل فسادا وتضم الثانية الدول العشر الأكثر فسادا³.

9- مؤشر سيولة أداء الأعمال: يصدر هذا المؤشر سنويا عن البنك ومؤسسة التمويل الدوليين في إطار قاعدة بيانات بيئة الأعمال، ويقاس هذا المؤشر مدى تأثير القوانين والإجراءات الحكومية على الأوضاع الاقتصادية مع التركيز على الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم وذلك من خلال وضع أسس للقياس والمقارنة بين أوضاع بيئة الأعمال في الدول المتقدمة والنامية التي يغطيها المؤشر بهدف تنبيه الدول المعنية إلى مكامن العقبات لتعمل على معالجتها وتحسين مناخها الاستثماري، ويستند المؤشر إلى متوسط عشرة مؤشرات فرعية تكون مجملها قاعدة بيانات بيئة أداء الأعمال، ويرصد متوسط النسب المئوية التي تسجلها الدول في تلك المؤشرات، فكلما انخفضت القيمة المستخلصة من المؤشر يدل ذلك على مدى سيولة أداء الأعمال في الدولة والعكس صحيح⁴.

ثانيا: المؤشرات الإقليمية: تم استحداث مجموعة من المؤشرات الخاصة بالدول العربية أهمها:

1- المؤشر المركب لمناخ الاستثمار: تم وضعه من طرف المؤسسة العربية لضمان الاستثمار بدءا من سنة 1996، ويشير هذا المؤشر إلى أن البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للاستثمار هي تلك البيئة التي تتميز بعدم وجود عجز في الميزانية العامة يقابله عجز مقبول في ميزان المدفوعات ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف

¹ الزين منصور، واقع وآفاق سياسة الاستثمار في الجزائر، مرجع سابق، ص 145.

² عمارة أميرة محمد، دور التعليم في مكافحة الفساد في الدول النامية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 57 و58، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، 2012، ص 104.

³ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2004، ص 104.

⁴ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2004، ص 104.

غير مغالى فيه وبنية سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافة يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالي والتجاري والاستثماري¹.

2- تقرير التنافسية العربية: يصدر عن المعهد العربي للتخطيط في الكويت منذ سنة 2003، واعتمد التقرير في ترتيبه لتنافسية الدول المشاركة فيه على المؤشر الإجمالي للتنافسية العربية حيث قسم عوامل التنافسية إلى قسمين²، العوامل الظرفية والمعبر عنها بمؤشر التنافسية الجارية، والعوامل المستديمة والمعبر عنها بمؤشر التنافسية الكامنة وعادة ما يتم حساب المؤشر المركب كمتوسط لأحدث ثلاث سنوات.

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مرجع سابق، 2002، ص 28.

² منير نوري، تحليل التنافسية العربية في ظل العولمة الاقتصادية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 4، جامعة الشلف، 2006، ص 27.

المطلب الرابع: سياسات تحسين مناخ الاستثمار.

إن جاذبية بلد ما للاستثمار يتوقف بالأساس على تحقق الاستقرار في كل من الميدان السياسي، الاقتصادي، والمالي وتحسين الوضع الاجتماعي والثقافي وكذا القانوني والإداري... الخ، ولكن إن كان توفر هذه الشروط أمر ضروري فإن ذلك يبقى غير كاف، خاصة في الدول التي ليس لها مكانة مهمة في الساحة الاقتصادية الدولية، وعليه يجب على هذه الدول القيام بالترويج للفرص الاستثمارية وذلك بإتباعها سياسات تحسين مناخ الاستثمار وأهم هذه السياسات:

أولاً: سياسة الترويج المستهدف:

يقصد بالترويج المستهدف بالتعريف والإعلام والتشهير بفرص ومجالات الاستثمار وتوضيح كل الجوانب المتعلقة والمرتبطة بالنشاط الاستثماري التي تساعد في تسهيله، تطويره وكذا تنميته¹. ويقوم الترويج المستهدف للاستثمار على استخدام المواد الترويجية لجلب نوع أو نشاط معين من الاستثمارات في المجالات مرتفعة التقنية أو تلك الموجهة للتصدير، وكذلك الاهتمام بمراكز البحث والتطوير المرتبطة بالصناعات المستهدفة²، بدلا من جذب الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل عام وهذا لتحقيق أهداف اقتصادية محددة مثل: زيادة معدلات النمو الاقتصادي، زيادة الصادرات، توفير فرص العمل، تحسين المستوى التكنولوجي والإنتاجي وذلك للاستفادة من مزايا الموقع وخفض مخاطر المقارنة بالدول الأخرى³، وتستمد هذه السياسة أهميتها من الأسباب التالية⁴:

1- تحقيق الأهداف الإستراتيجية للدولة: تساهم سياسة الاستثمار في تحقيق مجموعة من الأهداف الإنمائية

للدولة، مثل خفض معدلات البطالة، زيادة التوظيف، نقل التكنولوجيا، تنمية الصادرات بالإضافة إلى دعم وتحسين تنافسية الصناعة المحلية وغيرها من المجالات اللازمة لدفع حاجات التنمية.

2- زيادة حدة ضغوط المنافسة في العالم: إن زيادة حدة ضغوط المنافسة بين الدول في ظل عولمة الأسواق تتطلب

أن تخصص كل دولة في المجالات والأنشطة التي تتمتع فيها بكفاءة ومزايا نسبية وتنافسية، الأمر الذي يفضل

¹ بجاوية سهام، الاستثمارات العربية البيئية ومساهمتها في تحقيق التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص 42.

² بن داودية وهيبية، واقع وآفاق الاستثمار الأجنبي المباشر في دول شمال إفريقيا خلال الفترة (1995/2004) مع التركيز على حالة الجزائر، مصر، المغرب وتونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2004/2005، ص 176.

³ بوزيان عبد الباسط، دور السياسة المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1994/2004)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2006/2007، ص 132.

⁴ طارق نوير، سياسة استهداف جذب الاستثمار الأجنبي المباشر والأهداف الإنمائية للدول النامية (حالة مصر)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2006، ص 03.

معه أن تركز الدول المضيفة للاستثمار الأجنبي المباشر على الأنواع التي تحقق لها مكان على خريطة الأسواق العالمية.

3- تنافسية التكلفة: تنخفض تكاليف تبني سياسة استهداف الاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة بتكاليف السياسات التقليدية التي تعمل على تشجيع الاستثمار بصفة عامة، حيث يتم منح الحوافز المالية والضريبية على الأنشطة المستهدفة فقط بدلا من توزيعها على جميع مجالات الاستثمار، وقد اتضح من تجارب بعض الدول أن الإعلان عن فرص الاستثمار بصفة عامة والمشاركة في المعارض الدولية يكون غير مجدي من الناحية الاقتصادية في ظل عدم استهداف قطاعات معينة. ومن الأهمية إذن الترويج لجذب الاستثمار في الدول المضيفة، ولكن لا ينبغي الإسراف في بذل جهود باهظة التكاليف لترويج الاستثمار¹. ولتطبيق وتفعيل سياسة الترويج المستهدف هناك بعض الآليات والخطوات التي يجب على الدول التي ترغب في استضافة الاستثمار القيام بها وهي كالتالي:

أ- تحديد الميزة التنافسية للدولة: تعرف بيئة الأعمال في الوقت الحاضر منافسة شديدة مع كثرة المنافسين في ظل اقتصاد السوق الذي من بين خصائصه إزالة القيود الجمركية ورفع حماية الدولة للمؤسسات²، فكان من الضروري لكل دولة تحديد المزايا النسبية والتنافسية لها حيث تعرف الميزة التنافسية بأنها القيمة التي تخلقها المؤسسة لعملائها في ظل التكاليف التي تتكبدها لأجل خلق هذه القيمة³.

ب- تحديد المستثمر المستهدف: هناك مجموعة من المعايير التي يتم التركيز عليها واستخدامها لتحديد الفئات المستهدفة، مثل المعيار الاقتصادي، الجغرافي، الديموغرافي ومن الممكن أن تقوم استراتيجيات الاستهداف بالدمج بين أكثر من معيار، ولعل أهم هذه المعايير ما يلي:

- المعيار الاقتصادي: من خلاله يتم التركيز على جذب المؤسسات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات بمستوى معين من القيمة المضافة، وتشير تقارير الاستثمار الصادرة عن الأمم المتحدة للتجارة والتنمية إلى أن أهم المؤسسات المستهدفة من طرف الدول المتقدمة هي تلك المؤسسات التي تعمل في مجال

¹ زيدان محمد، الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان التي تمر بمرحلة انتقال (نظرة تحليلية للمكاسب والمخاطر)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 2، جامعة الشلف، الجزائر، 2004، ص133.

² حجاج عبد الرؤوف، الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية (مصادرها ودور الإبداع التكنولوجي في تنميتها)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2006/2007، ص02.

³ Michel porter, l'avantage Concurrentiel, traduite par Phillippe de lavergne, FLEURY Hubert, 1999, p3.

الصناعات عالية التكنولوجيا وفي خدمات الأعمال (مثل الخدمات المالية وتكنولوجيا المعلومات وأجهزة الاتصال).

- **المعيار الجغرافي:** تركز بعض وكالات تشجيع الاستثمار على استهداف المستثمرين المقيمين في الدول المجاورة، مثلما فعلت الصين بتخصيص مناطق صناعية لجذب الشركات الأجنبية في تايوان، هونغ كونغ، وجنوب شرق آسيا¹.

- **المعيار الديموغرافي:** من خلاله يتم اجتذاب الشركات التي ينتمي صانع القرار فيها إلى نفس جنسية الدولة المضيفة فعلى سبيل المثال تقوم الصين باجتذاب الشركات متعددة الجنسية التي تدار بواسطة الصينيين².

ثانيا: السياسات المتعلقة بالحوافز الضريبية والمالية:

الحوافز هي ميزة اقتصادية قابلة للتقدير بقيمة نقدية تقدمها الدولة المضيفة للمستثمرين، ويتم تحديد الحوافز وفقا لمعيار موضوعي أو جغرافي³. وتعرف الحوافز أيضا بأنها مجموعة إجراءات وترتيبات ذات قيم اقتصادية قابلة للتقويم تمنحها الدولة للمستثمرين سواء المحليين أو الأجانب لتحقيق أهداف محددة (كإغراء الأفراد أو الشركات للقيام بعملية الاستثمار، توجيه الاستثمار من خلال منح حوافز استثمارية نحو المناطق غير المرغوب فيها... إلخ)⁴. إن وجود سياسة جبائية ومالية ملائمة يسمح للحكومات بتحقيق أهداف سياستها العمومية مع المساهمة في توفير شروط مناسبة للاستثمار، ويمكن الإشارة إلى هذه الحوافز الضريبية والمالية كما يلي:

- **الحوافز الضريبية:** عادة ما يأخذ هذا النوع من الحوافز الشكل إعفاء لمدة قد تصل إلى 20 سنوات، وللحوافز الضريبية عدة أشكال نذكر منها⁵:

¹ بوزيان عبد الباسط، مرجع سابق، ص 133-134.

² طارق نوير، مرجع سابق، ص 05.

³ مواوي عائشة، حقوق الملكية الفكرية في ظل المنظمة العالمية للتجارة ودورها في تطوير مناخ الاستثمار (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2011/2012، ص 88.

⁴ طالي محمد، أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 06، جامعة الشلف، الجزائر، 2009، ص 316.

⁵ بجاوية سهام، مرجع سابق، ص 19.

- استثناء الحقوق الجمركية والرسوم على الواردات، وتطبق على المواد الأولية والمعدات والتجهيزات المستوردة والتي تدخل في العملية الإنتاجية.
- إعفاء كلي أو جزئي من مختلف الرسوم والضرائب وفق الأنظمة الضريبية المعمول بها في مختلف البلدان، وهناك إعفاء ضريبي مؤقت إلا أنه عادة ما ترغب بعض الشركات الأجنبية في تمديد مدة الإعفاء وغالبا ما تنجح نظرا لقدرتها على تهديد البلد بالرحيل.
- ب- الحوافز المالية: مثل تقديم قروض بمعدلات فائدة منخفضة ومشجعة، تقديم معاملة تفضيلية بالنسبة للمواقع المستأجرة للمستثمرين، تقديم حوافز أخرى مثل الامتلاك المتسارع، القرض الضريبي، وغيرها إضافة إلى التحويل الحر والتام لرأس المال المستثمر والمداخيل المترتبة عنه¹.

ثالثا: السياسات المتعلقة بالاقتصاد الخارجي.

- يساهم الانفتاح على الاقتصاد العالمي وإتباع نظم الحرية الاقتصادية في تنشيط تدفقات رؤوس الأموال والسلع إلى الداخل والخارج وهو ما يعزز ثقة المستثمرين في الاقتصاد وزيادة معدلات الاستفادة من تنقلات رؤوس الأموال والسلع ونقل التكنولوجيا الحديثة بين الدول، ومن السياسات الخارجية لتحسين مناخ الاستثمار ما يلي²:
- تبني سياسات التوجه للتصدير مما يساهم في خلق أسواق جديدة للاستثمارات الناشئة وخلق فرص تسويقية للاستثمارات حتى يمكنها تصريف منتجاتها وبالتالي ارتفاع الربحية.
 - عقد اتفاقيات لمنع الازدواج الضريبي بين الدول المستهدف لتدفق الاستثمارات منها.
 - الانضمام إلى التكتلات الاقتصادية التي تشارك فيها الدول المتقدمة.
 - تنظيم زيارات متبادلة للمستثمرين الأجانب وتعريفهم بالتسهيلات التي تقدمها الدولة ومزايا الاستثمار في الاقتصاد الوطني.
 - التعاون مع المؤسسات الدولية التي لها دور في عمليات ترويج الاستثمار وتقديم الخدمات الاستثمارية.

¹ دحماني سامية، مرجع سابق، ص 77.

² بن داودية وهيبية، مرجع سابق، ص 178.

رابعاً: سياسات أخرى:

بالإضافة إلى السياسات السابقة هناك سياسات أخرى منها:¹

- تحسين الأطر القانونية (كتفعيل قوانين منع الاحتكار، سن قوانين حماية الاستثمار، ...إلخ).
- تبني سياسات تعزيز الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.
- عقد برامج تدريبية للعمالة وذلك بهدف الارتقاء بمستوى كفاءة العمال.
- تدعيم حرية تحويل الأرباح وتدفقات رؤوس الأموال للخارج.
- إنشاء المناطق الحرة التي تتسم بمزيد من المزايا الجمركية والضريبية لتشجيع الاستثمارات.

¹ بوزيان عبد الباسط، مرجع سابق، ص 136.

المبحث الرابع: واقع الاستثمار في الجزائر.

لا تزال تقديرات الهيئات والمنظمات الدولية تصنف مناخ الأعمال والاستثمار في الجزائر ضمن الأعدق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، إذ تم تصنيفه عالميا من ضمن 190 دولة في المرتبة 157، مع اعتبار عدم تسجيل تقدم كبير في المؤشرات المحددة لهذا المناخ. وتبقى تقديرات البنك العالمي سلبية على العموم وتنم عن عدم تسجيل تقدم ملموس وتغير جوهري في مسار الاستثمار، رغم الوعود والالتزامات المقدمة من قبل الحكومات المتعاقبة، وإبراز عدد من التسهيلات والتنسيق والإعلان عن كسب بعض النقاط في الترتيب العام الجديد مقارنة بترتيب 2017 الذي صنفت فيه الجزائر في المرتبة 166، إلا أن ترتيب الجزائر لم يتغير في تقرير 2020 مقارنة بـ 2019، حيث ظلت الجزائر قابعة في المرتبة 157 من مجموع 190 دولة. وتظل الجزائر متأخرة في الترتيب الإقليمي حيث جاءت في المرتبة 14 عربيا ولم تتجاوز سوى 5 دول هي السودان، العراق، سوريا، ليبيا واليمن (دول عربية أنهكتها الحروب). كما تأخرت الجزائر عن العديد من الدول الإفريقية¹، وعليه قصد معرفة واقع الاستثمار في الجزائر قمنا بصياغة الخطة التالية:

- المطلب الأول: السياسات الحكومية المطبقة من أجل ترقية الاستثمار.
- المطلب الثاني: توزيع الاستثمار في الجزائر.
- المطلب الثالث: معوقات الاستثمار في الجزائر.
- المطلب الرابع: تشجيع الاستثمار في الجزائر.

المطلب الأول: السياسات الحكومية المطبقة من أجل ترقية الاستثمار.

أولا: السياسة العامة للاستثمار في الجزائر².

لقد انتهجت الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية سياسات متعددة الجوانب تهدف في مجملها إلى تحقيق تنمية اقتصادية متكاملة، ففي مجال الاستثمار عملت الدولة الجزائرية على تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي على حد سواء، وذلك منذ انتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادي وتبني اقتصاد السوق بدل الاقتصاد الموجه، كما أن الجزائر وبعد مباشرتها لسياسات الإصلاح الاقتصادي اكتسبت خبرة لا يستهان بها في ميدان تشريع وتنظيم الاستثمارات، فبعدما كانت القوانين الخاصة بالاستثمارات تأخذ بعين الاعتبار قيمة رؤوس الأموال المستثمرة عند منح التسهيلات للمستثمرين

¹ الموقع الرسمي لجريدة الخبر: www.elkhabar.com .

² منصورى زين، واقع وآفاق سياسة الاستثمار في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 02، العدد 02، 2005، ص 128-129.

والذي كان الغرض منها (التسهيلات) تشجيع المبادرات لاستقطاب رؤوس الأموال التي كانت منعدمة في بداية الأمر، لكن شيئا فشيئا فرضت إجراءات جديدة وذلك من أجل توجيه الاستثمار وفقا للمحاور الثلاث التالية:

1- نحو المشاريع الخالقة لمواطن الشغل ثم نحو القطاعات الخالقة لمواطن الشغل بتكاليف معتدلة (الصناعات المتوسطة والصغيرة) ثم نحو أنشطة الصناعات التقليدية والحرفية والمهن الصغرى التي تخلق عادة أقل من عشر مناصب شغل (مشاريع وكالة تشغيل الشباب).

2- من ناحية أخرى وتفاديا لتكريس حالة اللاتوازن الإقليمي الحاد اتخذت ترتيبات شجاعة للبحث على اللامركزية بإقرار تحفيزات هامة للمناطق المراد ترقيةها.

3- أخيرا ونظرا للاحتياجات المتعلقة بالموارد الخارجية فإن الأنشطة التصديرية وهي المصدر الأساسي للعملة الصعبة لقيت تشجيعا وتحفيزا كبيرين في كل قوانين المالية السنوية وفي قوانين الاستثمار المتعاقبة والتي كان آخرها قانون ترقية الاستثمار 09/16 الصادر سنة 2016.

ثانيا: مراحل تطور قانون ترقية الاستثمار في الجزائر.

يعكس قانون الاستثمار في أي دولة موقف السياسات العمومية من قيام الاستثمار الخاص الوطني والأجنبي، فهو يحدد الإطار العام الذي تتم فيه إقامة المشاريع الجديدة، وتختلف هذه القوانين بين مؤيد ومعارض وبين محفز ومقيد للاستثمار الخاص. وعليه فإن التوجه الحالي في سن قوانين الاستثمار على المستويين الوطني والدولي يعمل على تكييفها مع متطلبات اقتصاد السوق وتوفير أفضل الشروط لجذب الاستثمار الأجنبي.

ولقد كان لقانون الاستثمارات في الجزائر عدة تطورات وتغيرات تماشيا مع الأوضاع الاقتصادية والظروف السياسية التي كانت تشهدها كل مرحلة خاصة في سنوات التسعينيات، حيث قامت الدولة في هذه الفترة بتعديلات وإصلاحات اقتصادية ومالية هامة والتي من بينها إصدار قوانين لتشجيع المستثمرين وفتح الأبواب الموصدة أمامهم، إنشاء هيئات مكلفة بترقية ودعم الاستثمار. وعلى هذا الأساس سوف نستعرض تطورات قوانين تشجيع الاستثمار بالجزائر قبل فترة التسعينيات وخلال فترة التسعينيات وبعد التسعينيات والتي كان آخرها قانون الاستثمار 09/16 الذي كان سنة 2016.

1- الفترة الأولى 1963/1971.

أ- قانون سنة 1963: أصدرت الحكومة الجزائرية أول قانون حول الاستثمار في 23 جويلية 1963¹، ويهدف هذا القانون إلى جذب الاستثمار الأجنبي فحسب المادة 3 تم الاعتراف بجرية الاستثمار الأجنبي بما يتماشى والنظام العام، لكن نجد أن المادة 23 من نفس القانون تشير إلى وجوب اندراج الاستثمار الأجنبي ضمن الأهداف الاقتصادية للدولة (اقتصاد اشتراكي)، لكن الوضعية الاقتصادية والسياسية للبلد في تلك الفترة لم تكن مشجعة للاستثمار خاصة مع بداية حركة التأميمات التي كانت متعارضة مع أهداف هذا القانون، لذلك فقد كانت انعكاسات تطبيق هذا القانون على الاستثمار الأجنبي جد محدودة إذ أنه في ظل تطبيق قانون 1963 تم تسجيل مشروعين استثماريين فقط.²

ب- قانون سنة 1966: صدر القانون الثاني في 15 سبتمبر 1966³، وأكد هذا القانون على احتكار الدولة لبعض القطاعات الاقتصادية التي تم اعتبارها حيوية، ولكنه لم يمنع من مشاركة رأس المال الخاص الوطني والأجنبي. وقد ألزم هذا القانون المستثمرين الراغبين في القيام بالاستثمار من خلال إنشاء مؤسسات اقتصادية جديدة التصريح المسبق (قبل الاستفادة من الحوافز الجبائية) وأنشأ لذلك لجنة وطنية للاستثمار. وبعد إصدار قانون 1966 وصل حجم الاستثمار الخاص إلى 880 مليون دج ما بين (1967/1974) وساهمت هذه المشاريع في خلق حوالي 27300 منصب وإقامة 800 مشروع استثماري⁴. وهو ما يعني أن النتائج كانت أفضل من القانون السابق، لكن رغم ذلك بقي حجم الاستثمار الخاص جد ضعيف ولا يستجيب للحاجات الفعلية للاقتصاد من أجل رفع معدلات النمو وتقليص حجم البطالة الجد مرتفعة في تلك الفترة.

2- الفترة الثانية 1971/1981

من أهم ما ميز هذه الفترة هو تعزيز نمط الاقتصاد المحطط وزيادة حجم الاستثمار العمومي مستغلا في ذلك زيادة مداخيل الدولة بسبب ارتفاع إيرادات الصادرات النفطية، وتم تهميش دور رأس المال الخاص مع قيام الدولة باحتكار التجارة الخارجية، في نفس الوقت لم تعط الأولوية للاستثمار الأجنبي ما عدا في قطاع المحروقات

¹ القانون رقم، 63-277 الجريدة الرسمية، عدد 53 الصادرة في 02 أوت 1963.

² A. GUESMI, « Le cadre juridique des investissements étrangers directs en Algérie », in : L'Algérie en mutation, les instruments juridiques de passage à l'économie de marché, sous la direction de CHARVIN R, GUESMIA, Le Harmattan 2001, pp 207-247

³ الأمر 66-284، الجريدة الرسمية، العدد 80 الصادرة بتاريخ 17 سبتمبر 1966.

⁴ Abdelhamid MEZAACHE, « L'Algérie : le voile des hydrocarbures », in : L'investissement direct étranger et développement industriel méditerranéen, sous la direction de BELLON B et GHOUIA R, Ed. Economica 1998, pp 113 à 120.

الذي يخضع لنظام خاص، فالاستثمار الأجنبي يجب أن يكون في صيغة الاستثمار المشترك وفي القطاعات التي من الممكن أن ينتج عنها تحويل تكنولوجي، كما أن أغلب هذه المشاريع تم تمويلها عن طريق القروض الخارجية. فما بين سنتي 1971 و1978 قامت الجزائر بتجميع موارد مالية بقيمة 47 مليار دولار منها 12 مليار في شكل ديون خارجية، كما قد ساهم الاستثمار الأجنبي في 32 مؤسسة مشتركة برأسمال إجمالي بلغ سنة 1978 مبلغ 160 مليون دينار من بين 400 مليون دينار تمثل الرأسمال الإجمالي المستثمر. كما قامت الجزائر بإنجاز العديد من الاستثمارات العمومية خلال الفترة (1978/1967) بلغت حوالي 300 مليار دج أي بمعدل إنجاز لبرنامج الاستثمارات وصل إلى 125%، مع وجود بعض السنوات القياسية مثل سنوات (1978/1976) إذ بلغت معدلات الاستثمار العمومي حوالي 50% من الناتج الداخلي الخام، مما جعل الجزائر تعد من بين الدول ذات المعدلات العالية للاستثمار في العالم. ومن العوامل التي ساعدت على إنجاز هذا البرنامج الواسع للاستثمارات توفر الموارد المالية الناتجة عن الإيرادات النفطية وإصدار العملة واللجوء السهل للاقتراض الخارجي، ومن نتائج إستراتيجية التصنيع المنتهجة نذكر ما يلي:¹

- دعم النمو الاقتصادي.
- خلق مناصب عمل.
- تطوير وتحسين مستوى الخدمات الاجتماعية في ميدان الصحة والتعليم.
- إقامة وتطوير الهياكل القاعدية ... إلخ.

ولكن إلى جانب هذه الإنجازات فقد تميزت هذه الاستثمارات الصناعية بارتفاع تكاليف إنجازها وتأخرها وتمركزها جغرافيا في المدن الكبرى، الأمر الذي أدى إلى حدوث ظاهرة النزوح الريفي وإهمال الإنتاج الزراعي.

3- الفترة الثالثة 1990/1982

تميزت هذه الفترة بسيطرة الاستثمار العمومي وهذا من خلال إصدار القانون 11/82 الصادر في 21 أوت 1982 المرتبط بالاستثمار الوطني الخاص وتم فيه تحديد القطاعات المفتوحة للاستثمار الخاص، وركز هذا القانون على كيفية تأسيس الشركات المختلطة مع تقديم مزايا جبائية للشريك الأجنبي، ويشترط القانون 13/82 الصادر في 28 أوت 1982 على عدم زيادة نصيب الطرف الأجنبي عن 49% من رأسمال الشركة². وبموجب

¹ ناجي بن حسين، مرجع سابق، ص 113.

² Y. BOUDJENAH, Algérie décomposition d'une industrie : La restructuration des entreprises publiques (1980-2000) l'Etat en question, éd : Le Harmattan, 2002, p 55.

هذا القانون تم إقصاء رأس المال الخاص الوطني من هذه الشراكة، مع أن الضمانات لم تكن كافية لإقناع المستثمرين الأجانب فكانت النتائج المحققة جد محدودة إذ تم تسجيل إنشاء شركتين مختلطتين فقط فيما بين سنتي 1982 و1986، إن هذا القانون الذي أراد توحيد شكل المؤسسات المشتركة ظل يعتبر من وجهة المستثمرين الأجانب مقيدا ولم ينتج عنه تزايد الاستثمار الأجنبي.¹

تم تعديل القانون السابق 11/82 في 19 أوت 1986 من أجل الاستجابة لمطالب الشركات الأجنبية ومحاولة التقليل من التحفظات التي يديها هؤلاء عن شروط الاستثمار في الجزائر، فقد أكد هذا القانون على حماية حقوق الشريك الأجنبي وعلى الرغم من ذلك لم يكن لهذا القانون نتائج تذكر في مجال استقدام الاستثمار الأجنبي إذ لم يتم تسجيل إلا حوالي 10 شركات خلال مدة عشر سنوات، ويعود السبب الرئيسي في عدم رغبة الأجانب للاستثمار في الجزائر إلى طبيعة الإجراءات الإدارية التي تتسم بالبطء (البيروقراطية)². ليصدر القانون رقم 25/88 الصادر في 27 جويلية 1988 الذي حدد القطاعات ذات الأولوية للقطاع الخاص وهي: الصناعة (سلع التجهيز، المنتجات نصف المصنعة، الصناعات الغذائية، الصيانة) والخدمات (السياحة، النقل، الهياكل الرياضية والترفيهية) والبناء والأشغال العمومية، ويعتبر هذا القانون بمثابة اعتراف وتأكيد من السلطات العمومية بأهمية الدور الاقتصادي للقطاع الخاص.³

وفي سنة 1989 تم إصدار قانون يسمح برفع حصة الشركات الأجنبية إلى 65% لكن الظروف التي مرت بها الجزائر بعد هذه الفترة (عدم الاستقرار السياسي وتدهور الأوضاع الأمنية) لم تكن لتسمح بقدم الاستثمار الأجنبي.

4- الفترة الرابعة 1990/1993

لقد باشرت الجزائر منذ سنة 1990 إصلاحات على جميع الجوانب خاصة بعد انخيار أسعار المحروقات منذ سنة 1986 وتزايد حجم المديونية الخارجية. ومن أبرز القوانين الجديدة التي سمحت بالاستثمار الأجنبي نجد قانون النقد والقرض 90-10.

- **قانون النقد والقرض 90-10:** جاء هذا القانون ليفسح المجال للأجانب بالاستثمار في القطاع المصرفي وألغى التمييز بين القطاع العام والقطاع الخاص، وأصبح منح رخصة الاستثمار من صلاحيات مجلس النقد

¹ ناجي بن حسين، مرجع سابق، ص 114-115.

² ناجي بن حسين، المرجع نفسه، ص 115.

³ القانون رقم 25/88 المتعلق بتوجيه الاستثمارات الاقتصادية الخاصة الوطنية، الجريدة الرسمية، العدد 30 الصادرة في 27 جويلية 1988.

والقرض، حيث يقوم المجلس بمراقبة مدى تطابق المشاريع المقترحة مع القوانين ويقدم بعد ذلك شهادة مطابقة تسمح للمستثمر بالانطلاق في إنجاز الاستثمار، لذلك رأى بعض المستثمرين أن فرض إلزامية الحصول على شهادة المطابقة قبل البدء في الاستثمار تعتبر في حد ذاتها مسألة تحد من حرية الاستثمار، ومنه فهذا القانون حتى وإن كان يعتبر توجهها جديدا نحو تحرير المبادرة الخاصة فإنه يبقى غير كافي بالنسبة للمستثمر الأجنبي ولا يمنح له الضمانات الكافية للاستثمار.¹

ويرى عدد من الخبراء في القانون بأن كل القوانين التي أصدرتها الجزائر لتشجيع الاستثمار وتحرير الاقتصاد حملت العديد من التناقضات في مضمونها، بالإضافة إلى أن الظرف الاقتصادي للجزائر منذ منتصف الثمانينات (1986/1991) لم يكن مشجعا في ظل ارتفاع حجم المديونية الخارجية واللجوء إلى المؤسسات المالية والنقدية الدولية (البنك العالمي وصندوق النقد الدولي)، ولقد جاءت كل القوانين الاقتصادية الجديدة في إطار التوجه نحو اقتصاد السوق خاصة مع التوقيع على برنامج التعديل الهيكلي مع صندوق النقد الدولي. ومن أهم ما طرحه هذا الاتفاق هو الحد من التدخل المباشر للدولة في الإنتاج وفسح المجال للقطاع الخاص، ويتحقق ذلك من خلال تخلي الدولة عن تقنين العلاقات الاقتصادية وتقليص رقابة الدولة في وضعها لقواعد يمكن اعتبارها معيقة للمبادرة الخاصة.²

5- قانون ترقية الاستثمار لسنة 1993 وتعديله سنة 2001.

صدر قانون ترقية الاستثمار عن طريق المرسوم التشريعي رقم 12/93 الصادر بتاريخ 05 أكتوبر 1993³، وقد جاء هذا النص القانوني كنتيجة لعمل تحضيرى دام أكثر من سنتين، لأن المراسيم التمهيدية لهذا القانون كانت قد وضعت منذ عام 1991⁴، وإن من أهم ما جاء به قانون ترقية الاستثمار هو عدم التمييز بين المستثمرين الوطنيين والأجانب حيث فسح المجال للاستثمار في جميع القطاعات ماعدا تلك القطاعات التي تعتبر إستراتيجية، كما استحدث قانون 1993 نظاما جديدا للاستثمار يقوم على وجود عدة مؤسسات والتي من أهمها وكالة ترقية ودعم الاستثمار (APSI) التي أنشئت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 319/94 المؤرخ في أكتوبر 1994 أي بعد حوالي سنة من صدور قانون الاستثمار والذي حدد صلاحياتها ومهامها، وبتاريخ 02 أوت 1995 صدر القرار الذي يحدد النظام الداخلي للوكالة، وتم الانتظار إلى غاية 17 ديسمبر 1996 لمعرفة

¹ القانون رقم 10/90 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 18، الصادرة في 14 أفريل 1990.

² ناجي بن حسين، مرجع سابق، ص 116.

³ المرسوم التشريعي رقم 12/93 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 64، الصادرة في 05 أكتوبر 1993.

⁴ م. بودهان، الأسس والأطر الجديدة للاستثمار في الجزائر، الملكية للطباعة والنشر والتوزيع، الحراش، الجزائر، 2000، 129.

أعضاء الشباك الوحيد للوكالة. وعلى الرغم من أهمية هذا الهيكل فقد تم الانتظار لمدة ثلاثة سنوات لتعيين ممثلي مختلف الإدارات ذات العلاقة بالاستثمار. لذلك يمكننا القول بأن مسار استكمال قوانين تحرير الاستثمار عرفت تأخرا كبيرا في هذه المرحلة، ورغم أهمية هذا القانون إلا أن هناك العديد من النقائص التي سجلت عليه وتطلب الأمر تعديله وهو ما تم فعلا من خلال إصدار الأمر الرئاسي رقم 03/01 بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، هذا القانون الذي وضع تعريفا محددا للاستثمار والمتمثل في العمليات التالية:¹

- اقتناء أصول تندرج في إطار استحداث نشاطات جديدة، توسيع قدرات الإنتاج، إعادة التأهيل أو إعادة الهيكلة.
- المساهمة في رأسمال مؤسسة في شكل مساهمات نقدية أو عينية.
- استعادة النشاطات في إطار حوصصة جزئية أو كلية، بالإضافة لهذه العناصر فقد تم الإشارة إلى العمليات الخاصة بكيفيات الحصول على رخص الامتياز من براءات الاختراع وطرق استعمال العلامة التجارية. ويعني الاستثمار أيضا كل الأصول التي تشمل بصفة خاصة وبدون حصر:
 - الأموال المنقولة وغير المنقولة وأي حقوق أخرى للملكية مثل رهون الحيازة العقارية والامتيازات أو الرهون الأخرى.
 - الأسهم والسندات والحصص وكل شكل من الأشكال الأخرى للمساهمة في الشركات والعائدات المحجوزة لغرض إعادة الاستثمار.
 - حقوق الملكية الفكرية والصناعية والعناصر المادية المتعلقة بأصول تجارية مثل: العلامة التجارية، الإنجازات، براءات الاختراع، الشهرة المستخدمة في المشروع الاستثماري المرخص له.
 - حقوق الامتياز الممنوحة بموجب قانون أو عقد والتي تشمل امتيازات البحث عن الموارد الطبيعية والزراعة أو تطويرها أو استخراجها أو استغلالها.

كما تم إضافة تعديل جديد للأمر الرئاسي المتعلق بتطوير الاستثمار السابق 03/01 وذلك من خلال الأمر 08/06 المتعلق بتطوير الاستثمار²، وهذا ما سمح بحرية الاستثمار، عدم التمييز، حماية الاستثمار وعدم المساس بالامتيازات، وهذا من خلال الإطار القانوني والتنظيمي المعمول به في الجزائر، كما يمكن لأي فرد كان أو معنويا وطني أو أجنبي أن يستثمر في الأنشطة الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات فضلا عن الاستثمارات المنجزة في إطار منح

¹ الأمر الرئاسي رقم 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 47، الصادرة بتاريخ 22 أوت 2001.

² الأمر رقم 08/06 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 47، الصادر بتاريخ 15 جويلية 2006.

تنازلات و/أو تراخيص، ولتطبيق هذا الأمر الجديد يوضع جهاز لتطبيقه تدريجيا. يعني أن هذا الأمر ولد مؤطرا مؤسساتيا لضمان تطبيقه بشكل فعلي، حيث تمثل هذا الإطار المؤسسي المطبق لهذا الأمر في:¹

- الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار.
- أمانة المجلس الوطني للاستثمار.
- مجلس لجنة الطعون.

حيث سيكونون مستقبلا تحت وصاية الوزارة المكلفة بالاستثمار، التي تتوفر كذلك عندها الوسائل الضرورية لتأدية مهامها. كما تم تحديد وتنظيم الكفاءات المتعلقة بالاستثمار إلى ثلاثة مستويات:

- **المستوى الإستراتيجي:** ممثل من المجلس الوطني للاستثمار، ويتمثل عمل المجلس خاصة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية المتعلقة بالاستثمار وفحص الملفات التي تمثل منفعة للاقتصاد الوطني.

- **المستوى السياسي:** ممثل من وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمار، فالوزارة هنا مكلفة بترقية وتحريك الاستثمار عن طريق مساهمتها ووضع سياسة وطنية والسهر على تطبيقها كما تمارس الوزارة مهامها في هذا المجال عبر المديرية العامة للاستثمار.

- **المستوى التنفيذي:** ممثل من خلال وكالتين تمارسان مهامهما تحت رقابة وتوجيه الوزارة المختصة بهذا الشأن، حيث تتمثل هاتين الوكالتين في: الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار والوكالة الوطنية للوساطة والتنظيم العقاري كما أعطى الأمر 08/06 المتعلق بتطوير الاستثمار عدة ضمانات للمستثمرين منها:

- لا تمييز بين الشخصية الجزائرية سواء كانت طبيعية أو معنوية.
- **التأمين القانوني (عدم المساس بالقانون):** لا تطبق التعديلات أو الإلغاءات المستقبلية التي يتضمنها قانون الاستثمار على المشاريع المنجزة في إطار القانون الساري المفعول في يوم بدأ الاستثمار إلا إذا ألح عليها المستثمر.
- **تسوية الخلافات:** كل خلاف بين المستثمر الأجنبي والدولة الجزائرية تسبب فيه المستثمر أو أي إجراء اتخذته الدولة ضده، سيخضع للمصالح القضائية المختصة باستثناء الاتفاقيات المتعددة الأطراف المبرمة من طرف الدولة الجزائرية والتي تتعلق بالصلح والتحكيم التجاري الدولي أو اتفاق خاص يعزز بند التسوية أو يسمح للأطراف على اتفاق التحكيم المناسب.

¹ الموقع الرسمي لوزارة الصناعة الجزائرية: www.mdipi.gov.dz .

6- قانون ترقية الاستثمار 09/16.

طبقا لنص المادة الأولى من القانون رقم 09/16 المتعلق بترقية الاستثمار، والذي جاء كما يلي: "يهدف هذا القانون إلى تحديد النظام المطبق على الاستثمارات الوطنية والأجنبية المنجزة في النشاطات الاقتصادية لإنتاج السلع والخدمات"¹. ويتضح أن قانون الاستثمار يطبق على جميع الاستثمارات سواء كانت أجنبية أو وطنية وعلى النشاطات الاقتصادية المحددة في مضمون قانون الاستثمار سواء كانت لإنتاج السلع أو الخدمات وهي كالتالي:

أ- الاستثمارات المنتجة للسلع: تتعلق بعملية تحويل المواد الأولية لإنتاج أو صناعة منتجات جزائرية، كصناعة الآلات الإلكترونية والمعدات وتركيبها، صناعة المواد الغذائية، فهنا تظهر جليا الأهمية التي تلعبها الاستثمارات الأجنبية المنتجة في تحقيق الرخاء الاقتصادي بزيادة القدرة الإنتاجية وتوفير مختلف السلع محليا والعمل على تصديرها.²

ب- الاستثمارات المنتجة للخدمات: يأخذ الاستثمار شكل تقديم الخدمات أي الأنشطة الاقتصادية غير المجسدة في صورة منتج مادي، وإنما تقدم في صورة خدمة أو نشاط مفيد لمن يطلبه، مثل الخدمات المالية التي تقدمها البنوك والمؤسسات المالية، خدمات النقل البري، الجوي والبحري، وخدمات شركات الاتصالات والخدمات السمعية البصرية والشركات السياحية وقطاع البناء والتعمير ومكاتب الاستشارات الطبية والقانونية، وتعد من بين المجالات المستحدثة في السنوات الأخيرة في الإنتاج الغير المادي ولها قيمة اقتصادية مثل خدمات ما بعد البيع.³

¹ المادة 01 من القانون 09/16 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 46، الصادر بتاريخ 03 أوت 2016.
² بن شعلال محفوظ، الرقابة على الاستثمار الأجنبي في القانون الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في القانون، تخصص الهيئات العمومية والحوكمة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بجاية، 2014، ص 23.
³ بن شعلال محفوظ، المرجع نفسه، ص 23.

ثالثا: هيئات تسيير ومرافقة الاستثمار.

1- المجلس الوطني للاستثمار: بهدف توسيع وتعزيز الإطار المؤسساتي في مجال الاستثمار أنشأ القانون الجزائري وتحت الأمر رقم 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار¹، المعدل والمتمم بالأمر رقم 08/06 المتعلق بترقية الاستثمار جهازا يتمثل في المجلس الوطني للاستثمار، ولم ينص القانون الجزائري صراحة في القانون 09/16 على المجلس الوطني للاستثمار على أنه من ضمن هيئات الاستثمار التي نظمها الفصل الرابع منه على غرار ما كان عليه الحال في الأمر 03/01 السابق في المادة 18 منه بحيث كان الهدف من ذلك التأكيد على فكرة الاستقلال الاقتصادي حيث استحدثت عدة أجهزة متعلقة بالاستثمار من بينها المجلس الوطني للاستثمار (CNI) الذي يؤدي مهمة السهر على تشجيع وتطوير الاستثمارات، وعدم إدراج المجلس الوطني للاستثمار في قانون الاستثمار 09/16 لا ينبغي فهمه كإلغاء لهذه الهيئة وللدور الأساسي الذي يلعبه المجلس في عملية الاستثمار وهذا ما تؤكدته المادة 38 من القانون الجديد التي أبقّت على التنظيم المعمول به في إطار المادة 18 من الأمر 03/01، ومن بين المهام الموكلة إليه ما يلي:²

- يقترح استراتيجية الاستثمار وتطويرها.
- يقترح تدابير تحفيزية للاستثمار مساندة للتطورات الملحوظة.
- يفصل في الاتفاقيات المذكورة في المادة 12 من نفس القانون (القانون 03/01).
- يفصل في المزايا التي تمنح في إطار الاستثمارات المذكورة في المادة من نفس القانون (القانون 03/01).
- يفصل على ضوء أهداف تهيئة الإقليم فيما يخص المناطق التي يمكن أن تستفيد من النظام الاستثنائي المنصوص عليه في هذا الأمر.
- يقترح على الحكومة كل القرارات والتدابير الضرورية لتنفيذ ترتيب دعم الاستثمار وتشجيعه.
- يحث ويشجع على استحداث مؤسسات وأدوات مالية ملائمة لتمويل الاستثمار وتطويرها.
- يعالج كل مسألة أخرى تتصل بتنفيذ هذا الأمر.

¹ المادة 18 من القانون 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ: 22 أوت 2001، العدد 47، ص 07.

² المادة 19 من القانون 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ: 22 أوت 2001، العدد 47، ص 07.

2- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI)¹: الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات هي مؤسسة عمومية ذات شخصية قانونية واستقلالية مالية. مهمتها الرئيسية هي تطوير ومتابعة الاستثمارات وهذا بتسهيل استكمال الإجراءات الإدارية المتعلقة ببعث مشاريع خلق المؤسسات من خلال الشباك العملياتي الوحيد. حيث تم إنشاءها في إطار إصلاحات الجيل الأول التي بدأت في الجزائر في سنة 1990، كما شهدت الوكالة المسؤولة عن الاستثمار عدة تغيرات كانت تهدف إلى التكيف مع التغيرات الاقتصادية والاجتماعية للبلد. فكانت في البداية تسمى بوكالة الترقية ودعم ومتابعة الاستثمار (2001/1993)، وبداية من 2001 تم تغيير اسمها ليصبح الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، وبصدور قانون تطوير الاستثمار 09/16 كلفت هذه الهيئة الحكومية بمهمة تسهيل وترقية ومرافقة الاستثمار، وتتمثل مهامها فيما يلي:²

- تستقبل وترشد وترافق المستثمرين على مستوى الهياكل المركزية والجهوية.
- إضفاء الطابع الرسمي على أساس الإنصاف وفي وقت قصير على الامتيازات المقدمة من قبل جهاز التشجيع.
- ضمان تنفيذ قرارات تشجيع الاستثمار بالتشاور مع المؤسسات المعنية المختلفة (الجمارك والضرائب ... الخ).
- تساهم في تنفيذ سياسات واستراتيجيات التطوير بالتعاون مع القطاعات الاقتصادية المعنية.

كما تنشأ لدى الوكالة أربعة مراكز تضم مجموع المصالح المؤهلة لتقديم الخدمات الضرورية لإنشاء المؤسسات ودعمها وتطويرها وكذا لإنجاز المشاريع وتتمثل هذه المراكز فيما يلي:³

- مركز تسيير المزايا: ويكلف بتسيير المزايا والتحفيزات المختلفة الموضوعة لفائدة الاستثمارات بواسطة القانون الساري المفعول باستثناء تلك الموكلة للوكالة.
- مركز استيفاء الإجراءات: ويكلف بتقديم الخدمات المرتبطة بإجراءات إنشاء المؤسسات وإنجاز المشاريع.
- مركز الدعم لإنشاء المؤسسات: ويكلف بمساعدة ودعم إنشاء وتطوير المؤسسات.
- مركز الترقية الإقليمية: ويكلف بضمان ترقية الفرص والإمكانيات المحلية.

¹ الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار: www.andi.dz.

² الموقع الرسمي لوزارة الصناعة الجزائرية: www.mdipi.gov.dz.

³ المادة 27 من القانون 09/16 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 03 أوت 2016، العدد 46، ص 22-23.

المطلب الثاني: توزيع الاستثمار في الجزائر.

لقد تطور حجم الاستثمارات في الجزائر بتطور القوانين المنظمة له، وتحسن المناخ الاستثماري في الجزائر مما شجع المستثمر الجزائري والأجنبي على الاستثمار في الجزائر لكن ليس بالحجم المأمول به، بالإضافة إلى وضع أجهزة لدعم وتشجيع الشباب على الاستثمار.

أما فيما يخص الاستثمارات العمومية فقد سطرت الدولة برنامجا للإصلاحات الاقتصادية وخصصت له مبالغ معتبرة خاصة بعد ارتفاع أسعار البترول سنة 2003 أين باشرت الدولة في العمل على مواصلة وتكثيف مسار الإصلاحات ليشمل جميع الجوانب الاجتماعية والاقتصادية وتحرير الاقتصاد الوطني من أجل تمكين المؤسسة الجزائرية من أن تصبح المصدر الرئيسي للثروة، حيث قامت ببعث برنامجا للإنعاش الاقتصادي وهو برنامج يمتد خلال فترة (2004/2001)، ثم أتبع ببرنامج خماسي أول لدعم النمو خلال الفترة (2009/2005) وثاني خلال الفترة (2014/2010) وقد ساهمت هذه البرامج بشكل كبير في تحسين المستوى المعيشي للأفراد، ودعم النمو الاقتصادي وتعزيز الاتجاه الإيجابي للتوازنات الاقتصادية الكلية خلال هذه الفترة.¹

¹ بن سمينة دلال، تحليل أثر السياسات الاقتصادية على تنمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في ظل الإصلاحات الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2013/2012، ص 291.

أولاً: توزيع الاستثمار حسب الملكية (2016/2002).

سنتطرق إلى توزيع الاستثمار في الجزائر خلال الفترة (2016/2002) حسب ملكيتها، حيث ينقسم الاستثمار إلى ثلاث أنواع وهي: استثمارات عامة، استثمارات خاصة، استثمارات مختلطة بين العامة والخاصة، والجدول الموالي يبين هذه التقسيمات بشيء من التفصيل.

الجدول رقم (01): توزيع الاستثمارات في الجزائر حسب ملكيتها خلال الفترة (2016/2002).¹

النسبة %	مناصب الشغل	النسبة %	قيمة المشاريع	النسبة %	عدد المشاريع	قيمة الاستثمار نوع الاستثمار
11,07	126 036	33,74	4 319 545	01,84	01 117	الاستثمار العمومي
84,67	963 922	56,95	7 290 151	97,99	62 520	الاستثمار الخاص
04,26	048 454	09,31	1 191 137	00,17	00 107	الاستثمار المختلط
100	1 138 412	100	12 800 834	100	63 804	المجموع

المصدر: الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 60، العدد 60، جامعة الشلف، 2020، ص 281. الوحدة: مليون دج

من الجدول السابق والمتعلق بتوزيع الاستثمارات في الجزائر حسب ملكيتها خلال الفترة (2016/2002)

نلاحظ ما يلي:

- عدد المشاريع: بلغت عدد المشاريع الاستثمارية الخاصة 62 520 مشروع خاص لتحتل بذلك المرتبة الأولى من حيث عدد المشاريع لتليها المشاريع العمومية في المرتبة الثانية بـ 01 117 مشروع عمومي وفي الأخير تأتي المشاريع المختلطة والتي تكون مزيجاً بين القطاع العام والخاص بـ 107 مشروع، كما نلاحظ أن الفرق بين عدد مشاريع القطاع الخاص والعام جد كبير لأنه عادة ما تكون المشاريع الخاصة تكلفه إنجازها صغيرة جداً مقارنة بالمشاريع العمومية، وهذا راجع إلى أن المشاريع العمومية ذات أهمية استراتيجية وتتعلق بالبنى التحتية وتمويلها يكون من الخزينة العمومية مباشرة أو من خلال البرامج الخماسية.
- قيمة المشاريع: رغم أن قيمة المشاريع الخاصة تأتي في المرتبة الأولى بـ 7 290 151 مليون دينار جزائري، ثم المشاريع العمومية بـ 4 319 545 مليون دينار جزائري ثم المشاريع المختلطة بـ 1 191 137 مليون دينار جزائري، إلا أنه ومن حيث متوسط القيمة المالية للمشروع الواحد يعتبر الاستثمار المختلط هو الأول حيث يقابل

¹ يوسف قاشي، حسبية عليوات، سياسة الاستثمار في الجزائر (دراسة تحليلية تقييمية)، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 60، العدد 60، جامعة الشلف، 2020، ص 281.

كل مشروع واحد مختلط ما قيمته **11 132** مليون دينار جزائري، لتحتل بعده في المركز الثاني الاستثمارات العمومية بقيمة مالية متوسطة للمشروع الواحد بقيمة تقدر بـ **3 867** مليون دينار جزائري ثم المشاريع الخاصة بقيمة مالية متوسطة تقدر بـ **116** مليون دينار جزائري للمشروع الواحد. ويعود سبب ارتفاع القيمة المتوسطة للمشروع الواحد بالنسبة للمشاريع المختلطة إلى أنه عادة ما تكون المشاريع المختلطة بين الدولة ومستثمر أجنبي بالإضافة إلى أن المشروع يكون في القطاعات ذات الأهمية القصوى كقطاع المحروقات وقطاع الأشغال.

- **مناصب الشغل:** يحتل القطاع المختلط المرتبة الأولى من حيث عدد مناصب الشغل، حيث يوفر ما يقارب **453** منصب شغل لكل مشروع استثماري، ثم تأتي بعده المشاريع العمومية بما يقارب **113** منصب شغل لكل مشروع استثماري وفي الأخير تأتي المشاريع الخاصة بـ **15** منصب شغل لكل مشروع استثماري. ويعود السبب في احتلال المشاريع الخاصة للمرتبة الأخيرة لأنها تعتمد بشكل كبير على الآلات والتكنولوجيا الحديثة ولأن هدفها ربحي بحيث تبحث عن تعظيم ثروتها بأي طريقة كانت ولو على حساب تقليل اليد العاملة بينما العكس في المشاريع العمومية والمختلطة يكون من بين أهدافها تشغيل أكبر عدد ممكن من العمالة طبعاً مع تحقيق الأرباح. ومن خلال كل ما سبق نلاحظ بأنه ورغم سيطرة القطاع الخاص بالأرقام على الاستثمار بصفة عامة إلا أنه وعند حساب القيمة المتوسطة لكل مشروع نجد بأن القطاع الخاص هو القطاع الأضعف ولم يساهم بالشكل المطلوب في تشجيع ورفع قيمة الاستثمارات.

ثانيا: توزيع الاستثمار حسب طبيعة النشاط (2002-2016).

سنتطرق إلى توزيع الاستثمار في الجزائر خلال الفترة (2016/2002) حسب طبيعة نشاطها، حيث ينقسم الاستثمار حسب طبيعة النشاط إلى عدة أنواع وهي: استثمارات زراعية، صناعية، سياحية، ... إلخ، والجدول الموالي يبين هذه التقسيمات بشيء من التفصيل.

الجدول رقم (02): توزيع الاستثمارات في الجزائر حسب طبيعة نشاطها خلال الفترة (2016-2002).¹

النسبة %	مناصب الشغل	النسبة %	قيمة المشاريع	النسبة %	عدد المشاريع	قيمة الاستثمار مجال الاستثمار
40,97	466 382	57,90	7 411 469	17,64	11 256	الصناعة
21,62	246 138	10,24	1 310 896	17,85	11 389	البناء
10,23	116 476	09,14	1 169 895	10,64	06 786	الخدمات
14,32	162 976	08,56	1 095 948	48,74	31 097	النقل
05,45	062 069	07,61	974 396	01,60	01 018	السياحة
00,38	004 348	03,38	432 578	00,01	00 005	الاتصالات
04,69	053 445	01,74	222 790	02,06	01 316	الزراعة
01,97	022 478	01,34	171 948	01,47	00 935	الصحة
00,36	004 100	00,09	010 914	00,01	00 002	التجارة
100	1 138 412	100	12 800 834	100	63 804	المجموع

المصدر: الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 60، العدد 60، جامعة الشلف، 2020، ص 283. الوحدة: مليون دج

من خلال الجدول السابق يمكن تقسيم عملية تحليله إلى قسمين رئيسيين حسب درجة النشاط الاستثماري لكل قطاع، وعليه كان التقسيم كالتالي:

- القطاعات ذات النشاط الاستثماري المرتفع: تتميز هذه القطاعات بأنها ذات درجة عالية من النشاط الاستثماري مقارنة بالقطاعات الأخرى من حيث عدد المشاريع وقيمتها بالإضافة إلى مناصب الشغل التي تخلقها، وتمثل هذه

¹ يوسف قاشي، حسبية عليوات، المرجع نفسه، ص 283.

القطاعات في: الصناعة، البناء، الخدمات والنقل وهي قطاعات جد مهمة لأي اقتصاد كان وذلك نظرا لأهميتها الاستراتيجية. وعليه نجد بأن هاته القطاعات قد حققت خلال فترة الدراسة ما يلي:

- **عدد المشاريع:** احتل قطاع النقل المرتبة الأولى من حيث عدد المشاريع الاستثمارية وبفارق كبير عن بقية القطاعات حيث سجل في تعدادده **31 097** مشروع ليأتي بعده قطاع البناء والصناعة على التوالي وبفارق ضئيل حيث حقق قطاع البناء **11 389** مشروع استثماري والصناعة بـ **11 256** مشروع وفي الأخير قطاع الخدمات بـ **6 786** مشروع استثماري.
- **قيمة المشاريع:** قطاع الصناعة رغم احتلاله المرتبة الثالثة من حيث عدد المشاريع المنجزة إلا أنه احتل المرتبة الأولى من حيث قيمة هاته المشاريع بقيمة قدرت بـ **7 411 469** مليون دينار جزائري بفارق كبير جدا عن المرتبة الثانية والتي احتلها قطاع البناء بقيمة قدرت بـ **1 310 896** مليون دينار جزائري ثم في المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي، قطاع الخدمات بقيمة قدرت بـ **1 169 895** مليون دينار جزائري وقطاع النقل بقيمة قدرت بـ **1 095 948** مليون دينار جزائري رغم احتلاله (قطاع البناء) المرتبة الأولى من حيث عدد المشاريع الاستثمارية.
- **مناصب الشغل:** قطاع الصناعة رغم احتلاله المرتبة الثالثة من حيث عدد المشاريع المنجزة إلا أنه احتل المرتبة الأولى من حيث عدد مناصب الشغل المستحدثة وهذا بتوفيره **466 382** منصب شغل وبفارق كبير جدا عن المرتبة الثانية والتي احتلها قطاع البناء بـ **246 138** منصب شغل ثم في المرتبة الثالثة والرابعة على التوالي قطاع النقل بـ **162 976** منصب شغل وقطاع الخدمات بـ **116 476** منصب شغل.

- **القطاعات ذات النشاط الاستثماري المنخفض:** تتميز هذه القطاعات بأنها ذات درجة منخفضة من النشاط الاستثماري مقارنة بالقطاعات الأخرى من حيث عدد المشاريع وقيمتها بالإضافة إلى مناصب الشغل التي تخلقها، وتمثل هذه القطاعات في: السياحة، الاتصالات، الزراعة، الصحة والتجارة. وعليه نجد بأن هاته القطاعات قد حققت خلال فترة الدراسة ما يلي:

- **عدد المشاريع:** احتل قطاع الزراعة المرتبة الأولى بـ **1 316** مشروع استثماري ثم يأتي في المرتبة الثانية قطاع السياحة بـ **1 018** مشروع استثماري، والمرتبة الثالثة كانت من نصيب قطاع الصحة بـ **935** مشروع

استثماري وفي المرتبة الرابعة والخامسة على التوالي قطاع الاتصالات بـ 5 مشاريع استثمارية والتجارة بـ 2 مشروع استثماري فقط.

● **قيمة المشاريع:** يأتي في المرتبة الأولى قطاع السياحة بقيمة قدرت بـ 974 396 مليون دينار جزائري ليحتل المرتبة الثانية قطاع الاتصالات بقيمة 432 578 مليون دينار جزائري رغم امتلاكه لـ 5 مشاريع استثمارية فقط، ثم يأتي في المرتبة الثالثة قطاع الزراعة رغم احتلاله المرتبة الأولى من حيث عدد المشاريع بقيمة قدرت بـ 222 790 مليون دينار جزائري والمرتبة الرابعة كانت من نصيب قطاع الصحة بقيمة 171 948 مليون دينار جزائري وفي الأخير قطاع التجارة بقيمة 10 914 مليون دينار جزائري.

● **مناصب الشغل:** احتل قطاع السياحة المرتبة الأولى من حيث عدد مناصب الشغل المستحدثة وذلك بـ 62 069 منصب شغل ثم في المرتبة الثانية قطاع الزراعة بـ 53 445 منصب شغل والمرتبة الثالثة كانت من نصيب قطاع الصحة بـ 22 478 منصب شغل وفي المرتبة الثالثة والرابعة وبفارق ضئيل على التوالي قطاع الاتصالات بـ 4 348 منصب شغل وقطاع التجارة بـ 4 100 منصب شغل.

ومما تجب الإشارة إليه ما يلي:

- رغم أن عدد المشاريع الاستثمارية المندرجة ضمن قطاع الاتصالات واحتلاله المرتبة ما قبل الأخيرة وهذا بـ 5 مشاريع استثمارية فقط إلا أنه احتل المرتبة الأولى من حيث القيمة المتوسطة لكل مشروع بقيمة متوسطة قدرت بـ 86 515,6 مليون دينار جزائري، بينما المرتبة الثانية كانت من نصيب قطاع التجارة بقيمة متوسطة قدرت بـ 5 457 مليون دينار جزائري لكل مشروع.

- هناك بعض القطاعات لم تساهم بالشكل المطلوب في خلق عدد المناصب مقارنة بعدد المشاريع المستحدثة فيها ومن بين هاته القطاعات نجد قطاع النقل والذي احتل المرتبة الأولى من حيث عدد المشاريع والذي قدر بـ 31 097 مشروع استثماري إلا أن متوسط عدد مناصب الشغل كان في حدود 5 مناصب شغل لكل مشروع استثماري، في المقابل نجد احتلال قطاع التجارة المرتبة الأولى وهذا بـ 2050 منصب شغل لكل مشروع استثماري.

ثالثا: توزيع الاستثمار حسب جنسية المستثمر (2002-2016).

سنتطرق في هذا العنصر إلى توزيع الاستثمار في الجزائر خلال الفترة (2002-2016) حسب جنسية المستثمر، حيث ينقسم الاستثمار إلى نوعين وهما: استثمار محلي واستثمار أجنبي والجدول الموالي يبين هذه التقسيم بشيء من التفصيل.

الجدول رقم (03): توزيع الاستثمارات في الجزائر حسب جنسية المستثمر خلال الفترة (2002-2016).¹

النسبة %	مناصب الشغل	النسبة %	قيمة المشاريع	النسبة %	عدد المشاريع	قيمة الاستثمار نوع الاستثمار
90,00	1 018 887	83,00	10 584 134	99,00	62 982	الاستثمار المحلي
10,00	119 525	17,00	02 216 699	01,00	00 822	الاستثمار الأجنبي
100	1 138 412	100	12 800 834	100	63 804	المجموع

الوحدة: مليون دج

المصدر: الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 60، العدد 60، جامعة الشلف، 2020، ص 285.

من خلال الجدول أعلاه يظهر جليا بأن عدد المشاريع الاستثمار الأجنبي جد ضعيفة مقارنة بالاستثمار المحلي حيث تقدر عدد المشاريع المحلية بـ 62 982 مشروع بقيمة 10 584 134 مليون دينار جزائري مستحدثة بذلك 1 018 887 منصب شغل، بينما نجد بأن عدد المشاريع الاستثمارية الأجنبية لم تتجاوز 822 مشروع استثماري بقيمة تقدر بـ 2 216 699 مليون دينار جزائري مستحدثة بذلك 119 525 منصب شغل، وبذلك نجد بأن الاستثمار الأجنبي لم يرقى إلى الهدف المنشود ويبقى ضعيفا جدا مقارنة بالاستثمار المحلي، ومن بين الأسباب التي جعلت المستثمر الأجنبي يعزف عن الاستثمار في الجزائر:

- ارتفاع قيمة الضريبة مقارنة ببعض الدول الأخرى التي تكون قيمة ضرائبها منخفضة مقارنة بالجزائر.
- القوانين التي تحد من عملية تحويل الأرباح بالعملة الصعبة إلى البلد الأصل.
- ضعف البورصة الجزائرية وعدم مواكبتها للبورصات العالمية.
- عدم وجود سوق حرة لعمليات الصرف هذا ما أدى إلى سيطرة الدولة على سعر الصرف إداريا وعدم تركه لعوامل العرض والطلب.

¹ يوسف قاشي، حسبية عليوات، المرجع نفسه، ص 285.

وعليه وقصد تشجيع الاستثمار الأجنبي يجب على الدولة تدارك الأمور التي تحد من اقبال الاستثمار الأجنبي وذلك عن طريق:

- تقرير ضمانات قانونية للمستثمر الأجنبي قصد حمايته وحماية ممتلكاته من مختلف الأخطار التي قد تلحق به أو بممتلكاته مثل تأمين ممتلكاته بقوة القانون.
- تحسين المناخ الاستثماري وذلك عن طريق تخفيف عبء الضريبة والقوانين المجحفة.
- تسهيل عملية تحويل الأرباح بالعملة الصعبة.

المطلب الثالث: معوقات الاستثمار في الجزائر.

استهدفت الدولة منذ انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي العمل على خلق المناخ الملائم للاستثمار الخاص الوطني منه والأجنبي وذلك من خلال إصدار ترسانة من القوانين والتشريعات المشجعة للاستثمار وبعثت الهيئات والمؤسسات المؤطرة للاستثمار. كما دأبت الحكومات المتعاقبة على القضاء أو التقليل من العراقيل والمعوقات التي تعترض سبيل المستثمر، وإعطائه كل التسهيلات اللازمة والمطلوبة، وعلى الرغم من كل هذه الجهود والمسعى الحثيثة إلا أن هناك العديد من المشاكل والعقبات التي تعترض الاستثمار والتي أثرت من طرف المستثمرين المعنيين سواء كانوا مستثمرين محليين أو أجانب، وتتمثل أهم معوقات الاستثمار في:

أولاً: معوقات الاستثمار المحلي (الخاص).

1- البنوك تعرقل الاستثمار وتقيّد قروض الاستغلال¹:

حيث يجمع كافة المتعاملين الاقتصاديين على أن البنوك تمثل عاملاً كابحاً للاستثمار، وتظل متحفظة لمصاحبة المشاريع الاستثمارية لاسيما في مجال قروض الاستغلال، مما يعرض المشاريع الاستثمارية لهاجس الاختناق المالي والموت البطيء، وبين فائض السيولة النقدية غير المستغلة المودعة لدى البنوك وتقديراتها المرتبطة بتقدير مخاطر الإقراض، تبقى المؤسسات والمشاريع معلقة إلى حين توضيح الرؤية، وتتمثل مساوئ الأداء البنكي اتجاه المتعاملين الاقتصاديين فيما يلي:

- أن البنوك غالباً ما تبالغ في طلب الضمانات التي تفوق مرتين إلى ثلاث مرات المبلغ المقترض.

¹ منصورى الزين، مرجع سابق، ص 125-126.

- أن طول مدة الإجابة على طلب القرض تطول حيث تصل في بعض الحالات إلى سنة كاملة عوض المدة المتفق عليها وهي 35 يوما.
- أن البنوك لا تلعب دورها الاقتصادي في تمويل المشاريع، حيث أنها تحولت إلى مجرد شبائيك فقط.
- غياب العلاقة بينها وبين المتعاملين الاقتصاديين وخاصة المستثمرين فهي لا تتعامل سوى مع المستوردين.
- غياب إطار موحد بين الطرفين لتحسين العلاقة بين المتعاملين الاقتصاديين والبنوك.
- مشكلة قروض الاستثمار وإن منحها البنوك لا تتبعها قروض الاستغلال مما يجعل المتعاملين في حرج.

2- مشكل العقار الصناعي يعرقل نمو الاستثمار الخاص.¹

لعل أحد أهم المشاكل التي تردت في النقاشات والاجتماعات السياسية في الجزائر والتي تعيق الاستثمار وبالتالي تعيق التنمية هي مشكلة العقار الصناعي. والأمر في الحقيقة لا يتعلق بانعدام الأراضي بل بمسألة التوزيع والاستخدام. فكم من هكتار صالح للزراعة خصص للصناعة وغير ذلك وكم من مستثمر تعطل بسبب عدم حصوله على عقد الملكية مباشرة عملية الاستثمار وهل يمكن حل المشكلة عن أسس غير الملكية كالإيجار مثلا على أمد طويل لتسيير الأمور وتحقيق التنمية، لذلك يعتبر العقار الصناعي من أهم العقبات التي تعترض الاستثمار ذلك أن العقار الصناعي يعرف عراقيل كبيرة على الرغم من القوانين التي أصدرت لتسهيل الحصول عليه ولتهيئة المناطق الصناعية وتخصيص المساحات للمستثمرين.

فارتباط الاستثمار بالحصول على الأرض التي يتم عليها بناء المصنع أو القيام بأي نشاط يتطلب توفير تسهيلات كبيرة للحصول على العقار الصناعي، وهذا بتسهيل المعاملات الخاصة بامتلاكها، إيجارها أو التنازل عليها وعليه وجب تبسيطها والإسراع بها لربح الوقت، وأن تكون بأسعار تشجيعية وتسهيلات مبسطة لأن عملية الاستثمار عملية طويلة الأجل كما أن ملكية الأصول بوثائق رسمية يسمح للمستثمر باستعمالها كضمان للحصول على قروض لتمويل مشاريعه بتكاليف مقبولة، كما أن وجود قوانين تحمي الملكية من المصادرة والتأميم أو نزعها بدون تعويض مقبول تجعل صاحب رأس المال مطمئنا على ممتلكاته.

¹ منصورى الزين، مرجع، سابق، ص 127.

3- هيمنة النشاط التجاري المتعلق بالاستيراد.¹

ما يلاحظ على الاقتصاد الجزائري هو أن النشاط التجاري المتعلق بالاستيراد هو الغالب وهذا لما يحققه من مردودية مرتفعة مقارنة بالنشاط الاستثماري، كما أن التسهيلات والتلاعبات في هذا المجال شجع الخواص على مواصلة هذا النشاط بدل المغامرة في عملية الاستثمار، بالإضافة إلى هذا هناك العديد من العقبات الأخرى التي تعرقل الاستثمار المحلي (الخاص)، نذكر منها ما يلي:

- تعقيدات إدارة الضرائب.
- ضعف وبطء آلية تسوية المنازعات.
- عدم توافر خدمات الدعم أو ضعفها (مراكز تدريب، المراكز التي تصدر شهادات الجودة وشهادات المنشأ).
- ارتفاع تكلفة العمل بسبب انخفاض إنتاجيته وارتفاع تكلفة التأمينات الاجتماعية.
- صعوبة التصدير بسبب سعر الصرف المبالغ فيه والإجراءات المعقدة لأنظمة الرسوم الجمركية.
- عدم وجود قاعدة بيانات تفصيلية عن الأسواق الخارجية وحجم العرض على مستوى السوق الداخلية.
- صعوبة الحصول على التمويل وارتفاع تكلفته.
- الافتقار إلى سياسات اقتصادية شفافة.
- الرشوة والفساد الإداري والبيروقراطية.

4- انعدام الأداء الفعال لدراسة الجدوى الفنية للمشروع الاستثماري الخاص.²

يقصد بالدراسة الفنية للمشروع الاستثماري أساسا دراسة كل ما هو مرتبط بإنشاء المشروع وتشيد أقسامه واختيار آلاته ومختلف تجهيزاته وتحديد كل احتياجاته من مستلزمات الإنتاج وتقدير تكاليفه الاستثمارية وتكاليف التشغيل، كما تقوم هذه الدراسة بتحديد أمرا في غاية الأهمية وهو نوع التكنولوجيا والتقنيات التي سيستخدمها المشروع في إنتاج منتجاته من سلع أو خدمات، ومن المعروف أن هناك اختلاف في التكنولوجيا وتعقيدها من مشروع صناعي لآخر خدماتي، وحتى بين مشروع وآخر لإنتاج نفس المنتج، كما نجد اختلافا بين أنواع التكنولوجيا في العمليات الإنتاجية والفن الإنتاجي حتى وإن كانت في نفس المستوى من التطور.

¹ منصورى الزين، المرجع نفسه، ص 127-128.

² منصورى الزين، المرجع نفسه، ص 128-129.

إن كل هذا يتطلب دراسات مختلفة واختصاصات متنوعة ودقيقة يقوم بها فريق متخصص من خبراء في عدة مجالات، كالمهندسين والتقنيين الذين يعملون بالتنسيق مع فرق أخرى في اختصاصات اقتصادية مختلفة، من تسويق ومالية وغير ذلك، كل هذا بصورة متكاملة طوال فترة إعداد المشروع. وتتمثل الجوانب المختلفة لهذه الدراسة فيما يلي:

- تحديد حجم الإنتاج والطاقة الإنتاجية الملائمة.

- تحديد تقنية الإنتاج المختارة للمشروع الاستثماري.

- تحديد التكنولوجيا المختارة.

- تحديد موقع المشروع.

- التخطيط الداخلي للمشروع.

- تحديد مختلف الاحتياجات.

- تقدير تكاليف تأسيس وتنفيذ المشروع.

إن تساهل الجهات المشرفة على المشروعات الاستثمارية في تحديد شروط ونطاق الدراسة ومتابعتها ومن ثم الاتكال على الخبرات الأجنبية للقيام بهذه المهمة مع غياب أو ضعف فريق عمل محلي كفء ومتخصص للإشراف على الدراسة ومتابعتها، أدى إلى انفراد المستشارين الأجانب بتحديد محتويات دراسات الجدوى وتحكمهم في نتائجها بما يتماشى ومصالحهم الخاصة.

ثانياً: معوقات الاستثمار الأجنبي.

رغم الجهود التي بذلتها الجزائر لتوفير الشروط المحفزة والمسهلة لانسياب الاستثمارات الأجنبية المباشرة يبقى هدف إدخال هذا العنصر في الاقتصاد الوطني غير محققاً بصورة مرضية وذلك لوجود جملة من العراقيل التي حالت دون تحقق جذب الاستثمار بالشكل الفعال ومن بين هذه العراقيل نذكر ما يلي:

1- مشكل العقار: لقد طرح مشكل العقار في الجزائر بحدة، إذ نجد أن مشكل العقار يعتبر من أهم العقبات التي

تواجه المستثمرين وذلك بالرغم من مختلف القوانين الاستثمارية المتعاقبة التي أصدرت لتسهيل الحصول عليه ولتهيئة المناطق الصناعية وتخصيص المساحات للمستثمرين وضمان كل من السلطة والنصوص القانونية إمكانية الحصول على العقار، لدرجة أن الكثير من رجال الأعمال اعتبروه المشكل الأول، فيكون المشكل سواء في غياب أرض في

المنطقة المقصودة بالاستثمار أو جهل من المالك الأصلي للأرض، فيصعب على الهيئات العمومية المكلفة بالملفات العقارية منح عقد الملكية أو يمنح العقد الذي سرعان ما يقع موضع تنديد من قبل الطرف الذي يدعي أنه المالك الأصلي.¹

2- **محدودية السوق المحلي:** رغم كبر حجم الجزائر والموقع الجغرافي الذي تتميز به إلا أن السوق المحلية تعتبر ذات حجم صغير مقارنة بأسواق أخرى، أي أن نطاق الطاقة الاستيعابية للسوق ضيقة وعليه تعتبر السوق الجزائرية أقل جاذبية للمستثمرين الأجانب وهذا بالمقارنة مع أسواق آسيا وأمريكا اللاتينية، ولقد نتج هذا الأمر عن انخفاض مستوى الدخل الفردي، حيث أنه بالرغم من كون السوق الجزائرية تمتلك عدد لا بأس به من المستهلكين إلا أن هذا لا يعبر عن قوة السوق المحلية، فالمعيار الأول الذي يقاس به قوة السوق المحلية هو القدرة الشرائية المتوسطة للمواطنين، حيث نجد أن هذه الأخيرة تعتبر ضعيفة، ومن هذا المنطلق سوف تظهر متاعب المستثمر في تسويق منتجات مشروعه وبالتالي انخفاض العائد الاستثماري، وإذا انخفض العائد فإن مؤشر الرغبة لدى المستثمر سوف يضعف ولن تكون له أي نية في توسيع وتطوير مشروعه الاستثماري أو حتى الدخول في مشاريع أخرى.²

3- **مشكلة التمويل وعجز القطاع المصرفي:** منذ المرحلة الانتقالية تواجه عملية الاستفادة من التمويل عراقل مرتبطة أساسا بتشكيلة النظام المالي والبنكي للجزائر والذي يخضع لسيطرة عالية للدولة وعدم تحرر البنوك والمؤسسات المالية من نفوذ وأثر الدولة، بالإضافة إلى هذا هناك قيود تعيق تأهيل القطاع البنكي والتي تتمثل في:³

- محدودية القوانين المصرفية سواء من الناحية التقنية أو من الناحية القانونية.
- نقص الكفاءة المهنية لدى الموظفين البنكيين خاصة ما تعلق بالطرق الحديثة لتسيير القروض وتقييم المخاطر.
- تأخر كبير في الأساليب والتقنيات الحديثة في مجال الإدارة والتعامل مع المعلوماتية.
- رداءة السوق المالي بسبب ضعف أداء بورصة الجزائر.

¹ محمد خليل بوحلايس، معوقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص إحصاء واقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2009/2008، ص134.

² محمد خليل بوحلايس، المرجع نفسه، ص136.

³ فاطمة بن عبد العزيز، فعالية الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على اقتصاديات الدول النامية (حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص509.

4- مشكلة عدم استقرار القوانين: إن مشكلة الإطار القانوني للأعمال والاستثمارات لا يكمن في نوعية النصوص

القانونية والتنظيمية بقدر ما يكمن في سوء تطبيق وتفسير النصوص من طرف الإدارة كالتغيير المستمر للنصوص التنظيمية هذا ما يجعلها صعبة الاتباع من الإدارة والمؤسسة والمستثمرين على حد سواء.¹

5- مشكل الحاكمية وبتوء تطبيق الإصلاحات الاقتصادية: حيث تتجلى ولحد اليوم سيطرة القطاع العام والاقتصاد

المركز والمخطط، أين نجد القطاع العام مازال يقوم بدور هام في الاقتصاد وبشكل ملحوظ، والدليل على هذا أن القسط الأوفر من السوق مازال مسيطر عليه من طرف البنوك العمومية وكذلك الهياكل القاعدية، كما أن بعض الصناعات مازالت مسيطر عليها من طرف القطاع العام على الرغم من ضعفها، وهو ما يشكل عائق أمام الاستثمار المحلي والأجنبي.²

6- المعوقات الإجرائية: إضافة للعوائق ذات الطبيعة القانونية المستخرجة من النصوص القانونية المتعلقة بالاستثمار،

هناك عوائق أخرى لا تقل أهمية وتظهر على مستوى الإدارة القائمة بتطبيق النصوص القانونية وكيفيات قيامها بذلك، ومدى كفاءتها وقدرتها على إرضاء المستثمر الأجنبي، ويمكن تبيانها من خلال عنصرين أساسيين هما³:

- بيروقراطية الإدارة وسوء تطبيق القوانين.
- الفساد الإداري وانعدام الشفافية.

فالمستثمر الأجنبي لا يعتمد فقط على البيانات والقوانين التي تصدر من تلك الدولة وإنما على الدراسات والمنشورات السنوية التي تعدها مراكز الأبحاث والمعلومات المتخصصة في العالم، والتي تعمل على ترتيب وضع الدول في العالم سنويا على ضوء المتغيرات والأحداث السياسية، الاقتصادية والاجتماعية في أغلب الأحيان تكون متحيزة لخدمة مصالح الدول الكبرى.⁴

¹ فوزية ساحي، تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر (واقع وآفاق)، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد 02، العدد 04، 2014، ص06.

² منصور الزين، مرجع سابق، ص149.

³ خيالي خيرة، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في دعم النمو الاقتصادي بالدول النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر دراسة تحليلية للفترة (2000/2012)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2016/2015، ص116.

⁴ بودرامه مصطفى، الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر بين الواقع والمشكلات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 09، 2009، ص196-197.

المطلب الرابع: تشجيع الاستثمار في الجزائر.

أولا: إمكانيات الجزائر الاستثمارية.

تتمتع الجزائر بفرص وإمكانيات استثمارية هامة تجعلها من بين البلدان الواعدة بالاستثمار إذا ما تم استغلال هذه الفرص استغلالا جيدا، ومن بين هذه المؤلات نجد ما يلي:¹

- **تطور القوانين المتعلقة بالاستثمار:** وهذا من أجل تحسين مناخ الاستثمار وخصوصا ما تعلق بالاستثمار الأجنبي حيث تم إصدار آخر قانون متعلق بالاستثمار 09/16 سنة 2016 والمتعلق بتطوير الاستثمار، وهذا ما يبين نية الدولة الحسنة في محاولة منها تحسين وتشجيع مناخ الاستثمار في الجزائر.
- **توفر مصادر الطاقة:** وذلك بمختلف أنواعها وعلى امتداد الجزائر كاملة من بترول وغاز طبيعي خصوصا في منقطة الصحراء الكبرى، كما لا ننسى مصادر الطاقة البديلة والمتمثلة في الطاقة الشمسية حيث تعتبر صحراء الجزائر من بين أهم حقول الطاقة الشمسية إنتاجا للطاقة الكهربائية في العالم هذا بعد استغلالها طبعاً، كما لا ننسى طاقة الرياح التي لو استثمر فيها لكانت مصدرا آخر للطاقة البديلة.
- **الموقع الجغرافي الاستراتيجي:** وذلك من خلال توسطها لقارة إفريقيا شمالا وإطلالتها البحرية والمقدرة بأكثر من 1200 كم على البحر الأبيض المتوسط وبهذا تصبح همزة وصل بين إفريقيا وباقي العالم خصوصا أوروبا.
- **العلاقات الدولية:** وجود علاقات دولية ثنائية كانت أو متعددة وعلى جميع الأصعدة، هذا ما يسهل من حرية التنقل وبالتالي حرية التجارة مما يعني نقل الخبرات والتكنولوجيا سيكون سهلا، وعليه سهولة الاستثمار لوجود تحفيزات.
- **تركيبة المجتمع الجزائري:** حيث يمثل الشباب النسبة الأكبر من إجمالي عدد السكان بما يقارب 70 بالمئة، هذا ما يشجع على الاستثمار وذلك من خلال استغلال اليد العاملة الشابة والقابلة للتأهيل في مختلف المشاريع الاستثمارية.

¹ مهري عبد المالك، بورحلة منجية، ساجي الخامسة، واقع وآفاق التجربة الجزائرية في إصلاح المناخ الاستثماري وانعكاساته على الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 09، العدد 01، 2020، ص150-151.

ثانيا: محفزات الاستثمار في الجزائر.

الحوافز هي مجموع السياسات التي تمكن المشروع (الاستثمار) من تحقيق أكبر معدل للأرباح وتحقيق أعلى معدلات الإنتاج والنمو¹، أو هي مجموعة من الإجراءات والترتيبات ذات القيم الاقتصادية القابلة للتقويم بحيث تمنحها الدولة للمستثمرين سواء المحليين أو الأجانب، لتحقيق أهداف محددة كإغراء الأفراد أو الشركات للقيام بعملية الاستثمار أو توجيه الاستثمار نحو قطاعات غير مستثمر فيها... إلخ.²

1- الامتيازات المتعلقة بالنظام العام: يقوم هذا النظام على منح الامتيازات على أساس السياسة الوطنية للاستثمار وهيئة الإقليم، وتقتصر المزايا الممنوحة للمستثمرين في هذا النظام على المراحل الأولى لإنجاز المشروع وبداية تشغيله³، وتنقسم هذه الامتيازات إلى:⁴

أ- **مرحلة الإنجاز:** في هذه المرحلة يستفيد المستثمرون من امتيازات طيلة ثلاث سنوات والتي يمكن تمديدتها بقرار من الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار وتمثل هذه الامتيازات في:

- الإعفاء من ضريبة نقل الملكية بالنسبة لجميع المشتريات العقارية المنجزة في إطار الاستثمار.
- تطبيق رسم ثابت في مجال التسجيل بنسبة منخفضة تقدر بـ 05 في المائة تخص العقود التأسيسية والزيادات في رأس المال.
- إعفاء الملكيات العقارية التي تدخل في إطار الاستثمار من الرسم العقاري.
- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة على السلع والخدمات التي توظف مباشرة في إنجاز الاستثمار، سواء كانت مستوردة أو محلية وعندما تكون هذه السلع والخدمات موجهة لإنجاز عمليات تخضع للرسم على القيمة المضافة.
- تطبيق نسبة منخفضة تقدر بـ 03 في المائة في مجال الرسوم الجمركية على السلع المستوردة التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار.

¹ يوسف رشيد، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على الاقتصاد الوطني (حالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، 2005، ص 162.
² طالي محمد، أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 06، جامعة البلدة، 2009، ص 316.

³ محمد سارة، الاستثمار الأجنبي في الجزائر (دراسة حالة أوراسكوم)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص 63.

⁴ خيالي خيرة، مرجع سابق، ص 91-92.

ب- مرحلة الشروع في الاستغلال: حسب ما نصت عليه المادتين 18 و 19 من نفس المرسوم يستفيد المستثمر من امتيازات كذلك في هذه المرحلة هي:

- الإعفاء طيلة فترة أدناها سنتان وأقصاها خمس سنوات من الضريبة على أرباح الشركات، الدفع الجزائي والرسم على النشاط الصناعي والتجاري.
- تطبيق نسبة منخفضة على الأرباح التي يعاد استثمارها بعد انقضاء فترة الإعفاء المحددة (الفترة المحددة أدناها سنتان وأقصاها خمس سنوات).
- الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات، الدفع الجزائي والرسم على النشاط الصناعي والتجاري في حالة التصدير حسب رقم أعمال الصادرات بعد فترة النشاط.
- الاستفادة من نسبة اشتراكات أرباح العمل المقدرة بـ 07 في المائة من رسم الأجور المدفوعة لجميع العمال طيلة فترة الإعفاء مع تحمل الدولة لفارق الاشتراكات المذكورة، وذلك تعويضا للنسبة المئوية التي حددها القانون والتنظيم في مجال النظام الاجتماعي.
- استفادة المشتريات المحلية المودعة لدى الجمارك والخدمات المرتبطة بها والموجهة لتمويل المنتجات المعدة للتصدير من الإعفاء من الحقوق والرسوم.

2- الامتيازات المتعلقة بالنظام الخاص: لقد أولى القانون الجزائري أهمية بالغة لهذا الموضوع من خلال المرسوم التشريعي 12/93 الصادر في 05 أكتوبر 1993 وذلك في إطار تدعيم اقتصاد السوق، والمتمثلة في المناطق الخاصة والمناطق الحرة¹.

أ- الامتيازات المتعلقة بالاستثمارات المنجزة في المناطق الخاصة: يخص هذا النظام الاستثمارات التي تتم ضمن المناطق ذات الأولوية والمحددة في الإستراتيجية الوطنية لتطوير الاستثمار كالأنشطة غير الملوثة أو الأنشطة ذات القيمة المضافة العالية في الميدان التكنولوجي²، حيث يستفيد المشروع من امتيازات خلال مرحلتين³:

¹ محمد سارة، المرجع سابق، ص 23.

² صالح مفتاح، دلال بن سمينة، واقع وتحديات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية (دراسة حالة الجزائر)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 43 و 44، 2008، ص 117.

³ محمد سارة، مرجع سابق، ص 23.

● **مرحلة الإنجاز:** في هذه المرحلة يستفيد المستثمر تقريبا من نفس الامتيازات التي يستفيد منها في مرحلة الإنجاز في إطار النظام العام، بالإضافة إلى ذلك يستفيد المستثمر حسب نص المادة 21 من القانون 12/93 المذكور سلفا من تكفل الدولة جزئيا أو كليا بالنفقات المترتبة عن أشغال الهياكل القاعدية اللازمة لإنجاز الاستثمار بعد أن تقومها الوكالة.

● **مرحلة الشروع في الاستغلال:** في هذه المرحلة يستفيد المستثمر من:

- الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات، الدفع الجزائي والرسم على النشاط الصناعي والتجاري طيلة فترة أداها خمس سنوات وأقصاها عشر سنوات في النظام الفعلي.
- إعفاء الملكيات العقارية التي تدخل في إطار الاستثمار من الرسم العقاري ابتداء من تاريخ الحصول عليها طيلة مدة أداها خمس سنوات وأقصاها عشر سنوات.
- تخفيض يقدر بـ 50 في المائة من النسبة المخفضة للأرباح التي يعاد استثمارها في منطقة خاصة بعد فترة النشاط المنصوص عليها أداها خمس سنوات وأقصاها عشر سنوات من النظام الفعلي.
- في حالة التصدير يكون الإعفاء على كل من: الضريبة على أرباح الشركات، الدفع الجزائي والرسم على النشاط الصناعي والتجاري حسب رقم أعمال الصادرات بعد فترة النشاط.
- تكفل الدولة جزئيا أو كليا بمساهمات أرباب العمل في النظام القانوني للضمان الاجتماعي برسم الأجور المدفوعة لجميع العمال طيلة خمس سنوات قابلة للتמיד بناء على قرار الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.
- دفع إتاوة إيجابية طوال المدة المتبقية لسريانها.

ب- مرحلة انطلاق الاستغلال:

- الإعفاء ولمدة 10 سنوات من النشاط الفعلي من الضريبة على أرباح الشركات، الدخل الإجمالي للأرباح الموزعة، الدفع الجزائي والرسم على النشاط المهني.
- الإعفاء ولمدة 10 سنوات ابتداء من تاريخ الاقتناء من الرسم العقاري على الملكيات العقارية التي تدخل في إطار الاستثمار.

ت- الامتيازات المتعلقة بالاستثمارات المنجزة في المناطق الحرة: ويشمل الاستثمارات المنجزة في المناطق الحرة المزمع إنشاؤها وتكون هذه الاستثمارات موجهة أساسا إلى التصدير، حيث تعد العمليات التجارية بين المنطقة الحرة والمؤسسات الموجودة في التراب الوطني من عمليات التجارة الخارجية وهذا نصت عليه المادة

26 من نفس القانون، وتعفى تلك الاستثمارات من جميع الضرائب والرسوم والاقتطاعات ذات الطابع

الجبائي والشبه جبائي والجمركي¹، باستثناء بعض الأنشطة وهي:²

- مساهمات الاشتراكات في النظام القانوني للضمان الاجتماعي حسب المادة 28 من نفس المرسوم.
- الحقوق والرسوم المتعلقة بالسيارات السياحية غير المرتبطة بالاستغلال مباشرة.
- تعفى عائدات رأس المال الموزعة الناتجة عن نشاطات اقتصادية تمارس في المناطق الحرة من الضرائب.
- يخضع العمال الأجانب لنظام الضريبة على الدخل الإجمالي بنسبة 20 في المائة من مبلغ أجورهم.

ثالثا: الضمانات المقدمة لتشجيع الاستثمار.

هناك عدة ضمانات أكدها وأقرها القانون الجزائري المتعلق بالاستثمار خصوصا القانون 09/16 المتعلق بتطوير الاستثمار، وهذا قصد منح الطمأنينة والراحة للمستثمر الذي يؤيد استثمار أمواله في مختلف القطاعات، ومن بين هذه الضمانات نذكر:³

- تنجز الاستثمارات في حرية تامة مع مراعاة القوانين والتنظيمات المتعلقة بالنشاطات المقننة وحماية البيئة، كما أنه لم يجعل الاستثمار محصورا في بعض القطاعات دون الأخرى بشرط أن الاستثمارات التي تستفيد من مزايا هذا الأمر تخضع قبل إنجازها إلى تصريح بالاستثمار لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار.⁴
- انضمام الجزائر لبعض المعاهدات الدولية المتعلقة بهيئات الدعم، ضمان الاستثمارات والتحكيم الدولي.
- يعامل الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الأجانب بمثل ما يعامل به الأشخاص الطبيعيين والمعنويين الجزائريين في مجال الحقوق والواجبات ذات الصلة بالنشاط الاستثماري المنجز داخل القطر الجزائري، مع مراعاة أحكام الاتفاقيات التي أبرمتها الدولة الجزائرية مع دولهم الأصلية.
- الإقرار باستمرارية المزايا المستفاد منها مهما كانت المراجعات أو والإلغاءات التي قد تحدث مستقبلا، إلا إذا طلب المستثمر المعني ذلك صراحة .

¹ زين منصوري، مرجع سابق، ص 132.

² خيالي خيرة، مرجع سابق، ص 94.

³ عبد القادر هاملي، سفيان بولعراس، الاستثمار في الجزائر في ظل المحفزات القانونية ومعوقات الواقع، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 02، العدد 02، 2016، ص 34-35.

⁴ وصاف سعدي، محمد قويدري، واقع مناخ الاستثمار في الجزائر (بين الحوافر والعوائق)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 08، العدد 08، الجزائر، 2008، ص 41.

- الإقرار بمبدأ منع المصادرة الإدارية للاستثمارات المنجزة، وإذا وقعت مصادرة وفقا للتشريع المعمول به يترتب عليها تعويضا عادلا ومنصفا.
- ضمان حق اللجوء للمحاكم المحلية في حالة وقوع نزاع بين المستثمر الأجنبي والدولة الجزائرية إما بفعل المستثمر وإما نتيجة إجراء اتخذته الدولة ضده.
- ضمان حق اللجوء للتحكيم الدولي في حالة نزاع بين الجزائر والمستثمر الأجنبي وذلك في حالة وجود اتفاقيات ثنائية أو متعددة الأطراف أبرمتها الدولة الجزائرية تتعلق بالمصالحة والتحكيم، أو في حالة وجود اتفاق خاص ينص على بند تسوية أو بند يسمح للطرفين بالتوصل إلى اتفاق بناء على تحكيم خاص.
- ضمان التحويل الحر لرأس المال وعائداته للمستثمر الأجنبي، حيث أنه تستفيد الاستثمارات المنجزة انطلاقا من المساهمة في رأس المال بواسطة عملة صعبة حرة التحويل يسعها بنك الجزائر بانتظام، ويتحقق من استيرادها قانونا من ضمان تحويل رأس المال للمستثمر والعائدات الناتجة عنه.¹
- حرية تنازل المستثمر عن مشروع له لشخص آخر، وعليه يقتضي التزام مالك الاستثمار الجديد الذي تنقل إليه الملكية بتنفيذ كل الالتزامات التي استفاد بمقتضاها من المزايا، أما في حالة إخلاله بهذا الالتزام فإن للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار الحق في إلغاء تلك الالتزامات.²
- بالإضافة للجوء القضائي يجوز حق الطعن للمستثمرين (المحليين والأجانب) لدى لجنة خاصة وذلك في حالة أنهم رأوا أنهم قد غبنوا بشأن الاستفادة من المزايا الجبائية والجمركية وشبه الجبائية والمالية، من إدارة أو هيئة مكلفة بتنفيذ هذا الأمر وكذا للأشخاص الذين يكونون موضوع إجراء سحب.
- التوقيع على اتفاقيات ثنائية بين الجزائر والدول الأخرى لترقية وتشجيع وضمان الاستثمارات وتجنب الازدواج الضريبي وتفادي التهرب الجبائي.

¹ خيالي خيرة، مرجع سابق، ص 95.

² وصاف سعيدي، محمد قويدري، مرجع سابق، ص 42.

تناول هذا الفصل العديد من النقاط الخاصة بالاستثمار بدءا بمهية الاستثمار، الاستثمار في المحفظة المالية، كما لا ننسى كذلك الظروف المحيطة بالاستثمار متمثلة في المناخ الاستثماري وفي الأخير تكلمنا عن واقع الاستثمار في الجزائر، وقد خُص الفصل الأول إلى ما يلي:

1- الاستثمار هو كل نشاط اقتصادي مرخص به قانونا (مشروع) يحدث زيادة في الطاقة الانتاجية من السلع الاستهلاكية و/أو الرأسمالية والخدمات مع اشتغال الطاقة الانتاجية وفق هذا التعريف على الجانب المادي الملموس المتمثل في التجهيزات الصناعية والبنية الأساسية من طرق ومطارات وموانئ... الخ، والجانب غير الملموس المتمثل في التعليم والتكوين (الاستثمار البشري) والبحث والتطوير.

2- الاستثمار المالي ينشأ جراء إصدار الأوراق المالية (الأسهم والسندات أساسا) لأول مرة وبيعها في السوق الأولي، أما عمليات التداول التي تجرى على هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي (البورصة) لا تعتبر استثمارا ماليا لأنها لا تحدث إضافة جديدة إلى القيمة الاسمية لهذه الأوراق، لهذا لا نعتبر استثمارا حقيقيا إلا العمليات التي تحدث زيادة في الأصول الثابتة للمجتمع، ولا نعتبر استثمارا ماليا إلا عمليات الإصدار للأوراق المالية في السوق الأولي.

3- تعرف المحفظة المالية على أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدتها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية وهي على أنواع أشهرها: محفظة النمو ومحفظة الدخل، ومن أجل تشكيل محفظة مالية لابد من اعتماد إحدى السياسات التالي: السياسة الهجومية، الدفاعية المتحفظة، المتوازنة.

4- يعد مناخ الاستثمار من المفاهيم المركبة لأنه يتعلق بجوانب متعددة لذلك فهو كل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرارات الاستثمارية بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية الأخرى، وهي السياسة المالية، النقدية والتجارية، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد قومي.

5- نجد أن الجزائر كغيرها من مختلف الدول سعت جاهدة من أجل تطوير وإنعاش الاستثمار بمختلف أنواعه، ويتجلى هذا من خلال استحداثها لعدة هيئات وأجهزة قصد الإشراف ومتابعة مختلف عمليات الاستثمار، على غرار المجلس الوطني للاستثمار، الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، والوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب، كل هذا من أجل تشجيع وتنمية الاستثمار بمختلف أنواعه، كما لا ننسى مختلف البرامج المعتمدة من طرف مختلف الحكومات المتعاقبة والتي تم التطرق لها في هذا الفصل.

الفصل الثاني في
حماة الله سرا حماة حماة :

البيوت الخاصة
حماة حماة

انتهجت الجزائر بعد الاستقلال وعلى غرار العديد من الدول النامية نظام التسيير الاشتراكي كمنهج اقتصادي واجتماعي والمعتمد أساسا على التخطيط المركزي في التنمية الاقتصادية، حيث تميزت هذه الفترة بسيطرة القطاع العام على كل النشاطات الاقتصادية وبالمقابل تهميش القطاع الخاص، إلا أن الدولة الجزائرية تداركت هذا الوضع من خلال إنشائها لبورصة الأوراق المالية وهذا بعد صدور المرسوم القانوني رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق المالي الجزائري، الذي أسس لنظام القيم المنقولة المتداولة الصادرة من الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة وشركات المساهمة الخاصة في الجزائر، ليتم إصدار قانون الخوصصة في 26 أوت 1995 بموجب القانون رقم 22/95 المعدل في مارس 1997 الذي سمح للوسطاء بأن يكونوا أطرافا في الصفقات مع مطالبتهم بتوفير الضمانات الكافية لذلك.

وبرزت أهمية بورصة الأوراق المالية باعتبارها مؤشر يدل على أداء الاستثمارات والمشاريع القائمة المدرجة بها من خلال حركة أسعار أوراقها المالية، لتصبح بذلك بورصة الأوراق المالية مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للدول، وقد اتسع دورها في تمويل قطاع الأعمال وتعززت مساهمتها في دعم عجلة النمو الاقتصادي، وأصبح وجودها ضرورة لا يمكن الاستغناء عنها داخل اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء خاصة في ظل سعي هذه الأخيرة للقضاء على مظاهر التخلف والارتقاء لمصاف الدول المتقدمة، ومن أجل الإلمام بالجوانب المتعلقة بالبورصة تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث وهي:

- المبحث الأول: أساسيات حول البورصة.
- المبحث الثاني: سير وتنظيم عمل البورصة.
- المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات التحليل في البورصة.
- المبحث الرابع: بورصة الجزائر.

المبحث الأول: أساسيات حول البورصة.

أصبحت البورصات في زمن التعاملات السريعة والمعقدة تختص في عمليات تداول الأوراق المالية بين عامة الجمهور، حيث يهدف هذا التداول إلى خلق رؤوس أموال جديدة مما يوجب على الدولة أن توليها اهتماما خاصا نظرا لكونها ترتبط بمعظم أوجه النشاط الاقتصادي، وللتعرف أكثر على أهم الأساسيات المتعلقة بالبورصة سنتبع الخطة التالية:

- المطلب الأول: نشأة البورصة وتعريفها.
- المطلب الثاني: أهمية البورصة، وظائفها وأنوعها.
- المطلب الثالث: موقع البورصة في سوق الأوراق المالية وشروط قيامها.
- المطلب الرابع: إجراءات وقواعد التعامل في البورصات.

المطلب الأول: نشأة البورصة وتعريفها.

كانت البورصات تفتقد في بدايتها إلى التنظيم، حيث تمثلت في شكل لقاءات غير رسمية بين تجار لا يعرفون بعضهم البعض، في أسواق موجودة في كل دول العالم وعلى مر العصور القديمة، وكان للأسواق التي تتم فيها أساسا نشاطات التجار شأن عظيم في الكثير من المدن الهامة حيث يتم فيها عمليات البيع والشراء، وتعتبر هي الأصل في حركة التعامل ومصدر حصول الأفراد على احتياجاتهم من السلع والمنتجات.¹

أولا: نشأة البورصة.

إذا اعتبرنا أن البورصة هو مكان التقاء العرض والطلب، فإن تاريخ نشأتها يرجع إلى القرن الخامس قبل الميلاد أثناء حكم الرومان، إلا أن مصطلح البورصة الحالي لم يظهر إلا خلال القرن الخامس عشر في بلجيكا والتي كانت تمثل مركز التجارة في أوروبا وذلك نظرا لأهمية موقعها. وقد اتخذ التجار آنذاك فندق عائلة أحد التجار الأغنياء المعروف بـ فان دير بورص **Van Der Buerse** كمركز تجاري تتم فيه كافة العمليات التجارية، ومن هذا الاسم تم اشتقاق كلمة البورصة.

¹ فتحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر (وقع وآفاق)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002/2003، ص 25.

وهناك من يرى أن بعض التجار الفلورانتين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى Van der Bours بمدينة بروج وBurges، وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. وهناك من يقول بأن هذه العائلة تمتلك فندقا خاصا اشتهر باسمها حيث كان يجتمع فيه التجار. وهناك من يقول بأن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة وكان يضع كيسا في المنزل، وأن كلمة بورصة Bourse الفرنسية تعني بالعربية كيس ويبدو أنه هو المعنى الدقيق.¹

اختلف المؤرخون في أصل هذه الكلمة (بورصة)، لكن على حسب الأبحاث فإنه في القرن 13 بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما إن وطئت الإيطاليون أقدامهم في هذه البلاد حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في أشهر المدن التجارية العالمية Burges البلجيكية، ولكن يظل السؤال المطروح إن كان أصل كل بورصة اشتق من اسم عائلة Van der Bourse، فإن ثمة اختلاف بين الاسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار Bourse وبين لقب هذه العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة وهو bourse ولكن في الحقيقة لا خلاف ولا اختلاف لأنه من الثابت أن العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تمتلئ عند باب الفندق الذي كانت تمتلكه قبل أن تصبح مقرا دائما لقنصلية البندقية وكلمة Bourse باللغة الألمانية، تعني كيس النقود وبالفرنسية Bourse وبالإنجليزية Purse وباللاتينية Bursa وبالإيطالية Borsa.²

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، هذا ما أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وكان التعامل في بادئ الأمر يتم في الدول الكبرى مثل فرنسا وإنجلترا وكذلك أمريكا على قارة الطريق، وظهرت في فرنسا أول بورصة للأوراق المالية عام 1724³، وفي إنجلترا ظهرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه Royal Echange، أما في أمريكا فكان ذلك عام 1821.⁴ وهناك من قسم مراحل تطور البورصة إلى خمس مراحل قبل وصولها إلى الشكل الموجود به حاليا وهي كالتالي:⁵

1- المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى

المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية، زراعية وعقارية ... إلخ. هذا ما أدى إلى

¹ بوضياف عيبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007، ص 41.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، مصر، 1996، ص 31.

³ علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الطبعة الأولى، طرابلس، 2002، ص 81.

⁴ بوضياف عيبير، مرجع سابق، ص 42.

⁵ وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص 18.

اتساع المعاملات التجارية مما أدى بالضرورة إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس الأموال الكبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك من أجل الاقتراض وما قد يترتب عليه من عواقب.

2- المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم القروض وفق قواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

3- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في منح القروض متوسطة وطويلة الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية... إلخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لتسديد احتياجاتها من الأموال، ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع الأخرى يقوم البنك المركزي في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة.

4- المرحلة الرابعة: تميزت هذه المرحلة بظهور الأسواق النقدية هذا ما صاحبه ازدياد حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، هذا ما يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

5- المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات الدولية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

ثانياً: تعريف البورصة.

- **التعريف 1:** تعرف البورصة بأنها سوق يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.¹

- **التعريف 2:** هي السوق الذي يتعامل فيها بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي معين (البورصة) أما الثانية الغير

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 17.

المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم البعض بمختلف وسائل الاتصال.¹

- **التعريف 3:** تعرف البورصة في الفقه الفرنسي حيث عرفها بوشير Buchere بأنها اجتماع بين السماسرة من أجل تداول الصكوك، وفي الفقه الأنجلو أمريكي عرفت بأنها سوق مالي يحتوي على عناصر ثابتة وهي الوسطاء والخبراء في مجال الأوراق المال والمستثمرون وكذا المعدات اللازمة لحركة السوق كأجهزة الاتصال بمختلف أنواعها والصكوك محل التداول.²

- **التعريف 4:** البورصة هي السوق المالي الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم، وهي أحد مصادر تمويل الاقتصاد. فهي تسمح للمؤسسات الخاصة والعمومية بالحصول على موارد مالية لتمويل استثماراتها عن طريق طرح جزء من رأسمالها للتداول العام.³

- **التعريف 5:** البورصة هي مكان التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال على المدى الطويل، وتقسم البورصة إلى سوقين هما السوق الأولي والسوق الثانوي.⁴

- **التعريف 6:** البورصة هي مكان تعقد فيه اجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ عروض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية، البضائع، المنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعوداً أو هبوطاً.⁵

- **التعريف 7:** البورصة هي المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم، سندات أو مشتقات مالية) وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (استثمارات مالية) أو العكس. وبمعنى آخر أن البورصة هي حلقة الوصل بين المدخرين والمقترضين أو الإطار الذي يجمع بين الباعين والمشتريين للأوراق المالية.⁶

¹ ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدوتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 05.

² أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية للنشر، القاهرة، مصر، 2007، ص 4-5.

³ عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني (دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في 40 cac)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2011، ص 09.

⁴ عماد الدين شرابي، المرجع نفسه، ص 09.

⁵ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 78-79.

⁶ فيصل محمود الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 45.

- **التعريف 8:** البورصة هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل أين يلتقي طالبي وعارضي الأموال، فمن أجل تغطية وسد الحاجة للتمويل تقوم الدولة ممثلة في الجماعات العمومية والمؤسسات بمختلف أنواعها بإصدار أوراق مالية طويلة الأجل للحصول على مقابل من قبل الأعوان الاقتصاديين الذين يتميزون بفائض مالي يوجد في السوق المالي.¹
 - **التعريف 9:** البورصة هي الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة.²
 - **التعريف 10:** البورصة هي مكان يلتقي فيه عرض بطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونيا.³
 - **التعريف 11:** البورصة هي سوق خاصة بعمليات في أماكن خاصة يباع ويشترى فيها عن طريق الوسطاء وهي مؤسسة تعني بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة.⁴
- وخلاصة القول فسوق الأوراق المالية أو سوق القيم المنقولة هي عبارة عن سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية يباعا وشراء، فهي المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بهذه الأوراق في إطار منظم وإجراءات عمل محددة تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات المسؤولة ويشرف على النشاط في هذا السوق مجلس منتخب من أعضاء السوق مهمته تنظيم عملية تداول الأوراق المالية لضمان الشفافية والمصادقية للمستثمرين وتفادي الغش والخداع. إضافة إلى ذلك تسمح سوق الأوراق المالية بمقابلة العرض والطلب على رؤوس الأموال، حيث يكون الطلب ممثلا بالشركات (من أجل تمويل استثماراتهم) والحكومات (لتغطية العجز العام)، أما العرض فيكون أساسا من قطاع العائلات كون استثمار مدخراتهم يمكنهم من الحصول على عوائد مستقبلية، ومن جانب العرض نجد أيضا قطاع الأعمال وذلك من أجل توظيف بعض الفوائد المالية الزائدة عن احتياجاتهم الاستثمارية.

¹ كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (دراسة حالة بورصة الجزائر)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، 2014، ص 61.

² لعتر كريمة، دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني ومعوقات دخوله إلى البورصة (حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016/2015، ص 67.

³ محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم، دار الجامعة العربية، الأردن، 2002، ص 46.

⁴ نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها- تاريخها- مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال الثورات العربية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، مصر، 2012، ص 21.

المطلب الثاني: أهمية البورصة، وظائفها وأنوعها.

أولاً: أهمية البورصة.

تستمد السوق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد الوطني، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي ذات الوقت تتأثر به مما قد يحدث آثاراً جيدة، وتكمن أهمية الأسواق المالية فيما يلي:¹

1- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين عن طريق رفع عوائد المدخرات من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات، وكلما كانت الظروف الاقتصادية، السياسة والاجتماعية المحيطة بمهاتة الأسواق ملائمة كان الدور التحفيزي لهاته الأسواق بالنسبة للمدخرات أكبر، خاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك الممكن تحقيقها من خلال التوظيف في الأجهزة المصرفية.

2- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون أو وسطائهم بغرض تمويل مشروعات معينة، كما أنه وبمجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في السوق المالية يؤدي مباشرة إلى تحويل المدخرين إلى مستثمرين، وذلك عند الطلب على هاته الأدوات والتخلي على السيولة المدخرة مقابلها.

3- ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية اتجاه حركة الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصاد المحلي والدولي.

4- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، وما يلاحظ في هاته الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل، إلى جانب الأسهم والسندات المصدرة لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن أسواق رأس المال، بالإضافة إلى وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا حيويًا من الأسواق المالية.

5- تحتل الأسواق المالية مركزاً مهماً في النظم الاقتصادية الحديثة فهي تعتبر انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية للدولة، ويمكن أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيراً إيجابياً من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لها، هذا

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص 84-85.

- ما يدفع إلى وجود سياسة قومية هدفها تشجيع الادخار والاستثمار ومحاولة تجنيد رأس المال للمشاركة في عملية التنمية.¹
- 6- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.²
- 7- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد، بالإضافة إلى أنها الوسيلة التي بفضلها يتم تجنب الآثار التضخمية بشكل كبير.
- 8- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكانتها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل العرض والطلب لهاته الأدوات وبيان احتياجات الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأحسن الظروف لتمويل هاته الاحتجاجات.
- 9- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية لمشاريعهم.
- 10- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جمهور المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- 11- القدرة على توفير وإعادة تدوير حجم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع مع دعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- 12- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.

¹ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، ص 10.

² ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 207.

ثانيا: وظائف البورصة.

تؤدي البورصة دورا مهما في الحياة الاقتصادية، وإذا حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي¹:

- 1- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي.
- 2- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين).
- 3- الإسهام في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق.
- 4- الإسهام في دعم الائتمان الداخلي والخارجي.
- 5- الإسهام في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية هذا ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.
- 6- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
- 7- إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتمويل الشركات والمشاريع الاستثمارية.
- 8- تعد أسواق رأس المال مؤشرا لحالة الاقتصاد القومي مستقبلا، لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية.
- 9- قياس حالة الاقتصاد وذلك أنه عندما يعمل السوق بطريقة جيدة فإنه يمكن مقارنته بحاسوب عملاق يقيس توجه كافة المستثمرين عن طريق ميكانيزم السعر ومؤشرات السوق²، فكلما تحسن الاقتصاد تحسنت ظروف عمل المؤسسات وبالتالي تحقق أرباحا أكثر، هذا ما يزيد الطلب على أسهم هذه المؤسسات وبالتالي يرتفع سعرها في البورصة.

ثالثا: أنواع البورصة.

إن تنوع وتعدد البورصات وامتداد نشاطها إلى مختلف مجال الحياة الاقتصادية يعمل على ترشيد قوى الاستثمار، وزيادة جودة وقوة المشاريع الاستثمارية القائمة وهو ما يعني حسن استغلالها للإمكانيات المتاحة والمتوفرة في المجتمع وزيادة اقتصاديات وحدائة الإنتاجية والقدرة على فتح وتوفير وتشغيل كم مناسب من الأموال لكي تعمل على تحقيق سيولة للمجتمع ويتوقف كل هذا على مقدار تنوعها، وعليه فيمكن تصنيف البورصة إلى عدة أنواع وهي:³

¹ أيمن حسين السراحنة، دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين، رسالة ماجستير، عمادة الدراسات العليا، جامعة القدس، فلسطين، 2015، ص 13.

² Alternatives Economiques, « L'économie en 30 question ». Hors-Série n°46, Paris, Novembre 2010, p.7.

³ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2005، ص 16.

1- بورصة الأوراق المالية: هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا تاريخ استحقاق لها مثل الأسهم وتمتاز هذه الأسواق بكونها أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم، والمتعاملون بها هم الجمهور، الشركات، البنوك والحكومة.¹

إن لبورصة الأوراق المالية أهمية كبرى في تنمية الاستثمار الضروري للتنمية الاقتصادية إذ تساعد في اجتذاب رأس المال الخاص لشراء الأسهم والسندات، هذه الأوراق المالية إلى جانب تحقيقها عائدا مناسباً للمستثمرين فإنها تتيح لهم سهولة تحويلها إلى سيولة نقدية عند الحاجة، إذ من الممكن بيعها في البورصة والحصول على نقود سائلة². ويتكون سوق الأوراق المالية من سوقين هما: السوق الأولية والسوق الثانوية.

أ- السوق الأولية (سوق الإصدار): هي السوق التي تصدر وتباع فيه الورقة المالية لأول مرة سواء عند إصدار الشركة لأسهم رأس المال عند التأسيس للمؤسسين أو غيرهم، أو عند إصدار وبيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال، وقد يكون عن طريق الطرح من خلال أحد البنوك التجارية أو الشركات المتخصصة التي تتولى عملية الترويج أو الاكتتاب.³

ب- السوق الثانوية: يتم فيها تداول الأوراق المالية التي أصدرتها السوق الأولية، ويتحدد فيها الأسعار وفقا لمبادئ العرض والطلب والتي تتمثل في الأوامر الصادرة من العملاء بالبيع أو الشراء وتسمى الأوراق المالية.⁴

2- بورصة البضائع: يطلق عليها البورصات التجارية أو بورصات العقود، حيث تجري فيها التعاملات على بضائع معينة كالقطن والصوف وغير ذلك⁵، وبورصة البضائع هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتجات طبيعية ذات الاستهلاك الكبير كما تؤدي بورصة البضائع الى معنيين هما:

- المكان الذي يجتمع فيه التجار.

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005، ص124.

² شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص20.

³ مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص22.

⁴ مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، المرجع نفسه، ص22.

⁵ أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص24.

- مجموع العمليات التي تمارس فيها.¹

ومن أهم بورصات البضائع في الوقت الحاضر هي: بورصة نيويورك، لندن، بومباي، بروكسل وباريس ويتم التعامل في هذه البورصات نقداً أو بالبيع الآجل²، ولبورصة البضائع كما لبورصة الأوراق المالية أي أن لها سوقين هما:³

- **السوق العاجلة:** موضوعها البضائع الحاضرة الجاهزة والموجودة فعلياً في المخازن والمستودعات وفي المرافق التجارية والتي هي رهن التحميل الذي يلزم البائع بتسليمها مباشرة.

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

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

3- بورصة القطع والمعادن النفيسة:

أ- **بورصة القطع (العملات):** وهي التي يتم فيها تبادل العملات أي الصرف، وذلك إما بسعر فوري يتم فيها تبادل حاضراً، وإما بسعر آجل أي التي يتم فيها بيع السلع غائبة غير حاضرة بسعر بات، أو بسعر معلق على سعر البورصة في تصفية محددة، ويكون البيع فيها على المكشوف، أي بيع مقدور التسليم في المستقبل لا في الحال .

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 79.

² شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 2.

³ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 79 - 80.

ب- بورصة المعادن النفيسة: وهي البورصة التي يتم فيها تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين وغيرها من المعادن ذات القيمة العالية¹، كما تختلف أسعار هذه المعادن اختلافا كبيرا بالنسبة لمصادرها (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا، البرازيل ... إلخ) بسبب اختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها. إن هذا السوق هو عرضة للمضاربة الحادة وإذا كان الأفراد يقدمون على شراء القطع الصغيرة فإن المصارف والأثرياء يشترون السبائك ويتدخلون بقوة في أسواق الذهب الحرة.²

¹ محمد الصيرفي، المرجع نفسه، ص 79 - 80.

² محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 29.

المطلب الثالث: موقع البورصة في سوق الأوراق المالية وشروط قيامها.

أولاً: هيكل سوق الأوراق المالية.

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين هما: الأسواق الحاضرة (الفورية) وأسواق الاختيار والعقود المستقبلية.

1- الأسواق الحاضرة (الفورية): هي أسواق يتم التعامل فيها بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل (أسهم عادية، أسهم ممتازة والسندات بمختلف أنواعها)، أي أنها الأسواق التي يتم فيها التعامل بأوراق مالية تتيح لحاملها الحصول على حصة من ملكية المشروع أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحه كعائد لها أو الحصول على الاثنين معاً¹، وتنقسم أسواق الأوراق المالية الحاضرة إلى سوق أولي وسوق ثانوي، وهي كالتالي:

- **السوق الأولي:** ويسمى أيضاً بسوق الإصدار، وهو السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار²، فبنك الاستثمار هو عبارة عن مؤسسة وسيطة تتجه إليها الشركات والهيئات الراغبة في الحصول على أموال لتطرح أوراقها المالية للبيع للمرة الأولى، كما يمكن أن تقوم الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بالمستثمرين المحتملين مثل المؤسسات المالية الضخمة لتسويق إصدارها، إضافة إلى أسلوب المزايدة خاصة إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية الحكومية وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات ذات السعر الأعلى ثم عطاءات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. أما في الدول الأقل نمواً حيث لا توجد بنوك استثمار متخصصة فعادة ما توكل مهمة السوق الأول للإصدار للبنوك التجارية العاملة بالدولة، وتقوم الشركات الراغبة في إصدار أوراق مالية باختيار بنك الاستثمار الذي يتكفل بتسويق الأوراق بأحد الأسلوبين:

✓ **التفاوض المباشر:** حيث تتصل الشركة بمجموعة من بنوك الاستثمار لتتفاوض معهم حول طريقة تصريف الإصدار والتكاليف المصاحبة للعملية ثم تختار البنك الذي يقدم أحسن برنامج³.

¹ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص39.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص83-84.

³ بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996/2006)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص28.

✓ **العطاءات:** تعلن الشركة عن رغبتها في إصدار أوراق مالية وتنتظر أن تقدم لها بنوك الاستثمار الناشطة في الاقتصاد عروضاً حول التكلفة وطريقة الإصدار، وفي الأخير تقبل الشركة التعامل مع البنك الذي قدم أحسن العطاءات، كما تقوم الشركات باختيار التعامل مع أكبر البنوك وأشهرها وذلك زيادة للثقة.¹

- **السوق الثانوي:** ينقسم إلى قسمين وهما أسواق منظمة (البورصات) وأسواق غير منظمة (السوق الثالث والرابع إضافة إلى أسواق أخرى).

أ- **الأسواق المنظمة (البورصات):** وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي، وتسمى بالأسواق المنظمة لأنها تخضع لنظم وإجراءات ولوائح تنظم عمل هذه الأسواق. وكذلك يطلق عليها الثانوية لأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق والتعامل بها تباع للمرة الثانية.²

ب- **الأسواق المالية غير المنظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها اسم المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة³، وهاته السوق بدورها تنقسم إلى قسمين هما:⁴

- **السوق الثالث:** ويتكون هذا السوق من مؤسسات السمسرة وهي مؤسسات ضخمة تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية بكميات ومبالغ ضخمة.

- **السوق الرابع:** ما يميز هذه السوق هو تجاوز الوساطة لشركات السمسرة باتجاه التعامل المباشر ما بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأثرياء والتعاملات الضخمة، وبذلك فهي إستراتيجية لتخفيض إضافي في تكاليف وعمولات التعامل بالأوراق المالية.

2- **أسواق العقود المستقبلية أو أسواق الاختيار:** وهي أسواق يتم من خلالها التعامل بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل (ورقة مالية) في تاريخ لاحق على أن يتم الدفع عند التسليم، والسبب وراء قيام هذا النوع من المعاملات هو رغبة كل من البائع والمشتري بتخفيض مخاطر التغير في سعر الأوراق المالية محل التعاقد.⁵

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص 239.

² فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 42.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 106.

⁴ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 245.

⁵ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 51.

ثانيا: شروط قيام البورصة.

- لكي تقوم بالبورصة بدورها بشكل فعال ينبغي توفر مجموعة من العوامل أهمها:¹
- وجود مكان متفق عليه بين المتعاملين سواء كان حقيقيا أو افتراضيا (عبر شبكة الإنترنت).
 - توفر عامل الثقة والأمان بين جميع الأطراف المتعاملين في البورصة.
 - وضع إطار قانوني وقواعد خاصة تنظم وتسن قواعد التعامل داخل البورصة.
 - وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار.
 - قبول المؤسسات بالإدراج في البورصة وفتح رؤوس أموالها للتداول العام.
 - سيولة الأسهم، أي قابلية بيعها بسرعة وبالسعر المتداول.
 - سهولة وسرعة الاتصال بين المتعاملين.
 - توفر المعلومات والبيانات حول السوق بدقة وبسرعة وفي كل وقت.
 - توفر كافة المعلومات التي من شأنها مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار.
 - انخفاض تكاليف المعاملات في كل من عمليات الشراء والبيع.

¹ عماد الدين شرابي، مرجع سابق، ص 11.

المطلب الرابع: إجراءات وقواعد التعامل في البورصات.

يحكم التعامل في البورصات مجموعة من القواعد والإجراءات هدفها تيسير المعاملات وضمان الشفافية والوضوح للأطراف المتعاملة بالأوراق المالية، والتي من بينها الأوامر التي تسيّر بها عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

1- تعريف الأوامر: الأوامر هي طلبات المتعاملين الموجهة إلى الوسطاء الأعضاء بالبيع أو بالشراء لكمية من الأوراق المالية ونوع محدد منها، وتكون هذه الكميات غير كسرية حيث يفوق عدد الأوراق المتضمنة للأمر في هذه الحالة 100 ورقة، أو بكميات كسرية يقل حجم الأوراق المتضمنة للأمر عن 100 ورقة.¹

2- أنواع الأوامر: تختلف الأوامر بحسب رغبات المتعاملين، فهي عدة أنواع نذكر منها:²

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: في هذه الحالة يكون أساس إتمام الصفقات هو السعر الذي يحدده العميل وتميز هنا بين نوعين:

- **أوامر السوق:** وهي أكثر الأوامر شيوعاً يطلب فيه العميل من السمسار إتمام الصفقة بأفضل سعر في السوق وبذلك لا يتضمن الأمر أية شروط بل يكون الأمر متعلق بأفضل سعر متاح في السوق.

- **الأوامر المحددة:** يحدد العميل سعراً لا يمكن للسمسار إتمام الصفقة إلا بهذا السعر أو بأقل منه في أمر الشراء أو أعلى منه في سعر البيع.

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوم، أسبوع، شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

ت- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: حيث يقوم العميل بتحديد سعر لإتمام الصفقة خلال فترة معينة من الزمن، لا يمكن للسمسار أن يتم الصفقة بأقل أو أعلى من السعر المحدد أو خارج الإطار الزمني الذي حدده العميل.

ث- الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: في هذا النوع لا يتم تحديد مدة لإتمام الصفقة ولكن يشترط العميل تنفيذ الأمر عندما يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يحدده المستثمر.

ج- الأوامر الخاصة: ومن أهم أنواعها:

¹ بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 31.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 128.

- أوامر الإيقاف: لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ السعر مستوى معين أو تعدها في أوامر البيع، ويتم تنفيذ الأمر إذا وصل السعر السوق إلى مستوى محدد أو انخفض عنه، أما في حالة الشراء ينفذ الأمر إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها.
- أوامر الإيقاف المحددة: وهي شبيهة بالنوع السابق إلا أنها تختلف عنها في كون العميل يحدد مستوى أدنى لسعر البيع ومستوى أعلى لسعر الشراء.
- الأوامر حسب ما تتطلب الأحوال: ويترك فيه العميل الحرية للسماسار في اختيار الورقة المالية وسعر إتمام الصفقة.

المبحث الثاني: سير وتنظيم عمل البورصة.

تعتبر سوق البورصة مثلها مثل السوق النقدي من حيث المتدخلين والأدوات المالية المتداولة، حيث يتعدد المتدخلون أو المشاركون في سوق البورصة ولكل واحد دوره، بالإضافة إلى تنوع واختلاف الأدوات المالية المتداول فيها حيث يتم تداول هاته الأدوات المالية (أسهم، سندات، مشتقات، ...) وفق أوامر من أصحاب القرار سواء كانت بالبيع أو بالشراء، كما نجد أن هاته الأوامر تختلف سواء في البيع أو الشراء، فهناك عدة أوامر خاصة بالبيع في المقابل توجد عدة أوامر كذلك خاصة بالشراء، أما فيما يخص طريقة تحديد سعر الورقة المالية (تسعيها) فيتم كذلك وفق قواعد وإجراءات معينة، ولمعرفة كل هاته الأمور المتعلقة بطريقة سير وتنظيم عمل البورصة قمنا بصياغة الخطة التالية:

- المطلب الأول: المتدخلون في البورصة.
- المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في البورصة.
- المطلب الثالث: عمليات الأوامر وتكاليف الاستثمار في البورصة.
- المطلب الرابع: تسعير الأوراق المالية في البورصة.

المطلب الأول: المتدخلون في البورصة.

البورصات أسواق رسمية يتم التعامل فيها على الأوراق المالية من أسهم وسندات عن طريق تدخل وسطاء معتمدين ورسميين، مهمتهم القيام بتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح العملاء وتحت إشراف الجهات الحكومية المسؤولة¹. والمتدخلون في البورصة هم:

أولاً: الوسطاء الماليون (سماسرة الأوراق المالية وتابعيهم).

يقتصر امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن سمسار معتمد طبقاً للقانون، فالعمليات التي تجرى في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق، والسماسرة ما هم إلا طائفة من الأخصائيين في

¹ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، مصر، 1985، ص 40.

الشؤون المالية، وهم ذوي خبرة وكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطرق تداولها وتحصيل كيووناتها، وهو المسؤولون أمام القانون الذي اشترط فيهم توافر شروط خاصة قبل اختيارهم للعمل في هذا الجهاز المالي.¹

● **تعريف السمسار:** نسمي سمسار الأوراق المالية بالوسيط الذي يقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير، يعني هذا أن مهمة السمسار تنحصر في القيام بعمليات الشراء والبيع لحساب عميله وبالنيابة عنه، فهو شخص ذو دراية وكفاية بشؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات البيع والشراء في البورصة وفي المواعيد الرسمية لحساب العملاء يقتصر دوره على التعبير عن إرادة العميل والالتزام بأوامره وتنفيذ ما يقول.²

ولضمان حسن أداء العمل في البورصة وحماية العملاء من تلاعب بعض السماسرة بالصفقات التي يعقدونها، أو استغلال مناصبهم لإبرام عمليات غير مشروعة، ركزت القوانين العامة ولوائح البورصات على وجوب توفر مجموعة من الشروط في سمسارة الأوراق المالية الغرض منها التأكد من سمعتهم، نزاهتهم، حيادهم، مقدرتهم المالية وكذا من معلوماتهم العلمية والعملية. وبصفة عامة هناك قواعد يجب أن تراعى عند اختيار السمسار أهمها ما يلي:³

- يجب أن يكون السمسار مقيدا في بورصة الأوراق المالية.
- يجب أن يكون من المكاتب المشهود لها بالأمانة، الصدق والمقدرة على التعامل العادل.
- يجب أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مجابهة الحالات الطارئة لمصلحة العميل.
- يجب ألا يكون من المضارين في البورصة لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه أو معارفه.
- يجب أن يكون قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في البورصة.

- يجب أن يتمتع السمسار بمقدرة في المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العملاء، فالسمسار قد يتعرض لمطالبات بسبب أية خسائر قد يسببها جراء ارتكابه للأخطاء، ويتقاضى السمسار أجرا يسمى **عمولة السمسرة** مقابل الأعمال التي يقوم بها، هذا الأجر يعادل الجهد الذي يبذله لإتمام الصفقة.
- يعتبر السمسار مسؤولا وضامنا لصحة كل عملية.

ويعمل لدى السمسار أشخاص تابعون له، يعملون لحسابه وتحت مسؤوليته وهم المندوب الرئيسي والوسيط.⁴

¹ زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 197.

² مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك والبورصات الأوراق المالية، القاهرة، مصر، 1993، ص 46.

³ علي شليبي (بورصة الأوراق المالية) دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1992، ص 57.

⁴ سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2005، ص 192.

- **المندوب الرئيسي:** هو مستخدم يعمل بأجر عند أحد السماسرة ومكلف بمساعدته في تنفيذ الأوامر بالمقصورة، ولا يجوز له أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه وحسابه وعلى مسؤوليته.¹
 - **الوسيط:** أداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه، والوسطاء نوعان: وسطاء لهم حق التعاقد وآخرون ليس لهم هذا الحق، ولا يجوز بأي حال من الأحوال الجمع بين عمل المندوب الرئيسي والوسيط.²
- ومن حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات، ومن هنا فإن وجود الوسطاء أو السماسرة يساعد على تنشيط السوق من جهة وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة ثانية، فهناك العديد من البدائل الاستثمارية بخصائص متنوعة ومخاطر وعوائد مختلفة ومن مهام الوسطاء مساعدة المستثمرين على تكوين محافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة.³

ثانيا: الجمهور

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الاستثمارية، ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطورا هائلا منذ نهاية السبعينيات، ويرجع هذا التطور إلى موجة الخوصصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العامة إلى القطاع الخاص التي اعتمدها أوروبا آنذاك، كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين، إضافة إلى تشجيع خطة شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون بها.⁴

¹ بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة (مع الإشارة إلى حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010/2009، ص 23.

² بسبع عبد القادر، المرجع نفسه، ص 24.

³ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006، ص 70-71.

⁴ بسبع عبد القادر، مرجع سابق، ص 24.

ثالثا: المستثمرون المؤسساتيون

يمكن التمييز بين ثلاث فئات من هذه المؤسسات وهي كالتالي¹:

- مؤسسات القرض: وتضم البنك المركزي والبنوك التجارية.
- مؤسسات الادخار: وتضم مؤسسات التأمين على الحياة وصناديق التقاعد.
- مؤسسات الإيداع: وهي شركات الاستثمار وتضم صناديق الاستثمار الجماعي والمؤسسات المالية، وتعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين المهمين والرئيسيين في كبرى البورصات العالمية، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة، حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية.

رابعا: المؤسسات الصناعية والتجارية.

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، فهي تلجأ لهذا السوق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو التوسع². ويتم ذلك عن طريق إصدار الأسهم والسندات من أجل الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل بحيث هذه الأوراق يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها، وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل من البورصة يجب أن تكون مدرجة أو مسجلة في البورصة وإذا لم تكن كذلك فيجب أن تدرج نفسها³، وهناك جملة من الشروط التي يجب أن تتوفر في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصة منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة إلى أخرى ومن بورصة لأخرى داخل نفس الدولة، ويمكن تلخيص أهم هذه الشروط في النقاط التالية⁴:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال أي شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم وألا تكون شركة أشخاص كشركة التضامن مثلا.

¹ Frederic Mishkin, Monnaie, Banque et Marchés financiers, édition Nouveaux Horizons, huitième édition, 2007, p50.

² بسع عبد القادر، مرجع سابق، ص 25.

³ أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2003/2002، ص 96.

⁴ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 17.

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين بنسبة تتراوح ما بين 20 إلى 25 في المئة، حيث يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم وسندات.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من 3 سنوات.
- أن تكون قد حققت أرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج والميزانية الختامية للسنوات الثلاث الأخيرة مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

خامسا: الدولة.

تعتبر الحكومة أيضا من المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات، حيث عادة ما تلجأ الحكومات إلى إصدار عدة أنواع من السندات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة.¹

سادسا: الهيئات المنظمة والمسيرة للبورصة.

وتتمثل في لجنة الإشراف والرقابة على البورصة، وشركة تسيير وإدارة البورصة، وهي كالتالي:²

- بالنسبة للجنة الإشراف على البورصة فهي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية تتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية، وكذلك ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها.
- شركة تسيير وإدارة البورصة هي شركة ذات أسهم، مكونة من وسطاء عمليات البورصة الذين ينفردون بحق التفاوض في الأوراق المالية المتداولة في البورصة لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص، فهي إذا مطالبة بتسهيل التبادلات بين الوسطاء بالإضافة إلى تطوير الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق بتعريفه للجمهور على أنه هيئة تحظى بالثقة اللازمة، ويكون القيام بمهام هذه الشركة تحت رقابة وإشراف لجنة السوق.

نخلص من كل هذا إلى أن الأطراف المتدخلة في البورصة متعددة ومتفاوتة سواء من حيث الطبيعة والإمكانات، إذ تتراوح من الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله إلى بيوت السمسرة الضخمة والمستثمرين المؤسساتيون بما في ذلك

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 97.

² جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 6-7.

البنوك والشركات العملاقة وتنتهي بالحكومات المتدخلة في بورصاتها الخاصة أو في البورصات الأجنبية، تتنافس هذه الأطراف كلها في البورصة فمنها من يطلب مصادر التمويل ومنها من يوفر هاته المصادر.¹

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في البورصة.

تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتبرز أهميتها من خلال جمعها بين طرفين: الأول هو جهة الإصدار سواء كانت شركات، هيئات أو حكومات والمهادفة إلى توفير الأموال اللازمة لنشاطها، أما الطرف الثاني فهم المستثمرون الذين يريدون توظيف مدخراتهم والحصول على عوائد جراء حيازتهم لهذه الأوراق المالية، وبالتالي فالأوراق المالية هي عبارة عن أدوات استثمار وبصورة أخرى يتم تداول في سوق الأوراق المالية نوعين من الأدوات المالية، أحدهما يعبر عن الملكية وهي الأسهم بنوعها العادية والممتازة، والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات، هذا بالإضافة إلى أدوات مستحدثة كالأوراق المهجنة والمشتقات المالية وعليه سيتم في هذا المطلب دراسة الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق.

أولاً: أدوات الملكية.

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم، وتعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية انتشاراً، تتميز بمجموعة من الخصائص والمزايا، كما تنقسم إلى قسمين رئيسيين هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة، لكل قسم منها أنواع سنتطرق لها كما يلي:

1- تعريف الأسهم:

- **التعريف 1:** تعرف الأسهم على أنها صكوك ملكية تمنح لصاحبها جملة من الحقوق، كما تعبر عن جزء من رأسمال الشركة (شركة مساهمة) وتستعمل هذه الكلمة أيضاً للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار.²
- **التعريف 2:** هي أدوات ملكية قابلة للتداول تمنح لحاملها الحق على موجودات الشركة، إذ يعتبر أحد أهم مصادر تمويل رأس المال في الشركات المساهمة.³

¹ بسبع عبد القادر، مرجع سابق، ص 26.

² ANTOINE Joseph, Marie Claire Capiou Huart, dictionnaire des marches financières, traduit par : SERBIS Amel Laila, éditions page bleues, Bruxelles, 2010, P 12.

³ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص 158.

- **التعريف 3:** هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية، حيث أن الأسهم تمثل مشاركة في رأسمال إحدى الشركات، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة الذي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أو حصة عينية.¹
- **التعريف 4:** الأسهم هي عبارة عن جزء من رأسمال الشركة، كما تمثل الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في شركة من شركات الأموال.

2- القيم المختلفة للأسهم: للأسهم عدة قيم يمكن استعراضها كما يلي:²

- أ- **القيمة الاسمية:** تسمى أيضا قيمة الإصدار وهي القيمة التي تحدد للسهم في عقد التأسيس، ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.
- ب- **القيمة الدفترية:** هي القيمة المحاسبية وهي تلك القيمة الناتجة عن البيانات المحاسبية المستقاة من السجلات والدفاتر المحاسبية للشركة، وتحدد هذه القيمة من خلال قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- ت- **القيمة السوقية:** هي القيمة التي يتم التداول بموجبها على السهم في السوق الثانوية والناتجة عن قوى العرض والطلب، وبهذا المعنى فإنها تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وتعتبر أكثر أهمية من القيمتين السابقتين، حيث تلعب الظروف الاقتصادية ونتائج أعمال الشركة بالإضافة إلى المضاربات دورا رئيسيا في التأثير على سعر السهم، لذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية وقد تكون أقل منها أو أكثر.
- ث- **القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة الحصول عليها في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها بما في ذلك حقوق حاملي الأسهم الممتازة.³
- ج- **القيمة الحقيقية:** وتدلل على القيمة العادلة أو القيمة السوقية العادلة، وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قائمة أصول الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية للشركة بالإضافة إلى كفاءة إدارة الشركة.

¹ شبيحة مصطفى رشدي، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1993، ص169.

² لعتز كريمة، مرجع سابق، ص 75-76.

³ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2006، ص 209.

إن قيمة الأسهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهتم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم فيقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق. فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية فذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يسمح للاستثمار فيه بل على العكس يجب على المستثمر التخلص منه إذا كان له مركز فيه. أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل القيمة الحقيقية مما يحق ربحاً رأسمالياً للمستثمر، ويمكن أن يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم وينتج ذلك عن عدة أسباب:

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة.
- عدم توافر المعلومات عن أداء الشركة.
- الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة.
- تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين.
- البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.

3- خصائص الأسهم: من أهم الخصائص التي تميز الأسهم نذكر:

أ- قابلية التداول: يتميز السهم من خلال هذه الخاصية بمرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. فخاصية التداول وإن كانت تتوفر على استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.¹

ب- التساوي في القيمة: يعني ذلك أنه عند قيام شركة المساهمة بإصدار الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة²، في حين لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى. غير أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة أن تقوم بإصدار مثل هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

¹ لعتز كريمة، مرجع سابق، ص 73.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 80.

ت- المسؤولية المحدودة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة أي أن المساهم في الشركة مسؤول فقط بمقدار مساهمته في الشركة. ففي حال إفلاس الشركة فإن مسؤولية المساهم تتحدد بمقدار مساهمته في رأسمال الشركة والذي يعبر عنه بالقيمة الاسمية للسهم، حيث أن إفلاس الشركة لا يصل إلى الممتلكات الشخصية للمساهم إذ يوجد فصل تام بين مساهمة المساهم في الشركة وممتلكاته الخاصة. وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً أين تكون مسؤوليته غير محدودة¹. إضافة إلى هذه الخصائص يمتاز السهم بخصائص أخرى وذلك بما يمنحه لحامله من حقوق تتمثل أساساً في:²

- يمنح السهم لحامله حق إدارة الشركة من خلال الاطلاع على بعض وثائق الشركة، والتصويت على قرارات الشركة في الجمعية العامة ويكون تصويته متناسباً مع عدد الأسهم التي يملكها.
- يحق لحامل السهم اقتسام الأرباح عند تحققها وتقرير توزيعها، كما يتحمل نصيباً من الخسائر المحققة.

- ليس لحامل السهم أجل استحقاق فهو أبدي ما بقيت الشركة قائمة.
- عائد السهم متغير يمكننا توقعه نسبياً.

4- أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين أنواع عدة للأسهم وهذا حسب عدة اعتبارات نذكر منها:³

- أ- تقسيم الأسهم من حيث الشكل: تصنف الأسهم حسب الشكل إلى ثلاثة أنواع:
 - الأسهم الاسمية: تصدر هذه الأسهم باسم صاحبها وتسجل باسمه في سجلات الشركة، وبالتالي فإن نقل ملكيتها باسم مساهم جديد يحتاج العودة للشركة المصدرة.
 - الأسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وعليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير وبدون الحاجة للرجوع إلى الشركة.⁴
 - الأسهم لحاملها: هي أسهم ليست باسم شخص معين تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى أخرى ومالكها هو الشخص الذي يجوز عليها في حينه.

¹ محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص 158.

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 80.

³ لعتر كريمة، مرجع سابق، ص 77.

⁴ فيصل محمود الشواورة، المرجع السابق، ص 81.

- ب- تقسيم الأسهم من حيث الحصة المدفوعة: تقسم حسب هذا المعيار الأسهم إلى ثلاث أنواع هي:
- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي يتحصل عليها المساهم إذا قدم حصته في رأس المال الشركة نقداً، وقد تكون محررة (أي مدفوعة بالكامل) أو غير محررة (أي مدفوعة جزئياً والمتبقي ديناً على المساهم).¹
 - الأسهم العينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات، ويجب أن تكون محررة بالكامل.
 - الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي تدفع جزءاً منها نقداً وجزءاً منها عينا.
- ث- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق: تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى نوعين:
- الأسهم العادية: السهم العادي هو عبارة عن وثيقة أو صك ملكية، وتعتبر منشآت الأعمال مصدراً لخلق الأسهم العادية حيث يتكون رأسمال شركات المساهمة من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم الشركة صاحبة الإصدار، نوع السهم، ورقمه وعدد الأسهم.²
 - الأسهم الممتازة: السهم الممتاز هو عبارة عن ذلك السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية والسندات، حيث يتحدد لحامل هذا السهم نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدماً، ولكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها.³

ثانياً: أدوات الدين.

تتمثل أدوات الدين في السندات بمختلف أنواعها كما تعتبر هاته الأدوات من بين الأوراق الأساسية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، وتعتبر مصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات، مؤسسات أو حتى الحكومات.

1- تعريف السندات:

- **التعريف 1:** يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة.⁴

¹ آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر الإعلامي، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، 2010، ص12.

² محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص88.

³ أبو فخرة نادية، محمود صبح، شامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، القاهرة، مصر، 2005، ص33.

⁴ صافي وليد أحمد، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية (حالة سوق عمان المالي)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1997، ص83.

- **التعريف 2:** هو التزام تعاقدي يتعهد بموجبه المقترض تقديم مدفوعات إلى المقرض والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات حتى يتم تسديد القرض.¹
- **التعريف 3:** السند هو أداة مالية تقوم الشركات والحكومات بإصدارها وتتعهد فيها بدفع قيمة القرض كاملة لصاحبه في تاريخ محدد بفائدة محددة.²
- هذا ويصاحب السندات نوعان من الوثائق هما:³
- **شهادة السند:** وهي الوثيقة التي تعبر عن الملكية، ويتم الإفصاح فيها عن القيمة الاسمية للسند وتوقيت وطريقة تسديد الفوائد، إضافة إلى تاريخ استحقاق السند (هو عبارة عن التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض).
- **وثيقة عقد إصدار السند:** وهي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من مصدر وحامل السند.
- للسندات قيمة اسمية وهي القيمة التي يصدر بها لأول مرة في السوق الأولي وتبقى ثابتة، وقيمة جارية وهي القيمة التي يتم بها تداول السند في السوق الثانوي وهي عرضة للتقلبات باستمرار، أما القيمة الدفترية فهي غير موجودة باعتبارها لا علاقة لها بنتائج الشركة.⁴ وتتميز السندات بمجموعة من الخصائص يمكن حصرها فيما يلي:⁵
- يعتبر السند أداة دين على الجهة التي أصدرتها.
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة.
- تنتهي علاقة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق الشركة المصدرة للسندات ميزة ضريبية لأنها تخضع فوائد السندات من الوعاء الضريبي، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها تقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سنداً جديدة بفوائد أعلى.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 109.

² لعتر كريمة، مرجع سابق، ص 82.

³ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 76.

⁴ لعتر كريمة، مرجع سابق، ص 82.

⁵ صافي وليد أحمد، مرجع سابق، ص 85.

2- أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة حسب عدة معايير من أهمها:

أ- تقسيم السندات حسب جهة الإصدار: وتقسم السندات تبعاً لذلك إلى:¹

- سندات حكومية: وهي سندات تقوم بإصدارها الحكومات والمؤسسات التابعة لها، وغالباً ما تكون درجة مخاطرة هذا النوع من السندات أقل من السندات الأخرى، خاصة ما يتعلق بمخاطر عدم السداد إلا أن عائدها (سعر فائدتها) قد يكون منخفضاً.

- سندات خاصة: وهي تلك السندات الصادرة عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، وتباين درجة مخاطرها تبعاً لقوة ومتانة هذه الشركات، إذ يكون حاملها أكثر عرضة من حامل السندات الحكومية لمخاطر عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين.

ب- تقسيم السندات حسب مدة الأجل: وتقسم إلى:²

- سندات قصيرة الأجل: وهي سندات لا تتجاوز مدة استحقاقها سنة واحدة، يتم التعامل بها في السوق النقدي، وتكون درجة مخاطرها أقل وسيولتها أعلى ومن ثم فمعدلات فوائدها منخفضة نسبياً.

- سندات متوسطة وطويلة الأجل: هي سندات تتراوح مدتها بين سنة وخمسة سنوات للمتوسطة منها، وتزيد عن خمسة سنوات وقد تصل إلى خمسة عشر إلى عشرين سنة للطويلة منها. يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، وتكون درجة مخاطرها أكبر وسيولتها أقل وبالتالي فمعدلات فوائدها أعلى مقارنة بالسندات قصيرة الأجل.

ج- تقسيم السندات حسب الضمان المقدم: نميز نوعان هما:³

- سندات مضمونة: تمتاز هذه السندات بأنها مضمونة من طرف الشركة المصدرة لها بواسطة رهن موجودات ثابتة لدى الشركة مقابل إصدار هذه السندات، وذلك كحماية للمستثمرين بالإضافة إلى اجتذاب رؤوس الأموال. وقد يكون الضمان المقدم عقارات، آلات أو معدات. في حين أن سعر الفائدة على هذا النوع عادة ما يكون أقل من سعر الفائدة على الأنواع الأخرى من السندات إذ أن المخاطر على هذه السندات تكون أقل.

¹ صافي وليد أحمد، المرجع نفسه، ص143.

² لعتر كريمة، مرجع سابق، ص83.

³ محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص143.

- **سندات غير مضمونة:** ليس لهذه السندات أي ضمان سوى تعهد المصدر بالدفع، ويطلق على هذه السندات تسمية السندات العادية. الضمان الوحيد الذي تتوفر عليه هذه السندات هي حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

ح- **تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء:** وتميز نوعين هما:¹

- **سندات غير قابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يملك حاملها الحق في الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ استحقاقها، ولا يجوز للشركة المصدرة إطفائها لأي سبب من الأسباب. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص عقد الإصدار على قابلية استدعائها.

- **سندات قابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يمكن للجهة المصدرة إطفاء قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق، إذ تكون هذه السندات مشمولة بشرط الإصدار وتصدر بعلاوة استدعاء.

خ- **تقسيم السندات حسب معدل العائد:** وتتفرع إلى:²

- **سندات ذات العائد المتغير:** من خصائص هذه السندات أن أسعار فائدتها تكون متغيرة أي غير ثابتة، وهذا لينسجم مع أسعار الفائدة السائدة في السوق، وغالبا ما تكون أسعار الفائدة تصاعدية.

- **سندات ذات العائد الثابت:** وهي سندات تقدم عائد ثابت لحاملها إلى غاية تاريخ استحقاقها، ويزيد الطلب على هذه السندات عند انخفاض معدلات الفائدة في البنوك وذلك من أجل الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

- **السندات التي لا تحمل معدل فائدة:** أو السندات ذات الكوبون الصفري، وهي عبارة عن سندات تباع بخخص من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدل فائدة كغيرها من السندات وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المستثمر عند تاريخ الاستحقاق والسعر الذي اشتراها به قيمة الفائدة، وذلك كونها تباع عند إصدارها بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها سوى بدفع تلك القيمة عندما يحل أجل استحقاقها.

¹ لعتر كريمة، مرجع سابق، ص 84.

² آل فواز مبارك سليمان، مرجع سابق، ص 23.

ثالثا: الأدوات الحديثة (المشتقات المالية).

إلى جانب الأسهم والسندات بكل أنواعها والتي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ظهرت المشتقات المالية كأحدى ثمرات ما يعرف بالهندسة المالية¹، ويقصد بالمشتقات المالية كل ما تم اشتقاقه من الأوراق المالية الأساسية، ولذلك فهي ليست أوراق مالية وإنما عقود نابعة أو مشتقة قيمتها من قيمة الأوراق المالية. ولهذا سنحاول التعريف بالمشتقات المالية باعتبارها أحدث الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما سنتعرف أيضا على أنواعها.

1- تعريف المشتقات المالية:

- **التعريف 1:** تعرف المشتقات على أنها عبارة على عقود مالية تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين وفي

تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام هذا الالتزام، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بمبلغ من العملات كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات. وهذا العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه. ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد.²

- **التعريف 2:** المشتقات المالية هي عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لشركة ما وأداة ملكية لشركة

أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر، كما أنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات المرتبطة بها³. ومن التعريفين السابقين يمكن تلخيص تعريف المشتقات المالية في النقاط التالية:⁴

- هي عقود.

- تتوقف قيمتها على قيمة الأصل أو المؤشر.

- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

أما العقد فيتضمن:

- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

- تحديد سعر معين للتنفيذ المستقبلي.

¹ نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، العدد 269، 2002، ص32.

² HENRY Gérard- Marie, les marchés financiers, Paris, Armand Colin, 1999, P64-65.

³ رزق عادل، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006، ص74-75.

⁴ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص7-8.

- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الأصل محل التعاقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، مؤشر أسعار، سعر سلعة أو سعر صرف أجنبي.
- 2- أنواع المشتقات المالية: تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع تبعاً لطبيعتها ومخاطرها وآجالها، لذلك سيتم تناول أهم المشتقات المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية والتي تتمثل أساساً في العقود الآجلة وعقود الخيار والعقود المستقبلية.
- أ- العقود الآجلة¹: العقد الآجل هو عبارة عن عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد يعرف بسعر التنفيذ وعلى أن يكون التسليم في تاريخ لاحق. مع العلم أن ظهور هذه العقود كان منذ زمن طويل غير أنها كانت تقتصر على السلع والحبوب والبضائع بصفة عامة، إلى غاية 1971 أين قامت الدول الكبرى بتعويم عملاتها وهكذا ظهرت بورصة تداول العملات الأجنبية. إذ كانت العملات الأجنبية أساس إيجاد سوق المعاملات المالية الآجلة، كما ظهرت بعدها قيم مالية جديدة إلى جانب العملات الأجنبية. وبصورة عامة فالعقود الآجلة ليست أدوات استثمارية بمفهومها التقليدي، وإنما هي نوع من الاتفاقيات التجارية لعقد بين طرفين لتبادل أصل معين سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل. ويمكن استخلاص أهم الخصائص التي تتميز بها العقود الآجلة والمتمثلة في:
- العقود الآجلة عقود خطية: بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ هذه العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق كسب (قيمة الربح لطرف يعادل قيمة الخسارة للطرف الآخر تماماً).²
- المرونة: وهذا يعني أن كلا من المشتري والبائع يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة.³
- أقل سيولة: حيث لا يتمكن أي طرف من الأطراف الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر محل محله ويقبله الطرف الآخر.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الجزء الثاني، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 6.

² رزق عادل، مرجع سابق، ص 100.

³ بن علي بلعوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010/2009، ص 339.

- العقود الآجلة عقود شخصية: حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وبالتالي فهي لا تتداول في البورصة.¹

- يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر الائتمان والناجحة عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته.²

- يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات في المستقبل، كما يوجد التزام من الطرفين.

ب- العقود المستقبلية: يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أو أداة مالية بسعر وتاريخ محدد في المستقبل، وهذا ويعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول كما أنها تتمتع بسيولة عالية وهذا على عكس العقد الآجل حيث يتم تداول العقد المستقبلي في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد. إضافة إلى أن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فالبورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم. وتتميز العقود المستقبلية بخصائص عدة أهمها:³

- **مخطية شروط التعاقد:** فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد، مدته، صفاته أو جودته.⁴

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي عادة ما يلزم كل منهما بتسليم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشا معيناً ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، كما يقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، وكذا أثر ذلك على رصيد كل منها في سجلاته. وجدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية سوى من خلال بيوت السمسرة.

- الغرض من استخدام هذه العقود يكون أساساً للمضاربة أو نقل المخاطرة أو مجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار، إذ لا يتم الإقبال عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد.

¹ رزق عادل، مرجع سابق، ص 100.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 114.

³ طارق عبد العال حماد، المرجع نفسه، ص 113.

⁴ حسن سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2001، ص 217.

- تعتبر العقود المستقبلية أكثر سيولة من العقود الآجلة، هذا وتنطوي عليها مخاطر ائتمانية قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. إضافة إلى ذلك يمكن لأي طرف إذا رغب في تصفية مركزه في أي يوم أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان قد دخل كبائع في العقد يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول كمشتري في عقد مماثل والعكس صحيح.¹

ح- عقود الخيار: يعرف عقد الخيار على أنه عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي وبسعر متفق عليه مسبقاً.²

بالمقابل على مشتري الخيار دفع ثمن لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع بها جراء هذا الحق ويطلق عليه اسم المكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه، أما البائع فهو ملزم بالتنفيذ في حال طلب منه ذلك مشتري الحق. على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزماً بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك، بمعنى إذا كان التنفيذ في صالحه.³ وتتمثل مفاهيم عقود الخيار في العناصر التالية:⁴

- حامل عقد الخيار (المشتري): وهو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء أو بيع الخيار إذا كان الخيار للبيع.
- محرر عقد الخيار (البائع): وهو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد.
- شراء أو بيع الأصل موضوع العقد: في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد.
- سعر التنفيذ: وهو السعر المحدد سلفاً لتنفيذ عقد الخيار، بمعنى سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
- المكافأة أو العلاوة: هو ما يدفعه المشتري مقابل شراء حق الخيار للبائع، وعادة ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقاً لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
- السعر السوقي: هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 114.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 65.

³ لعتز كريمة، مرجع سابق، ص 88.

⁴ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة (أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم صناعتها)، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية، جامعة سطيف، أكتوبر، 2009، ص 07.

- تاريخ التنفيذ: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.

- تاريخ الانتهاء: وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

ويمكن التمييز بين نوعية من الخيارات:¹

- خيار الشراء: يعطي لمالكه الحق في شراء عدد من الأصول المالية في تاريخ معين بسعر معين وليس التزام بالشراء،

وبما أن الخيار هو حق فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، إذ يدفع إلى بائع الخيار مبلغاً من

المال (العلاوة) وهو مبلغ ثابت يتم تحديده في بداية التعاقد. تزيد قيمة خيار الشراء كلما ارتفعت قيمة الأصول

المالية لأنها تتيح لمالك خيار شراء الأصول في تاريخ التنفيذ بتنفيذ العقد من عدمه.

- خيار البيع: يعطي لمالكه الحق في بيع عدد من الأصول المالية بسعر معين (سعر التنفيذ) في تاريخ معين (تاريخ

الانتهاء)، ومثل ما هو الحال في خيار الشراء فهو ليس بدون مقابل وإنما يدفع مشتري خيار البيع (العلاوة). في

حين أن قيمة خيار البيع تزيد عند انخفاض الأصول المالية، إذا تتيح لمالك الخيار بيع الأصول بسعر التنفيذ على

الرغم من انخفاضها في السوق، أما في حالة عدم انخفاض قيمتها فكل ما سيخسره مالك الخيار هو العلاوة التي

دفعها في بداية العقد.

¹ لعتز كريمة، مرجع سابق، ص 89-90.

المطلب الثالث: عمليات الأوامر وتكاليف الاستثمار في البورصة.

أولاً: عمليات الأوامر في البورصة.

تتم الصفقات في البورصة في إطار ما يسمى بالأوامر التي يصدرها المستثمرون إلى الوسطاء الماليين الذين يعملون على تنفيذها في حدود ما يرغبه هؤلاء العملاء، ومن خلال مجموعة من أوامر الشراء والبيع المصدرة على الأوراق المالية يتم تسعير هذه الأخيرة وفق طرق معينة، وعليه سوف نتناول في هذا المطلب عمليات الأوامر وطرق التسعير في البورصة.

1- الأوامر: يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية، بمعنى

آخر يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه متعامل ما إلى أحد السماسرة في البورصة أو الوسطاء لكي ينجز له صفقة بيع أو شراء لمجموعة من الأوراق المالية التي يحددها له¹، وترجع أهمية أوامر البورصة إلى أنه لا يجوز لأحد من غير السماسرة أن يجري صفقات داخل البورصة، وقد ألزم القانون شركات السمسرة بأن تقوم بتسجيل أوامر عملائها فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بالأمر من حيث مضمونه، اسم مصدره، صفته، ساعة وكيفية وروده للشركة والسعر الذي يرغب العميل البيع أو الشراء به، ويصدر العميل أمره إلى شركة السمسرة في أي صورة ممكنة كأن يكون خطاباً مباشراً، عن طريق الهاتف، الفاكس أو الانترنت.²

ويشترط في أمر البورصة أن يكون صادراً من شخص تتوافر في الأهلية ولذلك لا يكون أمر البورصة صحيحاً إذا صدر عن شخص عديم الأهلية أو الرضا أو كان رضاًه معيباً أو منقوصاً. لذلك فإن من واجبات شركة السمسرة التحقق من ذلك خاصة إذا كان غير معرف لديها، فتتحقق منه شخصياً ومن صفته متى كان يتصرف لحساب شخص آخر والتأكد من ملكيته للصكوك المراد التصرف فيها بالبيع³. وتتحدد أنواع الأوامر من خلال تحديد أهم العناصر التي تحكم هذه الأوامر والمتمثلة في:⁴

- **سعر التنفيذ:** ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليسمح للأخير (السمسار) بتنفيذ الصفقة سواء بالبيع أو الشراء.

- **وقت التنفيذ:** ويقصد به الفترة الزمنية أي التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة سواء بالبيع أو الشراء.

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 109.

² أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص 127.

³ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 123.

⁴ محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 250.

- **حجم الطلب:** ويقصد به حجم الأوراق المالية التي يريدها المستثمر إما شراء أو بيعا.

وتصنف الأوامر إلى أوامر محدودة، وأوامر السوق، وأوامر الإيقاف والأوامر المحددة لحجم الصفقة، والأوامر هي كالتالي:

أ- **أوامر محدودة:**¹ وهو الأمر الذي يعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم به بيع أو شراء الورقة المالية محل الصفقة، ومن ثم ليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد، ويكون هذا السعر في حالة أوامر البيع بمثابة السعر الأدنى، وفي حالة أوامر الشراء بمثابة السعر الأعلى. كما تصنف الأوامر المحددة إلى أوامر يومية وأوامر مفتوحة.

- **الأوامر اليومية:** يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل في البورصة.

- **الأوامر الأسبوعية:** يتم التعامل بموجبها حتى نهاية الأسبوع الذي صدرت فيه.

- **الأوامر المفتوحة:** هي الأوامر التي يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغاؤها وذلك وفقا لشروط يتلقاها من طرف المستثمر.

ب- **أوامر السوق:**² تدل هذه الأوامر على أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر جاري التعامل به في السوق، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر ممكن حسب سعر السوق، بينما أمر البيع بسعر السوق يكون بأعلى سعر جاري التعامل به في السوق، هذا ما يعني أن أوامر السوق تتم إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وعادة ما تكون بكميات قليلة بحيث لا تحدث تغيرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.

ت- **أوامر الإيقاف:**³ وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا وهبوطا) مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، ويأخذ أمر الإيقاف إحدى الشكلين التاليين:

- **أمر إيقاف محدد:** وهي أوامر الإيقاف التي تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد من سعر التنفيذ عند تجاوزه سعر الإيقاف كما هو في حالة أوامر الإيقاف غير المحدودة، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر

¹ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص47.

² عبد الغفار حنفي، المرجع نفسه، ص46.

³ محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص251.

الواحد، سعر إيقاف يجري التنفيذ به عند الوصول إليه، وسعر محدد لا يجري التنفيذ به عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

- أمر إيقاف غير محدد: بعد تحديد سعر الإيقاف ووصول الورقة المالية إليه لا بد من التنفيذ حتى وإن تعدها، ففي أمر الإيقاف بالبيع لا بد للسماز تنفيذ الأمر عند وصول السعر المحدد للإيقاف أو انخفاضه عنه، بينما في حالة أمر إيقاف الشراء لا بد من التنفيذ عند وصول السعر إلى ما هو محدد للإيقاف أو أعلى منه.

ث- الأوامر المحددة لحجم الصفقة:¹ وتعلق هذه الأوامر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها، حيث يقوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه من نوع معين من الأوراق المالية ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة.

ثانيا: تنفيذ أوامر البورصة.

تم عملية تنفيذ أوامر البورصة بإحدى الطريقتين التاليتين:²

1- طريقة صفقات البورصة: وهي الطريقة غالبية الاستعمال، وتتمثل في النداء باسم العميل فإذا وجد النداء قبولا من سمسار آخر يصرح برغبته في التعاقد مع ذكر الثمن وعندئذ تنفذ الصفقة، مع الإشارة إلى أنه يجب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة وعلنية، سواء شفويا أو كتابيا على لوحة التداول فإذا وجد السماسرة مجيبا لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك ويترتب على التدوين حق التقدم في عقد الصفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل فيها، وكان السعر المعلن للشراء في البورصة يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه، أو كان سعر البيع المدون في اللوحة يساوي سعر الشراء المعلن عنه أو يقل عنه، فإذا لم يتلقى الطلب أو العرض مجيبا في نهاية يوم التداول فإن الأسعار المدونة تعتبر أسعار إقفال.

2- طريقة الصفقات التطبيقية: وهذه الطريقة تفترض أن نفس السمسار تلقى أمرين من عميلين مختلفين أحدهما بالبيع والآخر بالشراء لعدد معين من الأوراق المالية، عندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العميلين، ومن هنا فإن الصفقات التطبيقية تحرم العملاء من العلانية التي تكفلها الطريقة السابقة الذكر والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر،

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 114.

² أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 132.

وحتى لا يكون في إجراء الصفقات على هذا النحو تفويت فرصة الحصول على سعر أفضل في البورصة فإنه يتعين اتباع متوسط أسعار اليوم أو سعر أحدث عملية عقدت في المقصورة، وذلك متى كانت أوامر البيع والشراء بأحسن ما يكون، فإذا كانت الأوامر بسعر محدد تعين انتظار عقد صفقة في المقصورة بالسعر المحدد ليتم التعاقد بمقتضاه.

ثالثاً: تكاليف الاستثمار في البورصة.

إن الاستثمار في البورصة ترافقه العديد من التكاليف التي ينبغي على المستثمر الإلمام بها قبل الشروع في أي خطوة استثمارية¹. هذه التكاليف تختلف من بلد لآخر ومن وسيط لآخر وهي كالتالي:

1- التكاليف المرتبطة بالوسيط: تنقسم التكاليف المرتبطة بالوسيط إلى تكلفتين هما:²

- **عمولات إصدار أوامر الشراء والبيع:** هي عمولات يدفعها المستثمر للوسيط مقابل تنفيذه لأمر الشراء والبيع.
- **أعباء الاستشارات:** هي أعباء يدفعها المستثمر للوسيط مقابل النصائح والاستشارات التي يحصل عليها من قبل الوسيط.

2- **ضريبة البورصة:** هي ضريبة تفرضها الهيئة المالية للبلد الذي يحتضن البورصة وتختلف نسبة الإخضاع لها من بلد لآخر. وبزيادة أو تخفيض ضريبة البورصة تشجع السلطة المالية الاستثمار في الأوراق المالية أو تكبحه.

3- **الرسم على القيمة المضافة:** هو رسم يحتسب على عمولة إجراء أوامر البيع والشراء وتختلف نسب الإخضاع من بلد لآخر.

4- **حقوق إمساك الحساب:** هي اقتطاعات يحتسبها الوسيط دورياً مرة كل سنة أو مرة كل ثلاثي لقاء إمساك حساب الزبون، وتختلف طريقة حساب هذه الحقوق من وسيط لآخر، إلا أنه وبسبب اشتداد المنافسة بين الوسطاء أصبح إمساك الحساب خدمة مجانية تقدم للزبائن.

5- **الضريبة على القيمة المضافة أو الضريبة على الدخل:** هي ضريبة تفرضها الهيئة المالية لبلد المستثمر ويكون وعاءها الضريبي القيمة المضافة المحققة بين سعر بيع وسعر شراء كافة أنواع القيم المنقولة بما في ذلك الأسهم، ففي حالة عدم تحقيق أي قيمة مضافة أو عدم إجراء عمليات بيع للقيم المنقولة لا تحتسب هذه الضريبة، لأنه ليس لها أي وعاء ضريبي. وتختلف نسبة هذه الضريبة من بلد لآخر وتحتسب مرة كل سنة.

¹ عماد الدين شرابي، مرجع سابق، ص 35-36.

² BECKET Michael, Yvette ESSEN, "How the Stock Market Works". Bell & Bain Ltd, 3rd Edition, United Kingdom, 2010, p112-114.

- 6- **اقتطاعات اجتماعية:** هي ضريبة وعاؤها الضريبي القيمة المضافة المحققة من بيع كافة أنواع القيم المنقولة بما فيها الأسهم، وتختلف نسبة الإخضاع من بلد لآخر ويتم احتسابها مرة كل سنة، وهي ضريبة تفرضها الهيئة المالية لبلد المستثمر يكون وعاؤها الضريبي القيمة المضافة المحققة بين سعر بيع وسعر شراء كافة أنواع القيم المنقولة بما في ذلك الأسهم ففي حالة عدم تحقيق أي قيمة مضافة لا تحتسب أي اقتطاعات اجتماعية.
- 7- **المصاريف التي يدفعها المستثمر** نظير تنفيذ الأوامر بأعداد كسرية (عدد الأسهم ليس من مضاعفات 100)، لأن معظم البورصات تتعامل في مجموعات مكونة من 100 ورقة ومضاعفاتها.¹
- 8- **تكاليف الفرص البديلة** بسبب اختيار ورقة دون الأخرى.²

¹ جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزء 3، الجزائر، 2002، ص 94.

² بلعطار زولبخة، أثر إدراج الشركات في البورصة على أدائها المالي (دراسة حالة شركة رويبة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2014/2015، ص 46.

المطلب الرابع: تسعير الأوراق المالية في البورصة.

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلاتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباع والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، إلا أن سيرورة عمل قوى هذه السوق تتأثر إلى درجة ما بالأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير بها، وتتسم هذه العملية بعدة تقنيات في مختلف أسواق الأوراق المالية العالمية.

ويتأثر سعر البورصة بعدة عوامل تختلف باختلاف طبيعة الورقة محل التفاوض، فإذا كانت هذه الأوراق المالية عبارة عن أسهم مثلا فإن أسعارها تتأثر أساسا بوضعية المنشأة ماضيا، حاضرا ومستقبلا وخاصة فيما يتعلق بالأرباح، تطور رقم الأعمال، معدل نمو المنشأة وتوقعات المستثمرين المستقبلية، أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة وذلك على أن المستثمر ينتظر من وراء اقتناء السندات الحصول في أغلب الحالات على عائد ثابت عكس الأسهم التي قد تعود بالفائدة كما قد تعود بالخسارة¹. كما توجد عدة عوامل تؤثر على سعر الورقة المالية بغض النظر عن طبيعتها وهي كالتالي:²

- الظروف الاقتصادية السائدة في البلد.
- السياسات المالية المنتهجة والقوانين الضريبية المتبعة.
- معدلات النمو والتضخم والبطالة ومستوى الادخار في الوسط العائلي.
- سمعة الشركة وتوقعات المستثمرين حول مستقبلها.
- عمليات المضاربة في الأوراق المالية.

أولا: تعريف التسعير في البورصة.

- **التعريف 1:** إن السعر في سوق الأوراق المالية هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى الجلسات في السوق المالية والذي يسجل في لوحة التسعيرة بعد انتهائها، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع والشراء للورقة المالية.³

¹ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 120.

² بلعطار زوليخة، مرجع سابق، ص 47.

³ بن اممر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2013/2012، ص 62.

- **التعريف 2:** إن تحديد سعر ورقة مالية في البورصة يتم خلال أوقات التداول المحددة، وإن تلاقي قوى العرض مع قوى الطلب لورقة مالية معينة يكون ما يعرف بالسعر التوازني الذي تنفذ به أوامر البيع والشراء للورقة المالية.¹
 - **التعريف 3:** التسعير في البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما في إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة، ويتم التوصل لسعر بيع ورقة مالية متداولة في البورصة عند بدأ التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات.²
- هناك العديد من التقنيات التي يتم التعامل بها من أجل تحديد سعر الورقة المالية في البورصة وهذا تحت إشراف سلطات البورصة وبمساعدة الوسطاء الماليين، وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل المبادلات كما ونوعا والتي يمكن أن نذكر من بين هذه التقنيات ما يلي:

- 1- التسعير بالمناداة:** يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم في مقصورة البورصة وينادي الباعة بأعلى صوتهم على الأوراق المالية التي يجوزهم أو التي يريدون شراءها مستعملين في ذلك بعض الألفاظ أو التقنيات المتفق عليها، وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة وبذلك يتحدد سعر توازنها الذي تباع به³. تحدث هذه المناداة الكثير من الضجيج والفوضى لذا تستعمل إشارات اليد في غالب الأحيان وتعرف هذه الطريقة بوضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع⁴. وهي طريقة تتميز بالنشاط والحيوية وتسمح للمتدخلين بمراجعة الأوامر التي كانوا ينوون إصدارها بعد الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالتسعيرة على البياض ويرفق بكل مرة تعليق نشر السعر الجديد.⁵
- 2- طريقة Fixing:** والتي يتم بموجبها يتم تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وتكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحني العرض مع منحني الطلب الذي هو سعر التوازن.⁶

¹ بلطار زولبيخة، مرجع سابق، ص46.

² متولي عبد القادر، الأسواق المالية في عالم متغير، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 173-174.

³ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي، لبنان، 2004، ص106.

⁴ فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص82.

⁵ B. Bellettante, la bourse son fonctionnement et son rôle dans la vie économique, Paris hatier 1993, P16.

⁶ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص117.

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

4- التسعير بالدرج: يتم التعامل وفقا لهذه الطريقة بصورة كتابية حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج تسجل فيه كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة وذلك على بطاقة يتم وضعها في هذا الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة، ومن هنا يصبح كل وسيط أو شركة بورصة متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، أما من ناحية كيفية إجراء العملية فتتم عن طريق قيام موظف تابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة والتي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

5- طريقة المعارضة: تدون وفقا لهذه الطريقة جميع عروض البيع وطلبات الشراء المتعلقة بالأوراق المالية في سجل خاص، ومجموع هذه السجلات تسمح بالاطلاع على مقدار ما يراد بيعه وما يطلب شراءه من أسهم وسندات وكذا حدود الأسعار المقترحة وبذلك يتحدد سعر التوازن.¹

6- التسعير بالمقابلة: يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع والشراء الخاصة بالورقة المالية في سجل خاص، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذلك حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها التوازن.²

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتعبير وذلك بفضل التقدم التكنولوجي الكبير، حيث جهزت معظم البورصات في مختلف دول العالم بوسائل الإعلام والاتصال الحديثة، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد عن طريق أجهزة الكمبيوتر وشبكة الانترنت دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو وكيله، كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن يتم عن طريق الإعلام الآلي، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى البورصة.

¹ فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 83.

² محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 107.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات التحليل في البورصة.

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من أثر كبير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، لأنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي وبالتالي التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات، وللتعرف أكثر على كفاءة البورصة ومؤشرات التحليل المعتمدة في مختلف البورصات قمنا باختيار الخطة التالية:

- المطلب الأول: تعريف كفاءة البورصة، شروطها وأنواعها.
- المطلب الثاني: المعلومات وطرق تحليلها في البورصة.
- المطلب الثالث: مؤشرات التحليل في البورصة.
- المطلب الرابع: الطرق المستخدمة في بناء المؤشر وحسابه.

المطلب الأول: تعريف كفاءة البورصة، شروطها وأنواعها.

أولاً: تعريف كفاءة البورصة.

- **التعريف 1:** تعرف بأنها مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة لدى المتعاملين، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الأوراق المالية بقيمتها الحقيقية وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبتكلفة منخفضة.¹
- **التعريف 2:** هي السوق التي يتوقع فيها أن تستجيب أسعار الأسهم فيها على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيها، إذ يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للأسهم، أي أن السوق الكفاء هي التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، حيث أن المعلومات التي تأتي إلى السوق وفي أي وقت مستقلة عن بعضها البعض من المتوقع أن تسبب في حركة عشوائية للأسعار.²

¹ دريد كامل آل شبيب، ص 70-71.

² إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 32.

- **التعريف 3:** تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة، ولو يتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلفة ستؤدي إلى تقلب هذه الأسعار.¹
- **التعريف 4:** هي عبارة عن السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما وكافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر التي تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.²
- **التعريف 5:** هي أن يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدد الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية، ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها.³
- **التعريف 6:** هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.⁴

¹ وليد أحمد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص21.

² منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص38.

³ مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية (الأسس والمقترحات)، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية (تجارب ورؤى مستقبلية)، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص4.

⁴ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، العدد، 07، جامعة بسكرة، 2010/2009، ص182.

ثانيا: الشروط الأساسية لكفاءة السوق.

هناك أربعة شروط يجب توافرها في السوق المالي (البورصة) حتى نقول عليه أنه سوق مالي كفء أو أنه تتوفر فيه شروط كفاءة السوق، وتمثل هاته الشروط الأربعة في:¹

1- دقة وسرعة وصول المعلومات: إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة

كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد، وذلك بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

2- كفاءة التشغيل والتسعير: يقصد بكفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) قدرة السوق على خلق التوازن بين

العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية، أما كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) وهي المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

3- السيولة: يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي

أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

4- عدالة السوق: تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية

الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

¹ بن اعمر بن حاسين، حسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، جامعة ورقلة، 2013، ص250.

ثالثا: أنواع كفاءة سوق البورصة.

هناك نوعين لكفاءة سوق الأوراق المالية (البورصة) وهي كالتالي:

1- الكفاءة الكاملة: يقصد بالكفاءة الكاملة أن السوق المالي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة

الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، أي حدوث استجابة فورية لسعر السهم نتيجة تلك المعلومات التي قد تكون معلومات سارة أو غير سارة، هذا بالطبع يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول المستثمر أو آخر على تلك المعلومات ومنه لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره¹. وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي بتوفر مجموعة من الشروط أهمها:²

- وجود عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار وبدرجة سيولة عالية وهذا سوف لا يفسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار.
- تمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.
- إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، هذا ما يجعل جميع توقعات المحللين والمستثمرين متماثلة فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات.
- تجنب القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة.

2- الكفاءة الاقتصادية: الكفاءة الاقتصادية هي مدى تأثير السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين،

ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية اتجاه المستثمر وهي محاولة تعظيم ثروته الخاصة وهذا ما يحفز نحو الدخول في تنافس للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق هذا الهدف، والكفاءة الاقتصادية هي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق هذا ما يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت³.

¹ سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين الشمس، مصر، 2002، 236.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 206.

³ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014/2015، ص 77.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

رابعاً: مقومات كفاءة البورصة الجيدة.

هناك ثلاث مقومات أساسية حتى تكون البورصة ذات كفاءة جيدة وهي:

- 1- **كفاءة التسعير الخارجية:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويعني بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير، وهذا ما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة بالإضافة إلى وصولها إلى جميع المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة¹، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادية فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد تتحقق أرباح غير عادية في هذا السوق عن طريق تلقي مستثمر عديم الخبرة أو المستثمر الكسول لخسائر فادحة وذلك راجعاً لدخوله للسوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، وهذا لا يعني أن السوق عديم الكفاءة بل يرجع ذلك لكسل وجهل المستثمر ذاته بالمعلومات المتاحة².
- 2- **كفاءة التشغيل الداخلية:** يطلق على كفاءة التشغيل الداخلية بالكفاءة الداخلية وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية عن العمولات للوسطاء الماليين دون أن تباح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالى فيه³.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص191.

² زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص198.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص205.

3- **كفاءة التخصيص**: إن المهمة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز أو طالي هذه الأموال، وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص والتي يقصد بها تحويل وتخصيص الأموال المتاحة إلى أكثر التوظيفات الاستثمارية ربحية.¹

خامسا: الصيغ المختلفة لكفاءة البورصة.

قام كل من هاري موريرت وبوجن فاما بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات كما يلي:²

1- **فرض الكفاءة الضعيفة**: يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمتها السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

2- **فرض الكفاءة شبه القوية**: تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية، الظروف الاقتصادية في الدولة، ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

3- **فرض الكفاءة القوية**: فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

¹ جحنين كريمة، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء وترشيد قرار الاستثمار في البورصة (دراسة حالة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA روية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013/2014، ص59.

² وليد أحمد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص58-60.

المطلب الثاني: المعلومات وطرق تحليلها في البورصة.

تعتبر المعلومات عن مجموع البيانات التي يحصل عليها متخذ القرارات، وكلما كانت هذه البيانات صحيحة ومتوفرة في الوقت المناسب كلما كانت الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة وفيما يلي تعريف للمعلومات وكيفية تحليلها.

أولاً: تعريف المعلومات.

يمكن تعريف المعلومات بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها لمستخدميها بشرط أن يكون لها معنى، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، فالمعلومات تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومات دورها كاملاً لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفرها في الوقت المناسب، الشمولية والاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية والعدالة، وتعني توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.¹

ثانياً: مصادر المعلومات.

1- مصادر داخلية للمعلومات: مصدرها يكون من داخل المؤسسة كالتقارير المنظمة وغير المنظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة متوسطة وقصيرة الأجل، إضافة إلى هنا نجد مصدراً إضافياً للمعلومات ممثلاً في العمال حيث يقدمون معلومات بطبيعة غير رسمية، فالحديث مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة ومفيدة، كما لا نسي المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسات في التسيير والإدارة.²

2- مصادر خارجية للمعلومات: وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:³

- عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة: وهي عملية متكررة وضرورية، مثل المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات من مكاتب البحوث والدراسات.... الخ.
- النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجالات أو جرائد متخصصة.

¹ R- Reic, Système d'information et management d'organisation, Edition Vuibert, 1995, p10.

² Laurence Gitman et Michel joehmk, Investissement et marchés Financiers, Pearson. Eucationfrance, 9 editions, 2005, p08.

³ ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص82.

ثالثا: أنواع المعلومات

في ظل الكفاءة يفترض أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتاحة لكفاءة تلك الأوراق، أما إذا عكست الأسعار بالسوق بعض المعلومات ولم تعكس البعض الآخر تقل درجة كفاءة السوق. ولقد صنف فاما تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة المالية الى ثلاث مجموعات على النحو التالي:¹

1- المعلومات التاريخية: وهي المعلومات التي تخص الفترات السابقة وتكون متاحة للجميع مثل: أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم.

2- معلومات جديدة (حالية): وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن، وتكون هذه المعلومات أيضا متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية، إلا أنها قد تحتاج لبعض التفسير وربط المتغيرات بعضها ببعض.

3- معلومات خاصة: وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض دون الآخر، وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المنشأة، إن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليتين:

- الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين.
- فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

4- المعلومات المستقبلية: المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل.

رابعا: تحليل المعلومات

أ- التحليل الأساسي: يتصرف القائمون به والذين يدعونهم بالأساسين إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى عدة مستويات (متعددة كلية وقطاعية وجزئية) للمنشأة بهدف التعرف على عائدها المتوقع والمخاطر المصاحبة لذلك. إن التحليل الأساسي يتصرف نحو المستقبل في إجراءاته أي أن التحليل الأساسي يركز على تحديد القيمة الحالية للورقة المالية². ويشمل التحليل الأساسي للورقة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية (الكلية، القطاعية، الجزئية) وهي³:

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص 106-107.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 289-290.

³ محمود محمد الداغر، المرجع نفسه، ص 290-291.

- بالنسبة للمتغيرات الاقتصادية الكلية يتناول المحللون:

- الناتج القومي والدخل القومي ومعدلات نموها.
- معدلات التضخم والبطالة في الاقتصاد.
- عرض النقود والطلب عليها.
- متوسط دخل الفرد الحقيقي ونموه.
- حالة الدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد.
- القيمة المضافة المتحققة من الصناعة صاحبة الورقة محل التحليل.
- الاستخدام في الصناعة.
- حجم الاستثمار في الصناعة.
- حجم التسجيلات الائتمانية للقطاع.
- مؤشر حالة القطاع.

- أما المتغيرات الاقتصادية الجزئية:

- عدد الرخص الممنوحة.
- حجم القروض الممنوحة للمنشآت المنافسة.
- مبيعات المنشأة ونموها.
- إنتاجية العمل ورأس المال في المنشأة.
- قوائم التحليل المالي (المركز المالي) قائمة الدخل.

ب- التحليل الفني: يعمل القائمون عليه ويدعونهم بالفنيين إلى تحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة

المالية واكتشاف تلك الأنماط من التغيرات بما يسمح بتحديد قيمة الأوراق مستقبلا عند اتخاذ القرار الاستثماري¹. حيث يؤمن المحلل الفني بأن أي شيء يمكن أن يؤثر على السعر سواء اقتصاديا، سياسيا، نفسيا أو أي عنصر آخر هو في الحقيقة ينعكس تماما على سعر السوق، وبالتالي فإن دراسة سلوك السعر هو كل ما نحتاجه، فمن خلال دراسة الرسوم البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الإحصائية الفنية، فإن المحلل يجعل السوق يخبره هل هو متوجه ارتفاعا أو نزولا، المحلل الفني لا يحاول التذكي على السوق أو اختراع

¹ محمود محمد الداغر، المرجع نفسه، ص 288.

التوقعات وإنما يستخدم الأدوات والتقنيات الفنية لمساعدته في عملية دراسة سلوك السوق، فهو يعلم بأن هناك أسباب وراء ارتفاع أو نزول السوق ولكن لا يؤمن بأن معرفة هذه الأسباب يعتبر ضروريا في عملية الخروج بالتوقعات.

إن السوق لا يتحرك عشوائيا وإنما هناك علاقة منتظمة بين الأسعار التاريخية والأسعار المستقبلية يعبر عنها التحليل الفني باتجاه السعر، الغرض الرئيسي من دراسة سلوك السوق هو التعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال تطورها لغرض المتاجرة مع هذه الاتجاهات، لأن اتجاه السوق هو صديق المستثمر والقاعدة هنا أن الاتجاه سيستمر قائما حتى تظهر إشارات تنبئ بانعكاسه.¹

¹ رائد محمود أبو طربوش، الاحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص63.

المطلب الثالث: مؤشرات التحليل في البورصة.

أولاً: تعريف مؤشرات التحليل في البورصة.

ظهرت المؤشرات في بورصات الأوراق المالية في البداية بغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات قياس أداء السوق حيث أهملت توزيعات الأرباح للأسهم التي تحتوي عليها¹، فكان الغرض الرئيسي هو استخدامها كأداة في التنبؤ باتجاهات حركة الأسعار داخل السوق، وانعكس ذلك على المؤشرات الأولى التي تم تكوينها من حيث حجم العينة وأساليب الترجيح للأسهم المكونة للمؤشر. ويعد مؤشر داو جونز أقدم المؤشرات الموضوعية لهذا الغرض، حيث قامت مؤسسة داو جونز بإعداد هذا المؤشر منذ ما يزيد عن 120 عام، وقد عرف هذا المؤشر عددا من التعديلات لجعله يتماشى مع التحولات الحاصلة في البورصات وأدواتها المالية وأساسيات التعامل بها، وقد أصبحت المؤشرات اليوم أدوات أساسية في إدارة المحافظ الاستثمارية لأنها تمكن من قياس أداء السوق بشكل عام مثل مؤشر CAC 40 الفرنسي أو مؤشر ستندر أند بور S & p500، أو تستخدم لقياس أداء الأسهم التابعة لقطاع نشاط واحد مثل مؤشر قطاع السيارات بفرنسا أو مؤشر داو جونز لشركات النقل²، ومن هنا نخلص إلى وجود نوعين من المؤشرات:

- 1- المؤشرات التي تقيس حالة السوق إجمالاً: وتوضع هذه المؤشرات على أساس عينة من أسهم عدد من الشركات المتداولة في أسواق رأس المال بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس الوضعية المالية السائدة في السوق.
- 2- المؤشرات التي تقيس حركة أسعار الأسهم التابعة لصناعة محددة أو قطاع نشاط معين: وفي هذه الحالة يبنى المؤشر على أساس عينة من أسهم مجموعة من الشركات تابعة لنفس الصناعة أو القطاع، مثل مؤشر ستندر أند بور لصناعة الخدمات العامة، وتجدر الإشارة إلى أنه عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود حينئذ يطلق على السوق بالسوق الصعودي أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط حينئذ يطلق على السوق بالسوق النزولي³، ويكون السوق صعودي إذا كان معدل العائد الذي يحققه المؤشر أعلى من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس إذا كان السوق هبوطي.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، القاهرة، مصر، 1998، ص222.

² Vialles, Rodolphe, Savoir investir en bourse avec internet, 2PèmeP édition, Vuibert, paris, 2005, p24.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص246.

ثانيا: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات.

يمكن المؤشر من التعرف على ما يجري داخل سوق رأس المال ويمكن حصر استخداماته في النقاط التالية:

- 1- متابعة أداء المحفظة الاستثمارية: تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغيير في سعر سهم ما والتغيير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق¹، وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر. أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يشكل محفظة استثمار كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر²، وأخيرا يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق.
- 2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق³، لذلك فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها العائد الذي يقدمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر المحترف.
- 3- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم: يمكن التوصل إلى نمط التغييرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغييرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل⁴، وهو الفكر الذي يعتمد عليه التحليل الفني ويرفضه رفضا تاما التحليل الأساسي.
- 4- تقدير مخاطر المحفظة المالية ومعامل المخاطر المنتظمة: تتمكن بعض المؤشرات المبنية على أساس عينة متنوعة تنوعا جيدا من حساب معامل المخاطرة المنتظمة بيتا⁵.

¹ منير إبراهيم هندي، المرجع نفسه، ص 247.

² أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 233.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 247.

⁴ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 234.

⁵ بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 49.

المطلب الرابع: الطرق المستخدمة في بناء المؤشر وحسابه.

تحتوي البورصات العالمية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات لأسعار الأسهم وأسعار السندات وكذا مؤشرات لأسعار السلع المتعامل عليها في أسواق العقود المستقبلية. ورغم التفاوت بين تلك المؤشرات من حيث كيفية بناءها فإنها جميعا تقوم على الأسس التالية: العينة الملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة وطرق واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر.

1- ملائمة العينة:¹ يقصد بالعينة هنا مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، هذه العينة يجب أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع والمصدر.

- **الحجم:** فإن القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق.

- **الاتساع:** يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، أي أنه إذا كان المؤشر يهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، لكن إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين هنا تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لذلك القطاع.

- **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق، فمثلا إذا كانت الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك ينبغي أن يكون حساب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة في تلك البورصة، وليكن سعر الإقفال مثلا. ورغم ما قيل مسبقا فإن الواقع يؤكد أن المؤشر الذي يقوم على عينة صغيرة قد لا يقل كفاءة عن مؤشرات تقوم على عينة أكبر مثل مؤشرات داو جونز ومؤشرات ستاندر أند بور، ويرجع ذلك إلى أن:

- القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها مثل تلك العينات الصغيرة تمثل نسبة عالية من القيمة السوقية للأسهم التي يتضمنها المجتمع الذي سحبت منه.
- أسعار الأسهم عادة ما تسير في نفس الاتجاه صعودا أو هبوطا وهذا يعني أن العينة الصغيرة يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للنشر، مرجع سابق، ص 241-246.

2- الأوزان النسبية لمفردات العينة: يقصد بالأوزان النسبية هنا القيمة النسبية للسهم داخل العينة وهناك أربعة مداخل

لتحديد الوزن النسبي للسهم هي: مدخل الوزن على أساس السعر، مدخل تساوي الأوزان، مدخل الوزن على أساس القيمة، مدخل السعر التناسبي¹.

أ- مدخل الوزن على أساس السعر: وزن السهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر.

• كيفية تحديد الوزن النسبي على أساس السعر: إذا كان المؤشر من ثلاثة أسهم فقط هي: أ، ب، ج وأسعارها 10، 40، 50 دج على التوالي فإن أوزانها النسبية تحسب كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (04): طريقة حساب الأوزان النسبية.

السهم	الأسعار	الأوزان النسبية للسهم	الأسعار الجديدة للأسهم	متوسط العائد
أ	10	$0.1 = 10/100$	15	$(130-100)/100$
ب	40	$0.4 = 40/100$	50	=
ج	50	$0.5 = 50/100$	65	30 %
القيمة المطلقة للمؤشر	100	1 (100%)	130	

المصدر: من إعداد الباحث.

ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، حيث أن هذا الأخير قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها. ومن بين أهم المؤشرات التي تقوم على هذا المدخل نجد مؤشر داو جونز.

ب- مدخل الأوزان المتساوية: يعني إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، فإذا تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا تمثل فيها المنشأة إلا بسهم واحد فإن تساوي الأوزان (في ظل تباين الأسعار التي يتكون منها المؤشر) يتطلب حساب كمية وهمية (جزء من سهم) تتحدد بقيمة مقلوب السعر وذلك حتى تكون القيمة متساوية (السعر × الكمية الوهمية).

¹ هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 252-258.

- كيفية تحديد الوزن النسبي للسهم على أساس الأوزان المتساوية: لو أن مؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشآت أ، ب، ج فإن الكمية الوهمية من السهم (أ) سوف تساوي $(1/100=0.01)$ ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر × الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد $(2=1/100 \times 200)$ وبنفس الطريقة نجد الوزن النسبي ل (ب) و (ج). والجدول الموالي يوضح كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر في ظل مدخل الأوزان المتناسبة.

جدول رقم (05): كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر في ظل مدخل الأوزان المتناسبة

السهم	س1	ك	و1	س2	و2	ع
أ	500	0.020	1.0	80	1.15	0.60
ب	40	0.025	1.0	500	1.25	0.25
ج	10	0.100	1.0	20	2.00	1.00
		قيمة المؤشر	3.0		4.85	
متوسط عائد المؤشر = $(4.85-3) / 3 = 0.616$						
متوسط عائد السهم = $(1.00+0.25+0.6) / 3 = 0.616$						

المصدر: من إعداد الباحث.

حيث أن:

- س1، س2: سعر السهم في نهاية السنة الأولى والثانية على التوالي.

- ك: الكمية الوهمية.

- و1، و2: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر في السنة المعينة (و = س × ك)

- ع: عائد السهم أي (و1 - و2)

ويعاب على هذا المدخل أنه يعطي أوزانا متساوية للأسهم، رغم احتمال تباين حجم وأهمية المنشآت التي أصدرتها، بالإضافة إلى أنه إذا كان الوزن النسبي متساو في السنة (و1) فإن هذا التساوي دائما ما يختفي مع التغير في الأسعار.

ت- مدخل الأوزان حسب القيمة: هذا المدخل يعطي أوزانا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد

الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، فالمنشآت التي

تساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو

عدد الأسهم المصدرة وهذا يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر. والجدول التالي يوضح كيفية حساب المؤشر باستخدام مدخل القيمة.

جدول رقم (06): كيفية حساب المؤشر باستخدام مدخل القيمة

السهم	ن	س1	ق1	س2	ق2
أ	015	12.5	750	020	1200
ب	17.5	010	700	12.5	0875
ج	030	02.5	300	005	0600
		قيمة المؤشر	1750		2675
متوسط العائد على السوق = $(2675 - 1750) / 1750 = 52.85\%$					

المصدر: من إعداد الباحث.

حيث أن:

- ن: عدد أسهم المنشأة.

- س1، س2: سعر السهم في السنتين الأولى والثانية على التوالي.

- ق1، ق2: القيمة السوقية (ن × س) للأسهم المنشأة في السنتين على التوالي.

ومن عيوب المؤشرات المحسوبة على هذا الأساس قيمة التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد عنه، حيث يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغير. ومما سبق نلاحظ أن كل مؤشر يعطي نتائج مختلفة عن المؤشرات الأخرى، لذلك ينبغي أن يكون المستثمر مدركاً للأسس التي تحسب على أساسها المؤشرات حتى يمكنه مقارنة أداء محفظة أوراقه المالية بأداء السوق، وهو ما يتطلب منه حساب عائد المحفظة بنفس الطريقة التي يحسب بها عائد المتوسط محل المقارنة.

ث- مدخل السعر التناسبي¹: ويتم حساب هذا المؤشر يوميا عن طريق ضرب قيمة المؤشر السابق في الوسط

الهندسي للأسعار التناسبية اليومية للأسهم التي يحتوي عليها المؤشر، ويقصد بالسعر التناسبي سعر اليوم مقسوماً على سعر الأمس.

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص71.

• كيفية تحديد مدخل السعر التناسبي: يمكن حساب قيمة المؤشر المكون من سهمين في اليوم (م+1) على

أساس الخطوات التالية:

أ- تحديد الأسعار التناسبية بالصورة التالية:

$$- \text{للسهم أ} = 26/20 = 1.3$$

$$- \text{للسهم ب} = 22/40 = 0.55$$

ب- تحديد الوسط الهندسي بالصورة التالية:

$$0.8455 = 1/2 (0.55 \times 1.3)$$

ت- إذا افترضنا أن قيمة المؤشر في اليوم (م) يبلغ 120، فإن قيمته في اليوم (م+1) تحسب بالصورة التالية:

$$101,46 = 0,8455 \times 120$$

أي بنقصان قدره:

$$18,54 = 101,46 - 120$$

3- الطرق المستخدمة في حساب قيمة المؤشر:

تؤثر الطريقة المستخدمة في حساب المتوسط على قيمة المؤشر حيث يتم حساب معظم المؤشرات على أساس

المتوسط الحسابي مثل: مؤشر داو جونز ومؤشر ستاندر أند بور، إلا أن هناك بعض المؤشرات التي يعتمد حساب

قيمتها وعائدها على المتوسط الهندسي مثل:

- مؤشر الفاينانشال تايمز 30.

- المؤشر العام للسوق ببورصة نيويورك.

- عيوب المؤشرات التي تعتمد على المتوسط الهندسي¹:

يتمثل في ارتفاعها ببطء شديد وانخفاضها بسرعة شديدة، بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على

أساس المتوسط الحسابي، لذلك تستغرق المؤشرات الأولى (التي تحسب على أساس المتوسط الهندسي) فترة

طويلة لتحسين أدائها الضعيف.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 141.

- عيوب المؤشرات التي يعتمد على المتوسط الحسابي¹:
- عند وجود شركات لها أسهم قابلة للتجزئة فإن أسعار هذه الأسهم تنخفض وبالتالي ينخفض وزنها في المؤشر حتى وإن كانت من أكبر الشركات وأكثرها تأثيراً على السوق المالية فيسبب ذلك انحرافاً باتجاه الأسفل.
- أنها تعطي وزناً متساوياً لكل تغير في الأسعار وذلك بصرف النظر عن نسبة التغير أي أنه متوسط غير مرجح.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 192.

المبحث الرابع: بورصة الجزائر.

تعد بورصة الجزائر حديثة النشأة حيث كانت انطلاقتها متواضعة تفتقد إلى الجدية وهذا بالنظر إلى الإمكانيات التي يتوفر عليها الاقتصاد الجزائري. وحتى يتسنى لها القيام بدورها الفعال في الاقتصاد ينبغي على السلطات توفير المناخ المناسب لعملها، والعمل على تجنب العراقيل التي كانت ولا تزال تقف في طريق تطورها، وذلك من خلال تدعيم بنيتها القانونية والمؤسسية مع تحفيز جانبي العرض والطلب فيها بالإضافة إلى وضع إستراتيجية متكاملة تحبى مناخ ملائم لنمو المدخرات المالية ولاستقطاب رؤوس الأموال، الأمر الذي يؤدي إلى الرفع من قدرة السوق المالي في الجزائر على مساهمة متطلبات عولمة الأسواق المالية السائدة والاستفادة من مزاياها وفوائدها وعلى مواجهة التحديات التي تفرضها هذه العولمة، ولمعرفة بورصة الجزائر أكثر وكل ما له علاقة بها سنعتمد على الخطة التالية:

- **المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر.**
- **المطلب الثاني: تعريف وأهمية بورصة الجزائر.**
- **المطلب الثالث: معوقات سير بورصة الجزائر.**
- **المطلب الرابع: آليات وسبل تفعيل سير بورصة الجزائر.**

المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر.

تعتبر البورصة العمود الفقري لاقتصاديات الدول المتطورة وركن أساسي من أركان الهيكل المالي في أي اقتصاد حر، حيث تشكل البورصة جانب مهم في تطوير أساليب التحول نحو اقتصاد السوق. ولتكريس هذا الاتجاه جاء المرسوم القانوني رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق المالي الجزائري الذي أسس لنظام القيم المنقولة المتداولة الصادرة من الدولة أو الأشخاص المعنوية العامة وشركات المساهمة الخاصة في الجزائر. ولهذا فإن إنشاء سوق للأوراق المالية (البورصة) يقتضي توفر الشروط اللازمة لحماية الادخار العام وتحقيق الأهداف العامة المسطرة من طرف الدولة، هذا ما يتطلب توفير الإطار القانوني والتنظيمي اللازمين لإنشاء سوق للقيم المنقولة على درجة عالية من الكفاءة يشجع الأفراد والشركات للاستثمار فيها.

إن الدولة الجزائرية ومنذ حصولها على الاستقلال سنة 1962 وإلى غاية 1988 كانت تتبنى النظام الاشتراكي الذي يتميز بسيطرة القطاع العام على المشاريع الاقتصادية، الأمر الذي يفرض بطبيعة الحال تحمل الدولة عبء توفير

رؤوس الأموال لهذه المشاريع ومتابعتها ودعمها وإنقاذها في كثير من الأحيان، ومع التطورات التي عرفها الاقتصاد العالمي كان من الضروري على الجزائر القيام بإصلاحات تمكنها من مسايرة هذه التطورات، ففي سنة 1988 منحت الدولة الاستقلالية للمؤسسات العمومية وذلك عن طريق خصصتها في وقت لاحق، كما أعلنت الدولة في بداية سنة 1990 انتقال اقتصادها من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق وبالتالي توقف الدولة عن تمويل المشاريع مما جعل هذه الأخيرة تعتمد على طرق التمويل التقليدية أي عن طريق البنوك، بالإضافة إلى قيامها بمجهودات في التسيير للحصول على تمويل ذاتي كافي إلا أن هذه الطرق التمويلية صارت مكلفة وكان من الضروري مع هذه المعطيات الاقتصادية ظهور فكرة البورصة في الجزائر قصد تكملة وتنويع مصادر التمويل.¹

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر للأوراق المالية تندرج في إطار الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي تبنتها الجزائر في نهاية الثمانينات وبالضبط في سنة 1988 وذلك في عدة قوانين اقتصادية ومالية تمثلت في القانون رقم 01/88 المتعلق بتوجيه المؤسسات الاقتصادية العمومية وكذا القانون رقم 03/88 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، حيث تم تقسيم رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم وزعت ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم، ومن هنا ظهرت الحاجة الملحة لإنشاء سوق مالي في الجزائر (البورصة) يتم من خلاله تبادل هذه الأسهم، وهذا ما حصل فعلا حيث تم إنشاء بورصة الجزائر لتنسجم مع إستراتيجية التنمية الجديدة التي تبنتها الجزائر باعتبارها أداة أساسية لإرساء قواعد السوق وللتزامن مع بداية تحرير قطاعي الحقيقي والمالي وفسح المجال واسعا أمام اقتصاد السوق.²

وفي سنة 1990 تم إنشاء مؤسسة القيم المنقولة (Société des valeurs mobilières) SVM، وهي شركة مساهمة رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة وكان رأسمال هذه المؤسسة في حدود 320 000 دج، قبل أن يصل إلى 9.32 مليون دج سنة 1992، وتم تعديل المركز الاجتماعي لها لتتغير من مؤسسة القيم المنقولة إلى بورصة القيم المنقولة (Bourse des valeurs mobilières) BVM، إلا أن بورصة القيم المنقولة لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وتكييف القانون التجاري لقواعد السوق، وكان القانون رقم 08/93 الصادر بتاريخ 1993/04/25 المتمم والمعدل للأمر رقم 59/75 الصادر بتاريخ 1975/09/26 المتعلق بالقانون التجاري والذي يحمل في طياته النص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وأيضا تعريف

¹ محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000/1999، ص 369-371.

² بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 13، جامعة بلعباس، 2016، ص 57-58.

القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة¹. ويمكن تبرير إنشاء بورصة الجزائر بمجموعة من الدوافع التالية:²

- تعتبر البورصة بديلا عن التمويل التقليدي لتمويل الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية، فهي تحول الموارد المالية (المدخرات) بطريقة مباشرة بين الأعوان الاقتصاديين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي (أشخاص أو هيئات من المقيمين وغير المقيمين).
- تساهم البورصة في خلق أدوات مالية حديثة تعتبر بدائل هامة للمدخرين الذين تتجه أغلب اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه البدائل الأخرى كالاستثمار في العقارات والمضاربة فيها.
- تعتبر البورصة إطارا مناسباً لفتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المساهمين الخواص (طبيعيين أو معنويين كانوا محلين أو أجنب)، وبالتالي تجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية الذي تبنته السلطات الجزائرية.
- السماح للاقتصاد الوطني بمسايرة التطورات الحاصلة على المستوى العالمي في إطار العولمة المالية.
- السماح للخزينة العمومية بطرح سندات متوسطة وطويلة الأجل في بورصة الجزائر كتقنية جديدة لجمع الادخار من أجل إعادة تمويل المؤسسات العمومية والاستثمارات والأنشطة الحكومية.
- تمويل عجز ميزانية الدولة.
- تكريس مبدأ الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق.³

ثانيا: تطور بورصة الجزائر.

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990 ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

- المرحلة التمهيدية (1992/1990): نص المرسوم 101/90 المؤرخ بتاريخ 1990/03/27 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى.

¹ حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد (دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 02، 2018، ص135

² بن شنهو فريدة، مرجع سابق، ص58.

³ ححيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي المناخ الاستثماري (دراسة بورصة الجزائر)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، 2016، ص244.

وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء شركة القيم المتداولة، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر **320 000** دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية¹. وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى **9 320 000** دج كما غير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية. كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 169/91 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة والمرسوم رقم 170/91 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.²

- **المرحلة الابتدائية (1996/1993):** بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08/93 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.³

- **مرحلة الانطلاق الفعلية (1999/1996):** مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها كما تم اختيار الوسيط وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.⁴

¹ youcef debbouh , le nouveau mécanisme économique en Algérie, OPU, Alger, 2000, P15.

² رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2010، ص38.

³ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص78.

⁴ رشيد هولي، مرجع سابق، ص38.

المطلب الثاني: تعريف وأهمية بورصة الجزائر.

أولا: تعريف بورصة.¹

1- تعريف شركة تسيير بورصة القيم: يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المعروفة اختصارا بـ (SGBV) في 27 شارع العقيد عميروش بالجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره **485 200 000,00** دج، وقد تأسست بموجب المرسوم القانوني رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها فعليا في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

2- المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

- البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.
- شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.
- البنوك الخاصة: يونيون بنك UB.

3- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

- بنك التنمية المحلية (BDL).
- البنك الخارجي الجزائري (BEA).
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR).
- القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- البنك الوطني الجزائري (BNA).
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك (CNEP).

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz

- البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie.
- السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria.
- BNP PARISBAS El Djazair.
- Société Générale Algérie.
- Tell Markets.

4- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

5- أسواق بورصة الجزائر: تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر سوقا لسندات رأس المال وآخر لسندات الدين.

أ- تتكون سوق سندات رأس المال من:

- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا أربعة (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات.

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق

في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (الصادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012)، حيث يمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال، ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

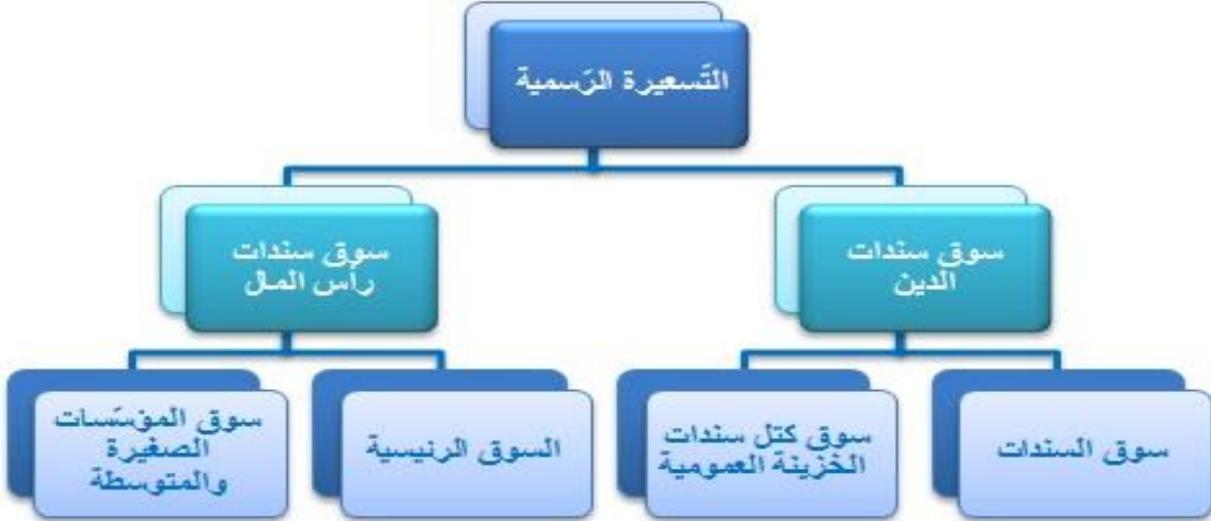
من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، حيث نجد أن الشركة

الوحيدة المدرجة في هذا السوق هي AOM Invest .

ب- تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، حيث تأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي يقارب 400 مليار دينار جزائري. ويتم تداول سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7، 10 و 15 سنة من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع، ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة:

الشكل رقم (01): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz.

6- شروط القبول في بورصة الجزائر:

- أ- السوق الرسمي: لقبول إدراج الشركات في السوق الرسمي يجب توفر ما يلي:
- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (SPA).

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5 000 000,00 دج).
 - أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب.
 - أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر، بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على ألا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
 - أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
 - يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على الأصول قبل عملية الإدراج.
 - إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة.
 - ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
 - تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
 - العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
 - الطرح للاكتتاب العام لسندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
 - ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.
- ب- سوق السندات:** تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي أصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون، كما يجب أن يكون سعر سندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500 000 000,00 دج) وذلك يوم الإدراج.
- ت- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:** تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، حيث صارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:
- تكون على شكل شركة ذات أسهم كما يجب عليها لها أن تعين ولادة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى مرقى البورصة.

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.
- تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شرط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار. وإلى ذلك لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

7- المتدخلون في بورصة الجزائر:

أ- لجنة المراقبة (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB):

- دورها: تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة ولا سيما من خلال الحرص على:
 - حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
 - العمل على السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.
- ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها خولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:
 - السلطة التنظيمية.
 - سلطة الإشراف والمراقبة.
 - السلطة التأديبية والتحكيمية.
- تشكيلتها: تتشكل من:
 - رئيس يعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات.
 - ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.
- سلطاتها: خولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل إنجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، سلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.
- ✓ السلطة التنظيمية: تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة خاصة بـ:

- الالتزام بالإفصاح عن المعلومات من الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.
 - اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.
 - شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.
 - القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند.
 - القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
 - تسيير محفظة القيم المنقولة.
- وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتنتشر في الجريدة الرسمية.
- ✓ **سلطة المراقبة والإشراف:** وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن على وجه الخصوص:
- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق.
 - قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها.
 - السير الحسن للسوق.
- ✓ **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 يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة وكل انتهاك للأحكام القانونية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأما في المسائل التحكيمية فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:
- الوسطاء في عمليات البورصة.
 - الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV).
 - الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
 - الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

ب- **المؤتمن المركزي:** وتم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003، ويعني المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات المتدخلين.
 - مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.
 - إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).
 - نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.
 - التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته وفقا للمعايير الدولية (ISIN الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).
 - يساعد على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية أو التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...).
- ت- وسطاء عمليات البورصة:

حدد المرسوم القانوني رقم 10/93 المعدل والمتمم في 23 ماي 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 أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد. ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة

ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة ممثلين في البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، بنك التنمية المحلية BDL، بنك الجزائر الخارجي BEA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط- بنك CNEP-Banque، القرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر وسوسيتي جينيرال الجزائر، وشركة خاصة Tell Markets .

● مهام وسطاء عمليات البورصة: يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم القانوني رقم 10/93 المعدل والمتمم في 23 ماي 1993 وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة.
- التداول في السوق لحساب زبائنهم.
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
- ممارسة نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.

- 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.

ثانيا: أهمية بورصة الجزائر

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية إذ تتيح الفرصة لتقابل العرض والطلب، كما أنها تعتبر مقياسا دقيقا لحركة الاستثمار والادخار في البلد، ويمكن تلخيص أهمية بورصة الجزائر في النقاط التالية:¹

- تسهيل عملية الاستثمار الخاصة بالآجال القصيرة: فكثيرا ما تكون بعض الأموال قد فاضت في فترة من الزمن عن حاجات بعض الشركات أو الأفراد إما بسبب التقلبات الموسمية أو بسبب كساد مؤقت يطرأ على بعض أعمالهم، لذلك يلجأ البعض منهم إلى استثمار هذا الفائض في أوراق مالية عن طريق البورصة وهم لا يقصدون البورصة في تلك الفترات إلا لثقتهم التامة في أنهم يستطيعون بيع تلك الأوراق المالية في أي وقت يشاؤون وتحويل قيمتها إلى نقد سائل بالسعر الجاري، ولولا البورصة لظلت تلك الأموال الفائضة معطلة أو لأودعها أصحابها في المصارف حيث يحصلون على معدل فائدة منخفض.

- دراسة تقلبات أسعار الأوراق المالية في البورصة: هذا ما يسمح بتعيين الفعاليات الاقتصادية المثمرة وذلك عن طريق الاطلاع على تقلبات الأسعار وتوجهاتها والتي لها أهمية كبرى في اكتشاف الشركة التجارية أو الصناعية التي لها أمل في النجاح، لذا فإن بيع وشراء الأوراق التجارية في قاعة البورصة يلقي الضوء على ما وصلت إليه القيم النسبية لأوراق الشركات المختلفة، ومع أن الباعث للمضاربين هو الحصول على الأرباح إلا أن نشاطهم يظهر بوضوح في القيم النسبية لأنواع الاستثمارات المختلفة والمتمثلة في الأسهم والسندات، وكلما كثر عدد العمليات في البورصة واتسع نطاقها استطاعت أن تكون مقياسا دقيقا لقيم الاستثمارات التي تعكس آراء المتعاملين عن مركز الأوراق المالية التي يقومون بتداولها بيعا وشراء.

- توزيع المال على مختلف القطاعات: تلعب البورصة دورا هاما من خلال عملها كجهاز لتوزيع الادخار على مختلف الأنشطة الاقتصادية، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة، ولعل ما يحدث من تقلب في الأسعار يعتبر من أهم الأمور التي تعكس حالات المشروع من حيث سيره في طريق التقدم

¹ عبد الرزاق موري، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة، الجزائر، 2005، ص 12-15

والازدهار أو انحرافه نحو الفشل والانهيار لذلك تعتبر تقلبات الأسعار عند رجال الأعمال مقياسا يعكس مدى نجاح المشروع كلما أزدوا استثمار أموالهم.

- المساعدة في تجنب مخاطر تقلبات الأسعار: تساعد البورصة كل من التجار، الصناعيين وحتى المزارعين على توكي الحذر وتجنب أخطار تقلبات الأسعار وتصبح وسيلة من وسائل التأمين ضد تقلبات الأسعار عن طريق عملية التغطية في البورصة. والتغطية تختلف عن عملية المضاربة أي أن المتعامل في البورصة الذي يرغب في التأمين من هبوط أو ارتفاع في الأسعار لسلعة معينة فإنه يشتري أو يبيع كمية معينة موجودة لديه فعلا أو يتعاقد عليها وأن ينتظر وجودها لديه في المستقبل كما هو الحال بالنسبة للمزارع، فإذا وجد المزارع في وقت من الأوقات أن الأسعار السائدة في السوق يعتبرها مربحة أي تغطي تكاليفه وتحقق له ربحا معقولا ويخشى إذا انتظر وقت الحصاد أن ينخفض السعر فإنه يقوم ببيع كمية من القطن مثلا في البورصة تعادل الكمية التي ينتظر أن يحصل عليها أثناء الموسم وذلك بالسعر السائد وقت البيع على أن يتم التسليم وقت الموسم. وعند حلول الوقت يتم التسليم، فإذا هبط السعر فبواسطة عملية التغطية يكون قد تجنب خسارة انخفاض الأسعار، أما المضاربة فيقصد بها محاولة المتعاملين في البورصة الاستفادة من فارق الأسعار بناء على تقديراتهم لأحوال العرض والطلب في المستقبل، والبورصة التي يتم التعامل فيها لأجل هي أداة المضاربة لأنه ليس هناك تسليم ولا استلام للبضاعة لا من جانب البائع ولا من جانب المشتري إذ يقصد الاثنان عند عقد الصفقة قبض أو دفع فارق الأسعار في الوقت المحدد للتسليم لأن المضاربة ضرورية لنجاح البورصة في أداء وظائفها.

- إن البورصة تجعل من الممكن وجود طلب دائم وعرض دائم للسلعة موضوع التعامل، لكن دخول عوامل المقامرة في المضاربة أدى إلى الإضرار بالسوق وجمهور المتعاملين، مثل نشر أخبار كاذبة والتي تؤثر على السعر واحتكار السلعة لمنع البائعين من إمكانية التسليم في الوقت المحدد، مما أدى إلى تقلبات عنيفة في الأسعار وإلى فقد الثقة في البورصة بدلا من أن تكون عامل استقرار، كما أن دخول فئات من الأفراد لا تتوفر لديهم الدراية الحقيقية بأصول المضاربة والتنبيؤ السليم في الأسعار أضربهم.

- تؤمن البورصة جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، ففي فترة الانتعاش الاقتصادي يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بربح أكبر إلى المتعاملين في البورصة وإلى استباق الحوادث وبالتالي إلى دفع عجلة تنمية الاقتصاد إلى الأمام وفي حالة الركود يلاحظ كساد الأوراق المالية.

- تعتبر البورصة سوق مثالية يلعب فيها قانون العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد السعر المناسب والأفضل للورقة المالية وذلك أن عمليات البورصة تجري في جلسة واحدة. وتؤمن سوق البورصة حرية المنافسة وتوافر العلانية التامة

والكافية، وأخيرا اتصال مختلف البورصات في مختلف الدول أدى إلى تعادل الأسعار مما يؤدي إلى اعتبار العالم وحدة اقتصادية واحدة.

كما يمكن أن نذكر أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصات في مختلف أنحاء العالم وهي كما يلي:¹

- ضمان التمويل عن طريق انتقال الأموال من الأطراف التي لديها فوائض مالية إلى أصحاب العجز.
- تقييم الشركات عن طريق السوق أي تسمح باكتشاف الأسعار من خلال التفاعل بين المشتريين والبائعين.
- توفير السيولة أي وجود مشتريين وبائعين في أي وقت وهم على استعداد للمتاجرة.
- خفض مصاريف التبادل بين المتعاملين في السوق مثل مصاريف البحث عن المعلومة ومصاريف الاشهار.
- خفض المخاطر عبر تنويع محتوى المحافظ المالية وتوفير البدائل والاختيارات بواسطة الخيارات المالية والمشتقات.
- تحقيق شفافية أكبر في مبدأ الحركة النقدية أي السيولة وانتقال رؤوس الأموال وضبط واجب الافصاح المالي.
- السماح لمؤسسات القطاع العام والعائلية المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

إن الجزائر بلد يريد إقامة نهضة اقتصادية وصناعية واسعة يحتاج وبلا شك إلى هذه المؤسسة المالية (البورصة) لمد الصناعة برؤوس الأموال المدخرة وإلى تنظيم قانوني يبعث ثقة في الجمهور في هذه المؤسسة لدفعه إلى التعامل معها وتنشيط حركتها، والجزائر ككل الدول النامية تحتاج إلى اجتذاب ادخار الأفراد قصد الاستثمار ومن جهة أخرى يقلل الادخار من الاستهلاك وبالتالي يخفض من الاتجاه التضخمي الذي يرافق برنامج التنمية الاقتصادية عادة.

إن نظام البورصة غير معترف به في الدول الاشتراكية لأنها تنتهج الاقتصاد الموجه وهو اقتصاد مسير من طرف الدولة دون تدخل الخواص، كما أنه من بين الشروط الواجب توفرها لإنشاء البورصة في الجزائر ما يلي:²

✓ على الجزائر أن تنتهج اقتصاد السوق وهذا ما تسعى إليه في الوقت الحاضر بعدما أثبت النظام الاشتراكي فشله.

✓ خصوصية المشاريع الضخمة في الجزائر وبذلك يتسنى للأفراد شراء أسهم وسندات هذه الشركات.

✓ تشجيع الادخار لكي يتسنى لأصحابها شراء هذه الأسهم والسندات، ولذلك نجد أن المستثمرين في الأوراق

المالية نوعان:

¹ فحلول لمبارك، تقييم وتسعير المؤسسات الاقتصادية عند الإدراج لأول مرة في البورصة (OPI) في الأسواق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) خلال الفترة 2007-2014، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 11، جامعة باتنة، 2016، ص 317.

² عبد الرزاق موري، مرجع سابق، ص 15-16.

- نوع يهدف إلى تحقيق الربح عن طريق شراء هذه الأوراق المالية وانتظار ارتفاع أسعارها ثم بيعها وهم المضاربون.
- ونوع آخر هم المستثمرون الحقيقيون الذين يهدفون إلى توظيف مدخراتهم والحصول على عائد لهذه المدخرات من الربح الموزع من قبل الشركات التي يحملون أسهمها وسنداتهما، وهذا النوع من المستثمرين يؤدي لمجتمعه خدمة جليلة أما النوع الأول من المستثمرين فإنهم يعتمدون إلى التأثير على العرض والطلب وإطلاق الشائعات وذلك لتحقيق أهدافهم من الكسب.

المطلب الثالث: معوقات سير بورصة الجزائر.

لم تستطع بورصة الجزائر بعد مرور سنوات من إنشائها على تحقيق الأهداف التي كانت منتظرة منها، ولم تشهد تطورا مقارنة بالتطورات التي شهدتها معظم بورصات دول العالم فقد ضمت بورصة الجزائر على بعض المؤسسات التي تستثمر ضمن قسم القيم المنقولة، حيث يتم التداول على سندات رأس المال أو سندات الملكية (الأسهم) وسندات الدين وهذا ما شكل عائقا في تطورها وازدهارها (بورصة الجزائر)، لكن لا يعتبر هذا هو العائق الوحيد في وجه تطور بورصة الجزائر لذلك سنذكر أهم معوقات بورصة الجزائر وهي كالتالي:

1- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري: إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا مع تبني خيار اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، لكن في الواقع بقي القطاع العام يهيمن على الاقتصاد الجزائري بنسبة كبيرة مقارنة بالقطاع الخاص، كما تأخرت السلطات الجزائرية في تطبيق عمليات الخصخصة للمؤسسات التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة الأمر الذي زاد من عرقلتها نموها وتطورها، وبالرغم من أن قوانين البورصة في الجزائر تشترط بأن يكون الشكل القانوني للمؤسسة المدرجة فيها هو شركة أسهم تبقى أغلب المؤسسات الخاصة في الجزائر مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة.¹

2- ضعف الادخار بسبب التضخم: إن الارتفاع في معدلات التضخم يؤثر سلبا على حجم العمليات المالية وعلى قيمة النقد ومن ثم على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية، كما يضاف إلى ذلك التأثير السلبي على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتماماتهم إلى ارتفاع الأسعار عوض التوظيف في السوق المالي، وقد عرفت الجزائر في بداية التسعينات ارتفاعا حادا في معدلات التضخم والذي كان من بين أهم الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور بورصة الجزائر.² كما أن التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابت أو الضعيف إلى اللجوء لمخدراتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية وهذا عند عدم كفاية دخلهم في تغطية قيمة الاستهلاك الذي اعتادوا عليه.³

3- السوق الموازية: هو المكان الذي تتم فيه الصفقات غير المصرح بها لدى السلطات الجبائية، مقابل أموال متداولة بدون أي أثر بنكي أو بريدي والأرباح المحققة في هذه السوق جد هامة، وبالتالي توجه العائلات مدخراتها إلى هذه

¹ بن شنهو فريدة، مرجع سابق، ص 61.

² نجيب بوخاتم، دور الجهاز المصرفي في عملية التحول الاقتصادي والانتقال إلى اقتصاد السوق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص 98.

³ أمينة بودريوة، واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، 2019، ص 200.

السوق بدل من توجيهها إلى الأصول المالية المتداولة في البورصة، وتمثل هذه السوق في الجزائر قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين حيث يجدون فيها ما يبحثون عنه وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة بالإضافة إلى الحصول على الأرباح من المضاربة.¹

4- ضعف نشاط السوق الأولية: يتميز حجم الإصدارات في بورصة الجزائر بالضآلة وهذا في جانب الأسهم، أما في جانب السندات فهي الأخرى قد عرفت ركودا في السنوات الأخيرة وذلك لغياب الإصدار من طرف الشركات، وترجع أساسا أسباب ضعف نشاط السوق الأولية في بورصة الجزائر إلى²:

- محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين إذ غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية.
- غياب شركات الترويج وضممان الاكتتاب والمكلفة بإدارة الإصدارات والترويج لها، وكذا ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة إذا لم يتم تغطية هذه الأسهم عبر الاكتتابات العامة أو الخاصة، أما إدارة هذه الإصدارات في بورصة الجزائر فتتم من خلال البنوك التجارية.
- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر واقتصارها على الأسهم والسندات، إضافة إلى أن المعروض من هذه الأوراق (الأسهم) محدد بسقف معين وهو 20% فقط من رأسمال الشركة.
- غياب وكالات محلية للتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية للإصدارات، إذ أن وجودها من شأنه أن يزيد من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظرا لما توفره لهم من مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

5- قلة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر: تعد المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو تواجد عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة.³

6- عدم تنوع الأوراق المالية: يعتبر التنوع في الأوراق المالية أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة ومن بين الأسباب التي تقف وراء نجاحها أنها تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية فاسحة المجال لهم لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم وأهدافهم وكذا ميولاتهم الشخصية، حيث يعمل التنوع على تخفيض حجم المخاطر، في حين أن بورصة الجزائر يتداول فيها عدد قليل جدا من الأوراق المالية مما يجعلها

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 286.

² لعتر كريمة، مرجع سابق، ص 173.

³ لعتر كريمة، المرجع نفسه، ص 173.

بذلك تفتقر للكفاءة التقنية، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.¹

7- ضعف الكفاءة المعلوماتية والشفافية: يعاني المستثمرون في العديد من أسواق الأوراق المالية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي يمس في صميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين عليها سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم يحققون مكاسب كبيرة أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات، وعليه وجب توفر الشفافية للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي تقدمها المؤسسات المدرجة في البورصة للجمهور إذ يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي، مالي ومحاسبي بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. أما في الجزائر فنلاحظ عدم الاهتمام بتوفير المعلومات للمستثمرين ويرجع السبب إلى:²

- انعدام نظام للمعلومات الذي يضمن الشفافية لمستعمليها بالإضافة إلى صعوبة الحصول على المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.
- في حالة توافر هذه المعلومات فهي تكون مجملة تفتقر للتبسيط والوضوح ما يجعلها غير مفيدة لأغلب المستثمرين الأفراد باعتبارهم يفتقدون للمهارات التحليلية اللازمة لاتخاذ قرار الاستثمار.
- انعدام مراكز علمية بحثية متخصصة في تحليل المعلومات المالية إضافة إلى كل ذلك فعلى المستثمر في بورصة الجزائر انتظار التقارير السنوية والتي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة وبالتالي لا يستطيع اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار.

8- عدم انضباط حركة الأسعار: لتحقيق الانضباط في حركة الأسعار وجب أن تتوفر في السوق آليات تعمل على ذلك وكذا آليات لإزالة الخلل الشديد بين أوامر البيع والشراء، إذ أن تدفق هذه الأوامر بشكل عشوائي ترجح أحيانا كفة أوامر الشراء لورقة ما وأحيانا أخرى ترجح كفة أوامر بيعها. إن النمط العشوائي لورود الأوامر يخشى أن يكون له التأثير على القيمة السوقية للورقة المالية حيث أنه وفي ظل السوق الكفء ينبغي أن يكون مصدر التغير

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 290.

² هولي رشيد، مرجع سابق، ص 150.

في الأسعار معلومات عن الشركة المصدرة للورقة المالية، أما التغيير الذي يرجع إلى مصادر أخرى فهو غير مقبول وإن حدث فينبغي أن يكون في أضيق الحدود.¹

9- سير عمل البورصة: ما يلاحظ أن شركة إدارة بورصة القيم تقوم بتنظيم جلساتي تداول أسبوعيا وذلك يومي الإثنين والأربعاء من الساعة 09:30 إلى الساعة 11:00 صباحا وهو وقت يعتبر غير كاف إطلاقا.

10- ضعف الحوافز الجبائية: ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، خاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع، التوزيع أو الخدمات وحتى في الأصول المالية، وهو ما يدفع المتعاملين الذين لحق بهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكياتهم الاستثمارية، الاستهلاكية والادخارية من جهة وتجعل النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب من جهة أخرى، مثل ضريبة التي تقارب 30% من الأرباح الخاصة بالشركات (IBS) الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين، ومثل زيادة الضريبة على الدخل الإجمالي ما يجعلها تخضع إلى ازدواجية الضريبة عند تحويلها إلى حسابات المساهمين مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية، كما يجعل المساهمة في هذه الشركات أمر غير مرغوب فيه من طرف المدخرين.²

11- المعوقات الاجتماعية والثقافية: إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس، إذ أنه وفي ظل تدني المستوى المعيشي للمواطنين وتدهور الوضع الاجتماعي لهم من الصعوبة بمكان أن تحقق البورصة أهدافها. إضافة إلى هذا فالعائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهو ما يؤدي إلى إعاقه عمل البورصة في الجزائر، كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل غالبية المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، ومن ثم عدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بسبب أنه لم يتم التعامل فيها في السابق وهذا ما أثر سلبا على التسويق البورصي.³

¹ منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 700.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 288.

³ لعتر كريمة، مرجع سابق، ص 183.

12- العامل الديني: ينبغي أن تأخذ سياسة تجنيد الادخار وخصوصا الادخار العائلي بعين الاعتبار الجانب الديني للمجتمع الذي يعتبر ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة. حيث لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية، أن غير التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد بجدة في دورة مؤتمره السابع من 14/09 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالحرمت كالربا ونحوه بالرغم أن من أنشطتها الأساسية مشروعة، كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد تصب في خانة الكسب الحلال، غير أن المعاملات في البورصة كغيرها من المعاملات المالية منها ما هو جائز ومنها ما هو غير جائز.¹

¹ لعتز كريمة، المرجع نفسه، 183-184.

المطلب الرابع: آليات وسبل تفعيل سير بورصة الجزائر.

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة لتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع. وفيما يلي بعض الآليات والسبل التي يمكن أن تحسن وتطور بورصة الجزائر في حالة تطبيقها:

1- آليات متعلقة بالجانب الاقتصادي: إن تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية يتم من خلال:¹

- **تخفيض سعر الفائدة:** حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين بالاتجاه نحو سوق الأوراق المالية بدل الأسواق النقدية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية، أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية (الودائع) إلى أسهم وسندات بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

- **إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين:** وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، وكحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب يتم تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% إلى 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأس مالها.

- **تحفيز الادخار:** وذلك من خلال الترتيب الادخارية ونقصد بما كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد كلها بمختلف أشكالها، وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة، التلفزة والانترنت، كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.

- **ضبط الاستهلاك:** ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند مستوى معين يسمح للفرد بعيش حياة كريمة إضافة إلى زيادة الميل نحو الادخار ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام

¹ بوضياف عيبر، مرجع سابق، ص 130-134.

بنوع السلع المستهلكة، ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوماً من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئاً للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات.

- **الاستمرارية والتوسع في برامج الخوصصة:** إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني، والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخوصصة لا يكون إلا عن طريق خوصصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة هذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية.

- **تشجيع قيام شركات وساطة ذات كفاءة:** حيث يضطلع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وتنميته وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق، وبالرجوع إلى قانون رقم 02/99 المؤرخ في 1999/07/27 نجد خمسة شركات وساطة (الراشد المالي، الشركة المالية للاستثمار والتوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة المالية والاستثمار ووسيط البنك الاتحادي) وهي مكونة كلها من بنوك وشركات تأمين تابعة للدولة لذا يجب فسخ المجال أمام هيئات أخرى تابعة للقطاع الخاص بهدف توسيع دائرة الوسطاء الماليين في البورصة.

- **ضرورة تفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** وذلك لأنه:¹
- يعتبر السوق كتمويل تكميلي للتمويل المصرفي لهذه المؤسسات.
- إتاحة فرصة استثمارية ومنفذ لشركات رأس المال الاستثماري.
- تغيير هيكلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واعتماد الموارد اللازمة لتنميتها.
- يعتبر كعامل يعزز روح الانتماء ومشاعر الفخر لدى عمال المؤسسة وضمان ولاء الموظف لها من خلال صيغ تتيح له المشاركة في رأس المال.

¹ حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، مرجع سابق، ص 139-140.

- تحسين سمعة واستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الصعيدين المالي والتجاري خاصة أن هذا الأمر من العوامل التي تضفي المصدقية في السوق الوطنية والدولية.

- **عصرنة الجهاز المصرفي:** يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة. والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990. وتتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك، كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الاستثمارات، ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاته مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطته في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائه وتدعيم دوره في مختلف الأنشطة الاقتصادية. وإذا كان للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية لأنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستشارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات.

- توفير الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة والتي يمكن أن تلقى القبول لدى الجمهور.

- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة وذلك باستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها من أجل نشر ثقافة الاستثمار في البورصة.

2- آليات مرتبطة بالجانب القانوني والتنظيمي: وهذا من خلال استكمال الإطار القانوني وذلك بسن القوانين وآلة العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه القوانين قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.¹

- **فبالنسبة لإصلاح قانون الشركات:** من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم، إلا أن هذه الأسهم اقتصر توزيعها بين الشركات المنضوية

¹ بوضيف عيبر، مرجع سابق، ص128.

في هذه الصناديق. وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المرجو منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقى الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية¹.

- **وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأسواق الأوراق المالية:** إن الجانب القانوني يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام السوق المالي ولا يقتصر الجانب القانوني على قانون إنشاء سوق مالي أو التعليمات المنظمة للتعامل في السوق فحسب، ولكنه يمتد ليشمل القوانين المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النص والتشجيع على الاستثمار في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي².

3- آليات مرتبطة بالجانب الاجتماعي والثقافي³

- **الثقافة البورصية:** إنه لمن الضروري السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي، يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة سوق البورصة، ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور وذلك بإيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية، كما ينبغي أن تتعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية، كما أنه يستحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات تسيير المحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت.

¹ صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتنشيط الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، 31 ماي- 02 جوان 2004، ص 07.

² أحمد حسين، راشد الكبيسي، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق (مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية)، قطر، العدد 05، 2005، ص 38.

³ محمد براق، مرجع سابق، ص 421-422.

- العامل الديني: نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز لدى الأفراد وهذا بغرض تعبئته، كما أن هذه الفئة تشكل غالبية المجتمع الجزائري.

تناولنا في هذا الفصل العديد من النقاط الخاصة بالبورصة وهذا حسب كل مبحث حيث تم التطرق في:

1- المبحث الأول (أساسيات حول البورصة): البورصة هي سوق يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. وتكمن أهمية الأسواق المالية من خلال تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين عن طريق رفع عوائد المدخرات من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات، وكلما كانت الظروف الاقتصادية، السياسة والاجتماعية المحيطة بهاتة الأسواق ملائمة كان الدور التحفيزي لهاته الأسواق بالنسبة للمدخرات أكبر، خاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك الممكن تحقيقها من خلال التوظيف في الأجهزة المصرفية.

2- المبحث الثاني (سير وتنظيم عمل البورصة): يتم التعامل في البورصات بأوراق مالية من أسهم وسندات عن طريق تدخل وسطاء معتمدين ورسميين مهمتهم القيام بتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح العملاء وتحت إشراف الجهات الحكومية المسؤولة، والمتدخلون في البورصة هم: الوسطاء الماليون (سماسرة الأوراق المالية وتابعيهم)، الجمهور، المستثمرون المؤسسيون، المؤسسات، الدولة، الهيئات المنظمة والمسيرة للبورصة.

3- المبحث الثالث (كفاءة ومؤشرات التحليل في البورصة): يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية بالغة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، لأنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي وبالتالي التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات وتعرف كفاءة البورصة على أنها مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة لدى المتعاملين، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الأوراق المالية بقيمتها الحقيقية، وأن تصل جميع المعلومات إلى جميع المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبتكلفة منخفضة.

4- المبحث الرابع (بورصة الجزائر): تعد بورصة الجزائر حديثة النشأة حيث كانت انطلاقها متواضعة تفتقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانيات التي تتوفر عليها الاقتصاد الجزائري، وحتى يتسنى لها القيام بدورها الفعال في الاقتصاد ينبغي على السلطات توفير المناخ المناسب لعملها والعمل على تجنب العراقيل التي كانت ولا تزال تقف في طريق تطورها، وذلك من خلال تدعيم بنيتها القانونية والمؤسسية مع تحفيز جانبي العرض والطلب فيها بالإضافة إلى وضع إستراتيجية متكاملة تهيئ مناخ ملائم لنمو المدخرات المالية ولاستقطاب رؤوس الأموال التي تنشط البورصة الجزائرية.

الفصل الثاني في بيان
حاشية على ما في كتابنا

في بيان ما في كتابنا
حاشية على ما في كتابنا

في بيان ما في كتابنا
حاشية على ما في كتابنا

بالرغم من أن القطاع المصرفي يعتبر أهم مكون للقطاع المالي في مختلف دول العالم إلا أن ذلك لا يقلل من أهمية القطاعات المالية الأخرى حيث يعتبر القطاع المالي الغير المصرفي شريكا للقطاع المصرفي في تعزيز النمو الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي والمالي في دول العالم، فبعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 عملت السلطات الرقابية على دراسة واقع هذا القطاع غير المصرفي وتعريف وتحديد نشاطه والتحديات المرتبطة به بشكل دقيق مع ضرورة التركيز على توفير بيانات دقيقة عنه تمكن من متابعته وتقييمه وذلك من أجل الوقوف على حجمه ومخاطره وتعزيز متانته المالية وحماية مستهلكي الخدمات المالية.

كما تكتسي المؤسسات المالية أهمية قصوى في حياة الفرد والجماعات حيث تحتل البنوك، شركات التأمين، صناديق الضمان الاجتماعي وصناديق التقاعد على العموم أهمية حاسمة ضمن هاته المؤسسات، فهي تعد أهم مكونات مؤسسات الإيداع المالية على الإطلاق، ومع تعاظم دورها امتد نطاق أعمالها بصورة لم يسبق لها مثيل وفي ظل التطورات السريعة والمعقدة وانتشار العولمة أصبح من الضروري المتابعة المستمرة لها. ولهذا الغاية وبصورة متطورة جاءت العلاقات العامة لتضبط سير هذه المؤسسات وتحقق الانسجام بين الجماعات المختلفة والتابعة لها، حيث أصبحت هذه الأخيرة مهنة رئيسية تحتاج لها المؤسسات المالية للحفاظ على حقوق الأفراد وضرورة لإيجاد وسائل تحمي مصالح المساهمين فيها وتقييم تصرفات الإدارة. وقصد التعرف أكثر على المؤسسات المالية اعتمدنا على الخطة التالية الخاصة بهذا الفصل وكانت كالتالي:

- المبحث الأول: مدخل عام حول المؤسسات ذات الفوائض المالية.
- المبحث الثاني: صناديق الاستثمار كوجه من أوجه استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية.
- المبحث الثالث: المؤسسات ذات الفوائض المالية الناشطة في الجزائر.

المبحث الأول: مدخل عام حول المؤسسات ذات الفوائض المالية.

تلعب المؤسسات المالية دورا حيويا وهاما في النظام المالي لأي بلد خاصة في البلدان ذات الاقتصاديات المتطورة، حيث توفر هذه المؤسسات المتطلبات المالية للصناعات الرئيسية على المدى الطويل، وبما أن المؤسسات المالية تلعب دورا حاسما بالنسبة لغالبية المواطنين من خلال توفير كافة أنواع العمليات المالية فقد أصبحت المؤسسات المالية سواء المصرفية أو غير المصرفية ضرورية من أجل إتمام مختلف المعاملات المالية الحديثة سواء كانت محلية أو دولية، وقصد معرفة المزيد عن المؤسسات ذات الفوائض المالية اخترنا الخطة التالية:

- **المطلب الأول: تعريف المؤسسات المالية.**
- **المطلب الثاني: أهمية المؤسسات المالية والنشاطات المميزة لها.**
- **المطلب الثالث: أنواع المؤسسات المالية.**
- **المطلب الرابع: أهداف ومهام المؤسسات المالية.**

المطلب الأول: تعريف المؤسسات المالية.

- **التعريف الأول:** المؤسسات المالية هي الشركات المسؤولة عن تزويد السوق بالمال من خلال تحويله من المستثمرين إلى الشركات على هيئة قروض، ودائع واستثمارات ومن أكثر أنواع المؤسسات المالية انتشارا نجد البنوك التجارية، بنوك الاستثمار، شركات الوساطة، وكلاء الاستثمار، شركات التأمين، وصناديق إدارة الأصول، وتشمل الأنواع الأخرى الاتحادات الائتمانية وشركات التمويل ويتم تنظيم المؤسسات المالية لإدارة تزويد السوق بالمال وحماية المستهلك.¹

- **التعريف الثاني:** المؤسسة المالية هي مؤسسة تقدم الخدمات المالية إلى الأفراد (المستهلكين) ورجال الأعمال، وبذلك فهي تعتبر منافس جديد للمؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التجارية، الاتحادات الائتمانية، جمعيات الادخار وغيرها من المؤسسات وبالمثل فهي تتعرض لمنافسة شديدة من قبل هذه المؤسسات وخاصة تلك التي تمتلك فروعاً منتشرة في أنحاء البلاد وأيضاً المؤسسات المصرفية الضخمة.²

¹ الموقع الرسمي لمؤسسة الوسيط العالمي الإماراتي: www.fbs.ae

² الموقع الرسمي لمشروع المعرفة: www.marefa.org

- **التعريف الثالث:** هي شركات أعمال تتكون أصولها بصفة أساسية من الأصول المالية أو التزامات ومستحقات لدى الغير، أسهم، سندات، قروض بدلا من الأصول المادية كالمباني والأجهزة والمواد الأولية كما في منشآت الأعمال فهي تمنح قروضا للعملاء أو تشتري وتستثمر في الأوراق المالية المطروحة في سوق المال.¹
- **التعريف الخامس:** هي عبارة عن آلية أنشأت بواسطة المجتمع تعمل كقناة وصل بين الادخار والخدمات المالية من جهة والأفراد والمؤسسات التي لديها القدرة على دفع ثمن تلك الخدمات من جهة أخرى وقد أورد القانون رقم (17) لسنة 2013 بشأن تعديل بعض مواد قانون مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب رقم (1) لسنة 2010 التعريف الخاص بالمؤسسات المالية في المادة (2) من القانون، حيث عرفها بأنها أي مؤسسة مالية تمارس أيا من الأنشطة أو العمليات لصالح العملاء أو لحسابهم أيا كان شكلها القانوني سواء كانت تتخذ شكل شركة أو منشأة فردية والتي تمارس أي من الأعمال التالية²:
- قبول الودائع بجميع أنواعها.
 - منح الائتمان بجميع أنواعه.
 - التأجير التمويلي.
 - تحويل الأموال.
 - صرف العملات واستبدالها.
 - الضمانات والتعهدات المالية بما في ذلك التمويل العقاري.
 - التعامل في الأوراق المالية بما في ذلك أذونات الخزنة.
 - تقديم الخدمات الإدارية والاستشارية للمحافظ الاستثمارية وخدمات أمناء الاستثمار.
 - إدارة وحفظ الأوراق المالية والأشياء الثمينة.
 - التأمين على الحياة وأية منتجات تأمينية أخرى ذات عنصر استثماري.
 - الأنشطة المالية الأخرى التي يصدر بتحديد قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح اللجنة.
 - إصدار أدوات الدفع بكافة أنواعها ومن ذلك بطاقات الدفع والائتمان والشيكات والصكوك وأي أعمال مصرفية أخرى منصوص عليها في القانون التجاري النافذ.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياصة، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 12.

² قانون مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، متوفر على الموقع الرسمي لوحدة المعلومات المالية القطري: www.qfiu.gov.qa.

- التعامل في أدوات السوق النقدي وسوق رأس المال بيعا وشراء بما في ذلك التعامل في العملات الأجنبية وفي أسواق الصرف الآنية والآجلة.

- التعريف السادس: المؤسسات المالية الدولية

المؤسسات المالية الدولية عبارة عن مؤسسات تعمل في مجال الاستثمار العام والتنمية وهي مملوكة للدول الأعضاء بها. وتعمل هاته المؤسسات على توفير التمويل، المعونة الفنية، المشورة في مجال السياسات الاقتصادية، الأبحاث وغيرها من أشكال الدعم غير المالي للحكومات في الدول النامية والانتقالية، كما يعمل عدد ليس بالقليل من المؤسسات المالية الدولية على توفير التمويل للشركات العاملة في مجال الاستثمار بالعالم النامي. ومن بين أهم المؤسسات المالية الدولية المعروفة على نطاق واسع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، ومن المعروف عن المؤسساتين بشكل عام القيام بثلاثة أدوار هامة وهي:

- **الإقراض والاستثمار:** تعتبر المؤسسات المالية الدولية ومن أهمها البنك وصندوق النقد الدوليين أكبر مصدر لتمويل عمليات التنمية في العالم حيث يصل حجم الإقراض منها ما بين 30 إلى 50 مليار دولار أمريكي سنويا توجه إلى الدول منخفضة ومتوسطة الدخل. كما تقوم هذه المؤسسات المالية الدولية بأدوار مختلفة تتمثل في توفير القروض والمنح للحكومات وذلك لصالح مشروعات محددة أو لتصرف في مجال الإصلاحات السياسية والمعونة الفنية. كما تقوم مؤسسات أخرى بالاستثمار في مشروعات القطاع الخاص أو توفير الضمانات لمشروعات القطاع الخاص.

- **وسطاء معرفة:** تعتبر المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها البنك الدولي أحد المصادر الهامة للمعرفة في مجال التنمية والسياسات، كما تعد في الحقيقة الجهة المنوطة بإعداد المقاييس الخاصة بالتمويل الدولي والاستثمار، ونظرا للدور الذي تقوم به المؤسسات الدولية في مجال الإقراض والمعرفة فهي تتمتع بأثر كبير على عملية رسم السياسات في معظم الدول في مناطق أمريكا اللاتينية، آسيا، إفريقيا، الشرق الأوسط، وسط وشرق أوروبا.

- **حارس البوابة:** تؤثر المؤسسات المالية الدولية على إجمالي قيمة التمويل الموجه للتنمية المتاح أمام الدول ومكوناته سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. فالبحوث والتحليلات الصادرة عن البنك الدولي وصندوق النقد الدولي حول سياسات الدول الاقتصادية تؤثر عادة على حجم المساهمات التي يجوز أن ترد من الجهات المانحة أو حجم الاستثمار الذي يمكن القيام به في هذه الدول، كما أن دور البنك والصندوق المتمثل في حارس البوابة في مجال التمويل والائتمان الدوليين أقوى بالنسبة للدول التي تعتمد على المعونات منه بالنسبة للدول التي لديها إمكانية الوصول إلى أسواق رأس المال.

المطلب الثاني: أهمية المؤسسات المالية والنشاطات المميزة لها.

أولاً: أهمية المؤسسات المالية.

تعد المؤسسات المالية من المؤسسات الحيوية المهمة في كل اقتصاد وأحد مكوناته الرئيسية وسبباً من أسباب نموه وتقدمه، فهي تعمل على التوفيق بين من يملك الأموال وليس لديه أفكار يستثمر فيها وبين من يملك الأفكار وليس لديه الأموال اللازمة لتنفيذها. حيث تحصل المؤسسات المالية على الأموال من المدخرين على هيئة ودائع وتقدمها لأصحاب المشاريع وغيرهم على هيئة قروض (استثمارية واستهلاكية)، وكإحدى أهم مكونات النظام المالي والاقتصادي فإن المؤسسات المالية تقدم مجموعة من الخدمات المهمة وهي على سبيل المثال لا على سبيل الحصر كما يلي:

- **الائتمان:** وهي عملية تقديم الأموال للمستهلكين من أجل سداد قيمة مشترياتهم من السلع والخدمات المختلفة، مثل بطاقات الدفع والسحب إضافة إلى تقديم التمويل لأعمال الإنشاء والبناء والاستثمارات الرأسمالية وهذا النوع من الاستثمارات يعمل على رفع إنتاجية المجتمع ومن ثم يرفع المستوى المعيشي للأفراد.
- **الدفع:** توفر المؤسسات المالية عدة أنظمة لسداد المدفوعات والقيام بعمليات الإيداع والسحب إضافة إلى خدمات الدفع الإلكتروني.
- **توفير النقود:** من خلال عمليات الائتمان والدفع تتوافر السيولة اللازمة من النقود للنظام المالي والتي تعد أهم وسائل التبادل ومخزناً للقيم.
- **الادخار:** تشجع المؤسسات المالية على موضوع ادخار الأموال ومن ثم توظيف المدخرات في استثمارات مختلفة وعند حاجة النظام المالي إلى أموال إضافية فإن المؤسسات المالية ترفع معدلات الفائدة على الودائع المختلفة مما يجعل المدخرين يتوجهون إلى زيادة مدخراتهم لدى تلك المؤسسات والعكس صحيح.
- **التأمين:** هو عقد يلتزم المؤمن بمقتضاه أن يؤدي إلى المؤمن له أو إلى المستفيد الذي اشترط التأمين لصالحه مبلغاً من المال أو إيراد أو أي عوض مالي آخر في حالة وقوع الحادث أو تحقق الخطر المبين بالعقد وذلك مقابل أقساط أو أية دفعة مالية أخرى يؤديها المؤمن له للمؤمن.¹
- **الوساطة المالية:** هي تلك العملية التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز

¹ المادة 619 من القانون المدني للتشريع الجزائري.

المالي وبالتالي فهذه العملية تقوم بتعبئة الادخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنحها على شكل القروض إلى أطراف أخرى من جهة ثانية.¹

- **الضمان الاجتماعي:** هو مجموعة الوسائل الوقائية والعلاجية المقررة لحماية الأفراد من المخاطر الاجتماعية وتحقيق الأمن الاقتصادي لهم، فالتأمينات الاجتماعية هي نظام قانوني اجتماعي يعمل على تحقيق الأمن الاقتصادي للأفراد في حالة تعرضهم لأحد الأخطار المهنية أو الاجتماعية الواردة في الاتفاقية الدولية رقم 102 الصادرة عن منظمة العمل الدولية، وذلك عن طريق استخدام مجموعة من الأساليب الفنية الخاصة بهذا النظام والتي تعمل على إعادة توزيع الدخل القومي بشكل أكثر عدالة.²
- **شركات الاستثمار:** شركات الاستثمار أو ما يعرف بصناديق الاستثمار هي مؤسسة أو شراكة أو كيان تجاري تقوم باستثمار رأس المال المجمع من المستثمرين بحيث يتشارك المستثمرون في أرباح وخسائر الشركة على حد سواء وذلك وفقا لحصة كل مستثمر فيها. الهدف الرئيس لهذه الشركات هو الاحتفاظ بالأوراق المالية وإدارتها وبيعها وتسويقها بغرض الاستثمار، لكنها تقدم عدة خدمات أخرى للمستثمرين كصناديق الائتمان المتنوعة، إدارة المحافظ الاستثمارية، حفظ السجلات وخدمات في المحاسبة وإدارة الضرائب.³

ثانيا: النشاطات المميزة للمؤسسات المالية

هناك عدة نشاطات تقوم بها المؤسسات المالية والتي تعد من مميزات هذه المؤسسة عن باقي المؤسسات المالية وهي كالآتي:

- **الابتكار والإنشاء:** تعمل هذه الميزة على إصدار أوراق مالية جديدة وبأنواع مختلفة، إذ تقوم المؤسسات هنا بالعمل على جمع المعلومات ودراسة البيئة المالية من أجل تحديد أنواع الأوراق المالية المصدرة فضلا عن جلب معلومات عن إمكانية إنشاء أوراق مالية جديدة وفق أساس العائد والمخاطرة.
- **التوزيع:** تقوم هنا المؤسسات المالية بعملية بيع الأوراق المالية للمؤسسات والشركات التي بحاجة إلى تمويل والتي تصدر لأول مرة من أجل رصد رأس المال اللازم للأنشطة التي تريد الشركة القيام بها وهنا يكون دور المؤسسة

¹ روشو عبد القادر، الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001/2018)، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، 2019.

² وزارة صالحي الواسعة، المخاطر المضمونة في قانون التأمينات الاجتماعية (دراسة مقارنة بين القانون الجزائري والقانون المصري)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الدولة في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة، 2006/2007، ص 43.

³ JAMES CHEN، Investment Company، www.investopedia.com.

المالية لعب دور الوساطة المباشرة ونادرا ما تشتري الأوراق المالية لصالح زبائنها من أجل بناء محافظهم والإشراف عليها وقد تحتفظ بالأوراق المالية إذا أرادت عمل مخزون منها لمواجهة حالات الطلب الحاد.

- **الخدمة (تقديم الخدمات):** إن ما تقوم به المؤسسات المالية هو توفير الخدمات للأفراد، من خلال تجميع مقسوم الأرباح أو الفوائد على السندات وإيداعها في حساباتهم أو يوكلونها بالقيام بالأعمال المالية بالنيابة عنهم مثل متابعة القضايا المرفوعة على الشركات المالية أو العقود ومتابعة مخاطر الاستثمار وعمليات التصفية.
- **التعبئة:** ويقصد بها جميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار بالأحجام الكبيرة، إذ يلاحظ من ذلك تقليل تكاليف المعادلات مع تحقيق عوائد كبيرة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون دخول السوق بإمكانياتهم المتواضعة.
- **الضمان:** تقوم هذه المؤسسات بعمليات الضمان من خلال ضمان القروض أو التعهدات فيما يخص التجار إذا تقوم المؤسسات هنا بالتعهد أو ضمان الأفراد الذين ليس لهم القدرة على اقتراض مبالغ كبيرة لضعف مركزهم المالي لذلك تدخل هذه المؤسسات لتقترض بالنيابة عنهم وتقدم هذه القروض لهم.
- **إدارة المخاطرة التي يتعرض لها الزبائن:** نتيجة الخدمات المالية التي تقدمها هذه المؤسسات نلاحظ أن العائد الذي تحصل عليه المؤسسة قد يكون ذا مخاطرة كبيرة على المؤسسة والعميل لذلك تستخدم هذه المؤسسة تقنيات معينة في تقليل المخاطرة.

المطلب الثالث: أنواع المؤسسات المالية.

يتعامل الجميع تقريباً مع أنواع مختلفة من المؤسسات المالية يومياً سواء كان عبر إيداع المال، التقدم للحصول على القروض، أو تصريف العملات إذ أن المؤسسات المالية جزء لا يتجزأ من النشاطات والإجراءات المالية، ويمكن تقسيم المؤسسات المالية بصورة رئيسة إلى:¹

أولاً: المؤسسات المالية المصرفية

حيث تشمل المؤسسات المالية المصرفية البنوك التجارية التي يتلخص دورها الرئيسي في قبول الإيداعات ومنح القروض ويعتبر البنك أكثر أنواع المؤسسات المالية المصرفية انتشاراً، وهو عبارة عن وسيط مالي بين مزودي (مودعي) المال وبين المقترضين الذين يستخدمونه. وتتمثل المهام الرئيسية للمؤسسة المالية المصرفية في قبول الإيداعات ومن ثم استخدامها في تقديم القروض لعملائها الذين يستخدمونها بدورهم في مختلف العمليات اليومية. كما يقوم البنك بدور وكيل الدفع من خلال تقديم عدد من خدمات الدفع بما فيها بطاقات السحب الآلي، البطاقات الائتمانية، خدمات الشيكات، خدمات الإيداع المباشر، الحوالات المصرفية وغيرها. ويعتبر الهدف الأساسي لإيداع المال في البنك هو الراحة، الفائدة المنتظرة، والأمان. كما يتم تحديد قدرة البنك على منح القروض وفقاً لنسبة الاحتياطات النقدية التي يملكها ومن السهل نسبياً على البنك جمع المال على اعتبار أن هناك حسابات معينة مثل الودائع تحت الطلب لا تمنح صاحب الحساب أية نسبة من الفائدة. يكسب البنك المال من خلال استثمار المال المودع لديه عبر الأصول والسلع المالية أحياناً وعبر القروض في أغلب الأحيان.

ثانياً: المؤسسات المالية غير المصرفية

تشمل المؤسسات المالية غير المصرفية البنوك الاستثمارية، شركات التأمين، الشركات المالية، شركات الإيجار وغيرها حيث تقدم هذه المؤسسات المالية غير المصرفية عدداً من الخدمات المالية. إذ تقدم بنوك الاستثمار خدماتها للشركات وتشمل هذه الخدمات اكتتاب الديون، القضايا المتعلقة بالأسهم، تداول الأوراق المالية، الاستثمار، الخدمات الاستشارية، الصفقات، وغيرها. كما تقدم المؤسسات المالية غير مصرفية مثل شركات التأمين الحماية ضد خسائر معينة مقابل مبلغ مالي معين. كما تعمل صناديق المعاشات التقاعدية والصناديق المشتركة كمؤسسات ادخارية يمكن للمستثمرين فيها استثمار أموالهم والحصول على عائدات بالمقابل. يلعب صناع السوق والمؤسسات المالية دور الوسيط ويقومون بتسهيل صفقات الأصول المالية كالمشتقات المالية، العملات، الأسهم وغيرها. يقدم مزودو الخدمات المالية

¹ الموقع الرسمي لمؤسسة الوسيط العالمي الإماراتي: www.fbs.ae

الأخرى مثل شركات الإيجار التسهيلات لشراء الأدوات والمعدات، بينما توفر شركات التمويل العقاري رؤوس الأموال لشراء العقارات، الحصول على استشارات مالية، حيث يقدم الاستشاري نصائحه مقابل عمولة محددة.

ويكمن الفرق الرئيسي بين نوعي المؤسسات المالية هو أن المؤسسات المالية المصرفية تقبل الإيداعات في حسابات الادخار ومختلف أنواع الودائع، وهو الأمر غير متاح لدى المؤسسات المالية غير المصرفية.

❖ **المؤسسات المالية الدولية:**¹ هي منشآت دولية دائمة تتألف من عضوية مجموعة من الدول لتحقيق مجموعة من الأهداف المشتركة فيما بينهم، وتدير هذه المنشآت شخصية ذاتية قانونية مستقلة. أنشئ غالب هذه المؤسسات إبان الحرب العالمية الثانية بهدف تمويل المشاريع الخاصة والحكومية وتيسير تدفق الأموال وتشجيع الاستثمارات الدولية وتأمين حرية انتقال رؤوس الأموال والعمل على تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وتثبيت أسعار الصرف، وحاليا يوجد الكثير من المؤسسات المالية الدولية على الصعيدين الإقليمي والدولي والتي من بينها:

- **المؤسسات المالية الدولية على الصعيد الإقليمي:** المصرف العربي للتنمية الاقتصادية في إفريقيا، صندوق النقد العربي، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي.
- **المؤسسات المالية الدولية على الصعيد الدولي:** صندوق النقد الدولي (IMF)، البنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD)، مؤسسة التنمية الدولية (IDA)، مؤسسة التمويل الدولية (IFC).

ومن أهدافها الرئيسية:

- تشجيع وتنمية التعاون الدولي في المجالات الاقتصادية.
- العمل على تحقيق استقرار أسعار الصرف.
- العمل على تحقيق الاستقرار النقدي على المستوى الدولي.
- تقديم المساعدة الفنية والمشورة في شتى المجالات المالية والاقتصادية.
- العمل على تطوير وتوسيع التجارة الدولية وتحقيق النمو المتوازن للمساعدة على تحقيق مستويات عالية من العمالة والدخل وتنمية الموارد الإنتاجية.

¹ الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي: www.cbi.iq

ومن بين أهم الأدوار التي تلعبها المؤسسات المالية الدولية ما يلي:

- توفير التمويل.
- التشجيع على وضع وانتهاج المعايير والقوانين المتعارف عليها دوليا والمتعلقة بالأنشطة الاقتصادية والمالية.
- توفير التدريب في إطار مشروع معين تقوم بتنفيذه الدولة التي تريد الاستفادة منه، ويمكن أن يتم من خلال مناهج دراسية أو ورشات عمل أو حلقات تعقدها بمراكز التدريب التابعة لمؤسسات التمويل الدولية.
- تدعيم جهود السلطات الوطنية في تصميم سياسات ترمي إلى تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية معينة بالتشاور مع الحكومات والقطاع الخاص في الدول النامية وذلك من خلال تبنيها لبرامج التثبيت الاقتصادي والتكليف الهيكلي.
- التعاون مع مختلف الهيئات ومؤسسات التدريب والبحوث الإقليمية وذلك لتسهيل نقل المعرفة وتدعيم البحوث الاقتصادية.

المطلب الرابع: أهداف ومهام المؤسسات المالية¹.

تعد المؤسسة المالية جزءاً من النظام المالي الذي يخدم المجتمع من خلال تقديم الخدمات المالية التي يحتاج لها لممارسة نشاطاته اليومية وتنمية اقتصادياته. وما النظام المالي إلا شبكة من المؤسسات المالية والوسطاء الماليين ورجال الأعمال والأفراد فضلاً عن المكونات التي تشارك فيه وتنظم عملياته وفق آليات وتشريعات تصاغ لذلك، وإن الوظيفة الأساسية للمؤسسات المالية في ظل هذا النظام هي تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي التي تجمع بين عارضي وطالبي الأموال، وأيضاً من خلال المؤسسات المالية الأخرى التي تتوسط هذه المعاملات مثل (المصارف وشركات التمويل... الخ).

أولاً: أهداف المؤسسات المالية

تركز معظم المؤسسات المالية على أن هدف الترتيب أو تعظيم ثروة مالكيها هو الهدف الذي تسعى هذه المؤسسات إلى تحقيقه. فيقع على إدارة هذه المؤسسات على المدخرات بأقل تكلفة ممكنة واستخدام الأموال سواء في حالة القروض أو الاستثمار بطريق تحقق أعلى عائد ممكن أي تخفيض تكلفة الموارد وتعظيم عائد الاستخدامات وإن كان هناك تداخل بين العائد والتكلفة. ولتحقيق هذا الهدف لابد من الاهتمام بالعديد من مجالات اتخاذ القرارات مثل إدارة الأصول والخصوم، إدارة رأس المال، الرقابة على المصروفات والسياسات التسويقية.

● **إدارة الخصوم والأصول:** تركز الإدارة هنا على زيادة الفرق بين التكلفة المدفوعة للمدخرين أو المودعين وبين العائد والمتحقق من القروض أو الاستثمار. هذا الفرق يسمى هامش صافي الربح أو هامش صافي الفائدة فكل مؤسسة مالية تحاول أن تقدم أقل عائد للمدخرين وتحصل على أعلى عائد من المقترضين، ولكن المنافسة من المؤسسات المالية الأخرى تحد من قدرتها على ذلك، ومن ثم تكون مهمة الإدارة هي الحفاظ على هامش موجب بين العائد والتكلفة حتى تظل في السوق، وأمام الإدارة العديد من الفرص لزيادة هذا الهامش فمثلاً التطور التكنولوجي وزيادة حجم التنظيم وتحسين كفاءة العمليات الداخلية يمكن أن يساعد على تقليل التكاليف وقد يكون هناك مصادر جديدة للإيرادات مثل تطوير الخدمات أو دخول أسواق جديدة أو تقديم خدمات جديدة، وإدارة الأصول والخصوم تتطلب الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطر التي يمكن التعرض لها مثل خطر السيولة وخطر الإفلاس.

¹ الموقع الرسمي لبنك الجزيرة السعودي: www.bankaljazeera.com

- **خطر السيولة:** يعني عدم وجود السيولة النقدية أو الأموال السائلة عند الطلب أو عند الحاجة إليها ويمكن للمؤسسات المالية تفادي هذا الخطر إذا استطاعت أن تفي باحتياجات الطلب على الودائع أو على القروض، وإن كانت حاجة المؤسسات المالية إلى السيولة تختلف باختلاف قدرتها على التنبؤ ودرجة استقرار مواردها المالية.
- **خطر الافلاس:** ويعني عدم القدرة على تغطية الديون في الأجل الطويل فتعاني الشركة من خطر الافلاس إذا كانت القيمة الاسمية للأصول أقل من القيمة السوقية للخصوم، لأن ذلك يعني عدم القدرة على السداد وزيادة خطر السوق ويزداد احتمال إفلاس المنشأة ومن ثم على الإدارة الموازنة بين العائد والخطر وذلك لأن الأصول ذات العائد الكبير تحتوي على درجة عالية من الخطر.
- **إدارة رأس المال:** مخاطر الافلاس تجعل الاهتمام بإدارة رأس المال متزايداً فيحاول ملاك المؤسسات المالية بقدر الإمكان تخفيض رأس المال إلى أدنى حد ممكن والاعتماد على أموال الغير لزيادة العائد الذي يحصلون عليه وهو ما يسمى المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي. ولكن زيادة أموال الغير تزيد من درجة الخطر نتيجة لزيادة مخاطر عدم القدرة على السداد ومن ثم على الإدارة أيضاً الموازنة بين العائد المتحقق للملاك نتيجة لاستخدام أموال الغير ودرجة المخاطر المرتبطة بها.
- **الرقابة على المصاريف:** تعد الرقابة على المصاريف عاملاً مهماً لزيادة الربحية رغم أن المنافسة بين المؤسسات المالية لجذب المدخرات غالباً ما تؤدي إلى زيادة المصاريف نتيجة لزيادة معدلات الفائدة المدفوعة للمدخرين، إلا أن هناك طرقاً أخرى مثل تقليل العمالة أو المصاريف غير المباشرة وزيادة استخدام الآلات التكنولوجية الحديثة قد تساعد على تخفيض المصاريف.
- **السياسة التسويقية:** والتي تتضمن تسعير الخدمات المالية والتركيز على معرفة رغبات الزبائن والأسواق الجديدة والإعلان عن الخدمات الجديدة كوسائل لجذب المدخرات وتقديم القروض، فالإعلان عن الخدمات المقدمة والعلاقات الإنسانية في التعامل مع العميل والسعر المناسب للخدمة وموقع المؤسسة والتسهيلات المادية كلها عناصر يجب أن توفرها المؤسسة المالية لتضمن جودة الخدمة المقدمة لتنال رضا العميل عنها.

ثانيا: مهام ومميزات المؤسسات المالية.

- منح ومراقبة الحدود الائتمانية العالمية.
- إنشاء شبكة من العلاقات الاستراتيجية مع المراسلين وفتح حسابات للبنك تتماشى مع طلب ونمو الأعمال التجارية.
- فتح وإدارة حسابات للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى لدى البنك.
- تقديم الحلول المناسبة لتمويل الصادرات.
- تقديم المساندة لجميع وحدات الأعمال في توفير شبكة من العلاقات الدولية مع المراسلين، وتوفير خدمات الطرف الثالث.
- تنظيم العرض النقدي.
- خدمات بنكية.
- خدمات التأمين.
- تكوين رأس المال.
- المشورة في مجال الاستثمار.
- خدمات الوساطة.
- خدمات صندوق التقاعد.
- خدمات الصندوق الاستثماري.
- تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة.
- العمل كوكيل حكومي للنمو الاقتصادي.

ثالثاً: ميزات المؤسسات المالية الناجحة

حتى تكون المؤسسات المالية ناجحة في عملها وتقدم مستوى الخدمة والجودة الذي يطلبه العملاء، فإنها يجب أن تتمتع بمجموعة من المزايا أهمها:

- امتلاكها رؤية وأهداف استراتيجية محددة وواضحة.
- اهتمامها بالموارد البشرية من كل النواحي، ابتداءً من اختيار موظفيها ومن ثم تدريبهم والعمل على تنمية مهاراتهم وتحفيزهم ومشاركتهم في صنع القرارات المهمة والمؤثرة بالنسبة للمؤسسة.
- اهتمامها بالعملاء والسعي الدؤوب للوصول إلى رضاهم عن خدماتها.
- عملها وفق المبادئ والقيم الخاصة بروح الفريق والابتكار وتحمل المسؤولية واحترام الآخرين سواء كانوا موظفين أو عملاء أو منافسين.
- اهتمامها بتطبيق معايير الجودة الشاملة ومطابقة هذه المعايير لمعايير الجودة العالمية.
- سعيها الدائم والمستمر لتحسين الأداء وتطوير الخدمات المقدمة للعملاء.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار كوجه من أوجه استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية.

تعد صناديق الاستثمار من الأوعية الاستثمارية التي تتيح فرصة المشاركة في الأسواق المالية العالمية أو المحلية خصوصاً للأفراد الذين ليست لديهم القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، وتعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى الربع الأول من القرن التاسع عشر في أوروبا وتحديداً في هولندا في عام 1822 تلتها إنجلترا في عام 1870.¹

مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال حتى وصلت إلى شكل يقارب ما هي عليه الآن، وقد تبلورت فكرة صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حالياً في أمريكا عام 1924 حينما أنشئ أول صندوق في بوسطن باسم أساتذة على يد Massachusetts Investment Trust بجامعة هارفارد الأمريكية. واستمرت هذه الصناديق بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها لاسيما بعد الحرب العالمية الثانية حتى وصلت في عام 1966 إلى نحو 550 صندوقاً استثمارياً بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي، أما على الصعيد العربي فقد كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في ديسمبر 1979، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً أي في بداية عام 1993²، وللاطلاع أكثر على صناديق الاستثمار اعتمدنا الخطة التالية:

- المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار.
- المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.
- المطلب الثالث: أهمية صناديق الاستثمار.
- المطلب الرابع: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار.

¹ منشورات هيئة السوق المالي السعودي، صناديق الاستثمار.

² منشورات هيئة السوق المالي السعودي، صناديق الاستثمار.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار.

أولاً: تعريف الصناديق الاستثمارية.

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم صيغ تعبئة المدخرات، فهي عبارة عن أوعية استثمارية تسعى لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من طرف جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بغية تحقيق منفعة لمؤسسها، للمستثمرين والاقتصاد القومي ككل.

- **التعريف الأول:** هي محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها، كما أن القانون في كافة الدول يقضي أن تعلن هاته الصناديق عن أهدافها وسياستها الاستثمارية وأن تلتزم بها، ويتم تكوين هاته الصناديق عن طريق الشركات الاستثمارية أو عن طريق البنوك.¹

- **التعريف الثاني:** هي عبارة عن مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبياً ومالياً عن المؤسسة التي تنشئها، تتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هاته المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساساً ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معاً.²

- **التعريف الثالث:** تعرف صناديق الاستثمار أيضاً بأنها برنامج استثماري يعتمد في تمويله على مجموعة من المساهمين الذين يتاجرون في ممتلكات متنوعة ويجب أن تدار هذه الصناديق بطريقة احترافية.

- **التعريف الرابع:** هي خدمة مالية تعتمد على وجود خبراء ماليين لاستثمار الأموال الخاصة في الأفراد ضمن أكثر من شركة متنوعة.

- **التعريف الخامس:** هي عبارة وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي تمثل وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية المستثمرين، فهي وجدت خصيصاً

¹ بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2014/2013، ص58.

² بلعيد سمية، مرجع سابق، ص59.

لخدمة فئة معينة من المستثمرين وخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة.¹

- **التعريف السادس:** هي مجموعة من الأصول المتنوعة تعمل على تحقيق هدف معين، كما أنها مقتصرة على جهات مختصة لصعوبة الجهد التسويقي والجهد الفني، فهي تخاطب قاعدة عريضة من الممولين الصغار حيث أنهم يفضلون جهات متخصصة للتصدي للمخاطر بالنيابة عنهم بدءاً من فكرة الاستثمار وانتهاء بإدارة العملية برمتها.²

ثانياً: خصائص صناديق الاستثمار

تتسم صناديق الاستثمار عموماً بخصائص تميزها عن غيرها من أساليب الاستثمار الأخرى وهي:³

- **السيولة:** يمكن استرداد وثيقة الاستثمار بسهولة وذلك بقيمتها السوقية وقت الاسترداد وذلك مع بعض الاستثناءات، ففي حالة وجود أي قيود على عمليات الاسترداد فإنه عادة ما يتم الإفصاح عنها ضمن نشرة الاكتتاب الخاصة بالسوق.

- **المرونة:** إذ أنه في معظم الأحيان يكون صندوق الاستثمار مجرد جزء من عائلة تضم مجموعة من الصناديق مختلفة الأغراض والتي تدار بمعرفة إدارة واحدة، ومن ثم يمكن للمستثمرين في أساس صندوق أن ينتقل بأمواله من صندوق لآخر داخل المجموعة بتكلفة قليلة أو بدون تكلفة على الإطلاق.

- **سهولة الاستثمار:** إذ تضع معظم الصناديق حدوداً دنياً للاستثمار فيها لا يتجاوز مبالغ بسيطة تكون في متناول المستثمر ذو الإمكانيات المالية المحدودة.

- **التنويع:** حيث تقوم استراتيجيات الاستثمار داخل هذه الصناديق على مبدأ تنويع الاستثمارات بين الأسهم، السندات، ودائع البنوك، أذونات الخزنة وغيرها وهو ما يتيح الفرصة لصغار المستثمرين لتنويع استثماراتهم من خلال صناديق الاستثمار.

- **الإدارة المتخصصة:** إذ يدير الصندوق عادة إدارة متخصصة تتخذ قراراتها بناء على دراسات وافية وتحليلات مستحدثة للمعلومات المالية المتاحة عن السوق والنشاط الاقتصادي عموماً.

¹ بودية فاطمة، كحلي فتيحة، مداخلة بعنوان: طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي الثاني حول المالية الإسلامية، صفاقس، الجمهورية التونسية، 27/28 جوان 2013، ص3.

² محمد شاعر، هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها، ص26.

³ دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تشييط سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2005/2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 06، ص220.

- التنظيم والإفصاح: حيث تتولى جهات حكومية أو شبه حكومية مهام الإشراف والرقابة على صناديق الاستثمار والتأكد من وفائها بمسؤولياتها تجاه الإفصاح الكافي لكافة الأطراف المهتمة.

ثالثاً: أهداف صناديق الاستثمار

تضع صناديق الاستثمار جملة من الأهداف التي تلي متطلبات المستثمرين وتتناسب مع مستويات المخاطر المقبولة لديهم. وبناء على الأهداف المحددة للصندوق يتبع مدير الصندوق سياسة وإستراتيجية استثمارية معينة ترمي إلى تحقيق هذه الأهداف، لذا تختلف الأوراق المالية التي تشكل أصول هذه الصناديق باختلاف أهدافها. فعلى سبيل المثال وعندما يكون الهدف من هذا الاستثمار تحقيق دخل ثابت يضع مدير الصندوق السياسات والاستراتيجيات الاستثمارية التي من شأنها تحديد الأوراق المالية التي ستشكل أصول الصندوق لتحقيق هذه الأهداف، وبناء على ذلك يمكن بشكل عام تصنيف أهداف الصناديق الاستثمارية على النحو التالي:¹

1- الاستثمار للمحافظة على رأس المال.

2- الاستثمار لتحقيق دخل.

3- الاستثمار لتحقيق دخل ونمو.

4- الاستثمار لتحقيق النمو.

5- الاستثمار لتحقيق النمو العالي.

¹ منشورات هيئة السوق المالي السعودي، صناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.

تشابه صناديق الاستثمار في العديد من الخصائص خاصة وأنه يحكمها هدف مبدئي هو استثمار أموالها في الأوراق المالية بغرض تنمية رأس مالها وتحقيق منافع لأطرافها، فمعظم صناديق الاستثمار يحكمها هدف مبدئي هو نمو رأس المال، وبالرغم من ذلك فهي تختلف اختلاف جوهريا من حيث أهدافها النوعية الأخرى وذلك وفقا لمكوناتها التنظيمية وما تصبو لتحقيقه، إذ تعدد الأهداف النوعية لصناديق الاستثمار لتلائم حاجات المستثمرين ورغباتهم.

أولا: حسب هيكل رأس المال

بالاعتماد على معيار حركة رؤوس الأموال أي حسب سياسة الشراء والاسترداد المطبقة نميز بين نوعين من الصناديق وهي: صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة.

1- صناديق الاستثمار المغلقة: تعد صناديق الاستثمار المغلقة أول نوع ظهر من صناديق الاستثمار¹، حيث يكتسي

هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه²، وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز للمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها كما أن إدارة هذه الصناديق غير ملزمة بإعادة شراء الوثائق التي سبق بيعها إذا ما رغب حاملها في التخلص منها ويمكن تلخيص خصائص هذا النوع من الصناديق في النقاط التالية:³

- تكون في الغالب لأجل محدد.
- لا يمكن استرداد قيمة الحصص إلا في نهاية الأجل.
- يمكن زيادة رأس مال الصندوق من خلال موافقة الجهات الخاضع لرقابتها.
- يجري إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة كما هو شأن أي شركة استثمارية وتتحدد أسعار هذه الوحدات الاستثمارية من خلال قوى العرض والطلب كما هو الحال في الأسهم العادية المدرجة.
- يتم الإعلان عادة عن عمر الصندوق وعدد الحصص فيه ضمن نشرة الاكتتاب عند تأسيسه وبعد انقضاء العمر المحدد وتحقيق الأهداف المسطرة للصندوق تتم تصفيته وتوزيع عوائده الناتجة عن التصفية على المستثمرين فيه.

¹ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص160.

² وليد هوميل عوجان، صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة وتحليل)، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد 8، العدد 1، الأردن، 2012، ص86.

³ بلعيد سمية، مرجع سابق، ص71.

2- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** يغلب استعمال مصطلح الصندوق المشترك على هذا النوع من الصناديق الاستثمارية، وكما هو واضح من هذه التسمية فإن حجم رأسمال هذا النوع من الصناديق متغير وغير ثابت وتبعاً لذلك يكون عدد الأسهم المصدرة غير ثابت وإنما يتقلب تبعاً لعمليات البيع والشراء والاسترداد طالما أن نشاط الصندوق لا يزال قائماً، فرأسمال هذا النوع من الصناديق قابل للزيادة عن طريق قيامها بإصدار وثائق استثمار لمواجهة طلبات المدخرين الجدد الراغبين في الانضمام إليها طالما كانت هذه الوثائق في حدود رأس المال المعتمد، كما يمكنها أيضاً تخفيض رأسمالها عن طريق قيامها بإعادة شراء وثائقها من المدخرين الذين يرغبون في الخروج منها ولذلك تسمى هذه الصناديق بالصناديق المفتوحة باعتبار أنها تترك المجال مفتوحاً لدخول مدخرين جدد وخروج غيرهم، كما تستجيب هذه الصناديق لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة في مقدمة أهدافهم الاستثمارية ولذا فإن هذه الصناديق تتعرض لمخاطر عدم كفاية السيولة المتوفرة في حالة الاسترداد المكثف وتجاوز طلبات الاسترداد لطلبات الاكتتاب¹.

ثانياً: حسب الغرض

بالاعتماد على معيار الغرض يمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى قسمين هما على الشكل التالي:

- 1- **صناديق النمو:** هي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق وهذا عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.
- 2- **صناديق الدخل:** هي تلك الصناديق التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر وعادة ما يعتمد المستثمرون في هذه الصناديق على العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم، ولذلك عادة ما يشمل تشكيل هذه الصناديق أسهماً وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم بالتوزيع للأرباح المتولدة.²

ثالثاً: حسب عنصر الأمان (الضمان).

صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة على رأس ماله أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما وقعت، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد المحقق رقماً معيناً.³

¹ بلعيد سمية، المرجع نفسه، ص 71.

² عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 858.

³ يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني (دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2019، ص 64.

رابعاً: صناديق الاستثمار غير المضمونة.

هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فحسب، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه.¹

خامساً: صناديق الاستثمار في سوق النقد.

هي تلك الصناديق التي تكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية.²

سادساً: صناديق الاستثمار المتخصصة.

هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا. وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة.³

سابعاً: الصناديق الاستثمارية الإسلامية.

الصناديق الاستثمارية الإسلامية أسلوب حديث نسبياً فهو أسلوب ظهر بعد نشأة المصارف الإسلامية ذاتها، وإذا كانت المصارف الإسلامية حديثة العهد فإن صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر حداثة. والصناديق الاستثمارية الإسلامية كغيرها من بعض المنتجات والخدمات المالية الإسلامية المعروفة جاءت بشكلها التنظيمي والفني للمالية الإسلامية من الغرب محملة بالربا وغيره من المحرمات في الفقه الإسلامي، ثم أخذ الباحثون والفقهاء يحذفون من هذه الصناديق ويضيفون عليها ما يجعلها في المحصلة متوافقة مع المعايير الشرعية المعتمدة. ولذا نجد عديداً من الباحثين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية يأخذون تعريف الصناديق الاستثمارية التقليدية ويضيفون عليها قيد مع الالتزام بالأحكام الشرعية.⁴

¹ يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، المرجع نفسه، ص 65.

² عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 45.

³ يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، مرجع سابق، ص 65.

⁴ يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، المرجع نفسه، ص 67.

المطلب الثالث: أهمية صناديق الاستثمار.

يصف الاقتصاديون رأس المال بأنه جبان ولذلك يتوجه إلى الأماكن التي يتوفر فيها الأمان وإمكانية تحقيق الأرباح، فالمستثمر دائما يعيش في حالة ترقب ويبحث عن الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقرة، وعند عدم توفر المناخ الملائم للاستثمار فإنه لا يتردد في سحب استثماراته والهروب بها إلى أسواق أخرى وهذا ما يعرف بهجرة رأس المال، ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق وأوجه الاستفادة منها نظريا في العناصر التالية:¹

1- تساعد على خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن الأدوات الاستثمارية التي توفرها صناديق الاستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين وأهدافهم.

2- إن كل من خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار والمزايا التي تتحقق من خلال الاستثمار في صناديق الاستثمار من شأنها تشجيع المستثمرين على شراء وحدات صناديق الاستثمار مما يضيف مزيدا من حركة التداول في سوق الأوراق المالية.

3- إن صناديق الاستثمار المغلقة تعمل على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأسلوبين منفصلين هما:

- تقوم ببناء تشكيلات من الأوراق المالية وتعمل بذلك على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية.
- تصدر وحدات استثمار ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

4- تقوم بالمساهمة في إتمام عمليات الخوصصة وخاصة في الدول النامية والآخذة في طريق النمو حيث لا يتوفر لدى القطاع الخاص بها السيولة اللازمة ليقوم بشراء شركات القطاع العام لضخامة تلك الشركات، مما يؤدي إلى إعاقة عملية الخوصصة ومن ثم فإن اضطلاع صناديق الاستثمار في تلك العملية سواء في السوق الأولي أو الثانوي يعمل على خلق طلب على أسهم وسندات تلك الشركات المطروحة للبيع من خلال محافظها الاستثمارية، ومن ثم تمثل الصناديق الجانب الكبير من الطلب على الأوراق المالية المطروحة من تلك الشركات والتمويل، وبالتالي مثلما حدث في مصر حين كانت تمثل عنصر الطلب الرئيسي على شراء أسهم الخوصصة.

5- تقوم بتنوع مصادر الدخل للبنوك، حيث يمكن للبنوك القيام بإنشاء صناديق استثمار والقيام بدور أمين لصندوق الاستثمار وتقديم العديد من الخدمات التي يقوم البنك بالحصول على مقابل لها، وكذلك حصول البنك على عوائد

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر (3)، 2012/2011، ص 176-178.

- من الفروق الرأسمالية التي تعود عليه من بيع أجزاء من محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها مما يعمل على تنويع مصادر الدخل للبنوك.
- 6- توزيع أموال الصندوق بين عدد من الأوراق المالية المتنوعة في المجالات المختلفة من حيث التوزيع الجغرافي والتوزيع من حيث الشركات المصدرة لهذه الأوراق، والتوزيع من حيث المجالات الاقتصادية المختلفة حيث يقوم بالتقليل من حجم المخاطر وتوزيعها بالنسبة للمدخرات الذي يوجه أمواله لاستثمارها، حيث تحتوي تشكيلات محافظ الصناديق الاستثمارية على أوراق مالية للعديد من المنشآت.
- 7- تخلق صناديق الاستثمار طلبا متزايدا على الأسهم مما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق ومن ثم زيادة حجم وقيمة التداول.
- 8- تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل الحدي للاستهلاك.
- 9- تحقق عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار، حيث أنها تحتوي على العوائد الموزعة على الأسهم والسندات المكونة منها محفظة الصندوق، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة نتيجة للفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها.
- 10- يعمل وجود صناديق استثمارية محلية من الحد من تهريب المدخرات الوطنية واستثمارها خارج البلد.
- 11- تعتبر صناديق الاستثمار أداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين الذين يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- 12- توافر القدرة على انتقاء الأوراق ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين في تحليل إدارة الأوراق المالية.
- 13- تحقيق عائد مناسب من حيازة الأوراق المالية دون السيطرة على بعض الشركات، حيث أن ذلك يتنافى مع مبدأ التنويع وعدم التركيز الذي يجب أن تنتهجه هذه الصناديق.
- 14- إن إدارة الصناديق بأسلوب الحجم الكبير للمحافظ يترتب عليه عمولات أقل نسبيا من تلك التي تترتب على العمليات التي يقوم بها الأفراد، فنجد أن عملية واحدة لصندوق ما مثل شراء مليون سهم في عملية واحدة لن يدفع نفس العمولة التي سوف يدفعها الفرد في شراء عشر آلاف سهم فقط.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار.

تمنح صناديق الاستثمار الأشخاص فرصة لتطبيق استراتيجيات الاستثمار في العديد من الأسواق المالية والأصول متى أرادوا ذلك. كما أنها توفر شروطاً عالية المرونة لاسترداد أو نقل الأصول بالإضافة إلى المزايا الضريبية ومن بين أهم مزايا الصناديق الاستثمارية نجد:¹

1- الشفافية: لما كانت صناديق المؤشرات المتداولة تتبع مؤشرات سوقية فإنه من السهل التعرف على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسب الاستثمارات، ويلتزم مصدر هذه الصناديق نشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها. كذلك تمتاز هذه الصناديق بالتقييم المستمر من مدير الصندوق خلال فترات التداول لقيمة الوحدة أو ما يعرف بالقيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة إضافة إلى تقييم نهاية اليوم أو ما يعرف بصافي قيمة الأصول.

2- المرونة: نظراً إلى إدراجها في السوق تتميز وحدات صناديق الاستثمار بسهولة التعامل معها إذ يستطيع المستثمر شراء الوحدات أو بيعها مباشرة عن طريق السوق وبشكل فوري وبنفس طريقة شراء الأسهم، كذلك بوسع المستثمر الشراء بأي من صناديق الاستثمار بغض النظر عن المصدر وبعكس الصناديق المشتركة التي يتطلب الاستثمار فيها التعامل من خلال مدير الصندوق مباشرة، وعلاوة على ذلك لا يوجد حد أدنى للاشتراك في صناديق الاستثمار.

3- التكلفة: يتميز الاستثمار في صناديق الاستثمار بشكل أساسي بقلّة حجم التكاليف وذلك لأن الرسوم الإدارية منخفضة، والسبب هو أسلوب الاستثمار الذي يعد استثماراً غير نشيط لا يستدعي اتخاذ قرارات في اختيار الأسهم وإنما يتبع الصندوق مؤشراً معيناً. إضافة إلى ذلك يتحمل المستثمر تكاليف تداول وحدات هذه الصناديق وهي عمولات البيع والشراء مقارنة برسوم الاشتراك والاسترداد إن وجدت في الصناديق الأخرى، ولتسهيل تداول وحدات صناديق الاستثمار يعين مدير الصندوق صانع سوق للصندوق حيث أن صانع السوق هو الجهة المرخص لها من هيئة السوق المالية ووظيفته توفير السيولة في سوق صناديق الاستثمار بحيث تتوافر أوامر مستمرة للبيع والشراء، فيستطيع المستثمر في أي وقت بيع الوحدات أو شراءها.

4- اقتصاديات الحجم: نظراً لأن حجم رؤوس الأموال المستثمرة في الصندوق الاستثماري أكبر من تلك التي يمكن أن يستثمرها كل فرد لوحده فإنها تتمكن من تحقيق ميزات ووفورات اقتصادية قد يصعب على المستثمر الفرد

¹ الموقع الرسمي لهيئة السوق المالي السعودي: www.cma.org.sa

الحصول عليها، ومن الأمثلة على ذلك قيام الصندوق الاستثماري بالتفاوض لأسعار تداول مخفضة والحصول على مواعيد مع مدراء الشركات ومجالس إدارتها بغرض مناقشة أدائها. وبذلك يستفيد المستثمر في صناديق الاستثمار من المزايا المحققة من تلك الضخامة.

5- الإدارة المحترفة (المتخصصة): من أكبر نتائج اقتصاديات الحجم هو تمكن الصناديق من توظيف مدراء استثمار محترفين يتمتعون بخبرات ومهارات جمّة في عالم الاستثمار ومتفرغين تماما لاستثمار أصول الصندوق، الأمر الذي يتعذر على المستثمر الفرد. وبذلك يستفيد المستثمرون ذوي الخبرات القليلة على وجه الخصوص من الإدارة المحترفة. كما أن الإدارة المحترفة تتمتع عادة بقدر أكبر من الموضوعية وبالتالي فهي أقل تذبذبا في توجهاتها من بعض المستثمرين الذين عادة ما يتغلب عليهم إما الطمع (في أوقات الطلوع) أو الخوف (في أوقات النزول) فيفقدون الموضوعية ويؤدي لخسارة بعض الفرص الجيدة.

6- متطلبات رأس المال قليلة: يكون المبلغ الأدنى للاستثمار بالصناديق منخفضا عادة مما يتيح لصغار المستثمرين شراء أسهم الصناديق بكميات تناسب دخلهم وبالأخص إذا كانوا يفكرون بشراء أسهم سعرها عال (حيث لا يفضل الكثير من الناس أن يشتروا منها سهما واحدا فقط أو سهمين).

7- تنوع الأصول: لعل هذه من أهم ميزات صناديق الاستثمار إذ أن المستثمر العادي وبالأخص المستثمر الذي لا يملك مبلغا كبيرا لاستثماره عادة ما يضطر أو يميل لتركيز استثماراته في سهم واحد. أما صناديق الاستثمار فبسبب اقتصاديات الحجم التي تتمتع بها، فإنها تستطيع تنوع أصولها على عدد من الأسهم، وبالتالي يتمكن المستثمر فيها من الحصول على موازنة أفضل من المخاطر والعوائد، كما أن صناديق الاستثمار تمكن المستثمر من تحقيق التنوع بسرعة دون أن يضطر للدخول في صفقات متعددة لشراء أسهم شركات مختلفة.

8- أقل مخاطرة وأكثر راحة بال: نظرا لعنصري الإدارة المحترفة وتنوع الأصول فإن الصناديق عادة ما تتمتع بقدر أقل من التذبذب وعدم الثبات، هذا إذا ما قارنا ذلك بالإدارة المحترفة التي تتكفل بمسؤولية اختيار الأسهم الأنسب ومعدل التحديث الأقل في الأسعار لأن وحدات الصناديق عادة ما يتم تقييمها مرتين في الأسبوع فقط بدلا من السيل المتكرر من التحديثات السعرية التي تتسم به الأسهم هذا ما يعني أن المستثمر في الصناديق أقل عرضة لمتابعة استثماره في الصندوق وبالتالي أكثر قدرة للتمتع بالجوانب الأخرى من حياته.

ثانيا: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار.

التساؤل الذي يدور في ذهن أي مستثمر يريد توجيه مدخراته نحو صناديق الاستثمار هو هل صناديق الاستثمار آمنة أم لا؟ والإجابة بكل بساطة أن صناديق الاستثمار مثلها مثل غيرها تحتوي على نسبة من المخاطر وتفاوت تلك النسبة وفقا لنوع الصندوق الذي ستوجه إليه مدخراتك، ومن أهم المخاطر التي قد تحيط بمجال الاستثمار في صناديق الاستثمار نجد ما يلي:

1- المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق): تعد الظروف الاقتصادية العامة مثل الكساد أو الظروف السياسية أحد أهم المخاطر المنتظمة. ويوجد عدد من المخاطر التي تحيط الأسواق المالية والتي قد تؤثر أيضا على صناديق الاستثمار باعتبارها تتكون من مجموعة مختلفة من الأدوات المالية المتاحة في السوق مثل:

- **الأسهم:** يوجد عدد كبير من الأسباب التي تؤثر على ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم في السوق كالنمو الفعلي للشركات أو التنبؤات بالنمو لقطاعات وصناعات معينة أو حدوث تغير مفاجئ في المناخ الاقتصادي نفسه وكذلك تغير في نظرة المستثمر للسوق.

- **السندات:** تتأثر أسعار السندات في السوق بشكل أساسي بالتغيرات التي قد تحدث في أسعار الفائدة. ومن المعروف أنه مع ارتفاع أسعار الفائدة السائدة في السوق تنخفض أسعار السندات والعكس صحيح.

2- المخاطر الغير منتظمة: هي مخاطر الاستثمار الناتجة عن حدث غير متوقع في إحدى القطاعات أو في ورقة مالية بعينها، وهذه المخاطر يصعب التنبؤ بها إلا أنه يمكن الحد من آثار هذه المخاطر بتنوع مكونات المحفظة المالية للصندوق عن طريق تنوع الأسهم وأدوات العائد الثابت المستثمر فيها مع عدم التركيز على قطاع واحد واختيار شركات غير مرتبطة ببعضها البعض وبالتالي تنوع المحفظة الاستثمارية وفق تنوع ماركويتز ومن بين هذه المخاطر نذكر ما يلي:

- **مخاطر الائتمان:** وتتمثل في عدم قدرة الشركة المصدرة للأوراق المالية على الوفاء بالالتزامات المالية المفروضة عليها كدفع كوبونات، فوائد أو أصل السندات في تاريخ استحقاقها.

- **مخاطر التضخم:** تتأثر صناديق الاستثمار مثل باقي الأدوات الاستثمارية الأخرى بشكل بالغ بمعدلات التضخم السائدة وهي انكماش للقوة الشرائية بسبب الارتفاع الكبير في الأسعار. حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني أن قيمة العملة في المستقبل سوف تكون أقل من قيمتها في الوقت الحالي لذلك نجد أن المستثمرين يسعون دائما إلى تحقيق عائد أعلى من معدل التضخم السائد.

- مخاطر التغيرات السياسية: تنعكس الحالة السياسية للدول المستثمر فيها على أداء أسواق المال بهذه الدول، والتي تؤثر أيضا على الأرباح والعوائد الاستثمارية، وتجدر الإشارة إلى أن نتائج الصندوق سوف تتأثر بالسوق الذي يستثمر فيه وأيضا مدى تأثيره المباشر بالأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في تلك الدول.
- مخاطر المعلومات: تتمثل هذه المخاطر في عدم توافر المعلومات اللازمة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، وذلك نظرا لعدم تمتع السوق المستثمر فيه بالإفصاح والشفافية والاستقرار.
- مخاطر الاستدعاء أو السداد المعجل: تتمثل مخاطر الاستدعاء جزءا أو كلا من أدوات العائد الثابت وسدادها قبل موعد استحقاقها، وذلك نتيجة لتغير سعر الفائدة أو لأسباب أخرى متعلقة بنشاط المصدر نفسه، والجدير بالذكر أن مثل هذه المخاطر تكون معروفة ومحددة بنشرات الاكتتاب عند الشراء.
- مخاطر تغير اللوائح والقوانين: هي المخاطر التي تنتج عن تغير بعض اللوائح والقوانين في الدول المستثمر فيها مما قد يؤثر بالسلب أو بالإيجاب على بعض القطاعات المستثمر فيها، وبالتالي على أسعار تلك الأوراق المالية مما قد يؤدي إلى عدم الاستقرار في الأرباح المتوقعة.

المبحث الثالث: المؤسسات ذات الفوائض المالية الناشطة في الجزائر.

من أجل ممارسة أي نشاط مؤسسي مالي لا بد من الحصول على الترخيص من قبل الجهات المختصة ويتم الحصول على الترخيص أو الاعتماد بعد تقديم ملف كامل واستيفاء جميع الشروط المنصوص عليها قانونا، ومن بين المؤسسات المالية التي تتمتع بالفوائض المالية في الجزائر نجد على سبيل المثال لا على سبيل الحصر: البنوك، صناديق الضمان الاجتماعي بنوعها، شركات التأمين وصندوق التقاعد، حيث سيتم التطرق إلى مختلف المؤسسات المالية السابقة الذكر بشيء من التفصيل والشرح، ولمعرفة المؤسسات ذات الفوائض المالية الناشطة في الجزائر أكثر قمنا بطرح الخطة التالية قصد تسهيل العملية:

- المطلب الأول: البنوك.
- المطلب الثاني: صناديق الضمان الاجتماعي.
- المطلب الثالث: شركات التأمين.
- المطلب الرابع: صندوق التقاعد.

المطلب الأول: البنوك.

يعتبر القطاع المصرفي الركيزة الأساسية لأي اقتصاد دولة في العالم لذلك نجد أنه محاط بترسانة من القوانين والتنظيمات التي تعمل على حسن سير عمل هذا النوع من المؤسسات المالية، ولممارسة البنوك نشاطها في الجزائر لا بد عليها من الحصول على الترخيص والاعتماد من طرف السلطات المختصة ممثلة في بنك الجزائر، حيث جاء الأمر 11/03 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض 10/90 ليدخل تغييرات جوهرية في مجال تسيير النظام المصرفي الجزائري وكذا صلاحيات ومكونات الهيئات المكلفة بتنظيمه ومراقبته وهذا في إطار إصلاح النظام المصرفي ليتجاوب مع التغيرات التي يعرفها الواقع الاقتصادي، وعليه ومن خلال كل ما سبق يمكن التطرق إلى أهم البنوك الناشطة في الجزائر والتي كان آخرها بنك السلام الذي تحصل على حق ممارسة نشاط الصيرفة سنة 2008.

وبحسب التقرير السنوي الأحدث لبنك الجزائر حول القطاع البنكي والمصرفي في الجزائر والصادر في 03 جانفي 2021 فإن النظام البنكي في الجزائر يتشكل من 34 بنكا ومؤسسة مالية، تقع مقراتها الاجتماعية بالجزائر العاصمة، حيث تنقسم هاته البنوك والمؤسسات المالية حسب هذا التقرير إلى:¹

¹ التقرير السنوي لبنك الجزائر عن البنوك والمؤسسات الناشطة في السوق الجزائرية والمنشور في الموقع الرسمي لبنك الجزائر: www.bank-of-algeria.dz

- 19 بنكا تجاريا منها 6 بنوك عمومية أخذت حصة الأسد من حجم السوق النقدية و13 بنكا خاصا.
- 8 مؤسسات مالية منها 7 مؤسسات مالية عامة ومؤسسة مالية وحيدة خاصة.
- 6 مكاتب للتمثيل.

أولا: البنوك العمومية

1- البنك الخارجي الجزائري BEA¹: كان إنشاء البنك الخارجي الجزائري في 01 أكتوبر 1967 برأسمال قدره 20 مليون دينار جزائري، وهو مؤسسة حكومية تم إنشاؤها في فترة الاستقلال بعد تأميم البنوك الأجنبية بموجب المرسوم رقم 204/67 الصادر في 01 أكتوبر 1967، ويعتبر البنك الخارجي بنك ودائع مملوكة للدولة ويخضع للقانون التجاري مقره الرئيسي في الجزائر العاصمة، حيث كانت مهمته عند إنشائه تمويل التجارة الخارجية أما حاليا فيقوم بعدة اختصاصات كمنح الاعتمادات على مختلف عمليات الاستيراد وإعطاء ضمانات للمصدرين الجزائريين لتسهيل مهامهم. وقد مر بعدة مراحل خلال تطوره إذ أنه لعب دور التسهيل (تقديم القروض) والتنمية في مجال التخطيط الوطني والعلاقات الاقتصادية والمالية بين الجزائر والدول الأخرى، حيث يتمثل دوره الأساسي في القيام بكل العمليات البنكية بين المؤسسات الصناعية الكبرى والمؤسسات الأجنبية.

وخلال فترة الثمانينات وبفضل تطبيق القانون 02/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والذي يتعلق باستقلالية المؤسسة عرف البنك الخارجي الجزائري عدة تغييرات جديدة، إذ يعتبر من البنوك الأولى التي تحولت إلى مؤسسات مستقلة ضمن مرسوم 61/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988.

2- البنك الوطني الجزائري BNA²: يعتبر البنك الوطني الجزائري أول بنك تجاري وطني تم إنشائه بتاريخ 13 جوان 1966، حيث مارس كافة النشاطات المرخصة للبنوك التجارية ذات الشبكة، كما تخصص إلى جانب هذا في تمويل القطاع الزراعي ليتم إعادة هيكلته وهذا بإنشاء بنك جديد متخصص وهو بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) مهمته الأولى والأساسية هي التكفل بالتمويل وتطوير المجال الفلاحي. وفي سنة 1988 صدر القانون رقم 01/88 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988 والمتضمن توجيه المؤسسات الاقتصادية نحو التسيير الذاتي والذي كان له عدة تأثيرات على تنظيم ومهام البنك الوطني الجزائري والتي من بينها:

- خروج الخزينة من التداولات المالية وعدم تمركز توزيع الموارد من قبلها.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السادسة، الجزائر، 2007.

² الموقع الرسمي للبنك الوطني الجزائري BNA: www.bna.dz

- حرية المؤسسات في التوطين لدى البنوك.
- حرية البنك في أخذ قرارات تمويل المؤسسات.

أما في سنة 1990 صدر القانون رقم 10/90 الصادر بتاريخ 14 أبريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض والذي سمح بصياغة جذرية للنظام البنكي بالتوافق مع التوجهات الاقتصادية الجديدة للبلاد. هذا القانون وضع أحكاما أساسية من بينها انتقال المؤسسات العمومية من التسيير الموجه إلى تسيير الذاتي. وعلى غرار البنوك الأخرى يعتبر البنك الوطني الجزائري كشخص معنوي يؤدي كمهنة اعتيادية كافة العمليات المتعلقة باستلام أموال الناس، عمليات القروض وأيضا وضع وسائل الدفع وتسييرها تحت تصرف الزبائن. كما يعتبر أول بنك حاز على اعتماده بعد مداولة مجلس النقد والقرض بتاريخ 05 سبتمبر 1995، وفي شهر جوان 2009 تم رفع رأسمال البنك الوطني الجزائري من **14 600** مليار دج إلى **41 600** مليار دينار جزائري ليتم رفعه مجددا سنة 2018 ويصل رأسماله إلى حدود **150 000** مليار دينار جزائري.

3- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR¹: كونه بنك شامل وجواري يعتبر مؤسسة مالية وطنية تم إنشاؤها في 13 مارس 1982، كما أنها تعتبر من حيث الشكل القانوني شركة ذات أسهم، يعمل بنك الفلاحة والتنمية الريفية منذ نحو 40 سنة على تدعيم التنمية الإقليمية ومشاريع زبائنه بشكل فعال بما في ذلك تمويل الفلاحة، الصناعات الغذائية، الصيد البحري وتربية المائيات وهي المجالات التي تجعله في ركب البنوك الأخرى ما يشكل دعما لتنمية الاقتصاد الوطني وتحسين مستواه. ومن أجل تحقيق رضا الزبائن بأكبر قدر ممكن يجند بنك الفلاحة والتنمية الريفية أكثر من 7000 موظف مع فريق يتكون من 1200 مكلف بالزبائن للإصغاء لانشغالهم عبر 321 وكالة بنكية و39 مجمع استغلال جهوي موزعة عبر التراب الوطني بالإضافة إلى نظام معلومات جديد لمزيد من الأمان، السهولة، الفعالية والسرعة.

4- بنك التنمية المحلية BDL²: كانت نشأة بنك التنمية المحلية غير عادية حيث انبثق عن القرض الشعبي الجزائري CPA الذي سنتكلم عنه فيما يلي، وقد تم تأسيسه في 30 أبريل 1985 بموجب المرسوم الرئاسي 86/85 حيث بدأ نشاطه برأسمال يقدر بـ **6** مليار دج ليرتفع إلى حدود **36,8** مليار دج. ونجد أن بنك التنمية المحلية

¹ الموقع الرسمي لبنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR: www.badrbanque.dz

² الموقع الرسمي لبنك التنمية المحلية BDL: www.bdl.dz

يملك شبكة مكونة من 155 وكالة منتشرة بإحكام على مستوى التراب الوطني، بما في ذلك 147 وكالة مكلفة بتسيير العمليات البنكية و06 وكالات مختصة في منح قروض على الرهن وهو نشاط الذي ينفرد به بنك التنمية المحلية ويميزه عن باقي البنوك.

بنك التنمية المحلية هو أولا بنك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الصناعات الصغيرة والمتوسطة والتجارة في أوسع معانيها ثم بنك المهن الحرة والأفراد والعائلات، حيث يسعى بنك التنمية المحلية إلى المشاركة الفعالة في تطوير الاقتصاد الوطني وعلى وجه الخصوص تعزيز الاستثمار بتشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات الصغيرة والمتوسطة في جميع القطاعات بتنوعها من خلال المشاركة في جميع الإجراءات التي وضعتها السلطات العمومية ANSEJ، CNAC وANGEM بحيث أن بنك التنمية المحلية على استعداد لتلبية الاحتياجات التمويلية للأفراد من جهة ومن جهة أخرى لبنك التنمية المحلية دور رئيسي في تمويل المشاريع السكنية وذلك عن طريق دعم ومرافقة أصحاب مشاريع الترقية العقارية وكذا أيضا الأشخاص الذين يريدون شراء مسكن.

5- القرض الشعبي الجزائري CPA: تم إنشاء القرض الشعبي الجزائري من منطلق المرسوم الصادر في 1967/05/14، وهو ثاني بنك اقتصادي تم إنشاؤه في الجزائر بعد الاستقلال وقد أنشئ على أنقاض القرض الشعبي للجزائر، وهران، عنابة وقسنطينة، والصندوق المركزي الجزائري للقرض الشعبي ثم التحمت فيه ثلاث مصارف أجنبية أخرى هي: المصرف الجزائري المصري بتاريخ 01 جانفي 1968، الشركة المرسلية للبنوك SMC بتاريخ 30 جوان 1968، الشركة الفرنسية للإقراض والبنوك سنة 1971، وأخيرا البنك المختلط ميسر، ومن مهامه نجد:

- تأدية جميع العمليات المحددة بالقروض، الصرف والصندوق.
- إنشاء حسابات لجميع الأشخاص الذين طالبوا بها واستقبال الودائع.
- تحديد ضمانات مرتبطة بحجم القروض المساهمة في كل الادخارات.
- المشاركة في تحديث المجال الفلاحي والمجالات الأخرى.
- تأمين الترقيات المرتبطة بتقديم القروض وإحضار الأمانات.
- تطوير منابع واستعمالات المصرف عبر تطوير عمليتي التوفير والاستثمار.
- الانتفاع من التحديثات العالمية في نطاق العمل البنكي مع إعادة تهيئة القروض.

- تحديث الموارد والتعاملات المصرفية وأيضا العمل على توفير خدمات بنكية جديدة مع تحديث المنتجات والخدمات القائمة.
- تطوير شبكته ومعاملاته المالية وتحديث إمكانيات تحليل المخاطر، تقسيم السوق البنكية والتقرب أكثر من أصحاب الأعمال الحرة، التجار والشركات الحديثة والناشئة.

6- البنك الوطني للتوفير والاحتياط CNEP-Banque¹: تأسس الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط فعليا في تاريخ 10 أوت 1964 على أساس شبكة لصندوق تضامني بين الولايات والبلديات الجزائرية، وتمثلت مهامه الأساسية في جمع أموال التوفير. أما أول وكالة للصندوق فكانت بتاريخ 01 مارس 1967 في تلمسان. في حين أن تسويق دفتر الصندوق الوطني للتوفير كان قبل ذلك بسنة على مستوى شبكة البريد. وخلال الفترة الممتدة بين سنتي 1964 و1970 كان نشاط الصندوق قائما على جمع أموال التوفير بالاعتماد على الدفتر المخصص لذلك مع منح قروض اجتماعية رهنية. أما هيكلها فكانت شبكة الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط تشمل على وكالتين افتتحتا للعملاء سنة 1967 وعلى 575 نقطة جمع متواجدة على مستوى شبكة البريد. في أبريل 1971 صدرت تعليمة تكلف الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بتمويل برامج لإنجاز سكنات باستعمال موارد الخزينة العمومية وفي نهاية 1975 تمت أول عملية بيع سكنات لصالح مالكي دفاتر التوفير. وفي 1979 كان للصندوق الوطني للتوفير والاحتياط 46 وكالة عملية. أما في سنوات الثمانينات كلف الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بمهام أخرى ويتعلق الأمر بالقروض العقارية الموجهة للخوادم وذلك من أجل بناء سكنات وتمويل السكن الترقوي حصريا لفائدة الموفرين، وفي 31 ديسمبر 1988 بلغ عدد السكنات التي بيعت في إطار بلوغ الملكية 11590 مسكن. كما توسعت شبكة الصندوق حيث بلغ عدد وكالاته 120 وكالة (47 وكالة ولائية و73 وكالة ثانوية). وبتاريخ 31 ديسمبر 1990 بلغت أموال التوفير التي تمكن الصندوق من جمعها ما مجموعه **82** مليار دينار جزائري من بينها **34** مليار دينار على دفاتر التوفير بالعملة الصعبة وذلك على مستوى 135 وكالة و2652 مكتب بريد. أما قيمة القروض الممنوحة للخوادم إلى غاية نفس التاريخ فقدت ب **12** مليار دينار جزائري بمجموع 80 000 قرض. وفي 6 أبريل 1997 عدل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط نظامه الأساسي بحصوله

¹ الموقع الرسمي للبنك الوطني للتوفير والاحتياط: www.cnepbanque.dz

على الترخيص كبنك إذ أصبح بإمكانه القيام بكل العمليات البنكية باستثناء عمليات التجارة الخارجية، أما بقية المراحل فكانت كالتالي:

- 1997: تغيير الوضع: CNEP (Caisse d'Épargne) يصبح البنك العالمي: CNEP-Banque
- 1998: إطلاق الائتمان الاستهلاكي.
- 2005: إعادة التموضع الاستراتيجي لبنك CNEP-Banque على التمويل العقاري.
- 2008: إطلاق التأمين المصرفي.
- 2011: إعادة التنظيم الاستراتيجي لبنك CNEP وذلك بالترخيص بتمويل الشركات.
- 2013: إضفاء الطابع المادي على حساب التوفير وإطلاق بطاقة التوفير.
- 2015: إطلاق حساب التوفير غير المسدد.
- 2016: افتتاح أول وكالة آلية خطابي (مركز الجزائر العاصمة).
- 2018: زيادة رأس مال البنك CNEP-Bank من 14 إلى 46 مليار دينار جزائري.

ثانيا: البنوك الخاصة

1- بنك البركة¹: بنك البركة الجزائري تم إنشاؤه في 20 ماي 1991 برأس مال اجتماعي قدره 500 مليون

دج، وبدأ نشاطه المصرفي بصفة فعلية خلال شهر سبتمبر من نفس السنة، ولقد مر بعدة مراحل أهمها:

- 1991: تأسيس بنك البركة الجزائري.
- 1994: الاستقرار والتوازن المالي للبنك.
- 2000: المرتبة الأولى بين البنوك ذات الرأس المال الخاص.
- 2002: إعادة الانتشار في قطاعات جديدة في السوق.
- 2006: زيادة رأسمال البنك إلى 5,2 مليار دينار جزائري.
- 2009: زيادة ثانية لرأسمال البنك إلى 10 مليار دينار جزائري.
- 2016: الريادة في مجال التمويل الاستهلاكي على مستوى القطر الجزائري.
- 2017: زيادة ثالثة لرأسمال البنك إلى 15 مليار دينار جزائري.

¹ الموقع الرسمي لبنك البركة: www.albaraka-bank.com

2- بنك ABC الجزائر:¹ تأسس بنك ABC (المؤسسة العربية المصرفية) في البحرين في سنة 1980 وهو متواجد في أكثر من 17 دولة منها دول الخليج وشمال إفريقيا والشرق الأوسط وأوروبا والأمريكتين وآسيا. إن أسهم بنك ABC مسجلة في البورصة مع مساهمين من المؤسسات الاستثمارية مثل البنك المركزي الليبي وهيئة الاستثمار الكويتية. تستجيب رغبة المجمع للاحتياجات المختلفة للسوق الجزائري وتتجسد من خلال إنشاء مكتب تمثيلي في عام 1995، ما مكن بنك ABC من تطوير وتعزيز روابط التعاون مع المؤسسات المالية الجزائرية، ونظرا لتنامي اهتمام مجمع بنك ABC بالسوق الجزائري فقد تحول المكتب التمثيلي إلى بنك كامل في ديسمبر 1998 بقرار من مجلس النقد والقرض في 24 سبتمبر 1998. وهكذا نشأت المؤسسة العربية المصرفية -الجزائر التي تم تسميتها تحت الاسم التجاري لبنك ABC الجزائر، والتي أصبحت بالفعل أول بنك خاص دولي يستقر في الجزائر بدأ نشاطه في 02 ديسمبر 1998 مع افتتاح وكالته الرئيسية في بئر مراد رايس.

3- سوسيتي جنيرال الجزائر Société Générale Algérie:² سوسيتي جنرال الجزائر المملوكة بنسبة 100% لمجموعة سوسيتي جنرال الفرنسية هي واحدة من البنوك الخاصة في الجزائر والتي بدأت نشاطها منذ سنة 2000، تضم شبكتها التي تتوسع باستمرار حاليا 91 فرعا موزعة على 31 ولاية بما في ذلك 13 مركز أعمال مخصص لنشاط العملاء من الشركات، وبلغ عدد العاملين في البنك أكثر من 1500 شخص اعتبارا من 31 ديسمبر 2019.

4- بنك الخليج الجزائر Gulf Bank Algérie:³ بنك الخليج الجزائري AGB بدأ نشاطه في الجزائر سنة 2004 وهو أحد البنوك التابعة لبنك برقان الكويتي حيث يمتلك نسبة 86% من أسهم بنك الخليج الجزائر GULF BANK ALGERIA ويتم اختصاره بالرمز AGB، مقره الرئيسي في الجزائر العاصمة حيث لديه شبكة من الفروع تقدر بـ 61 وكالة موزعة عبر التراب الوطني ويوظف ما يقارب 1074 موظف.

¹ الموقع الرسمي لبنك ABC الجزائر: www.bank-abc.com

² الموقع الرسمي لبنك سوسيتي جنيرال الجزائر: www.societegenerale.dz

³ الموقع الرسمي لبنك الخليج الجزائر: www.agb.dz

5- مصرف السلام الجزائر AL SALAM BANK ALGERIA: ¹ مصرف السلام-الجزائر، هو بنك شمولي يعمل طبقا للقوانين الجزائرية ووفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في كافة تعاملاته ويعتبر كثرمة للتعاون الجزائري الخليجي، تم اعتماد المصرف من قبل بنك الجزائر في سبتمبر 2008 ليبدأ مزاوله نشاطه مستهدفا تقديم خدمات مصرفية مبتكرة. إن مصرف السلام-الجزائر يعمل وفق استراتيجية واضحة تتماشى ومتطلبات التنمية الاقتصادية في جميع المرافق الحيوية بالجزائر، من خلال تقديم خدمات مصرفية عصرية تنبع من المبادئ والقيم الأصيلة الراسخة لدى الشعب الجزائري بغية تلبية حاجيات السوق والمتعاملين والمستثمرين، وتضبط معاملاته هيئة شرعية تتكون من كبار العلماء في الشريعة والاقتصاد.

6- بنك ناتيكسيس الجزائري Natixis Algérie Banking: شراكة جزائرية فرنسية.

7- سيتي بنك الجزائر Citibank Algeria-Banks: شراكة جزائرية أمريكية.

8- البنك العربي الجزائري ARAB BANK PLC ALGERIA: شراكة جزائرية أردنية.

9- بنك بي إن بي باريبا الجزائر BNP Paribas El Djazair: شراكة جزائرية فرنسية.

10- بنك ترست الجزائر TRUST BANK ALGERIA.

11- بنك إتش إس بي سي HSBC Algérie: بنك بريطاني.

12- بنك فرنسا الجزائر: بنك فرنسي.

13- بنك الإسكان الجزائر The Housing Bank - Algeria.

¹ الموقع الرسمي لمصرف السلام: www.alsalamalgeria.com

المطلب الثاني: صناديق الضمان الاجتماعي.

تعكس المنظومة الوطنية للحماية الاجتماعية لأي بلد مستوى التطور الاجتماعي والاقتصادي، وهي أيضا مرآة لمستوى التشاور بين مختلف الفاعلين في الساحة الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية، وقد عرفت منظومة الضمان الاجتماعي بالجزائر منذ نشأتها وحتى اليوم تطورا مكثفا ومتواصلا وعلى نحو أدق منذ استرجاع البلاد لسيادتها الوطنية سنة 1962 تم تسجيل تحسنا كبيرا والتي من بينها التوجه نحو تعميم الحماية الاجتماعية من خلال توسيع نطاقها لتشمل فئات واسعة من السكان مع تبسيط الإجراءات لتحويل الحق في الضمان الاجتماعي، وعليه فالضمان الاجتماعي في الجزائري ينقسم إلى نظامين مهمين هما كالتالي:

أولا: الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء (CNAS).

الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء هو مؤسسة عمومية ذات تسيير خاص وهذا طبقا للمادة 49 من القانون رقم 01/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية. ويتولى مجلس الإدارة إدارة الصندوق وهو خاضع لوصاية وزارة العمل والتشغيل والضمان الاجتماعي.

• مهام الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء:

- تسيير أداءات التأمينات الاجتماعية (المرض، الأمومة، العجز والوفاة) وكذا حوادث العمل والأمراض المهنية.
- تسيير المنح العائلية لحساب الدول وتحصيل الاشتراكات.
- الرقابة والمنازعات المتعلقة بتحصيل الاشتراكات الموجهة لتمويل الأداءات.
- منح رقم تسجيل وطني للمؤمن لهم اجتماعيا وكذا أصحاب العمل.
- المساهمة في ترقية السياسة الرامية إلى الوقاية من حوادث العمل والأمراض المهنية.
- تسيير الأداءات المتعلقة بالأشخاص المستفيدين من الاتفاقيات الثنائية للضمان الاجتماعي.
- تسيير صندوق المساعدة والنجدة وإبرام اتفاقيات مع مقدمي العلاج.
- إعلام المستفيدين وأصحاب العمل بحقوقهم والتزاماتهم.
- القيام بالنشاطات الرامية إلى تمكين العمال وذوي حقوقهم من الأداءات الجماعية على شكل إنجازات ذات طابع صحي واجتماعي بالإضافة إلى إجراء الرقابة الطبية لفائدة المستفيدين.

ثانيا: الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء (CASNOS).

1- مهام الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء.¹

تنص المادة 65 من المرسوم رقم 07/72 على أن يواصل الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء والصندوق الوطني للتقاعد مهام تسيير الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء إلى غاية صدور المرسوم الذي يحدد الصلاحيات والتسيير الإداري للصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء. وتنفيذا لذلك صدر المرسوم التنفيذي رقم 119/93 المؤرخ في 15 ماي 1993 الذي يحدد اختصاصات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي الخاص بغير الأجراء وتنظيمه وسييره الإداري، وتمثل مهام هذا الصندوق في الآتي:

- يقوم بتسيير الخدمات العينية المتعلقة بالعلاج والرعاية الطبية وكذا الخدمات النقدية للتأمينات الاجتماعية المقدمة لغير الأجراء وذلك في إطار القوانين والتنظيمات الجاري العمل بها.
- يسير معاشات المتقاعدين من غير الأجراء ومنحهم، كما يسير أيضا المعاشات والمنح المصروفة بمقتضى القانون الساري المفعول قبل الفاتح من جانفي من العام 1984 إلى غاية انقضاء حقوق المستفيدين.
- يتولى تحصيل الاشتراكات المخصصة لتمويل خدمات الضمان الاجتماعي للمؤمن لهم ومراقبتها ومنازعات التحصيل.
- يسير عند الاقتضاء الأداءات المستحقة للمستفيدين من خدمات الضمان الاجتماعي بناء على اتفاقيات الضمان الاجتماعي أو اتفاقيات دولية كما ينظم الرقابة الطبية وينسقها ويمارسها.
- يقوم بإنجازات ذات طابع صحي واجتماعي قصد استفادة العمال وذوي حقوقهم من أداءات جماعية، وتمول هذه الإنجازات بواسطة صندوق العمل الاجتماعي والصحي، كما يسير أيضا صندوق المساعدة والإسعاف المخصص لمنح (في بعض الحالات الاستثنائية) امتيازات للمؤمن لهم اجتماعيا ولذوي حقوقهم عندما لا تتوفر فيهم شروط الاستفادة منها أو عندما يكونون من ذوي الدخل الضعيف.
- يقوم بتسديد النفقات الناجمة عن تسيير مختلف اللجان أو الجهات القضائية المدعوة للنظر في النزاعات الناشئة عن القرارات التي يصدرها في مجال اختصاصه أو مهامه

¹ وزارة صالحي الواسعة، مرجع سابق، ص 148-149.

المطلب الثالث: شركات التأمين.

ينشط في السوق الجزائري العديد من شركات التأمين، منها ما هو تابع للقطاع العام أي يسير من طرف الدولة ومنها ما هو تابع للقطاع الخاص الذي بدأ في النشاط التأميني بعد الإصلاحات التي قامت بها الجزائر، وذلك من أجل تشجيعهم على الاستثمار في قطاع التأمين هذا من جهة ومن جهة أخرى نجد نوع آخر من شركات التأمين ألا وهي شركات إعادة التأمين والتي يتمثل دورها في إعادة تأمين ما قامت بتأمينه شركات التأمين العادية، كما أننا نجد أيضا بعض شركات التأمين المتخصصة فمنها ما هو متخصص في المجال الصناعي ومنها ما هو متخصص في مجال النقل ومنها ما هو متخصص في مجال القطاع الفلاحي.

أولا: شركات التأمين العمومية

في هذا النوع من الشركات نجد شركات حديثة وأخرى تقليدية والتي سنقوم بعرضهم كما يلي:

أ- الشركات العمومية التقليدية: وتضم الشركات التالية:

1- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (LA CAAR): هي أول شركة جزائرية خاصة بالتأمين أنشئت وهذا بتاريخ 08 جوان 1963 بهدف السماح للدولة الجزائرية بمراقبة التأمين¹، وكانت تسمى بال صندوق الوطني للتأمين وإعادة التأمين، وفي 26 فيفري 1964 أصبحت تمارس جميع أنواع التأمين ماعدا التأمين الفلاحي الذي خصص لمؤسسة (CNMA)، وابتداء من جانفي 1976 أصبحت متخصصة في الأخطار الصناعية، ولقد عرف قانونها الأساسي تعديلات لاحقة خاصة في سنة 1985، وفي 30 أفريل 1985 صارت تحمل اسم الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين وأصبحت تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.²

الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين هي الآن شركة مساهمة حيث قدر رأسمالها سنة 2013 بـ:

12 مليار دج، وتعد من أهم الشركات على المستوى الوطني، وتتكون من 5 وحدات و 79 وكالة محلية كما

قدر رقم أعمالها سنة 2004 بـ 3,9 مليار دج ليرتفع ويصل إلى 16,6 مليار دج سنة 2015 وأصبحت

¹ الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz

² فايزة بن عمروش، واقع تسويق الخدمات في شركات التأمين دراسة حالة الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، دفعة 2007/2008، ص102.

تتحكم في 16 % من السوق الجزائري للتأمينات في سنة 2012 بعدما كانت تسيطر على 11 % سنة 2004، ومن الأخطار التي تهتم بها نجد في المرتبة الأولى الحرائق بنسبة 38.55 %، السيارات بنسبة 22.5 %، النقل بنسبة 12.75 %، الطاقة بنسبة 7.16 %، أخطار متعددة 15 % وتأمينات الأشخاص بنسبة 4.26 %.

2- الشركة الوطنية للتأمين SAA: أنشئت بعد الاستقلال بمقتضى قرار الاعتماد الصادر بتاريخ 12 ديسمبر 1963 وكانت شركة مختلطة جزائرية بنسبة 61% ومصرية بنسبة 39% وتم فيما بعد تأميمها في 27 ماي 1966 في إطار احتكار الدولة لمختلف عمليات التأمين، وفي 21 ماي 1975 ومع ظهور قانون التخصيص احتكرت الشركة كل من فرع السيارات، الأخطار البسيطة والتأمين على الحياة.¹ الشركة الوطنية للتأمين هي الآن شركة مساهمة وتؤمن إلى جانب الشركات الأخرى كل فروع التأمين ولقد بلغ رأسمالها الاجتماعي 20 مليار دج²، وهي تتكون من شبكة تجارية كبيرة بحيث تتكون من حوالي 15 وحدة جهوية وأكثر من 293 وكالة مباشرة و 210 وكيل عام و 26 وسيط و 150 مصرف تأميني وتستخدم أكثر من 5000 موظف كما قد ارتفع رقم أعمالها من 20 مليار دج سنة 2010 إلى 27 مليار دج سنة 2015.³

3- الشركة الوطنية لتأمين النقل (LA CAAT): أنشئت في 30 أبريل 1985 وهي مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وغرضها يتمثل فيما يلي: (عمليات التأمين البحري، عمليات التأمين الجوي، عمليات التأمين البري). وفي 1989 وبعد الإصلاحات الاقتصادية وإلغاء التخصيص تحولت إلى الشركة الجزائرية للتأمين الشامل وأصبحت مؤسسة عمومية اقتصادية وشرعت في ممارسة مختلف فروع التأمين، حيث بدأت بـ: 10 وكالات، وتحوز حاليا على 5 فروع وأكثر من 70 وكالة، يبلغ رأسمالها الاجتماعي 16 مليار دج، لقد حازت على 16 % من الحصة السوقية في 2014 وهي تعتبر رائدة في التأمينات على النقل،

¹ الموقع الرسمي للشركة الجزائرية للتأمين: www.saa.dz

² فايزة بن عمروش، مرجع سابق، ص 103.

³ الموقع الرسمي للشركة الجزائرية للتأمين: www.saa.dz

ونجدها تستحوذ على 18.65 % في تأمين الحرائق، 15 % في تأمين السيارات و12.4 % في تأمين الأشخاص من الحصة السوقية للتأمين.¹

ب- الشركات المتخصصة في إعادة التأمين: وتضم الشركات التالية:

1- الصندوق المركزي لإعادة التأمين (CCR): أنشئ في 01 أكتوبر 1973 وكان ينحصر دوره في إعادة التأمين من المخاطر التي تتخلى عليها الشركات الوطنية، فهو يحتفظ بجزء من هذه المخاطر ويعيد تأمين الأجزاء الأخرى لدى شركات أجنبية قادرة على ضمان هذه المخاطر. وفي 30 أبريل 1985 أصبحت هذه الشركة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي وكان غرضه يتمثل في القيام بعمليات إعادة التأمين على اختلاف أشكالها²، والمشاركة في تنمية السوق الوطنية لإعادة التأمين بدفع قدراتها على الحجز طبقا لمبادئ إعادة التأمين الأساسية وتقنية تحقق التوازن المالي في هذا المجال عن طريق تحقيق عائدات مالية تعويضية تحقق هذا التوازن، وتطوير المبادلات والتعاون الدولي مع مراعاة الاختيارات الأساسية للبلاد ويقدر حاليا رأسماله يقدر بـ 22 مليار دج³. ويساهم في رأس مال عدة شركات وهي:⁴

- الشركة المتوسطة للتأمين وإعادة التأمين، مقرها في لندن.
- الشركة الإفريقية لإعادة التأمين AFRICA-RE، مقرها في نيجيريا.
- الشركة العربية لإعادة التأمين ARABE-RE، مقرها في بيروت بلبنان.
- شركة تروست للتأمين وإعادة التأمين Trust، مقرها بجريدة في الجزائر العاصمة.
- شركة التأمين لقطاع المحروقات CACH، مقرها في الجزائر.
- شركة EXAL-EXPERTISE ALGERIE، مقرها في الجزائر.

¹ الموقع الرسمي للشركة الجزائرية للتأمين الشامل: www.caar.dz

² الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz

³ الموقع الرسمي للشركة المركزية لإعادة التأمين: www.cerdz.dz

⁴ فايزة بن عمروش، مرجع سابق، ص 104.

ت- الشركات العمومية الحديثة: نجد أربع شركات حديثة وهي:

1- الشركة الجزائرية لضمان الصادرات CAGEX: ¹ أنشئت في 10 جانفي 1996 بموجب الأمر 06/96

المتعلق بتأمين القرض الموجه للتصدير، واعتمدت في 02 جويلية 1999 حيث تم تحديد شروط تسيير الأخطار المغطاة بتأمين القرض عند التصدير وكيفياته، فحسب هذا الاعتماد يعهد تأمين القرض عند التصدير إلى الشركات ذات الأسهم المسماة الشركة الجزائرية للتأمين وضمان الصادرات.

بدأت برأسمال اجتماعي قدره 250 مليون دج ليصل حاليا 450 مليون دج، وتمثل مهام الشركة في ضمان تمويل الصادرات وتقديم النصائح والمساعدة للمصدر وتزويده بالمعلومات الاقتصادية والقانونية. تستحوذ الشركات العمومية على أكبر حصة من الصادرات بنسبة 87 % وتشمل الصناعة، المواد الغذائية، معدات البناء والخدمات، أما بالنسبة للمصدرين الخواص فيساهمون في إجمالي الصادرات بنسبة 13 % فقط وتشمل المواد الغذائية، النسيج والألبسة.

2- شركة ضمان القرض العقاري SGCI: وهي مؤسسة عمومية اقتصادية ذات أسهم، أنشئت في ديسمبر 1997 برأسمال قدره 1 مليار دج بمساهمة عدة بنوك إلى جانب شركات التأمين وتمثل مهام الشركة في تقديم ضمانات القروض الممنوحة من طرف الشركات المالية من أجل الحصول على عقار.²

3- الشركة الجزائرية لضمان قرض الاستثمار AGCI: اعتمدت في 1988 لممارسة عمليات التأمين المرتبطة بقروض الاستثمار الموجهة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وهي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها بـ 2 مليار دج.³

4- شركة تأمين المحروقات CACH: أنشئت سنة 1999 وبدأت نشاطها في 2000 وهي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 1.8 مليار دج وتباشر عمليات تأمين المحروقات إلى جانب فروع التأمين الأخرى كتأمين محطات تصفية مياه البحر.⁴

¹ الموقع الرسمي للشركة الجزائرية لتأمين وضمان الصادرات: www.cagex.dz

² الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz

³ الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz

⁴ الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz

ثانيا: شركات التأمين الخاصة.

وتتضمن مجموعة من الشركات نوجزها فيما يلي:

1- شركة تروست الجزائر **Trust Algeria**¹: تم إنشاء هذه الشركة في 25 أكتوبر 1997 وهي متخصصة

في التأمين وإعادة التأمين، ومكونة من مساهمين كما يلي:

- 77.5% تروست العالمية.

- 22.5% القطرية العامة للتأمين.

ومقر هذه الشركة في البحرين وله عدة فروع في عدة بلدان مثل تروست بالولايات المتحدة الأمريكية، لندن، لبنان، اليمن والجزائر في حيدرة، وبدأت تروست الجزائر في تطبيق عملية التأمين وإعادة التأمين بعد تحصلها على قرار الاعتماد من وزارة المالية بتاريخ 18 نوفمبر 1997.

2- الجزائرية للتأمينات **2A**: أنشئت بعد فتح السوق الجزائرية للتأمين على القطاع الخاص في 25/01/1995

بمقتضى الأمر 07/95 وهي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها بـ 2 مليار دج، تحصلت على اعتمادها من وزارة المالية في 05 أوت 1998 لتطبيق مجمل العمليات الخاصة بالتأمين وإعادة التأمين، أهم النشاطات التي تقوم بها هذه الشركة هي تأمين السيارات وما يتعلق بها من مسؤولية مدنية من أضرار السيارات، أخطار النقل ويشمل المخاطر الجوية والبحرية، الأخطار المتعددة كأخطار البناء والهندسة والتأمين على الأشخاص وقد تحصلت على معيار الجودة ISO9001 في 19 ديسمبر 2004 على نشاطاتها في عمليات التأمين وإعادة التأمين².

3- الشركة الدولية للتأمين وإعادة التأمين **CIAR**: اعتمدت في 05 أوت 1998، لتباشر عمليات التأمين

وإعادة التأمين برأسمال خاص جزائري قدر بـ: 450 مليون دج³.

4- شركة أرويست الجزائر **IRUIST Algeria**: هي شركة مختلطة ذات رأس مال أغلبيته أجنبي، اعتمدت

سنة 1997 وتمارس كل عمليات التأمين وإعادة التأمين⁴.

¹ الموقع الرسمي تروست الجزائر، متوفر على الموقع: www.trustalgeriains.com.

² الموقع الرسمي للجزائرية للتأمينات، متوفر على www.2A.dz.

³ الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz.

⁴ الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz.

5- العامة للتأمينات المتوسطة GAM: أنشئت في 08 جويلية 2001 اعتمدت من طرف وزارة المالية، وتمارس كل عمليات وفروع التأمين، هي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ **2747500000.00** دج، وهي مملوكة من طرف (Emerging Capital Partners)¹.

ثالثا: التعاضديات والتعاونيات

- 1) مؤسسة التأمين التبادلي: كانت موجودة منذ سنة 1964 ومازالت لحد الآن وهي²:
 - الصندوق المركزي لإعادة التأمين التبادلي الفلاحي CCRMA والذي أنشئ بموجب قرار منح الاعتماد المؤرخ في 28 أفريل 1964.
 - التأمين التبادلي الجزائري لعمال التربية والثقافة MAATEC، أنشئ بمقتضى قرار الاعتماد في 28 ديسمبر 1964 وتسمى بالتعاونية الجزائرية لتأمين عمال التربية والثقافة، حيث بدأت تمارس نشاطها في 01 جانفي 1965 لتمارس بعدها مختلف عمليات التأمين الشامل على السكن.
- 2) الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA: أنشئ عام 1972 حيث يقوم على مبدأ التعاون والتضامن بين أعضائه المنخرطين ويتعامل مع الفلاحين والصيادين، ويمارس كل عمليات التأمين على الأخطار المتعلقة بالفلاحة.
- 3) الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية: أنشئ في 02 جويلية 1983 وهو خاص بالتأمينات الاجتماعية، ومقره الرئيسي بين عكنون وتميز بين نوعين:
 - الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية لعمال الأجراء (CNAS) الذي أنشئ عام 1985.
 - الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية لعمال غير الأجراء (CASNOS) الذي تم إنشاؤه في 04 جانفي 1992.
- 4) الصندوق الوطني للتقاعد CNR: أنشئ في 02 جويلية 1983 والمتعلق بالتقاعد.
- 5) الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC: لقد تم إنشاؤه في 26 ماي 1994 حيث أسندت إليه إدارة نظام التأمين على البطالة، ويحدد القانون الأساسي للصندوق ومهامه وتسييره بمرسوم تنفيذي، وفي 06 جويلية 1994 أصبح الصندوق يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

¹ الموقع الرسمي للعامة للتأمينات المتوسطة: www.gamassurances.com.

² فائزة بن عمروش، مرجع سابق، ص 107.

المطلب الرابع: صندوق التقاعد.

أولاً: نشأة وتعريف صندوق التقاعد¹

لم يتم إنشاء التأمين عن الشيخوخة بالنسبة لجميع العمال إلا في بداية 1953، قبل هذا التاريخ كانت بعض القطاعات تستفيد من بعض أنظمة التقاعد وهم الموظفين والعمال المشبهين بهم كعمال قطاع السكك الحديدية و عمال الترامواي وكذلك عمال الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز التابعة للدولة، أما التأمين عن التقاعد لفائدة العمال الغير الأجراء أصحاب المهن الحرة، التجار، الحرفيين المستقلين، الصناعيين والفلاحين كان سنة 1956 ولم يتم إعداده إلا في سنة 1958 حتى شكل في البداية الفرع الوحيد لهذا النظام التأميني الخاص، ومن هنا تم في شهر جويلية 1983 وضع حد لأنظمة التقاعد الأساسية وكذا الأنظمة التكميلية حيث تجسد ذلك في انصهار جميع الأنظمة القائمة على أساس مهني في نظام واحد وموحد. وبتاريخ 02 جويلية 1983 تم إنشاء الصندوق الوطني للتقاعد بموجب المرسوم 223/85 المؤرخ في 20 أوت 1985 الملغى والمستبدل بالمرسوم 07/92 المؤرخ في 04 جانفي 1992 والمتضمن الوضع القانوني لصناديق الضمان الاجتماعي والتنظيم الإداري والمالي للضمان الاجتماعي.

إن الصندوق الوطني للتقاعد ما هو إلا حصيلة لاندماج سبع صناديق ببعضها البعض (صندوق التأمين عن الشيخوخة لغير الأجراء الذي تحول فيما بعد صندوق التأمين الاجتماعي للعمال الغير الأجراء) المنشأ سنة 1985 والتي كانت تدير جميع أنظمة التقاعد المتواجدة قبل إنشائها سنة 1983 إلى نظام وطني موحد للتقاعد الذي يمنح نفس المزايا لكل العمال مهما كان قطاع نشاطهم، ويتعلق الأمر بـ:

- **CAAV**: الصندوق العام للتأمين عن الشيخوخة نظام عام والمكلف بتسيير المتقاعدين التابعين في نظام التقاعد العام.
- **CGR**: الصندوق العام للتقاعد للموظفين الجزائريين المكلف بتسيير التقاعد الخاص بالموظفين.
- **CNMA**: الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي والمكلف بمنح متقاعدي النظام الفلاحي.
- **CSSM**: صندوق الضمان الاجتماعي الخاص بعمال المناجم والمكلف بتسيير منح متقاعدي قطاع المناجم.
- **CAVNOS**: صندوق التأمين عن الشيخوخة لغير الأجراء والمكلف بتسيير منح التقاعد لغير الأجراء.
- **LEPSGM**: مؤسسة التغطية الاجتماعية لعمال البحر والمكلف بمنح التقاعد لعمال البحر.

¹ الموقع الرسمي لصندوق التقاعد الوطني: www.cnr.dz

- CAPAS: مؤسسة التأمين الاجتماعي لعمال الكهرباء والغاز المكلف بمنح التقاعد لعمال الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز.
- SNTF: المؤسسة الوطنية لعمال السكك الحديدية والمكلف بمنح التقاعد لعمال الشركة الوطنية للسكك الحديدية.

ثانيا: الطبيعة القانونية

الصندوق الوطني للتقاعد هو هيئة عمومية ذات طابع خاص تحكمها القوانين الخاصة بها حيث يؤكد المرسوم التنفيذي رقم 07/92 المؤرخ في 28 جمادى الثانية 1412 الموافق لـ 4 جانفي سنة 1992 على أن يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

ثالثا: التسيير الإداري

إن الهياكل الأساسية المكلفة بتسيير ضمان عمل الصندوق هي:

- مجلس الإدارة: يتولى إدارة مراقبة وتنشيط الصندوق ويتكون من 29 عضو موزعين كالتالي:
 - 18 ممثلا عن العمال يتم تعيينهم من طرف المنظمات النقابية الأكثر تمثيلا.
 - 9 ممثلين عن أرباب العمل من بينهم ممثلين اثنين بالوظيف العمومي.
 - 2 ممثلين عن مستخدمي الصندوق.
- المدير العام: ويتولى الإشراف عن الصندوق و ضمان تسييره تحت رقابة مجلس الإدارة، وتتولى المديرية العامة ما يلي:
 - تنظيم تخطيط تنسيق مراقبة نشاطات الوكالات الولائية والفروع الإدارية للمؤسسات التابعة لها، تسيير المعدات والوسائل البشرية والمادية للصندوق وكذا الميزانية مع تنظيم العمليات المالية ومركزية المحاسبة العامة.
 - تنسيق تحصيل اشتراكات التقاعد.
 - تسيير المسارات المهنية للمؤمنين اجتماعيا.
 - تنظيم إعلام المؤمنين لهم اجتماعيا ومستخدميهم.
 - متابعة تطبيق الاتفاقيات والعقود في مجال التقاعد.

رابعاً: مهام الصندوق الوطني للتقاعد

حددت مهام الصندوق بموجب المادة 9 من المرسوم رقم 07/92 المؤرخ في 4 جانفي 1992 وهي كالآتي:

- تسيير معاشات ومنح التقاعد وكذا معاشات ومنح ذوي الحقوق.
- تسيير المعاشات والمنح الممنوحة بسند التشريع ما قبل الفاتح من جانفي 1984 إلى غاية انقضاء حقوق المستفيدين.
- ضمان عملية التحصيل والمراقبة ونزاعات تحصيل الاشتراكات المخصصة لتمويل أداءات التقاعد.
- تطبيق الأحكام المتعلقة بالتقاعد المنصوص عليها في المعاهدات والاتفاقيات الدولية في مجال الضمان الاجتماعي.
- ضمان إعلام المستفيدين وأرباب العمل.
- تسيير صندوق المساعدة والإغاثة تطبيقاً للمادة 52 من القانون 12/83 المؤرخ في 02 جويلية 1983 المتعلق بالتقاعد.

خامسا: الحالة المالية لصندوق التقاعد الوطني.

العجز المالي للصندوق يقدر بـ 700 مليار دج حيث أن هذا العجز كان في تزايد معتبر خلال فترة 2018/2014 في حين يشهد استقرارا منذ سنة 2019 وذلك بفضل الاجراءات المتخذة من قبل الوزارة الوصية¹، والجدول الموالي يبين توزيع عدد المستفيدين من معاش ومنح التقاعد في نهاية كل من عامي 2019 و2020.

الجدول رقم (07): توزيع عدد المستفيدين من معاش ومنح التقاعد حتى 31/12/2020.

توزيع عدد المستفيدين من معاش و منح التقاعد حتى 31/12/2020

حتى 31/12/2020	حتى 31/12/2019	
2 988 745	2 966 001	معاش التقاعد
1 902 040	1 920 464	معاش التقاعد المباشر
838 919	842 543	التقاعد العادي
98	137	التقاعد المسبق
747 204	756 529	التقاعد النسبي
315 819	321 255	التقاعد دون شرط السن
1 086 705	1 045 537	معاش التقاعد المنقول
739 899	692 258	معاش التقاعد المنقول الرئيسي
312 389	299 882	منحة التقاعد
219 550	211 925	منحة التقاعد المباشر
92 839	87 957	منحة التقاعد المنقول
20	21	منح أخرى
233	244	التقاعد التكميلي
5 883	5 971	المعاشات المدفوعة في الخارج
3 307 270	3 272 119	المجموع العام

عدد المعاشات المدفوعة في الخارج هي 5 883 مقسمة كالآتي
فرنسا : 5 506
تونس: 209
بلجيكا: 147
أخرى: 21

المصدر: الموقع الرسمي لصندوق التقاعد: www.cnr.dz

تخصص الحكومة عبر مشروع قانون المالية لسنة 2022 نسبة 3 بالمائة من الجباية البترولية المنتظرة لسنة 2022 لصندوق التقاعد الوطني أي لضمان تسديد معاشات المتقاعدين، وتعادل مساهمة الدولة المنتظرة في صندوق

¹ الموقع الرسمي لوكالة الأنباء الجزائرية: www.aps.dz

احتياطات التقاعد **6392** مليار سنتيم وفقا لما يتضمنه مشروع قانون ميزانية الدولة لسنة 2022 أي ما يقارب **6400** مليار سنتيم. ويعرف هذا المبلغ على أنه ميزانية إضافية تقتطعها الحكومة من الجباية النفطية كل سنة لمواجهة عجز صندوق التقاعد، حيث باتت تلجأ في كل مرة إلى رفع حجم المبالغ الموجهة لتغطية عجز الصندوق الوطني للتقاعد، حيث بلغت مساهمة الدولة في صندوق احتياطات التقاعد **6392.7** مليار سنتيم خلال سنة 2022.¹ ويرى المسؤول الأول عن الصندوق الوطني للتقاعد أن الحل الأمثل لتحقيق الاستقرار المالي هو عن طريق فتح أبواب التوظيف وتنويع التزويد المالي من قنوات أخرى غير الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية الذي يساهم لوحده بأكثر من 80 بالمائة من مداخيل صندوق التقاعد.²

وكانت الحكومة قد صبت السنة الماضية عبر قانون المالية لسنة 2021 مبالغ طائلة للتمكن من تغطية العجز الذي يجابه صندوق التقاعد ولضمان تسديد معاشات المتقاعدين بشكل عادي وطبيعي، كما سبق أن رد وزير العمل على نواب المجلس الشعبي آنذاك بأن هذا العجز يعادل **68** ألف مليار سنتيم، ولجوء الحكومة في كل مرة لضخ مبالغ إضافية من الخزينة لضمان تغطيته يفرض بالضرورة في الوقت الراهن تأجيل الحديث عن عودة التقاعد دون شرط السن خاصة أنه وفقا للأرقام المتواجدة لدى مصالح الصندوق الوطني للتقاعد يفترض أن تغطي مساهمات 5 عمال في الصندوق الوطني للتقاعد معاش متقاعد واحد ولكن الأرقام المتوفرة اليوم لدى الصندوق تثبت العكس، حيث يغطي 2.2 عامل معاش كل متقاعد، فضلا عن مراجعة منح التقاعد في كل مرة ما يشكل ضغطا إضافيا على الصندوق.³

¹ الموقع الرسمي لجريدة الشروق اليومي: www.echoroukonline.com

² الموقع الرسمي للإذاعة الجزائرية: www.radioalgerie.dz

³ الموقع الرسمي لجريدة الشروق اليومي: www.echoroukonline.com

تناول هذا الفصل العديد من النقاط الخاصة بالمؤسسات ذات الفوائض المالية، كما تطرقنا أيضا إلى صناديق الاستثمار كوجه من أوجه استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية والتي تعتبر من أفضل أوجه الاستثمار المالي وذلك نظرا لإمامها بجميع الجوانب المالية للبلد وفي الأخير تكلمنا عن أهم المؤسسات المالية الناشطة في الجزائر، وقد خلس الفصل الثالث إلى ما يلي:

- المؤسسات المالية هي الشركات المسؤولة عن تزويد السوق بالمال من خلال تحويله من المستثمرين إلى الشركات على هيئة قروض، ودائع واستثمارات. ومن أكثر أنواع المؤسسات المالية انتشارا نجد البنوك التجارية، بنوك الاستثمار، بنوك الاعتماد، شركات الوساطة، وكلاء الاستثمار، شركات التأمين، صناديق الضمان الاجتماعي، وصناديق إدارة الأصول. وتشمل الأنواع الأخرى الاتحادات الائتمانية وشركات التمويل.
- يتعامل الجميع تقريبا مع أنواع مختلفة من المؤسسات المالية يوميا سواء كان عن طريق إيداع المال، التقدم للحصول على القروض أو تصريف العملات إذ أن المؤسسات المالية جزء لا يتجزأ من النشاطات والإجراءات المالية اليومية ويمكن تقسيم المؤسسات المالية بصورة رئيسة إلى:
 - المؤسسات المالية المصرفية.
 - المؤسسات المالية غير مصرفية.
- تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم صيغ تعبئة المدخرات فهي عبارة عن أوعية استثمارية تسعى لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من طرف جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بغية تحقيق منفعة لمؤسسيها، للمستثمرين والاقتصاد القومي ككل، فهي إذا عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها كما أن القانون في كافة الدول يقضي أن تعلن هاته الصناديق عن أهدافها، سياستها الاستثمارية وتلتزم بها ويتم تكوين هاته الصناديق عن طريق الشركات الاستثمارية أو عن طريق البنوك.
- من أجل ممارسة أي نشاط مؤسسي مالي لا بد من الحصول على الترخيص من قبل الجهات المختصة، ويتم الحصول على الترخيص أو الاعتماد بعد تقديم ملف كامل واستيفاء جميع الشروط المنصوص عليها قانونا، ومن بين المؤسسات المالية التي تتمتع بالفوائض المالية في الجزائر نجد على سبيل المثال لا على سبيل الحصر: البنوك، صناديق الضمان الاجتماعي بنوعيتها، شركات التأمين وصندوق التقاعد.

الفصل الرابع حاشية على حاشية حاشية

والله اعلم
بما في
القلوب
والنواصي

والله اعلم
بما في
القلوب
والنواصي

والله اعلم
بما في
القلوب
والنواصي

تعد الأسواق المالية من بين أهم قنوات التمويل لاقتصاد أي دولة إذ تلعب دورا مهما في الوساطة المالية من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية (عارضى الأموال) وأصحاب العجز (طالبي الأموال)، والهدف من إجراء دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصات بعض الدول العربية هي محاولة تقييم بورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها ومحاولة الاستفادة من خبرة هذه البورصات لتصبح كأداة أو بديل لتمويل الاقتصاد الوطني وهذا نظرا لما تعاني منه الجزائر من إشكال التمويل والعجز في مختلف المؤسسات الاقتصادية، ومن المشاكل التي تواجهها بورصة الجزائر قلة الشركات المدرجة فيها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها إذ تقتصر على الأسهم والسندات وبنسبة محتشمة وكذا محدودية حجم المعاملات في السوق الرئيسية، بينما تعاني الأسواق الأخرى من الخمول وعدم النشاط، وتعد المؤسسات ذات الفوائض المالية أحد أهم الخيارات المتاحة لتنشيط البورصة وذلك لما تملكه من أرصدة مالية ضخمة لو وظفت في البورصة لعادت على جميع الأطراف بالفائدة.

وقد تم اختيار قطاع معين مختلف عن القطاع المختار في الدولة الأخرى محل الدراسة فمثلا تم اختيار قطاع البنوك الناشط في البورصة السعودية وكان محل دراسة مع القطاع البنكي الجزائري، كذلك تم اختيار في دولة الأردن قطاع الضمان الاجتماعي ممثلا في صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي بينما كانت الدولة العربية الأخرى ممثلة في المملكة المغربية والتي اخترنا فيها قطاع التأمين، وقصد التعرف أكثر على المؤسسات المالية اعتمدنا على الخطة التالية الخاصة لهذا الفصل وكانت كالتالي:

- المبحث الأول: دراسة تجربة بورصة السعودية.
- المبحث الثاني: دراسة تجربة بورصة الأردن.
- المبحث الثالث: دراسة تجربة بورصة المغرب.
- المبحث الرابع: نتائج الدراسات المقارنة السابقة بين بورصة الجزائر مع بعض بورصات الدول العربية.

المبحث الأول: دراسة تجرية بورصة السعودية.

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932 حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات لتتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات إلى أن صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في عام 1984م بتنظيم التداول، وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي، وللتعرف أكثر على بورصة السعودية قمنا بصياغة الخطة التالية:

- المطلب الأول: ماهية بورصة السعودية
- المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة السعودية
- المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة السعودية
- المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع البنوك في بورصة السعودية

المطلب الأول: ماهية بورصة السعودية.

أولاً: نشأة وتطور بورصة السعودية.

لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها منتصف الثلاثينيات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ثم توالى فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في سبعينيات القرن الماضي إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة وتم طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور خلال هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم تلك الفترة يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينيات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية.¹

¹ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013/2014، ص334.

بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينيات عندما ارتأت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحلية وذلك بتشكيل لجنة وزارية للإشراف على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حيث أوكلت لإدارة هذه المؤسسة مهمة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول ليتم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية جميع عمليات الأسهم.¹

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم تداول، فقد تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية وتم تطبيقها لأول مرة في الأسواق المالية العربية. وقد انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وهذا بعد موافقة مجلس الوزراء في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 29 صفر 1428هـ الموافق لـ 19 مارس 2007م على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول). ويأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة 20 من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس تداول باعتبارها شركة مساهمة. كما تعد السوق المالية السعودية تداول الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها.²

يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم م/30، بتاريخ 02 جمادى الآخرة 1424هـ الموافق لـ 16 جوان 2003م الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق المالية المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق. ويبلغ رأس مال تداول 1,2 مليار ريال سعودي مقسم إلى 120 مليون سهم جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل سهم 10 ريالات سعودية، وجميعها أسهم نقدية

¹ شافية كتاف، المرجع نفسه، ص334-335.

² الموقع الرسمي لبورصة السعودية: www.saudiexchange.sa

اكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة. بالإضافة إلى ذلك انضمت تداول كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وكعضو في الاتحاد الدولي للبورصات.¹

في عام 2015 فتحت الجهات الرقابية المالية سوق الأسهم السعودية الاستثمار للمؤسسات الاستثمارية الأجنبية المؤهلة، وفي عام 2016 تم تأسيس شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) التي تقوم بتشغيل وتنظيم نظام الإيداع والتسوية الذي يستخدم لتسجيل الأوراق المالية وإدارتها وتسجيل ملكيتها². وفي 2018 تم تأسيس شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة) وهي الشركة التي تلعب دور الوسيط في عملية التداول وتساعد على الحد من مخاطر الطرف الآخر. كما تم الإعلان عن انضمام السوق المالية إلى ثلاثة مؤشرات عالمية، وفي عام 2019 أصبحت السوق المالية السعودية ضمن أكبر عشر أسواق مالية عالمية. كما تم إدراج شركة أرامكو السعودية كأكبر عملية اكتتاب في العالم، إضافة إلى استكمال انضمام السوق إلى مؤشر إم أس سي آي (MSCI) ومؤشر أس أند بي داو جونز (S&P)، وبعد انضمامها بمثابة شهادة ثقة من المستثمرين الأجانب في السوق وأيضاً يعبر عن نجاح الإصلاحات التي يهدف برنامج تطوير القطاع المالي ورؤية المملكة 2030 إلى تحقيقها.

ثانياً: مميزات بورصة السعودية.

تتميز السوق المالية السعودية بما يلي³:

- تعد السوق المالية السعودية هي الأكبر في منطقة الشرق الأوسط وعلى الساحل العربية أيضاً، ولديها إمكانيات كبيرة للنمو والتطور ورغم أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل مقارنة بالأسواق الأخرى إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل رسملة السوق تمثل تقريبا ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة.
- لا يتم التداول في السوق المالية السعودية إلا على أسهم الشركات السعودية فقط والتي يمكن تصنيفها إلى خمسة عشر قطاعاً رئيسياً.
- يصرح بالاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون الخليجي وكذلك الأشخاص المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يسمح فيما عدا ذلك للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة.

¹ الموقع الرسمي لبورصة السعودية، المرجع نفسه.

² رياض بن محمد الخريف، سوق الأسهم السعودية: هل هناك علاوات كبيرة؟، ورقة عمل، إدارة الأبحاث الاقتصادية، 2015، السعودية، ص 02.

³ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 335-336.

المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة السعودية.

أولاً: الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة بالبورصة.¹

1- هيئة السوق المالية (الهيئة): أنشأت هيئة السوق المالية (الهيئة) بموجب نظام السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتمتلك جميع الصلاحيات اللازمة للإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام النظام بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة به والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق. كما أن الهيئة عضو أساسي في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال (الأيوسكو).

2- مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما): تنظم مؤسسة النقد العربي السعودي أعمال المصارف التجارية والمشتغلين بأعمال مبادلة العملات ومراقبة أعمال شركات التأمين ومراقبة شركات التمويل، بالإضافة إلى مراقبة شركات المعلومات الائتمانية. كما أن مؤسسة النقد هي المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية وعضو في بنك التسويات الدولي وعضو في لجنة المدفوعات والتسويات ولجنة بازل للرقابة البنكية.

3- وزارة التجارة: تعمل وزارة التجارة على تعزيز قدرات قطاعي التجارة والاستثمار وحماية مصالح المستفيدين عبر تطوير ووضع سياسات وآليات تنفيذ فعالة تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة.

4- وزارة الاستثمار: تقوم وزارة الاستثمار بمتابعة وتقييم الأداء الاستثماري وتذليل الصعاب أمام المستثمرين ووضع الدراسات والبحوث واقتراح الخطط التنفيذية لتعزيز الاستثمارات داخل المملكة.

5- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين: تعمل هيئة المحاسبين القانونيين تحت مظلة وزارة التجارة من خلال مراجعة وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وجميع الأمور التي تؤدي إلى تطوير هذه المهنة.

6- الهيئة العامة للزكاة والدخل: الهيئة العامة للزكاة والدخل هي الجهة الحكومية التابعة لوزارة المالية والمسؤولة عن تحقيق وجباية الزكاة الشرعية، كما تعمل على تحقيق وجباية الضريبة من الخاضعين لها وفقاً لما تقضي به الأنظمة والتعليمات.

¹ الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول: www.saudiexchange.sa

ثانياً: أقسام بورصة السعودية.

تعد خطوة الدخول إلى السوق المالية سواء على شكل أسهم أو أدوات دين خطوة مهمة نحو تطوير أي شركة بحيث تساهم وإلى حد كبير في زيادة حجمها ونشاطها التجاري واستدامة أعمالها، وتعتبر شركة السوق المالية السعودية (تداول) مركزاً للسوق المالية في المملكة العربية السعودية، وتعمل على تمكين الشركات من الوصول إلى المستثمرين الأفراد والمؤسساتيين من خلال منظومة عمل متكاملة وخدمات متطورة. وقد بلغ عدد الشركات والصناديق العقارية وصناديق المؤشرات المتداولة وأدوات الدين في (تداول) بنهاية النصف الأول من عام 2019 نحو 272 مؤسسة مختلفة الشكل.¹

تعد شركة السوق المالية السعودية (تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها. كما تخضع شركة السوق المالية السعودية (تداول) لرقابة هيئة السوق المالية فهي شركة ذاتية التنظيم جزئياً منذ عام 2018. وتغطي في تنفيذ عملياتها بدعم من الشركتين التابعتين والمملوكتين لها بالكامل وهما شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) التي تأسست عام 2016 وشركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة) التي تأسست عام 2018. كما أن القيمة السوقية للشركات المدرجة تجاوزت **10 000** مليار ريال سعودي (أكثر من **2400** مليار دولار) حيث توفر (تداول) سوقاً رئيسية وسوقاً موازية (نمو) يتم من خلالها إدراج الشركات بحسب اللوائح والأنظمة ذات العلاقة، كما تقدم (تداول) سوقاً متخصصة بأدوات الدين الخاصة بالشركات.² وتنقسم بورصة السعودية تداول إلى قسمين رئيسيين هما:

1- السوق الرئيسي (تداول):³

أ- تعريفها: يعود تاريخ التداول في السعودية إلى منتصف الثلاثينيات، عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات باعتبارها أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية. وأدى التوسع المنتظم في الأسواق الاقتصادية وإدخال الملكية المحلية لجزء من البنوك الأجنبية إلى ظهور أنشطة سوق الشركات حتى تأسست الهيئة في 16 من جوان 2003. وفي 19 مارس 2007 وافق مجلس الوزراء على تأسيس شركة السوق المالية السعودية تداول بموجب المادة 20 من نظام السوق المالية. ومع مرور الأعوام والتوسع الكبير في الاقتصاد المحلي وحاجة الشركات إلى الوصول لشريحة واسعة من المستثمرين بلغ مجموع الإدراجات في السوق الرئيسية والموازية 262

¹ دليل الإدراج في بورصة تداول السعودية.

² التقرير السنوي لبورصة تداول السعودية لسنة 2019.

³ دليل الإدراج في بورصة تداول السعودية

شركة وورقة مالية وأدوات دين، حيث أدرجت 190 شركة في السوق الرئيسية و10 شركات في (نمو) السوق الموازية و62 إصدار أدوات الدين بنهاية عام 2018. وبالإضافة إلى إدراج الأسهم تقوم تداول أيضا بإدراج وتداول السندات والصكوك وكذلك مختلف الصناديق، كما يضم مؤشر السوق الرئيسية (تاسي) جميع الشركات المدرجة في سوق تداول الرئيسية وهو أحد المؤشرات الرئيسية الموثوق به لدى المستثمرين، ويعتمد على أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية. كما تقوم تداول بنشر مؤشرات قطاعات مختلفة وفقا للمعيار العالمي لتصنيف القطاعات. إن (تداول) مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة وسوف يكون لرؤية المملكة 2030 والبرامج التي تتبعها تأثير ملحوظ على تطوير السوق المالية السعودية، مما سيمكن (تداول) من تعزيز مكانتها باعتبارها مركزا ماليا مهما في المنطقة، كما أنها تهدف ومن خلال خططها الإستراتيجية إلى أن تصبح سوق مالية متكاملة بحلول عام 2025.

ب- أهداف سوق تداول: تسعى سوق المالية السعودية تداول لتحقيق الأهداف التالية:¹

1- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية وهذا من خلال:

- إدارة وتأهيل السوق المالية بكفاءة وفعالية.
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق.
- العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا وسطاء، مستثمرين، مصدرين، مزودي خدمات البيانات أو غيرهم.

2- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية وذلك من خلال:

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.
- العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

¹ منشورات مركز التواصل والمعرفة المالية التابع لبورصة السعودية تداول.

3- فتح سوق الأسهم السعودية لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة لا يستهدف جلب رساميل أو

ضخ سيولة في السوق المالية، وإنما يستهدف تحقيق عدد من الأهداف على المدى البعيد وهي¹:

- تعزيز الاستثمار المؤسساتي في السوق المالية السعودية الذي سيؤدي بدوره إلى دعم استقرار السوق والحد من التذبذب فيها، وذلك من خلال استقطاب مستثمرين متخصصين يضيفون خبراتهم إلى السوق المحلية وتكون أهدافهم الاستثمارية بعيدة المدى.
- نقل المعارف والخبرات للمؤسسات المالية المحلية والمستثمرين والرفع من مهنية المشاركين في السوق المالية السعودية من خلال جذب الخبرات المهنية المتخصصة عالية المستوى.
- رفع أداء الشركات المدرجة ولا سيما في جانب الإفصاح عن المعلومات المالية وكذلك رفع أداء الشركات الاستثمارية المتخصصة.
- تعزيز مكانة السوق المالية السعودية لتكون سوقاً رائدة والعمل على زيادة فرص رفع تصنيفها على المستوى العالمي لتكون سوقاً ناشئة بحسب تصنيف المؤشرات العالمية ذات العلاقة وعلى رأسها مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال والتي تسعى العديد من الأسواق الأخرى إلى الوصول إليها.
- رفع مستوى البحوث والدراسات والتقييمات التي يتم إجرائها عن السوق بشكل عام والشركات المدرجة بشكل خاص مما يوفر لجميع المتعاملين معلومات أكثر دقة وتقييمات أكثر عدالة.

ت- خصائص سوق تداول الرئيسي:²

- صنفت السوق المالية السعودية في عام 2019 ضمن أكبر عشر أسواق مالية على مستوى العالم من حيث القيمة السوقية حيث بلغت قيمتها السوقية 2406 مليار دولار أمريكي.
- تمثل السوق المالية السعودية 76% من القيمة السوقية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.
- تمثل النسبة الأعلى من حيث نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بين أكبر الأسواق الناشئة وبنسبة 309%.

¹ منشورات هيئة السوق المالية السعودية على الموقع الرسمي: www.cma.org.sa

² منشورات مركز التواصل والمعرفة المالية التابع لبورصة السعودية تداول.

ث- متطلبات الإدراج في السوق الرئيسية:

- يجب أن تكون شركة مساهمة مغلقة.
- طرح ما لا يقل عن 30 % من الأسهم للجمهور.
- أن يكون لدى الشركة 200 مساهم كحد أدنى.
- أن تكون القيمة السوقية المتوقعة 300 مليون ريال سعودي على الأقل.

2- السوق الموازية (نمو):¹

أ- تعريفها: هي سوق موازي تمتاز بمتطلبات إدراج أقل كما تعتبر منصة بديلة للشركات الراغبة بالإدراج، علما بأن الاستثمار في هذه السوق مخصص للمستثمرين المؤهلين فقط إذ تعتبر (نمو) سوق أسهم موازية، كما أن لها متطلبات إدراج أقل من السوق الرئيسية وتعمل باعتبارها منصة بديلة للشركات التي لا تستوفي متطلبات السوق الرئيسية وتتطلع إلى طرح أسهمها طرحا عاما. كما تعد السوق الموازية (نمو) قناة مهمة تعمل على زيادة الدعم في تنويع وتعميق الأسواق المالية، كما أنها ذات مرونة أكبر وتكلفة أقل حيث أنها تعد جزءا من ضمن أكبر الأسواق سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

تعاني الشركات الصغيرة والمتوسطة من نقص كبير في الخدمات في المملكة العربية السعودية مقارنة بمساهمتها الإجمالية في الاقتصاد، حيث تمثل الشركات الصغيرة والمتوسطة نحو ثلث الناتج المحلي الإجمالي للسعودية وتسهم بنحو ثلثي الوظائف لكن حصتها في الإقراض المصرفي لا تمثل سوى 2 %، لذلك تقدم سوق (نمو) بديلا حقيقيا للشركات الصغيرة والمتوسطة في السعودية للوصول إلى مصدر بديل للتمويل من خلال السوق المالية السعودية. وتعد متطلبات الإدراج والطرح في (نمو) أكثر مرونة من متطلبات السوق الرئيسية ويتعين على الشركات المدرجة التقيد بالالتزامات المستمرة التي حددها (تداول) وكذلك الهيئة.

منذ إطلاق (نمو) في شهر فبراير 2017 تم إدراج عشر شركات بها بأحجام طروحات تزيد على 785 مليون ريال. ومن خلال الإدراج في سوق (نمو) تستطيع الشركات الصغيرة والمتوسطة الوصول إلى المستثمرين من المؤسسات والأفراد الذين يستوفون عددا من المعايير والشروط. ويحق لأي شركة بعد إدراجها في (نمو) بعامين فرصة الانتقال إلى السوق الرئيسية بعد استيفاء متطلبات هذه السوق

¹ الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول: www.saudiexchange.sa

ب- أهدافها:

- مصدر إضافي لتمويل الشركات وزيادة رأس المال.
- زيادة تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة وتعميق السوق المالية السعودية.

ت- خصائصها:

- سوق بمعايير ومتطلبات أكثر مرونة.
- الاستثمار في (نمو) السوق الموازية مخصص فقط للمستثمرين المؤهلين.
- إمكانية الانتقال إلى السوق الرئيسية بعد أخذ الموافقات من الجهات التنظيمية.
- ث- متطلبات الطرح والإدراج في (نمو): تتم عملية الطرح والإدراج وفقا للشروط أدناه:
 - يجب أن يكون المصدر شركة مساهمة.
 - أن تكون القيمة السوقية للشركة **10** مليون ريال سعودي كحد أدنى.
 - طرح **20%** على الأقل من الأسهم لتكون مملوكة من قبل الجمهور أو بإمكان الجهة المصدرة إدراج ما قيمته **30** مليون ريال سعودي كحد أدنى لقيمة الأسهم المدرجة.
 - ممارسة نشاط تشغيلي رئيسي لمدة سنة على الأقل.
 - تعيين مستشار مالي إلزامي أما تعيين مستشار قانوني فهو اختياري.
 - نشر قوائم وتقارير مالية سنوية مدققة للشركة.
 - نشر قوائم مالية نصف سنوية (مراجعة).
 - الإفصاح عن المعلومات الجوهرية.
 - لا يوجد متطلب لربحية الشركة وحظر لبيع أسهم المؤسسين لمدة سنة من تاريخ الإدراج.
 - ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن **50** مساهما عند الإدراج.

ج- إنجازات (نمو): خضعت سوق نمو الموازية إلى تجديده محوري لتسهيل دخول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق

المالية. وكان من بين الخطوات التي اتخذت ما يلي¹:

¹ التقرير السنوي لبورصة تداول السعودية لسنة 2019.

- السماح للشركات بالإدراج مباشرة في سوق نمو دون اكتتاب عام أولي لتكون بذلك أول سوق في دول مجلس التعاون الخليجي تقوم بهذه الخطوة. حيث سيمكن هذا الإجراء الشركات الصغيرة والمتوسطة التي لا تحتاج إلى تمويل إضافي من إيجاد سوق لتسييل أسهمها.
- تخفيض نسبة إجمالي رأس المال اللازم إدراجه.
- تسهيل عملية الانتقال من (نمو) إلى (تداول) الأمر الذي استفادت منه 5 شركات.
- تمديد مهلة الإفصاح للجمهور من ربع سنوية إلى نصف سنوية لتقليل الأعباء التنظيمية.
- أدخل مؤشر (نمو) ذو الحد الأعلى للحد من وزن أي شركة على المؤشر. كما أدت هذه التغييرات أيضا إلى زيادة سيولة السوق

المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة السعودية.

وضعت تداول تصنيف لقطاعات السوق في عام 2008 ومع تطور الاقتصاد في المملكة طرأت تغييرات جديدة على القطاعين العام والخاص مما يستلزم مواكبة هذه التغييرات من خلال إعادة تصنيف قطاعات الشركات المدرجة في تداول. حيث صنفت الشركات التي ترغب في الاكتتاب العام بقطاعات محددة والتي من الممكن ألا تعكس طبيعة نشاطها أو القطاع الفعلي الذي تنتمي إليه بشكل دقيق. أما التصنيف الجديد الذي تطبقه (تداول) فهو يعتمد على مواءمة الأنشطة الرئيسية للشركة ومصادر دخلها وتصنيفها في القطاع الأنسب لها. وكان لتصنيف قطاعات (تداول) السابق عدة قيود وعوائق حيث أنه لم يكن مبنيًا على معايير تصنيف عملية، ولم تتوفر مراجعات دورية لمتابعة التغييرات التي تطرأ على أنشطة الشركات والتي بناء عليها يتم تعديل القطاع الذي تنتمي إليه.¹

أولاً: نظام تصنيف القطاعات الجديد في تداول (المعيار العالمي لتصنيف القطاعات GICS)²

يعد المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) هو نظام تصنيف متعارف عليه عالمياً يتم تطبيقه من آلاف المشاركين في الأسواق ضمن عدة مجموعات ذات العلاقة بالأنشطة الاستثمارية مثل مدرء الأصول، الوسطاء (سواء على المستوى المؤسسي أو مستوى التجزئة)، المستشارون، الباحثون وأسواق الأسهم، وقد قامت كل من شركتي P&S وMSCI العالميتين والمختصتين في مجال المعلومات المالية بتطوير المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS)، وهما من الشركات العالمية الرائدة في مجال توفير بيانات مالية عالمية مستقلة ومعلومات المؤشرات ومنتجات وخدمات متعلقة بالمقارنات الاسترشادية.

ثانياً: مميزات معيار (GICS).

هناك عدة مميزات للمعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) والتي من بينها:

- عالمي: يطبق معيار التصنيف على آلاف الشركات حول العالم.
- موثوق: تصنيف مستقل وحيادي تقوم به شركتين عالميتين ذات باع طويل في مجال المعلومات المالية.
- مرن: توفر الهيكلية على أربعة مستويات للتحليل بدءاً من القطاعات الرئيسية ووصولاً إلى القطاعات التفصيلية.
- قابل للتطوير والنمو: تقوم شركتي P&S وMSCI العالميتين والمختصتين في مجال المعلومات المالية بمراجعة سنوية لضمان مواءمة الهيكلية الخاصة بالتصنيف مع الأسواق العالمية اليوم.

¹ الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول: www.saudiexchange.sa

² الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول: www.saudiexchange.sa

الفصل الرابع: مقارنة بورصة الجزائر وبورصات الدول العربية

وقد تم اختيار المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) كمعيار لإعادة تصنيف قطاعات تداول. مما يسهل على المستثمرين المحليين والأجانب تحليل وتقييم ومقارنة مؤشرات الأداء الاستثماري في قطاعات تداول مع مثيلاتها من القطاعات بالأسواق المالية العالمية وبالتالي يساهم في وضع استراتيجيات استثمارية أكثر فاعلية.

ثالثا: الهيكلة والمنهجية المتبعة في تطبيق معيار (GICS).

يعتمد معيار (GICS) على نظام تصنيف مكون من أربعة مستويات تتألف من 11 قطاع رئيسي (المستوى 1)، و 24 قطاع (المستوى 2)، وأكثر من 60 قطاع فرعي (المستوى 3)، وأكثر من 150 قطاع تفصيلي (المستوى 4)، وكمثال على ذلك الجدول التالي يوضح كيفية عمل معيار (GICS):

الجدول رقم (08): هيكل بورصة السعودية تداول حسب معيار (GICS) العالمي.

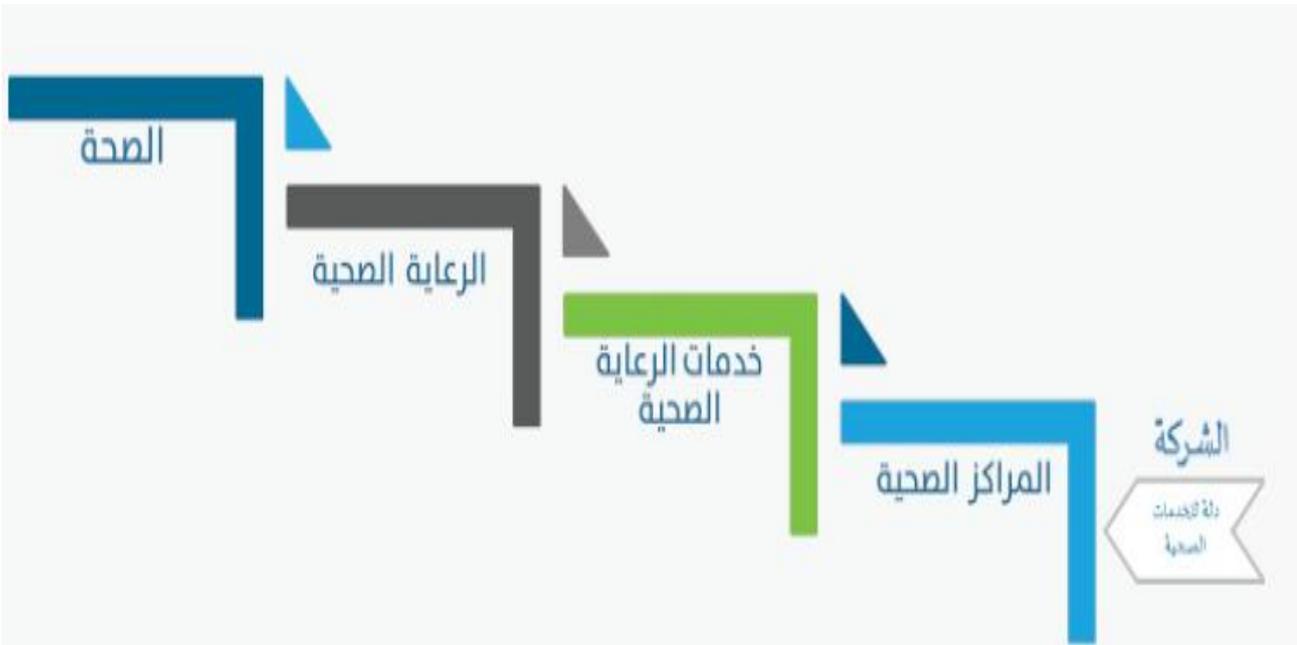
المستوى 1	المستوى 2	المستوى 3	المستوى 4
القطاع الرئيسي	القطاع	القطاع الفرعي	القطاع التفصيلي
		خدمات الطاقة ومعداتها	التنقيب عن الغاز والنفط
			خدمات الغاز والنفط ومعداتها
			الغاز والنفط المتكامل
			إنتاج وتنقيب الغاز والنفط
			تكرير وتسويق الغاز والنفط
			نقل وتخزين الغاز والنفط
الطاقة	الطاقة	الغاز والنفط والوقود المستهلك	إنتاج الفحم والوقود المستهلك
			المواد الكيميائية
			المواد الكيميائية المتنوعة
			الأسمدة والمبيدات الزراعية
			الغازات الصناعية
		المواد الكيميائية	المواد الكيميائية المتخصصة
		مواد البناء	مواد البناء
المواد الاساسية	المواد الاساسية	الحاويات والتغليف	العبوات الزجاجية والمعدنية

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول.

الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبعض بورصات الدول العربية

وتهدف المنهجية المتبعة في تطبيق هذا التصنيف إلى تعزيز مستويات البحث عن المعلومات الاستثمارية وتحسين عملية إدارة الأصول للمتخصصين الماليين حول العالم. وبناء على هيكله هذا التصنيف يتم تصنيف الشركات بحسب القطاعات التفصيلية (المستوى الرابع) ومن ثم تندرج هذه القطاعات التفصيلية تحت قطاعات فرعية (المستوى الثالث) وبالمثل تندرج القطاعات الفرعية تحت القطاعات (المستوى الثاني) ومن بعدها تجتمع لتشكيل قطاعات رئيسية (المستوى الأول)، والشكل التالي يوضح كيفية تصنيفات الشركات المدرجة في بورصة السعودية تداول:

الشكل رقم (02): كيفية تصنيف الشركات المدرجة في بورصة السعودية تداول.



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول.

ويطبق هذا التصنيف منهجية كمية ونوعية حيث يتم تصنيف كل شركة بحسب القطاع التفصيلي الذي يحدده النشاط الرئيسي المدر لمعظم العائدات بالشركة وتعتبر التقارير السنوية والقوائم المالية من المصادر الرئيسية للمعلومات التي يتم على ضوءها تصنيف الشركات. وبالنسبة للشركات الجديدة فيتم تصنيفها بحسب الأنشطة المذكورة في نشرة الإصدار.

رابعا: هيكله قطاعات السوق الجديدة

قسمت قطاعات تداول سابقا إلى 16 قطاع رئيسي. أما هيكله قطاعات السوق الجديدة في تداول فهي تتكون من 20 قطاع تمثل المستوى الثاني بحسب (GICS)، كما هو موضح في الجدول أدناه:

الجدول رقم (09): القطاعات الأساسية في بورصة السعودية تداول.

اسم القطاع	
الطاقة	1
المواد الأساسية	2
السلع الرأسمالية	3
الخدمات التجارية والمهنية	4
النقل	5
السلع طويلة الأجل	6
الخدمات الاستهلاكية	7
الإعلام والترفيه	8
تجزئة السلع الكمالية	9
تجزئة الأغذية	10
إنتاج الأغذية	11
الرعاية الصحية	12
الأدوية	13
البنوك	14
الاستثمار والتمويل	15
التأمين	16
الاتصالات	17
المرافق العامة	18
الصناديق العقارية المتداولة	19
إدارة وتطوير العقارات	20

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة السعودية تداول.

المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع البنوك في بورصة السعودية.

في هذا في المطلب سنقوم بالتطرق إلى إحدى القطاعات السابقة الذكر ونقوم بتحليل معطياتها المالية، لهذا قمنا باختيار القطاع التالي ألا وهو قطاع البنوك وذلك نظرا لأهميته ومساهمته الفعالة في تنشيط بورصة السعودية (تداول) كونه أحد أهم المتدخلين في بورصة السعودية والجدول الموالي يبين حجم التداول خلال الفترة 2021/2009.

الجدول رقم (10): قيمة استثمارات قطاع البنوك في بورصة السعودية خلال الفترة (2021/2009) ر.س

إجمالي القيمة المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة	
1.264.011.291.721,82	%11,82	149.422.722.595,27	2009
0759.184.484.995,00	%13,01	098.732.062.591,60	2010
1.098.836.028.656,75	%06,69	073.554.313.181,80	2011
1.929.318.274.741,75	%08,45	163.040.067.029,00	2012
1.752.855.363.980,90	%34,93	380.035.643.837,50	2013
2.146.511.896.920,60	%13,03	279.706.556.101,40	2014
1.660.622.053.130,02	%17,79	295.376.269.440,37	2015
1.156.987.084.201,31	%18,96	219.354.500.164,06	2016
0836.275.133.812,29	%23,30	194.864.829.094,93	2017
0870.869.683.508,03	%25,45	221.665.662.459,65	2018
0880.139.074.790,65	%31,82	280.046.510.856,96	2019
2.087.799.574.493,41	%11,87	247.750.815.067,75	2020
2.235.900.240.676,72	%11,33	253.412.980.110,03	2021

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة السعودية.

القيمة: ريال سعودي

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- الدراسة تمت خلال الفترة 2021/2009 في بورصة السعودية بينما في البورصة الجزائرية نجد أن مساهمة القطاع البنكي منعدمة تماما.
- يتكون القطاع البنكي الناشط في البورصة السعودية من 11 بنكا، موزع بين بنوك محلية وبنوك أجنبية.

- بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2021 أكثر من **10 000** مليار ريال سعودي أي ما يقارب **2670** مليار دولار أمريكي وبهذا تحتل البورصة السعودية المرتبة الأولى في العالم العربي والمرتبة **11** عالمياً.
- القيمة المالية لقطاع البنوك المتداولة في بورصة السعودية بالنسبة لإجمالي القيمة المتداولة في البورصة ككل تعتبر جد معتبرة حيث تتراوح قيمتها بين **6,69%** (**73.554.313.181,80** ريال سعودي) أي ما يقارب **20** مليار دولار خلال سنة 2011 و**34,93%** (**380.035.643.837,50** ريال سعودي) أي ما يفوق **100** مليار دولار سنة 2013، وهي قيمة مالية متداولة تعكس القيمة المضافة التي يقدمها قطاع البنوك في بورصة (تداول) السعودية حيث أنه يدر مداخيل جد مهمة تعود بالفائدة على كل الفئات.
- كان قطاع المواد الأساسية أنشط القطاعات من حيث القيمة المالية للأسهم المتداولة خلال عام 2021 حيث بلغت القيمة المالية للأسهم المتداولة نحو **457,81** مليار ريال من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام بينما حل قطاع البنوك ثانياً بنحو **253,41** مليار ريال خلال 2021.
- احتل قطاع البنوك المرتبة الثالثة سنة 2021 بعد كل من قطاع المواد الأساسية وقطاع إدارة وتطوير العقارات بما يفوق **7** مليارات سهم أي ما يساوي **11,33%** من إجمالي عدد الأسهم المتداولة.
- وفيما يخص نشاطات الشركات المدرجة فقد كانت كالتالي:
 - بالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2021 فقد تصدر مصرف الراجحي (القطاع البنكي) من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو **1 596 630** صفقة.
 - أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2021 فقد تصدر مصرف الراجحي بما يفوق **94** مليار ريال سعودي ثم يليه مصرف الإنماء بما يقارب **52** مليار ريال سعودي (كلاهما قطاع بنكي)، هذا ما يعني أن القطاع البنوكي يقوم بدوره بأكمله وجه في بورصة (تداول).
 - حلت شركة دار الأركان في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2021 بنحو **4.68** مليار سهم ليليه مصرف الإنماء في المرتبة الثانية بنحو **2.58** مليار سهم (القطاع البنكي).

المبحث الثاني: دراسة تجريبية بورصة الأردن.

إن تأثر الدول النامية بالتنظيمات المالية للدول الرأسمالية المحيطة بها ولو بدرجات متفاوتة جعلها تسن قوانين لتنمية وتطوير اقتصادياتها على شاكلة الدول الرأسمالية، ومما تعانیه هذه الدول النامية كالأردن مثلاً من شح في الموارد المالية وسوء استغلال المتاح منها قد أدى بها إلى الاعتماد وبشكل كبير على المديونية الخارجية التي أثرت سلباً على واقع الاقتصاد الأردني¹. لذلك وخلال عقد التسعينات من القرن السابق بدأت العديد من الدول النامية ومنها الأردن بتطوير أسواقها المالية وتحريرها بهدف إيجاد آليات اقتصادية لتشغيل الموارد المالية المتاحة، إضافة إلى تحول اقتصادياتها للسوق الحر من خلال برامج التصحيح، وبالرغم من أن برامج التصحيح الاقتصادي والتحرير المالي لم تحقق أهدافها الرئيسية في خلق التوازن والاستقرار النقدي والمالي في الأردن إلا أن سوق الأردن المالي شهد تطوراً ملموساً في السنوات الأخيرة تمثلت بزيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان، زيادة حجم التداول وأعداد التعاملات في السوق². وللتعرف أكثر على بورصة الأردن سنعمد على الخطة التالية:

- المطلب الأول: ماهية بورصة الأردن.
- المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة الأردن.
- المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة الأردن.
- المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع الضمان الاجتماعي بورصة الأردن.

¹ جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980/2016)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2017/2018، ص 272.

² جهرة شنافة، المرجع نفسه، ص 272.

المطلب الأول: ماهية بورصة الأردن.

أولاً: نشأة وتطور بورصة الأردن.¹

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار سندات القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (**International Finance Corporation (IFC)** المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم اقتصاد الأردن ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتبليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي، وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16 وعليه باشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01.

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، حيث تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي

¹ الموقع الرسمي لحكومة المملكة الأردنية الهاشمية: www.portal.jordan.gov.jo

جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة |، وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الوجه القانوني العام والواقعي لبورصة عمان والتي تدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة¹. ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ **Securities and Exchange Commission (SEC)**، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية **Stock Exchange**.

وكغيرها من البورصات العالمية حرصت بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية، كما أنها عضو في الاتحاد الدولي للبورصات واتحاد أسواق المال العربية واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية. وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطاً طويلاً ومراحل عديدة، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من **9,7** مليون دينار أردني عام 1978 ليصل إلى **3200** مليون دينار في عام 2016، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها الحالية حوالي **17300** مليون دينار مقارنة مع حوالي **286** مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من **66** شركة لعام 1978 إلى **224** شركة في عام 2016.

ثانياً: أهداف بورصة الأردن.²

إن قانون سوق عمان المالي حدد عدة أهداف قصد تحقيقها والمتمثلة في:

- تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
- توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
- توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

¹ الموقع الرسمي لبورصة عمان (الأردن): www.ase.com.jo

² الموقع الرسمي لحكومة المملكة الأردنية الهاشمية: www.portal.jordan.gov.jo

- ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها.
- توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم الواضح والعادل ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة.
- لتحقيق غاياتها تضع بورصة عمان الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل في الأسواق المالية وفق أفضل الممارسات العالمية المتبعة.
- حرية إنشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها، والدخول في اتفاقيات أو تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة أو خارجها ومع مزودي الخدمات أو أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والإشرافية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير الحكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها.¹

المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة الأردن.

أولاً: الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة بالبورصة.

1- بورصة عمان: تولت بورصة عمان اعتباراً من 11/03/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح وكجهة وحيدة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في الأردن تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997. ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم 76 لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة.

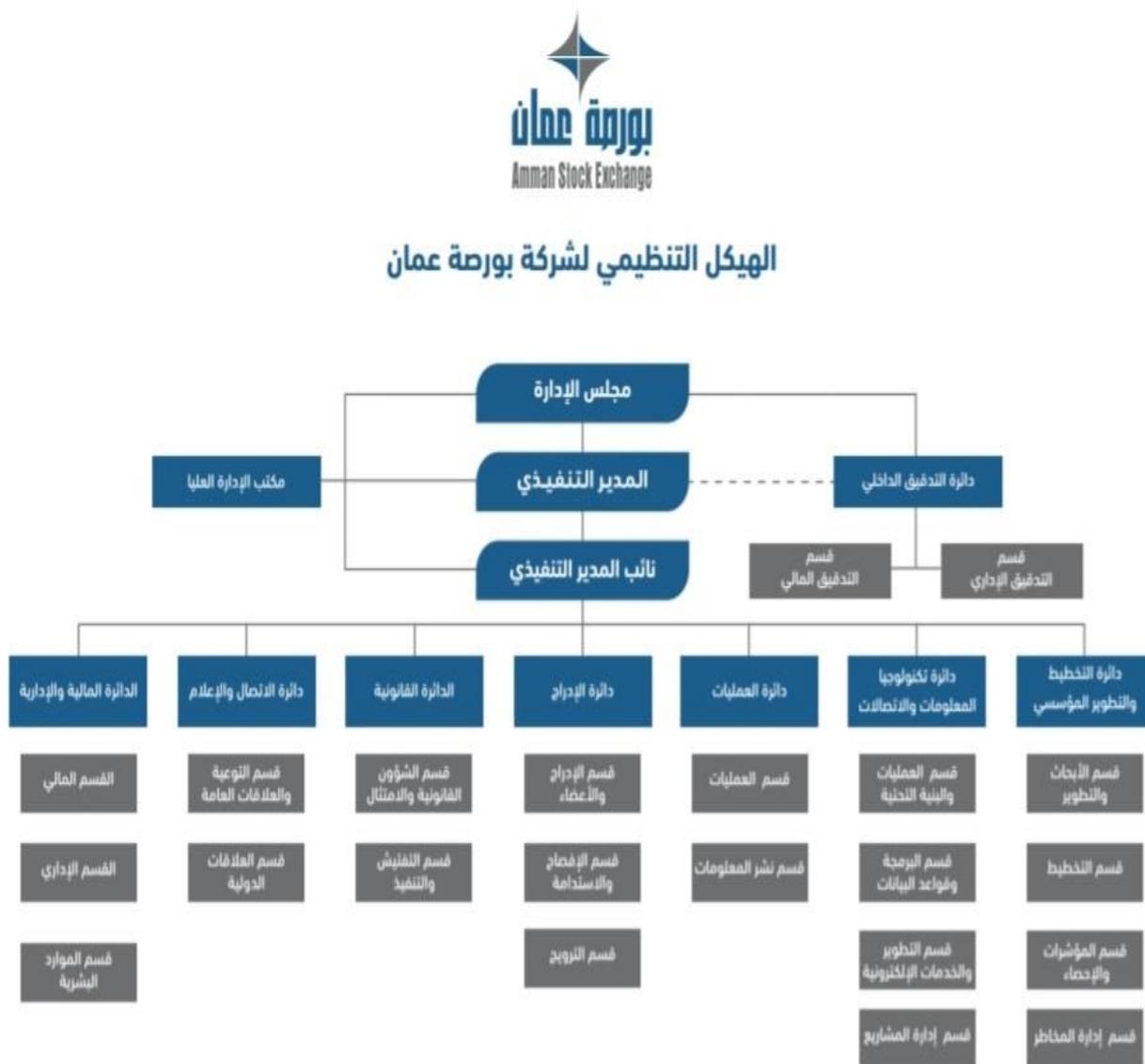
لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية، ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي، حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد تشكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان

¹ الموقع الرسمي لبورصة عمان (الأردن): www.ase.com.jo

الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبعض بورصات الدول العربية

(سوق الأوراق المالية) ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة. والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لشركة بورصة عمان:

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لشركة بورصة عمان.



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان.

2- هيئة الأوراق المالية: تهدف هيئة الأوراق المالية إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية. كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين، كما تتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري مما يعزز من دورها المستقبلي ويمكنها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز هذا بالإضافة إلى منح التراخيص وتحديد حدود للعمليات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز، كما تقوم باعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها، وتهدف هيئة الأوراق المالية إلى:¹

- حماية المستثمرين في الأوراق المالية.

- تنظيم سوق رأس المال وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.

- حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها.

3- مركز إيداع الأوراق المالية: تم إنشاء هذا المركز بتاريخ 10/05/1999 بهدف الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح، حيث يهدف هذا المركز إلى تحقيق ما يلي:²

- بناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية.

- الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في البورصة.

- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بسهولة ويسر.

¹ منشورات دليل الاستثمار في بورصة عمان.

² منشورات دليل الاستثمار في بورصة عمان

ثانيا: أقسام بورصة الأردن.

هناك ثلاثة أقسام لبورصة الأردن وهي كالتالي:¹

1- السوق الثانوي: وهو السوق المختص بتداولات الأوراق المالية وفقا لأحكام القوانين والأنظمة الخاصة بالأوراق المالية،

وينقسم هذا السوق بدوره إلى قسمين هما السوق الأول والسوق الثاني، وهما السوقان اللذان يختصان بتعاملات الأوراق

المالية ولكل منهما شروط ومعايير محددة ويختصان بتداولات الأسهم، بينما الشروط الواجب توافرها حتى يتم إدراج

أسهم الشركات في هذين السوقين فهي كالتالي:²

أ- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الأول:

- مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.
- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100 % من رأس المال المدفوع .
- أرباح صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال آخر ثلاث سنوات وعلى ألا يقل معدل صافي الأرباح قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن 5 % من رأسمال الشركة المدفوع .
- ألا تقل نسبة الأسهم الحرة إلى رأسمالها المدفوع بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 10% إذا كان رأسمالها المدفوع أقل من 50 مليون دينار أردني .
- عدد مساهمي الشركة 100 مساهم فأكثر بتاريخ انتهاء سنتها المالية .
- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 5 مليون دينار .

ب- شروط إدراج أسهم الشركات في السوق الثاني:

- تسجيل هذه الأسهم لدى هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية.
- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها.
- توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج أسهمها.
- إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطا تشغيليا.

¹ نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق (قسم القانون الخاص)، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص 32.

² منشورات النشرة التعريفية ببورصة عمان.

- ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50 % من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية .
 - ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 5 % من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني.
 - 2- سوق السندات: يختص هذا السوق بالتعامل بالسندات الحكومية والسندات الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.
 - 3- التحويلات خارج القاعة: هو السوق الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات المتعلقة بالميراث والتحويلات العائلية.
 - 4- سوق الأوراق المالية غير المدرجة:
- تعريفه: توفر بورصة عمان خدمة التداول في أسهم الشركات غير المدرجة لديها من خلال سوق خاص لهذه الغاية وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة، وهذا بتوفير مكان وطريقة تمكن المهتمين بتلك الأوراق المالية من بيعها وشرائها بكل يسر وسهولة حيث يتضمن الأوراق المالية التالية:¹
 - أسهم الشركات التي تم إلغاء إدراجها من البورصة ولا زالت مسجلة لدى وزارة الصناعة والتجارة كشركة مساهمة عامة، خاصة أو خاصة حديثة التأسيس .
 - أسهم الشركات المساهمة العامة أو الخاصة التي لم تدرج في البورصة من قبل .
 - أسهم الشركات الموقوفة عن التداول في أسواق البورصة النظامية والتي تقرر نقلها مؤقتاً للتداول في هذا السوق.
 - الشركات التي لم تحقق شروط الإدراج في بورصة عمان.
 - نشأته: قامت بورصة عمان بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية بإعداد تعليمات جديدة تسمح بتداول أسهم الشركات غير المدرجة في بورصة عمان وتعديل تعليمات الإدراج في البورصة بما ينسجم مع إنشاء هذا السوق ووفقاً لهذه التعليمات فقد نشأ سوق الأوراق المالية غير المدرجة.²
 - الهدف من إنشائه: إتاحة الفرصة لمساهمي الشركات غير المدرجة والشركات الموقوفة عن التداول لبيع أسهمهم من خلال نظام إلكتروني معد لهذه الغاية ووفقاً لقوى العرض والطلب وكذلك لتمكين المستثمرين الراغبين بشراء أسهم

¹ منشورات النشرة التعريفية ببورصة عمان.

² منشورات سوق الأوراق المالية غير المدرجة.

هذه الشركات علما بأن التداولات في هذا السوق ستكون مستقلة عن التداولات التي تتم في أسواق البورصة النظامية ولن تؤثر على الأرقام القياسية التي تحتسبها البورصة.¹

ثالثا: الخطة الاستراتيجية للأعوام 2023/2021.

قامت بورصة عمان بإعداد الخطة الاستراتيجية للأعوام (2023/2021) والتي تضمنت مجموعة من الأهداف التي من شأنها أن تساهم في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة وتمكنها من تقديم خدمات أفضل وتطوير العمل في البورصة من كافة النواحي، وذلك لما للبورصة من دور مهم وأساسي في تطوير وتعزيز الاقتصاد الوطني من خلال حشد المدخرات الوطنية وجذب الاستثمارات الأجنبية للسوق، كما تم تحديد الأهداف الاستراتيجية لبورصة عمان للأعوام (2023/2021) تماشيا مع وثيقة الأردن العشرية (2025/2015) وبناء على الخطة الاستراتيجية السابقة للأعوام (2020/2018) والتوصيات والمشاريع الواردة في استراتيجية خارطة الطريق بالإضافة إلى تحليل البيئة الداخلية والخارجية التي حددت نقاط القوة ونقاط الضعف والفرص والتحديات. وتتضمن الخطة الاستراتيجية الأهداف الثلاثة التالية:

- تعزيز البنية التقنية وتطوير بيئة العمل.
- تعزيز تنافسية السوق
- تقديم خدمات مبتكرة ومؤشرات جديدة.

ولتحقيق الأهداف الثلاثة المذكورة أعلاه، تضمنت الخطة ثماني مبادرات تضمنت تنفيذ سبعة وعشرين مشروعا خلال السنوات (2023/2021).

¹ منشورات سوق الأوراق المالية غير المدرجة.

المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة الأردن.

يمكن تقسيم القطاعات الناشطة في بورصة الأردن إلى ثلاث أقسام رئيسية وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، حيث تندرج تحت كل قطاع من هاته القطاعات الرئيسية قطاعات فرعية أخرى، ولتوضيح الأمر سنقوم بذكرها بقليل من الشرح وهي كالتالي:

أولاً: القطاع المالي

يعتبر القطاع المالي أهم قطاع رئيسي ذلك كونه يعتبر القلب النابض لجميع القطاعات الأخرى وذلك لما يوفره من خدمات وموارد مالية تمكن القطاعات الأخرى من ممارسة مختلف نشاطاتها بأربحية، وقد بلغ حجم التداول في سنة 2020 (630 491 612 دينار أردني أي ما يقارب 890 مليون دولار)، وينقسم القطاع المالي إلى مجموعة من القطاعات المالية الفرعية وهي كالتالي:

1- قطاع العقارات: يعتبر قطاع العقارات من أشهر القطاعات في العالم على الإطلاق ذلك كونه يمس الأساسيات التي يحتاجها الانسان يومياً في حياته الاجتماعية كالسكن أو العملية كمكان العمل كالمصنع والمتاجر والمحلات أو أي شيء من هذا القبيل، ذلك كون العقارات أمر ضروري وهو متنوع بحسب حاجة الانسان إليه فقد يكون العقار أرضاً سواء فلاحية أو صناعية، وقد يكون العقار سكوناً كالتجمعات السكنية متمثلة في الشقق أو سكنات فردية كما قد يكون مكان عمل مثل المصانع والمحلات، لذلك فقد بلغ حجم التداول قطاع العقار لسنة 2020 (254 481 628 دينار أردني أي ما يقارب 360 مليون دولار)، وهو يمثل الحصة الأكبر بالنسبة للقطاع المالي حيث يتكون من 33 شركة عقارية مختلفة المهام بين بائع للسكنات ومؤجراً لها وبين مقدمة لخدمات عقارية مختلفة.

2- البنوك: يعتبر قطاع البنوك من أهم القطاعات المدرجة تحت لواء القطاع المالي وذلك كونه يمتلك حصة لا يستهان بها في حجم التداول لسنة 2020 وهذا بعد قطاع العقارات طبعاً، حيث قدر حجم التداول بـ (205 500 406 دينار أردني أي ما يقارب 290 مليون دولار) أي ما يقارب ثلث حجم التداول، وهذا راجع إلى كون أن حجم الكتلة النقدية الأكبر هي بحوزة البنوك وذلك راجع إلى طبيعة نشاطها المصرفي الذي يحتم عليها امتلاك أكبر قدر من الكتلة النقدية وبالتالي استثمار أكبر قدر ممكن من هاته الكتلة النقدية الحاملة في السوق النقدية في بورصة الأردن قصد الحصول على أكبر عائد ممكن، وضم قطاع البنوك في البورصة الأردنية 15 بنكاً متنوعاً بين بنك إسلامي وتقليدي.

3- قطاع الخدمات المالية المتنوعة: يعتبر قطاع الخدمات المالية المتنوعة من أهم القطاعات المالية وذلك لأنه لا يقل شأنًا من حيث امتلاكه حجما معتبرا من إجمالي حجم التداول لسنة 2020 وهذا بعد قطاع العقارات والبنوك طبعًا، حيث قدر حجم التداول بـ (142 937 879 دينار أردني أي ما يفوق 200 مليون دولار) أي ما يقارب ربع حجم التداول، ويتميز هذا القطاع بكونه يضم مجموعة من الشركات التي تهتم بمجال الاستثمار في البورصة وماله علاقة به خصوصا فيما يتعلق بصناديق الاستثمار كونها تقوم بجمع الأموال من مختلف الأطياف والشرائح ومن ثم إعادة استثمارها في البورصة، ويضم قطاع الخدمات المالية المتنوعة في البورصة الأردنية 28 شركة مالية متنوعة الخدمات.

4- التأمين: يعتبر قطاع التأمين رابع قطاع في القطاع المالي بعد قطاع العقارات والبنوك والخدمات المالية المتنوعة وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (27 571 699 دينار أردني أي ما يقارب 40 مليون دولار) ويعتبر هذا الرقم ضعيف جدا مقارنة بأرقام القطاعات الأخرى خصوصا وأنه قطاع جد مهم لأنه يقوم بعملية تحصيل أموال التأمين من مختلف الشرائح وعلى نطاق واسع، إلا أن المشكلة تكمن في عدم استثمار جميع تلك الأموال لأنها مرهونة بمدى تحقق الخطر محل التأمين وحجم الضرر الناجم عن هذا الخطر المحقق، ويضم قطاع التأمين في البورصة الأردنية 21 شركة تأمين متنوعة بين شركات خاصة وعامة وبين شركات محلية وشركات تأمين أجنبية.

ثانيا: قطاع الخدمات

يعتبر قطاع الخدمات قطاع جد فعال في بورصة الأردن ذلك كونه لا يقل أهمية عن القطاع المالي، وقد بلغ حجم التداول في سنة 2020 (195 371 429 دينار أردني أي ما يفوق 275 مليون دولار)، وينقسم قطاع الخدمات إلى مجموعة من القطاعات الخدماتية الفرعية وهي كالتالي:

1- الخدمات الصحية: يضم هذا القطاع 04 شركات متعلقة بقطاع الصحة والتي من بينها المستشفيات، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (1 326 605 دينار أردني أي ما يقارب 2 مليون دولار).

2- الخدمات التعليمية: يضم هذا القطاع 06 شركات متعلقة بقطاع التعليم منها الجامعات ومنها المدارس، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (2 763 648 دينار أردني أي ما يقارب 3.9 مليون دولار).

3- الفنادق والسياحة: يضم هذا القطاع 09 شركات متعلقة بقطاع الفنادق والسياحة والتي من بينها الفنادق، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (10 691 895 دينار أردني أي ما يفوق 15 مليون دولار).

4- النقل: يضم هذا القطاع 10 شركات متعلقة بقطاع النقل والتي من بينها شركات النقل، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (41 020 174 دينار أردني أي ما يقارب 58 مليون دولار).

5- التكنولوجيا والاتصالات: يضم هذا القطاع شركتين فقط متعلقتين بقطاع التكنولوجيا والاتصالات وهي الاتصالات الأردنية والفارس الوطنية، وبلغ حجم التداول لسنة 2020 (7 133 879 دينار أردني أي ما يفوق 10 مليون دولار).

6- الإعلام: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متعلقة بقطاع الإعلام وهي شركة الرأي، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (45 523 دينار أردني أي ما يقارب 65 ألف دولار).

7- الطاقة والمنافع: يضم هذا القطاع 04 شركات متعلقة بقطاع الطاقة والمنافع والتي من بينها الكهرباء الأردنية، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (93 524 018 دينار أردني أي ما يفوق 130 مليون دولار).

8- الخدمات التجارية: يضم هذا القطاع 10 شركات متعلقة بقطاع الخدمات التجارية والتي من بينها التسهيلات التجارية، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (38 865 686 دينار أردني أي ما يقارب 55 مليون دولار).

ثالثاً: قطاع الصناعة

يعتبر قطاع الصناعة قطاع جد فعال ومهم في بورصة الأردن ولا تقل أهميته عن القطاع المالي وقطاع الخدمات اللذان سبقا ذكرهما، وقد بلغ حجم التداول في سنة 2020 (178 881 172 دينار أردني أي ما يفوق 250 مليون دولار)، وينقسم قطاع الصناعة إلى مجموعة من القطاعات الصناعية الفرعية وهي كالتالي:

1- الأدوية والصناعات الطبية: يضم هذا القطاع 04 شركات متعلقة بقطاع الأدوية والصناعات الطبية والتي تهتم بصناعة الأدوية والمواد الشبه الصيدلانية وكل ما له علاقة بمجال الطب والتي من بينها الأردنية للأدوية ودار الدواء، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (4 315 873 دينار أردني أي ما يفوق 6 مليون دولار).

2- الصناعات الكيماوية: يضم هذا القطاع 06 شركات متعلقة بقطاع الصناعات الكيماوية والتي تهتم بصناعة المواد الكيماوية الداخلة في صناعات أخرى والتي من بينها الوطنية للكولورين والبتروكيماويات، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 بـ (33 281 411 دينار أردني أي ما يقارب 47 مليون دولار).

3- الأغذية والمشروبات: يضم هذا القطاع 08 شركات متعلقة بقطاع الأغذية والمشروبات والتي تهتم بإنتاج المواد الغذائية والمشروبات المختلفة والتي من بينها الوطنية للدواجن والألبان الأردنية ومختلف الصناعات الغذائية، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (23 608 569 دينار أردني أي ما يفوق 33 مليون دولار).

4- التبغ والسجائر: يضم هذا القطاع شركتين فقط متعلقة بقطاع التبغ والسجائر والتي تهتم بإنتاج التبغ ومشتقاته وهما الإقبال للاستثمار والإتحاد للسجائر، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (40 556 511 دينار أردني أي ما يفوق 57 مليون دولار).

5- الصناعات الاستخراجية والتعدينية: يضم هذا القطاع 09 شركات متعلقة بقطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية والتي تهتم باستخراج وتحويل المواد المعدنية كالحديد والألمونيوم والفوسفات والتي من بينها البوتاس العربية وحديد الأردن، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (55 370 096 دينار أردني أي ما يفوق 70 مليون دولار).

6- الصناعات الإنشائية والهندسية: يضم هذا القطاع 07 شركات متعلقة بقطاع الصناعات الإنشائية والهندسية والتي تهتم بتوفير مواد البناء الجاهزة كالخرسانة الجاهزة والقوالب الإسمنتية الجاهزة والتي من بينها الباطون الجاهز والمواسير المعدنية والأنابيب الأردنية، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (5 043 091 دينار أردني أي ما يفوق 7 مليون دولار).

7- الصناعات الكهربائية: يضم هذا القطاع 3 شركات متعلقة بقطاع الصناعات الكهربائية والتي تهتم بصناعة وإنتاج الأسلاك الكهربائية ولواحقه والتي من بينها الكابلات الأردنية والوطنية للكوابل والعربية الكهربائية، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (10 313 297 دينار أردني أي ما يفوق 14 مليون دولار).

8- صناعة الملابس والجلود والنسيج: يضم هذا القطاع 3 شركات متعلقة بقطاع صناعة الملابس والجلود والنسيج والتي تهتم بصناعة وإنتاج الملابس بمختلف أنواعها والتي من بينها الآجواخ الأردنية والزي لصناعة الألبسة والعصر للاستثمار، وقد بلغ حجم التداول لسنة 2020 (6 392 325 دينار أردني أي ما يفوق 9 مليون دولار).

وقد بلغ ما تم تداوله في القطاعات السابقة مجتمعة ما قيمته 1 004 744 213 دينار أردني أي ما يفوق 1.4 مليار دولار.

المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع الضمان الاجتماعي في بورصة الأردن.

أولاً: نبذة عامة عن صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

إن استثمار صناديق احتياط الضمان الاجتماعي الذي كان الهدف الأصلي منه الحفاظ على قيمة الأصول المالية وضمان الجدارة المالية لخطط المعاشات واستدامتها على الأمد الطويل في تزايد ليصبح عملية مالية جوهرية في إدارة الضمان الاجتماعي، ففي البداية كانت قرارات الاستثمار تستنير أساساً بسعي المستثمرين إلى الحصول على رؤوس الأموال وتسترشد بالمبادئ الأساسية للأمان والسيولة والعائد مع التركيز الغالب على الصكوك المالية أو الأسواق المالية أو كليهما¹، لهذا نجد أن صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي باشر نشاطه سنة 2003 حيث يتولى إدارة استثمار أموال المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بهدف تحقيق عوائد مجدية ومنتظمة للأموال المستثمرة مع الحفاظ على القيمة الحقيقية للموجودات وأصولها وتوفير السيولة اللازمة لمواجهة الالتزامات المستقبلية المترتبة على المؤسسة.²

ويخضع الصندوق لأحكام قانون الضمان الاجتماعي رقم 01 لعام 2014. وللصندوق أنظمة قوانين تنظم عمله في الأمور المالية والفنية والرقابية يتم إقرارها من قبل مجلس الاستثمار ومجلس إدارة المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، ولمواكبة معطيات ومؤشرات الاقتصاد الوطني وأفضل الممارسات لصناديق التقاعد العالمية يقوم الصندوق دورياً بمراجعة التوزيع الاستراتيجي للموجودات وبما يتوافق مع الالتزامات المستقبلية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بتحقيق الأهداف التالية:³

- تنمية العائد وذلك بما يتناسب مع متطلبات الدراسة الاكتوارية التي تعدها المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي كل 3 سنوات ويتم اعتمادها من قبل مجلس إدارة المؤسسة.
- الالتزام بمستوى المخاطر المقبولة وذلك وفق السياسة الاستثمارية التي يعدها صندوق الاستثمار ويتم اعتمادها من قبل مجلس الاستثمار ومجلس إدارة المؤسسة.

¹ الموقع الرسمي للمنظمة الدولية التميز في الضمان الاجتماعي: www.issa.int

² الموقع الرسمي لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي: www.ssif.gov.jo

³ التقرير السنوي لسنة 2019 لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

ثانيا: حصيلة صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي خلال الفترة 2003/2021.

شهدت موجودات الصندوق ارتفاعات مستمرة منذ انطلاقة أعماله في بداية عام 2003، حيث ارتفعت الموجودات من حوالي **1.6** مليار دينار أردني (**2.26** مليار دولار) عام 2003 لتبلغ **12.3** مليار دينار أردني (ما يفوق **17.3** مليار دولار) في نهاية عام 2021، وقد تحققت الزيادة في موجودات الصندوق بسبب عاملين رئيسيين هما:¹

- ارتفاع عدد المشاركين في الضمان الاجتماعي.

- ارتفاع قيمة محافظ الصندوق الاستثمارية وارتفاع العوائد المتحققة على هذه المحافظ.

وهذا أهم ما حدث لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من الجانب المالي خلال سنة 2021:

- **موجودات صندوق الاستثمار:** بلغ إجمالي موجودات الصندوق ما قيمته حوالي 12.3 مليار دينار أردني (ما يفوق **17.3** مليار دولار) في نهاية سنة 2021.

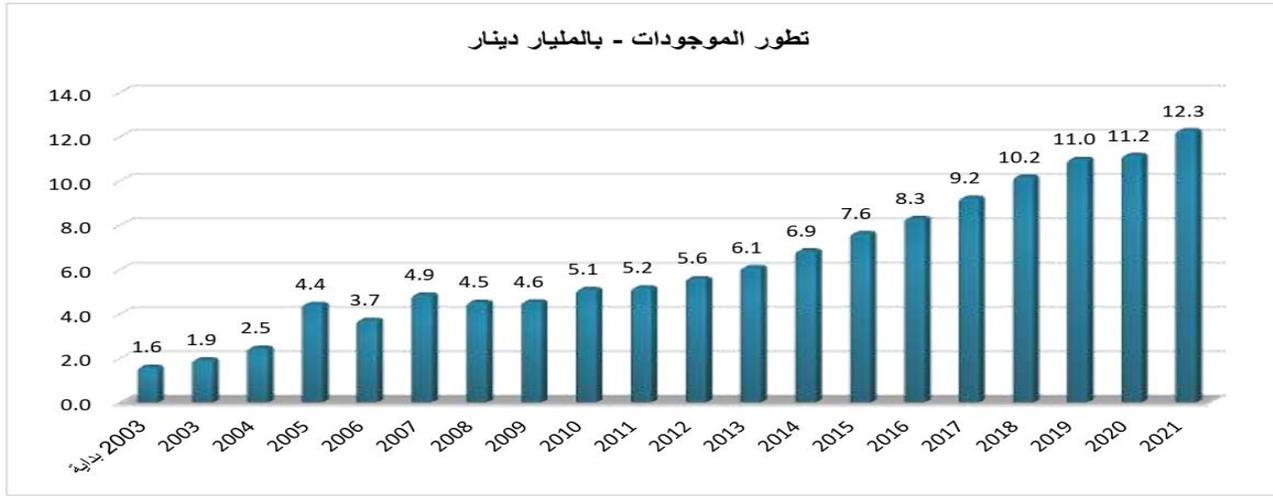
- **دخل صندوق الاستثمار:** حقق الصندوق دخلا يبلغ **575** مليون دينار أردني (ما يفوق **811** مليون دولار) في نهاية سنة 2021.

- **الدخل الشامل لصندوق الاستثمار:** حقق الصندوق دخلا شاملا يبلغ **986.1** مليون دينار أردني (ما يقارب **1.4** مليار دولار) في نهاية سنة 2021.

والشكل التالي يبين تطور قيمة موجودات صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي منذ فترة تأسيسه 2003 إلى سنة 2021.

¹ التقرير السنوي لسنة 2019 لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

الشكل رقم (04): تطور قيمة موجودات صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي خلال الفترة 2003/2021.



المصدر: التقرير السنوي لسنة 2021 لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

نما حجم الموجودات منذ تأسيس صندوق الاستثمار بداية عام 2003 من 1.6 مليار دينار أردني ليصل إلى حوالي 12.3 مليار دينار أردني استنادا إلى البيانات الأولية في 2021/12/31، وجاء هذا النمو من تحويلات الفوائض النقدية من المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي (الشق التأميني) والبالغة 5 مليار دينار ومن أرباح النشاط الاستثماري (الشق الاستثماري) والبالغة 5.6 مليار دينار، كما نجد وأنه خلال الفترة (2021/2016) ارتفعت هذه الموجودات من حوالي 8.325 مليار دينار في نهاية عام 2016 لتصل إلى 12.3 مليار دينار في نهاية عام 2021، أي ارتفاع بحوالي 3.975 مليار دينار وبمعدل نمو بلغ في المتوسط 9.7% سنويا. أما خلال عام 2021 فقد شهد إجمالي موجودات الصندوق ارتفاعا ملحوظا وجيدا بحوالي 575 مليون دينار ونسبة نمو بلغت 5% مقارنة بنهاية عام 2020 والتي قدرت بما يقارب 1%. ويعود ضعف نسبة النمو لسنة 2020 والتي تقدر بـ 1% إلى سببين رئيسيين هما:

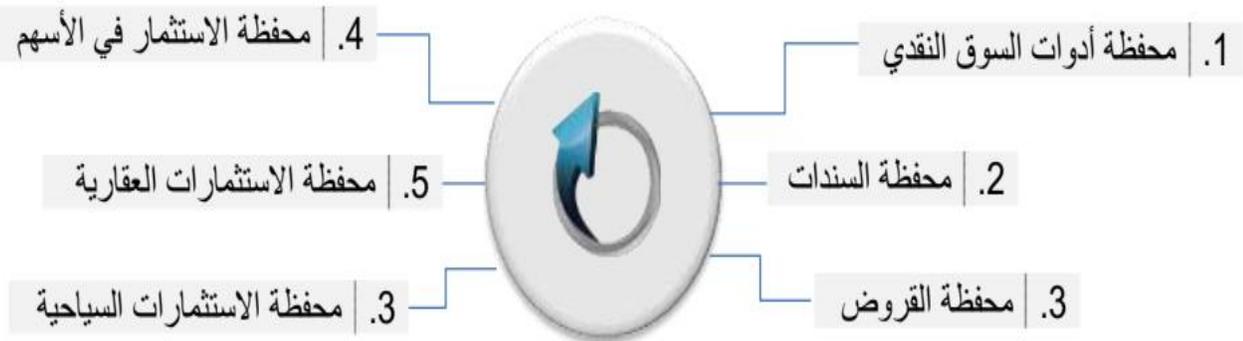
- الآثار الاقتصادية الناجمة عن جائحة كورونا حيث انخفضت القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات المتداولة في السوق المالي نتيجة الإغلاقات التي حدثت إضافة إلى تراجع أداء السوق المالي والذي أثر على محفظة الاستثمار في الأسهم لدى الصندوق حيث تشكل حصة صندوق الاستثمار حوالي 10.5% من القيمة السوقية لبورصة عمان في نهاية عام 2020.

- قيام المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي بإطلاق العديد من برامج الحماية الاجتماعية لمواجهة تداعيات جائحة كورونا والتي استهدفت مشتركي ومتقاعدي الضمان وأصحاب العمل، وقد كان لذلك أثر مؤقت على تحويلات الفوائض النقدية من المؤسسة للصندوق ابتداء من سنة 2020.

ثالثا: توزيع الموجودات للفترة 2016/2020.

تتوزع موجودات صندوق الاستثمار على عدة محافظ استثمارية وذلك بهدف تنويع الاستثمارات وتقليل المخاطر الكلية على استثمارات الصندوق المرتبطة بذلك، وقد شهد التوزيع النسبي المستهدف لهذه الموجودات تغيرا خلال الفترة الماضية وذلك استنادا إلى الخطة الاستراتيجية للصندوق والتي يتم إعادة النظر بها كل 3 سنوات وتأخذ بعين الاعتبار التطورات الاقتصادية والمالية التي يشهدها الاقتصاد الوطني، حيث شهد توزيع المحافظ الاستثمارية تغيرات أبرزها التوجه نحو أدوات الدخل الثابت كالسندات وأدوات السوق النقدي، ويعود السبب الرئيسي لهذا التوجه أن أدوات الدخل الثابت توفر تدفقات نقدية مستمرة وثابتة تلائم التزامات المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي، إضافة إلى انخفاض مخاطرها مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى وخاصة في ظل تباطؤ معدلات نمو الاقتصاد الوطني خلال الفترة الماضية، ومن منطلق تنويع استثمارات صندوق الاستثمار لتقليل المخاطر الكلية وتحقيق أفضل العوائد الممكنة يقوم صندوق الاستثمار بتوزيع موجوداته على عدة محافظ استثمارية، حيث يتم التنويع ضمن كل محافظة على أسس علمية ومهنية وفق أفضل الممارسات العالمية، ويستند هذا التوزيع بشكل رئيسي إلى السياسة الاستثمارية العامة للصندوق والخطة الاستراتيجية. وتتكون المحافظ الاستثمارية في صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي من ست محافظ رئيسية، وهي مبينة في الجدول التالي:

الشكل رقم (05): المحافظ الاستثمارية الرئيسية لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.



المصدر: التقرير السنوي لسنة 2021 لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبعض بورصات العالم العربية

ويظهر الجدول التالي توزيع المحافظ الاستثمارية المقارن خلال الفترة (2021/2016) بالمليون دينار أردني.

جدول رقم (11): توزيع محافظ الاستثمار المقارن للفترة (2021/2016) مليون دينار أردني.

2021		2020		2019		2018		2017		2016		البند
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	
12.90	1558.2	13.00	1434.0	12.30	1353.2	13.49	1374.7	10.42	962.8	10.26	854.9	محفظة أدوات السوق النقدي
57.00	6893.7	58.30	6410.3	54.28	5970.0	50.39	5135.4	50.66	4680.7	47.53	3957.3	محفظة السندات
3.40	411.7	3.60	396.5	3.00	330.9	2.48	252.8	2.48	229.6	2.01	168.0	محفظة القروض
16.60	2005.1	14.10	1555.2	17.73	1950.3	20.15	2053.4	22.42	2071.3	25.59	2131.1	محفظة الأسهم
6.10	735.1	6.50	716.9	6.00	659.0	5.87	598.4	6.29	581.1	6.97	581.1	محفظة الاستثمار العقاري
2.40	296.4	2.70	291.6	2.61	288.1	2.80	285.8	3.08	285.3	3.42	285.2	محفظة الاستثمار السياحي
2.89	355.7	1.80	363.1	4.05	445.4	4.81	490.3	4.62	427.2	4.17	347.8	موجودات أخرى
73.6	8898.8	72.4	7965.5	72.01	7920.3	70.54	7188.8	73.08	6752	73.12	6088.4	قيمة استثمارات الصندوق في بورصة عمان (محفظة السندات والأسهم)
100.00	12285.9	100.00	11167.7	100.00	10997.0	100.00	10190.7	100	9237.9	100.00	8325.3	مجموع موجودات الصندوق

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2021 لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

من خلال الجدول والشكل السابقين نجد أن هناك 6 محافظ استثمارية أهمها 3 محافظ منها محفظتين متعلقتين بسوق البورصة وتشكلان مع النسبة الأكبر وهما محفظة السندات ومحفظة الأسهم وتشكلان ما يقارب الثلثين (2/3) من إجمالي موجودات صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي، حيث تمثل محفظة السندات وحدها ما يقارب أو يفوق نصف (1/2) موجودات الصندوق وهذا راجع إلى عدة أسباب أهمها:

- تحقيق عائد ثابت خير من عائد غير متوقع إلى لم نقل تكبد خسائر.

- قليلة المخاطر مقارنة بمحفظة الأسهم.

- ضرورة المحافظة على الأقل على رأس المال ولا يكون هذا محققا إلا في محفظة السندات.

أما فيما يتعلق بمحفظة أدوات السوق النقدي فهي محفظة مكونة من أدوات تتداول في السوق النقدي وهي أقل مخاطرة مقارنة بأدوات السوق المالي (البورصة) وأكثر سيولة قصد مواجهة أي تداعيات جديدة تتطلب سيولة جاهزة، وهي تشكل نسبة لا بأس بها مقارنة مع بقية المحافظ الأخرى بحيث تقدر نسبتها بين 10 إلى 13 بالمئة خلال الفترة (2021/2016).

من خلال دراسة الجدول السابق نجد أن موجودات صندوق استثمار أموال مؤسسات الضمان الاجتماعي هي عبارة عن توليفة من المحافظ الاستثمارية المختلفة أهمها ثلاث محافظ منها محفظتين متعلقتان بالسوق المالي وهما محفظة السندات ومحفظة الأسهم وتشكلان مع ما يفوق 70 بالمئة من موجودات الصندوق وهنا نستنتج بأن مسيري هذا الصندوق يميلون للاستثمار في البورصة نتيجة الامتيازات الموجودة فيه والعوائد الكبيرة المحققة، هذا ما ينعكس بالإيجاب على بورصة عمان (الأردن) كون هذه الأموال ستغطي الطلب على رؤوس من الأموال من طالبيها، أما فيما يخص محفظة أدوات السوق النقدي فهي في أفضل حالاتها لم تتجاوز 13 بالمئة خلال نفس الفترة وهذا راجع لعدة أسباب منها قلة العائدة وانخفاض نسبة الخطر، أما الجدول الموالي رقم (12) فهو نفس الجدول السابق لكن خلال الفترة (2019/2009).

المبحث الثالث: دراسة تجربة بورصة المغرب.

بورصة المغرب أو كما تسمى بورصة القيم بالدار البيضاء كغيرها من بورصات الدول العربية هي من الناحية القانونية تتخذ شكل شركة مساهمة لها مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي مكلفة بضمان تشغيل وتطوير وتعزيز سوق البورصة المغربية وخاصة من خلال مراقبة وتسيير حصص التسعير ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق والتدخل عند إنجاز الصفقات المبرمة بين مختلف المتدخلين، وللتعرف أكثر على البورصة المغربية ارتأينا إلى هذه الخطة وهي كالتالي:

- **المطلب الأول: ماهية بورصة المغرب.**
- **المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة المغرب.**
- **المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة المغرب.**
- **المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع التأمين في بورصة المغرب.**

المطلب الأول: ماهية بورصة المغرب.

أولاً: نشأة وتطور بورصة المغرب.¹

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم مكتب مقاصة القيم المنقولة. ولتزايد أهمية سوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصات العالمية يلقي اهتماماً متزايداً، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، وعلى إثر هذه المبادرة وتحديد سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك وتحديد سنة 1993 شهدت سوق البورصة إصلاحاً جذرياً لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة فتم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية وهي:

- ظهر معتبر بمثابة قانون رقم 1/93/211 متعلق ببورصة القيم.

¹ الموقع الرسمي لبورصة المغرب (بورصة الدار البيضاء): www.casablanca-bourse.com

- ظهر معتبر بمثابة قانون رقم 1/93/212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات الواجب تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم.
- ظهر معتبر بمثابة قانون رقم 1/93/213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة. ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال:
 - إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة.
 - الترخيص لشركات البورصة كوسطاء متخصصين وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.
 - إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.
 - إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم (SBVC) وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم المنقولة ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.
- ومن أجل رفع فعالية السوق بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق هذه المقتضيات الجديدة المنصوص عليها. وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34/96 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1/211/93 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 35/96 بإحداث هيئة إيداع مركزية (ماروكليز) في أكتوبر من سنة 1998 ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا. وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء. وفي سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها، وأما من حيث تنظيم السوق فقد اتخذت عدة تدابير أهمها:
 - انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997.
 - تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل في نوفمبر 1998.
 - اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في جانفي 2001.
 - تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام في ماي 2001.

- إطلاق المؤشرات الجديدة (مازي ومادكس)، المؤشرات القطاعية، مؤشرات المردودية ومؤشرات العملات في جانفي 2002، ثم الأخذ ابتداء من ديسمبر 2004 بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسحلة) في طريقة حساب هذه المؤشرات.
 - اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة في شهر مارس 2002.
 - بدأ تنفيذ القانون رقم 01/52 المعدل للظهير رقم 1/93/211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 والمتعلق ببورصة القيم، ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة وإحداث 5 أسواق تداول: ثلاث أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرساميل وذلك في أبريل من سنة 2004.
 - تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة في جانفي 2005.
 - في ماي 2007 تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المتبعة بمثابة قانون رقم 1/93/211 المتعلق ببورصة القيم وقانون رقم 1/93/122 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم وكذا القانون رقم 26/03 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
 - اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في شهر مارس 2008.
 - في ديسمبر 2008 أنشأت بورصة الدار البيضاء لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.
 - في أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة.
- كما أن بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحميلات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة، وبلغ رأس مال بورصة الدار البيضاء إلى نهاية جوان 2016: **387 517 900** درهم مغربي أي ما يقارب **40** مليون دولار أمريكي

ثانيا: أهداف بورصة المغرب.

- وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها وتطبيقها للمهام التي أسندت إليها مجموعة من الأهداف وهي:¹
- المساهمة بأكثر فعالية في تمويل الاقتصاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.
 - تلبية حاجيات الفاعلين في السوق وذلك بمنح المستثمرين والفاعلين سوقا عصريا وكذا اقتراح خدمات ذات جدوى عالية لمختلف العملاء.
 - تطوير سوق البورصة من خلال تعزيز وتسريع تطوره.
 - العمل على احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا والعالم العربي بصفقتها تحتل المرتبة السادسة عربيا فهي تعمل على احتلال الصدارة في إفريقيا.

ثالثا: مهام بورصة المغرب.

- المهمة الرئيسية لبورصة المغرب تتمثل في تنفيذ المعاملات على القيم المنقولة، لكن هناك مهام أخرى نذكر منها:²
- المشاركة في توظيف السندات الصادرة عن أشخاص معنوية لجؤوا للادخار العام.
 - ضمان حفظ السندات.
 - تدبير محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة.
 - مفاوضة طلبات البيع والشراء بالبورصة.
 - الاستشارة والقيام بمساعي الزبائن لشراء أو بيع القيم المنقولة.
 - تنشيط السندات ومساعدة الأشخاص المعنوية.

¹ العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية (دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، مدرسة الدكتوراه: التسيير الدولي للمؤسسات، تخصص مالية دولية، جامعة تلمسان، 2010/2009، ص 247.

² الموقع الرسمي للهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma

المطلب الثاني: التنظيم العام لبورصة المغرب.

أولاً: الجهات التنظيمية والرقابية ذات العلاقة بالبورصة.¹

1- بورصة الدار البيضاء: بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتولى مهمة تنظيم وتسيير سوق البورصة، وهي تخضع لوصاية وزارة المالية والخصوصية. يحدد دفتر للتحميلات كيفية إدارة بورصة الدار البيضاء ويهتم على وجه الخصوص بتنظيم عمليات الإدراج في البورصة، تسيير حصص التسعير، نشر الأسعار والمؤشرات وإدارة نظام المقاصة والضمان. ولتحديد مجال وإطار عمل بورصة الدار البيضاء تمت صياغة قواعد السوق على شكل نظام عام، كما تسهر بورصة الدار البيضاء بصفة عامة على النهوض بسوق البورصة المغربي وتطويره.

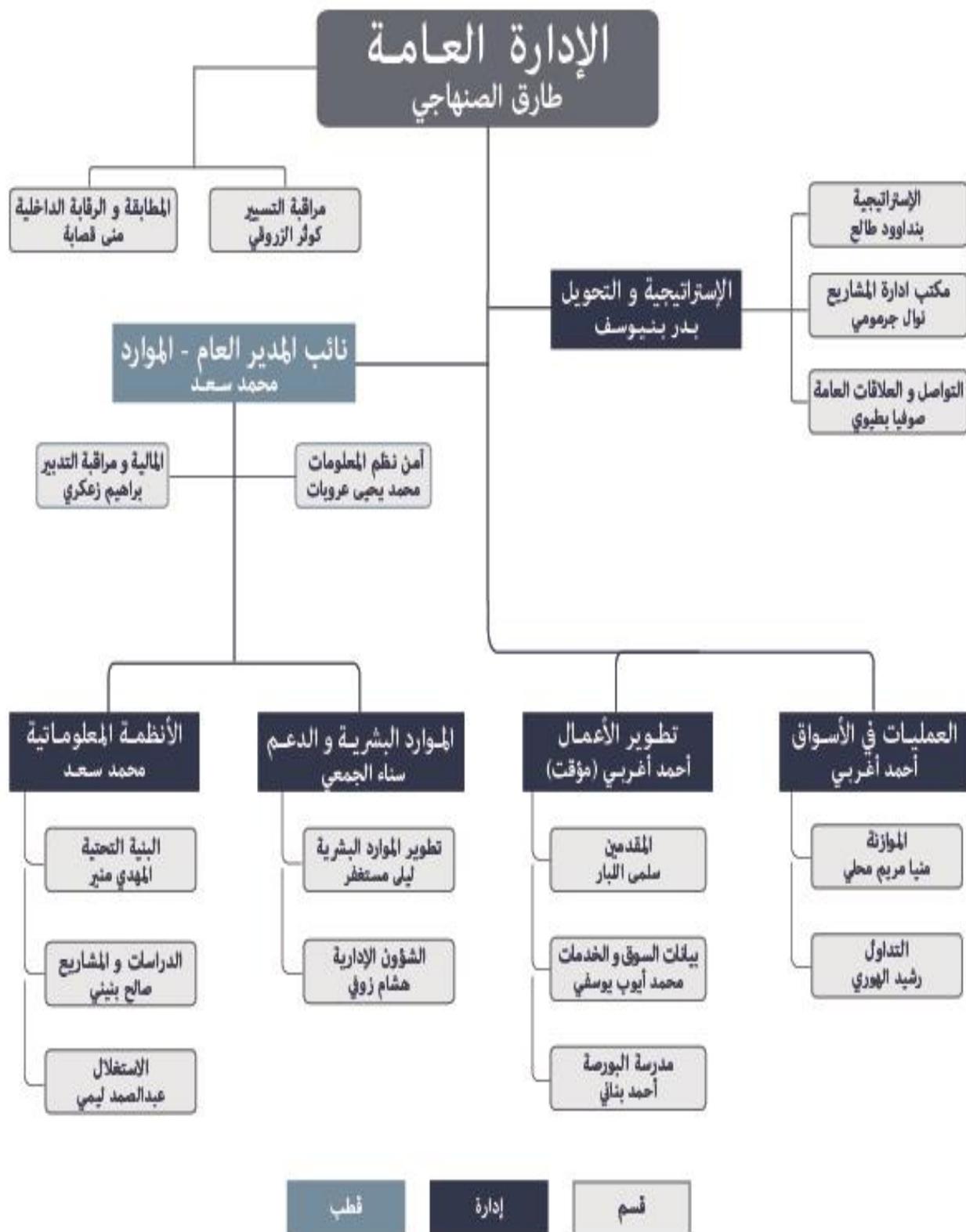
2- الهيئة المغربية لسوق الرساميل: هي مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية وبالاستقلالية المالية تمثل سلطة السوق باعتبارها هيئة تنظيم سوق الرساميل، تم إنشاء الهيئة المغربية لسوق الرساميل بموجب الظهير رقم 1/13/21 بتنفيذ القانون رقم 43/12 وتسندها إليها المهام التالية:

- التأكد من حماية الادخار الموظف في الأدوات المالية.
- السهر على المساواة في التعامل مع المكتتبين والشفافية ونزاهة سوق الرساميل وعلى إخبار المستثمرين.
- التأكد من حسن سير سوق الرساميل والسهر على تطبيق الأحكام التشريعية والتنظيمية.
- السهر على مراقبة نشاط مختلف الهيئات والأشخاص الخاضعين لمراقبتها.
- المساهمة في النهوض بالتربية المالية للمدخرين.
- مؤازرة الحكومة في تنظيم سوق الرساميل.
- التأكد من احترام الأشخاص والهيئات الخاضعين لمراقبتها للأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بمكافحة غسل الأموال.

3- وزارة الاقتصاد والمالية: هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، بحيث تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء، والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب (الدار البيضاء):

¹ الموقع الرسمي لبورصة المغرب (الدار البيضاء): www.casablanca-bourse.com

الشكل رقم (06): الهيكل التنظيمي لبورصة المغرب (الدار البيضاء).



ثانيا: الفاعلون في بورصة المغرب.¹

1- شركات البورصة: تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعبر بمثابة قانون رقم 1/211/93 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 بحيث تحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة وهي شركات حاصلة

على ترخيص من وزارة المالية والخصوصية، كما تشارك شركات البورصة كذلك في توظيف الأوراق المالية التي يقوم الأشخاص المعنويون بإصدارها عند طرح أوراقهم المالية للاكتتاب ويساعدونهم أيضا على إعداد الوثائق الإعلامية الموجهة للجمهور، ويتمثل نشاطها في:

- تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة.
- إيداع وحفظ الأوراق المالية.
- إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة.
- تنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول.
- عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

2- هيئة الإيداع المركزي (ماروكليز): تم إنشاء ماروكليز بمقتضى القانون رقم 35/96 الصادر بتاريخ 09 جويلية

1997 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني، وتعد ماروكليز هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، وتتلخص مهمتها في:

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- إدارة نظام التسوية وتسليم الأوراق المالية بالإضافة إلى تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.
- تعتبر مركز حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المصدرة.

3- الجمعية المهنية لشركات البورصة: هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة

المغربي وتمثل مهمتها فيما يلي:

- المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة والخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي.
- تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

¹ الموقع الرسمي لبورصة المغرب (الدار البيضاء): www.casablanca-bourse.com

ثالثا: أقسام بورصة المغرب.

تعتبر البورصة سوق متركزة ومسيرة بالأوامر وتحدد فيها الأسعار من خلال تداول الأوامر عن طريق نظام إلكتروني متركز، كما تعتبر شركات البورصة الوسيط الحصري بهذا السوق فهي معتمدة من طرف وزارة المالية ومراقبة من طرف مجلس القيم المنقولة، كما يتميز سوق البورصة بتأطير الأسعار بواسطة مبدأ الحجز بالإضافة إلى تجرد السندات من الطابع المادي وهذا بتسجيل بسيط بحساب مع نظام الوديع المركزي، ويكون إتمام أو إنجاز المعاملات محمي بطريقة تلقائية بواسطة نظام ضمان حسن إتمام الصفقات، ويتشكل سوق البورصة من ثلاث فروع:¹

1- فرع التسجيل (سوق أولية): هو فرع للتسجيل أو القبول بأحد الأقسام الثلاثة داخل البورصة كما يعتبر كمرحلة عرض وتوظيف السندات، ويتميز هذا الفرع بمركزية الاكتتابات وتخصيص السندات حسب فئة المستثمرين وتحديد سعر اليوم الأول.

2- فرع التفاوض (سوق ثانوية): خلال هذه المرحلة تحرص الشركة المسيرة على تنظيم ومراقبة السوق وتسجيل المعاملات ومركزية العروض العمومية وتدبير العمليات على السندات وحساب المؤشرات، تتشكل هذه السوق من:
أ- السوق المركزي: تعطي الهيكل الجديدة لبورصة الدار البيضاء دورا فعالا لهذا السوق إذ أن أية صفقة تجري قيمة مالية مسعرة في بورصة الدار البيضاء لا بد وأن تمر بالسوق المركزي والذي هو مسير بالأوامر ومحرك من طرف مؤسسات البورصة، يتكون هذا السوق من ثلاثة أجزاء:²

- **السوق الأول:** مخصص للشركات الكبرى.
- **السوق الثاني:** مخصص لشركات أقل حجما من الشركات المقبولة في الجزء الأول من السوق.
- **السوق الجديد:** هو سوق حديث بالنظر إلى السوقين السابقين إذ تم إنشاؤه في سبتمبر 2000 بهدف تلبية حاجيات التمويل للنسيج الصناعي المغربي الذي يتكون أساسا من المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة، ولأن السوقين الأول والثاني يتعلقان بمؤسسات بلغت درجة كبيرة من المردودية ولها عدة سنوات من الوجود فإن المؤسسات الحديثة ذات الإمكانية على التطور كانت لتجد نفسها مطرودة من هذين السوقين إذ أنها لا تستطيع تلبية شروطهما.

¹ الموقع الرسمي للمؤسسة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma

² خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص102/103.

ب- سوق الكتل: نظرا لغياب مقابل كافي في ورقة السوق حين تقديمها للمفاوضة فإن بعض الأوامر المهمة

للمستثمرين المؤسساتيين لا يتم تنفيذها كليا في السوق المركزي بل تتم في سوق آخر وهو سوق الكتل الذي

أنشئ في 1998/11/02، ولتتم العمليات في سوق الكتل يجب أن:¹

- يكون موضوعها عددا من القيم يساوي على الأقل الحجم الأدنى للكتل المحدد من طرف بورصة الدار البيضاء لكل قيمة حسب الحجم التاريخي للصفقات.

- تعقد بسعر يدخل ضمن إطار هامش الأسعار المتوسطة المرجحة التي يتم تدوينها في ورقة السوق بالنسبة للقيم المسعرة بالتواصل ويتم حساب هذا الهامش أوتوماتيكيا في الوقت الحقيقي خلال حصة البورصة.

- تعقد بسعر قد يتم تسعيره خلال حصة البورصة (سعر الافتتاح) مع هامش أقصى ينقص أو يزيد بـ 1% من هذا السعر بنسبة للقيم المسعرة بالتثبيت.

- نشر 10% من رأس المال على الأقل بين الجمهور.

- أن تكون الشركة قد حققت ربحا خلال آخر دورة ووزعت على الأقل مرة واحدة الأرباح خلال السنتين الماضيتين.

3- فرع الإتمام: وهي مرحلة التسديد النقدي مقابل تسليم السندات، ويتمحور تدخل الشركة المسيرة حول تدبير

المخاطر وضمان حسن إتمام العمليات هذا ما يعني أنه سيتم تسليم المشترين وتسديد البائعين عند تاريخ محدد.²

¹ خالد عيجولي، المرجع نفسه، ص 104.

² الموقع الرسمي للمؤسسة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma

المطلب الثالث: القطاعات الناشطة في بورصة المغرب.

تضم بورصة الدار البيضاء 24 قطاعا متنوعا و 76 شركة منها ما تنتمي للقطاع المالي كالبنوك وشركات التأمين ومنها ما هو خدماتي كشركات الاتصال والنقل ومنها ما هو صناعي كالبناء ومواد البناء... إلخ، وعليه سنتطرق إلى كل هذه القطاعات حسب ما تم تقسيمها في بورصة المغرب وهي كالتالي:

1- قطاع صناعة الأغذية الفلاحية: ويضم هذا القطاع مجموعة من الشركات التي تهتم بصناعة المواد الغذائية التي لها علاقة بالفلاحة بحيث تضم 7 شركات، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع **156 512 645** سهم.

2- قطاع التأمينات: يضم هذا القطاع 5 شركات تأمين فقط وهو عدد قليل إذا ما قورن بعدد شركات التأمين الناشطة في السوق المغربي، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع **69 100 469** سهم.

3- قطاع البنوك: يضم هذا القطاع 6 بنوك فقط وهو عدد قليل إذا ما قورن بعدد البنوك الناشطة في السوق المغربي بالإضافة إلى الأهمية التي يكتسبها من خلال حجم الكتلة النقدية التي قد يساهم بها في بورصة الدار البيضاء لأنه يعد المصدر الأول بعد البنك المركزي من حيث حجم الكتلة النقدية التي يسيروها والتي يستطيع تجميعها، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال البنوك المنطوية تحت لواء هذا القطاع **670 206 218** سهم.

4- قطاع البناء (مواد البناء): يضم هذا القطاع 7 شركات متخصصة في البناء وإنتاج مواد البناء، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال شركات البناء المنطوية تحت لواء هذا القطاع **57 585 586** سهم.

5- قطاع المشروبات: يضم هذا القطاع شركتين فقط متخصصتين في إنتاج المشروبات، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذين الشركتين المنطويتين تحت لواء هذا القطاع **4 809 653** سهم.

6- قطاع الكيمياء: يضم هذا القطاع شركتين فقط متخصصتين في الكيمياء مثل إنتاج الأكسجين، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذين الشركتين المنطويتين تحت لواء هذا القطاع **3 212 500** سهم.

7- قطاع الموزعون: يضم هذا القطاع 7 شركات متخصصة في توزيع علامات، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع **99 920 541** سهم.

8- قطاع الكهرباء: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متخصصة في إنتاج الكهرباء وتوزيعها، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال شركة الكهرباء المنطوية تحت لواء هذا القطاع **23 588 542** سهم.

- 9- قطاع التجهيز الالكتروني والكهربائي: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متخصصة في إنتاج الأجهزة الالكترونية والكهربائية، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذه الشركة المنطوية تحت لواء هذا القطاع 2 243 520 سهم.
- 10- قطاع الصيدلة: يضم هذا القطاع شركتين فقط متخصصتين في إنتاج الأدوية والمواد الصيدلانية، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذين الشركتين المنطويتين تحت لواء هذا القطاع 2 800 000 سهم.
- 11- قطاع الهندسيات والتجهيزات الصناعية: يضم هذا القطاع شركتين فقط متخصصتين في الهندسيات والتجهيزات الصناعية، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذين الشركتين المنطويتين تحت لواء هذا القطاع 2 498 515 سهم.
- 12- قطاع الترفيه والفندقة: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متخصصة في إدارة الفنادق وتسييرها، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذه الشركة المنطوية تحت لواء هذا القطاع 14 326 947 سهم.
- 13- قطاع الأجهزة والبرمجيات والخدمات الحاسوبية: يضم هذا القطاع 7 شركات متخصصة في البرمجيات الحاسوبية وأجهزة الكمبيوتر وكل ما له علاقة بهذا القطاع، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع 6 529 410 سهم.
- 14- قطاع المناجم: يضم هذا القطاع 4 شركات متخصصة في الحاجر واستخراج المعادن من باطن الأرض، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع 13 494 087 سهم.
- 15- قطاع المشاركة والترويج العقاري: يضم هذا القطاع 3 شركات متخصصة في الترويج العقاري، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع 450 838 692 سهم.
- 16- قطاع النفط والغاز: يضم هذا القطاع 3 شركات متخصصة في توزيع النفط والغاز، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع 24 297 165 سهم.
- 17- قطاع الخدمات للجماعات: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متخصصة في الخدمات للجماعات، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذه الشركة المنطوية تحت لواء هذا القطاع 8 000 000 سهم.
- 18- قطاع خدمات النقل: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متخصصة في استغلال وتسيير الموانئ منها ميناء المغرب، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذه الشركة المنطوية تحت لواء هذا القطاع 73 395 600 سهم.
- 19- قطاع شركات التمويل والخدمات المالية: يضم هذا القطاع 5 شركات متخصصة في تقديم الخدمات المالية خصوصا منها عمليات التمويل والمتمثلة في عملية التمويل الايجاري، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع 10 008 723 سهم.

20- قطاع الاستثمار العقاري: يضم هذا القطاع 3 شركات متخصصة في تقديم الخدمات العقارية مثل عرض الأراضي والشقق والمباني للبيع أو الكراء، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال الشركات المنطوية تحت لواء هذا القطاع 21 396 783 سهم.

21- قطاع شركات المساهمة: يضم هذا القطاع شركتين فقط، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذين الشركتين المنطوية تحت لواء هذا القطاع 88 172 849 سهم.

22- قطاع الحراجة والورق: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط متخصصة في الخدمات الورقية، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذه الشركة المنطوية تحت لواء هذا القطاع 2 582 555 سهم.

23- قطاع الاتصالات: يضم هذا القطاع شركة واحدة فقط وهي اتصالات المغرب متخصصة في تقديم خدمات الهاتف الثابت والانترنت، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذه الشركة المنطوية تحت لواء هذا القطاع 879 095 340 سهم.

24- قطاع النقل: يضم هذا القطاع شركتين فقط تهتمان بمجال نقل المسافرين، ويبلغ مجموع أسهم رأس مال هذين الشركتين المنطوية تحت لواء هذا القطاع 1 527 078 سهم.

المطلب الرابع: نتائج استثمار أموال قطاع التأمين في بورصة المغرب.

التأمين هو نظام اجتماعي يهدف إلى تكوين احتياطي لمواجهة الخسائر غير المؤكدة التي يتعرض لها الأفراد والمؤسسات عن طريق نقل عبء الخطر من شخص واحد إلى عدة أشخاص أو مجموعة من الأشخاص، أي أنه نظام يصمم لتخفيض أو تقليل ظاهرة عدم التأكد للخسائر المالية عن طريق نقل عبء الخطر¹، وعليه فإن هذه الاحتياطات المعدة لمواجهة الخسائر هي بيت القصيد ذلك كون أن هناك شركات تأمين تقوم باستثمار هذه الاحتياطات في البورصة وهذا ما تطرقنا إليه في قطاع التأمينات في بورصة المغرب حيث توجد 5 شركات تأمين من أصل 24 شركة وهو عدد قليل جدا مقارنة بعدد الشركات التي رفضت استثمار هاته الاحتياطات وهذا راجع لعدة أسباب، وللتوضيح أكثر فإن السوق المغربي للتأمين يتميز بعدة خصائص وهي:²

- ثاني سوق إفريقي من حيث حجم الأقساط.

- ثالث سوق في العالم العربي من حيث حجم الأقساط.

- 24 مقولة للتأمين وإعادة التأمين.

- 2143 وكيل و سمسار.

- 610 مكتبا مباشرا.

- 6195 وكالة بنكية.

الجدول رقم (13): قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب خلال الفترة 2014/2021.

إجمالي القيمة المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة	
45 000 000 000,00	%04,40	001 980 000,00	2014
45 000 000 000,00	%04,30	001 935 000,00	2015
54 000 000 000,00	%04,30	002 322 000,00	2016
66 000 000 000,00	%04,60	003 036 000,00	2017
47 000 000 000,00	%04,30	002 021 000,00	2018
58 000 000 000,00	%04,10	002 378 000,00	2019

درهم مغربي

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير المالية المنشورة في الموقع الرسمي.

¹ الموقع الرسمي لشركة التأمين (مصر القابضة للتأمين): www.misrholding.com

² الموقع الرسمي لهيئة مراقبة التأمينات والاحتياطي الاجتماعي المغربية: www.acaps.ma

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي:

- أعلى قيمة مالية متداولة في بورصة المغرب كانت سنة 2017 بقيمة تقدر ب: **66.000.000.000,00** درهم مغربي (ما يقارب **6.8** مليار دولار أمريكي). وهو مبلغ جد محترم.
- أقل قيمة مالية متداولة في بورصة المغرب كانت سنة 2014 و 2015 على التوالي بقيمة تقدر ب: **45.000.000.000,00** درهم مغربي (ما يفوق **4.6** مليار دولار أمريكي).
- أدنى قيمة مالية متداولة بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب تقدر ب **1.935.000.000,00** درهم مغربي (ما يقارب **200** مليون دولار أمريكي) سنة 2015.
- أعلى قيمة مالية متداولة بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب تقدر ب **3.036.000.000,00** درهم مغربي (ما يفوق ب **310** مليون دولار أمريكي) سنة 2015.
- نسب القيم المتداولة لقطاع التأمين في بورصة المغرب جميعها متقاربة في مجال محصور بين **04,10%** سنة 2019 و **04,60%** سنة 2017 الموافقة لأعلى قيمة متداولة بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب كما أنها موافقة أيضا لأعلى قيمة متداولة لبورصة المغرب ككل.
- يعتبر سوق التأمين المغربي من أنشط الأسواق من حيث حجم الأقساط على الساحة العربية والافريقية على حد سواء حيث أن هذا السوق يحتل المرتبة 2 افريقيا و3 عربيا.
- تتكون استثمارات قطاع التأمين المغربي في البورصة المغربية على العموم من **42%** أسهم و**52%** سندات.

المبحث الرابع: دراسة نتائج مقارنة بورصة الجزائر مع بعض بورصات الدول العربية.

تعتبر بورصة الجزائر خيارا تمويليا جديدا للخبزينة العمومية فهي تساهم في استقطاب مدخرات الأفراد وفوائض المؤسسات المالية والاقتصادية على حد سواء وتوجيهها لتمويل الاستثمارات وبالتالي تنشيط الحياة الاقتصادية، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المبحث من خلال دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبعض بورصات الدول العربية كل منها في مطلب حيث كل مطلب سيتم التطرق فيه لقطاع مختلف عن القطاع المدروس في المطلب الآخر، ولتكون دراسة المقارنة بين بورصة الجزائر والبورصات العربية محل الدراسة أكثر وضوح قمنا بصياغة الخطة التالية:

- المطلب الأول: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية في قطاع البنوك (2021/2009).
- المطلب الثاني: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الأردن في قطاع الضمان الاجتماعي (2021/2016).
- المطلب الثالث: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة المغرب في قطاع التأمين (2021/2014).
- المطلب الرابع: نتائج الدراسات المقارنة السابقة بين بورصة الجزائر ومختلف البورصات العربية محل الدراسة.

المطلب الأول: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية في قطاع البنوك (2009-2021).

الجدول رقم (14): قيمة التداول بالنسبة لقطاع البنوك في بورصة السعودية خلال الفترة 2021/2009.

إجمالي القيمة المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة	
1.264.011.291.721,82	%11,82	149.422.722.595,27	2009
0759.184.484.995,00	%13,01	098.732.062.591,60	2010
1.098.836.028.656,75	%06,69	073.554.313.181,80	2011
1.929.318.274.741,75	%08,45	163.040.067.029,00	2012
1.752.855.363.980,90	%34,93	380.035.643.837,50	2013
2.146.511.896.920,60	%13,03	279.706.556.101,40	2014
1.660.622.053.130,02	%17,79	295.376.269.440,37	2015
1.156.987.084.201,31	%18,96	219.354.500.164,06	2016
0836.275.133.812,29	%23,30	194.864.829.094,93	2017
0870.869.683.508,03	%25,45	221.665.662.459,65	2018
0880.139.074.790,65	%31,82	280.046.510.856,96	2019
2.087.799.574.493,41	%11,87	247.750.815.067,75	2020
2.235.900.240.676,72	%11,33	253.412.980.110,03	2021

ريال سعودي

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير المالية المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة تداول السعودية.

الشكل رقم (07): رسم يوضح قيمة التداول بالنسبة لقطاع البنوك في بورصة السعودية خلال الفترة 2021/2009



من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ ما يلي:

- الدراسة تمت خلال الفترة 2021/2009 في بورصة السعودية بينما في البورصة الجزائرية نجد أن مساهمة القطاع البنكي منعدمة تماما.
- يتكون القطاع البنكي الناشط في البورصة السعودية من 11 بنكا، موزع بين بنوك محلية وبنوك أجنبية.
- بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية عام 2021 أكثر من 10 000 مليار ريال سعودي أي ما يقارب 2670 مليار دولار أمريكي وبهذا تحتل البورصة السعودية المرتبة الأولى في العالم العربي والمرتبة 11 عالميا.
- القيمة المالية لقطاع البنوك المتداولة في بورصة السعودية بالنسبة لإجمالي القيمة المتداولة في البورصة ككل جد معتبرة حيث تتراوح قيمتها بين 06,69% (73.554.313.181,80 ريال سعودي) أي ما يقارب 20 مليار دولار خلال سنة 2011 و34,93% (380.035.643.837,50 ريال سعودي) أي ما يفوق 100 مليار دولار سنة 2013، وهو مبلغ جد معتبر لا يستهان به حيث أنه يدر مداخيل جد مهمة تعود بالفائدة على كل الفئات.

- كان قطاع المواد الأساسية أنشط القطاعات من حيث القيمة المالية للأسهم المتداولة خلال عام 2021 فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو **457,81** مليار ريال سعودي (**122** مليار دولار) من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام بينما حل ثانيا قطاع البنوك بنحو **253,41** مليار ريال سعودي (**67.5** مليار دولار) خلال 2021.
 - تراجعت مخصصات البنوك المدرجة في البورصة السعودية خلال 2021 بنسبة **24,4%** إلى **12,3** مليار ريال (**3,28** مليار دولار) مقارنة بـ **16,3** مليار ريال (**4,34** مليار دولار) في 2020.
 - احتل قطاع البنوك المرتبة الثالثة سنة 2021 بعد كل من قطاع المواد الأساسية وقطاع إدارة وتطوير العقارات بما يفوق **7** مليارات سهم أي ما يساوي **11,33%** من إجمالي عدد الأسهم المتداولة.
 - وفيما يخص نشاطات الشركات المدرجة فقد كانت كالتالي:
 - بالنسبة لنشاط الشركات خلال عام 2021 فقد تصدر مصرف الراجحي (القطاع البنكي) من حيث عدد الصفقات المنفذة إذ بلغ عددها نحو **1 596 630** صفقة.
 - أما من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2021 فقد تصدر مصرف الراجحي بما يفوق **94** مليار ريال سعودي (**25** مليار دولار) ثم يليه مصرف الإنماء بما يقارب **52** مليار ريال سعودي (ما يقارب **14** مليار دولار) علما أن كلاهما يندرج ضمن القطاع البنكي.
 - حلت شركة دار الأركان في المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2021 بنحو **4.68** مليار سهم ليليها مصرف الإنماء في المرتبة الثانية بنحو **2.58** مليار سهم (القطاع البنكي).
- من خلال ما سبق يمكن القول بأن:
- البورصة السعودية من أنشط البورصات العالمية والعربية بينما البورصة الجزائرية نجدها تكاد تكون منعدمة.
 - يعتبر القطاع البنكي من بين أهم القطاعات الناشطة في البورصة السعودية وقد حقق سنة 2021 تداولاً قيمته تقارب **68** مليار دولار أمريكي، بينما حقق أفضل قيمة من حيث التداول سنة 2013 بقيمة فاقت **100** مليار دولار أمريكي، وبهذا يساهم القطاع البنكي في البورصة السعودية مساهمة جد فعالة بينما نجده منعدم تماماً في البورصة الجزائرية وهذا كون القطاع البنكي في الجزائر تسيطر عليه البنوك العمومية التي تتحفظ عن فتح رأسمالها في البورصة.

- يتكون القطاع البنكي الناشط في البورصة السعودية من **11** بنكا مختلفا بين بنوك محلية وبنوك أجنبية ومختلطة، ويعتبر مصرف الراجحي أنشط بنك في البورصة السعودية خلال سنة 2021 بقيمة تداول فاقت **94** مليار دولار.
- من بين الأمور التي ساهمت وساعدت في نجاح القطاع البنكي في البورصة السعودية هو إتاحة الفرصة للمجتمع وطبيعة ديانته أي وجود بنوك إسلامية تتوافق والشريعة الإسلامية، حتى في معاملاتها داخل البورصة السعودية لديها معاملات إسلامية هذا ما شجع الفئة الغالبة من المجتمع والمحافظة على استثمار أموالها في بورصة الأوراق المالية لدى هذه البنوك هذا ما ساهم بشكل كبير في تنشيط البورصة السعودية بشكل عام والبنوك الإسلامية بشكل خاص، هذا الأمر نجده منعدم تماما في الجانب الجزائري سواء عدم وجود بنوك عمومية إسلامية أو عدم ولوج البنوك الإسلامية الخاصة للبورصة الجزائرية والتي كانت ستستقطب فئة كبيرة من المجتمع الجزائري.
- إن أرباح البنوك المدرجة في البورصة السعودية الصافية نمت بنسبة **60%** خلال العام الماضي كما حقق قطاع البنوك المدرجة في السوق السعودية صافي ربح قدره **48,73** مليار ريال (**13** مليار دولار) خلال 2021، مقابل **30,53** مليار ريال (ما يفوق **8** مليار دولار) في 2020 وهذا يعود إلى السياسة الاستثمارية المنتهجة من قبل السلطات المعنية والتي تهدف إلى عوائد ربحية ورأسمالية، هذا ما فوتته البنوك الجزائرية على نفسها لو تم استثمار فوائضها في بورصة الجزائر لحققت مقصدين مهمين هما: تحقيق الأرباح وتنشيط البورصة.
- بدأت البنوك السعودية بتجاوز تداعيات جائحة كورونا التي تركت عليها آثارا سلبية خلال 2020 و 2021 بعدما بدأت حركة الاقتصاد بالعودة إلى ما كانت عليه قبل ظهور الوباء، وفي ديسمبر 2021 قال البنك المركزي السعودي أن أصول بنوك المملكة ارتفعت خلال الربع الثالث من 2021 بأكثر من **14** مليار دولار.

المطلب الثاني: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الأردن في قطاع الضمان الاجتماعي (2021/2016).
جدول رقم (15): توزيع محافظ الاستثمار المقارن للفترة (2021/2016)

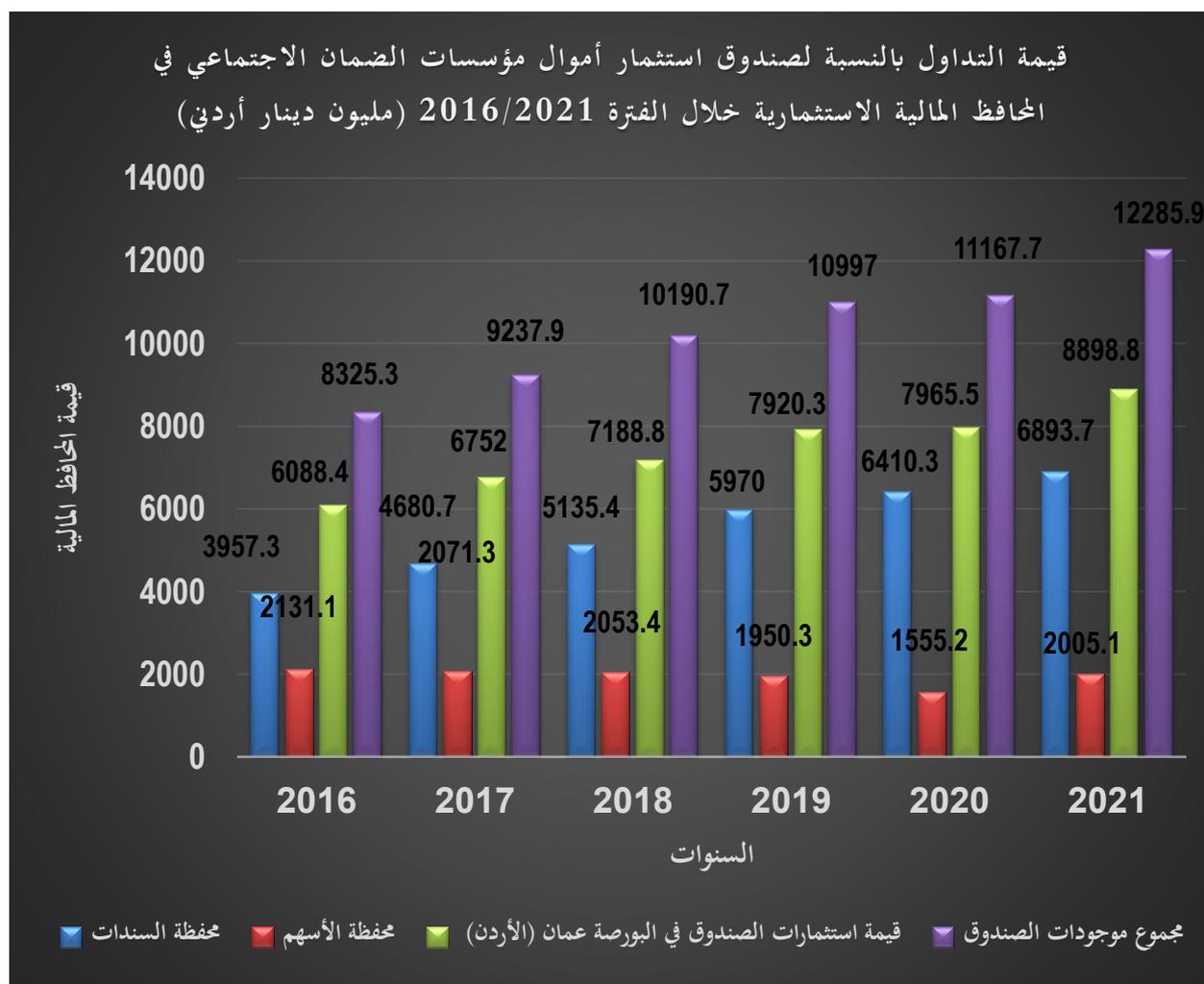
2021		2020		2019		2018		2017		2016		البند
النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	
% 12,90	1558,2	% 13,00	1434,0	% 12,30	1353,2	% 13,49	1374,7	% 10,42	962,8	% 10,26	854,9	محفظة أدوات السوق النقدي
% 57,00	6893,7	% 58,30	6410,3	% 54,28	5970,0	% 50,39	5135,4	% 50,66	4680,7	% 47,53	3957,3	محفظة السندات
% 3,40	411,7	% 3,60	396,5	% 3,00	330,9	% 2,48	252,8	% 2,48	229,6	% 2,01	168,0	محفظة القروض
% 16,60	2005,1	% 14,10	1555,2	% 17,73	1950,3	% 20,15	2053,4	% 22,42	2071,3	% 25,59	2131,1	محفظة الأسهم
% 6,10	735,1	% 6,50	716,9	% 6,00	659,0	% 5,87	598,4	% 6,29	581,1	% 6,97	581,1	محفظة الاستثمار العقاري
% 2,40	296,4	% 2,70	291,6	% 2,61	288,1	% 2,80	285,8	% 3,08	285,3	% 3,42	285,2	محفظة الاستثمار السياحي
% 2,89	355,7	% 1,80	363,1	% 4,05	445,4	% 4,81	490,3	% 4,62	427,2	% 4,17	347,8	موجودات أخرى
% 73,6	8898,8	% 72,4	7965,5	% 72,01	7920,3	% 70,54	7188,8	% 73,08	6752	% 73,12	6088,4	قيمة استثمارات الصندوق في البورصة عمان (مجموع محفظة السندات ومحفظة الأسهم)
100,00	12285,9	100,00	11167,7	100,00	10997,0	100,00	10190,7	100	9237,9	100,00	8325,3	مجموع موجودات الصندوق

(مليون دينار أردني)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير المالية المنشورة في الموقع الرسمي.

الشكل رقم (08): رسم بياني يوضح قيمة التداول بالنسبة لصندوق استثمار أموال مؤسسات الضمان

الاجتماعي في المحافظ المالية الاستثمارية خلال الفترة 2021/2016



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ بأن صندوق تسيير أموال الضمان الاجتماعي يستثمر في عدة محافظ مالية مختلفة وهي:

- **محفظة السندات:** تراوحت نسبتها من إجمالي أموال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي المستثمرة خلال الفترة (2021/2016) بين **47.53%** سنة 2016 وهي أدنى نسبة (**3957.3** مليون دينار أردني ما يفوق **5.6** مليار دولار أمريكي) وبين **58.30%** سنة 2020 وهي أعلى نسبة حققتها محفظة السندات (**6410.3** مليون دينار أردني ما يفوق **9** مليار دولار أمريكي) وهو مبلغ محترم.

- محفظة الأسهم: تراوحت نسبتها من إجمالي أموال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي المستثمرة خلال الفترة (2021/2016) بين 14.10% سنة 2020 وهي أدنى نسبة (1555.2 مليون دينار أردني ما يقارب 2.2 مليار دولار أمريكي) وبين 25.59% سنة 2016 وهي أعلى نسبة حققتها محفظة السندات (2131.1 مليون دينار أردني ما يفوق 3 مليار دولار أمريكي).
- محافظ أدوات السوق النقدي: تراوحت نسبتها من إجمالي أموال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي المستثمرة خلال الفترة (2021/2016) بين 10.26% سنة 2016 وهي أدنى نسبة (854.9 مليون دينار أردني ما يفوق 1.2 مليار دولار أمريكي) وبين 13.49% وهي أعلى نسبة حققتها محفظة السوق النقدي سنة 2018 (1374.7 مليون دينار أردني ما يقارب 2 مليار دولار أمريكي).
- نجد المحافظ الأخرى (محفظة القروض، محفظة الاستثمار العقاري، محفظة الاستثمار السياحي، موجودات أخرى) مجتمعة لا يتجاوز نسبتها من إجمالي أموال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي المستثمرة خلال الفترة (2021/2016) 17% (حوالي 2000 مليون دينار أردني ما يساوي حوالي 2.8 مليار دولار أمريكي).
- أعلى قيمة مالية حققها صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي مستثمرة كانت سنة 2021 بقيمة 12285.9 مليون دينار أردني (أكثر من 17.3 مليار دولار أمريكي) وهو مبلغ جد معتبر خصوصا وأن هذا القطاع جد مهم والذي قد تهمله كثير من الدول لأنه يحصل بمبالغ معتبرة وباستثمارها تدر فوائد كبيرة تعود بالفائدة على الجميع، بينما كانت أدنى قيمة له سنة 2016 بقيمة 8325.3 مليون دينار أردني (ما يفوق 11.7 مليار دولار أمريكي).
- من بين الأمور الملاحظة في الجانب الجزائري نجد غياب تام لصناديق الضمان الاجتماعي بمختلف أنواعها (CNR، CASNOS، CNAS) رغم أن عدد المؤمنين لدى هاته الصناديق أكبر بكثير من نظيرتها في صناديق الضمان الاجتماعي الأردني، وهذا راجع إلى أن عدد سكان دولة الجزائر (في حدود 44 مليون نسمة) أكبر بكثير من سكان دولة الأردن (في حدود 11 مليون)، إلا أن الملاحظ بأن عائدات (أرباح) استثمار أموال الضمان الاجتماعي في دولة الأردن تجاوزت 800 مليون دولار أمريكي خلال سنة 2021.
- يمكن تقسيم استثمارات صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي إلى قسمين رئيسيين وهما:

- استثمارات في السوق المالي (البورصة): تراوحت نسبتها من إجمالي أموال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي المستثمرة خلال الفترة (2021/2016) بين **70.54%** سنة 2018 وهي أدنى نسبة (**7188.8** مليون دينار أردني ما يفوق **10** مليار دولار أمريكي) وبين **73.6%** وهي أعلى نسبة حققتها محفظة السوق النقدي سنة 2021 (**8898.8** مليون دينار أردني ما يفوق **12.5** مليار دولار أمريكي)، وهي استثمارات تكون في نوعين رئيسيين من الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وهي أدوات الدين (السندات) وهي تشكل النسبة الأكبر من هذه الاستثمارات كونها تدر عوائد مالية ثابتة مع أقل المخاطر، وأدوات الملكية (الأسهم) وهي بنسبة أقل من الاستثمارات في السندات.
- استثمارات في السوق النقدي: وهي نفسها محفظة أدوات السوق النقدي التي تكلمنا عنها سابقا حيث تراوحت نسبتها من إجمالي أموال صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي المستثمرة خلال الفترة (2021/2016) بين **10.26%** سنة 2016 وهي أدنى نسبة (**854.9** مليون دينار أردني ما يفوق **1.2** مليار دولار أمريكي) وبين **13.49%** وهي أعلى نسبة حققتها محفظة السوق النقدي سنة 2018 (**1374.7** مليون دينار أردني ما يقارب **2** مليار دولار أمريكي)، وهو مبلغ جد معتبر لا.

من خلال ما سبق يمكن القول بأن:

- صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي يسعى إلى الحفاظ على أموال المنخرطين في صناديق الضمان الاجتماعي وتنميتها من خلال استثمارات ذات جدوى اقتصادية ضمن مخاطر مدروسة لتحقيق العائد المستهدف لتتمكن مؤسسة الضمان الاجتماعي من تلبية التزاماتها تجاه المتقاعدين.
- يقوم صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي على توزيع الأموال المستثمرة على عدة محافظ استثمارية قصد توزيع الخطر من جهة ومن جهة أخرى تنويع العوائد.
- حقق صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي دخلا يبلغ **575** مليون دينار (**811** مليون دولار أمريكي) في نهاية 2021 أي بمعدل **4.68%** من إجمالي المبلغ المستثمر من قبل الصندوق وهي نسبة أفضل بكثير من نسب الفائدة المعتمدة في البنوك الأردنية التي في أفضل حالاتها لم تتجاوز **3.5%**.
- نلاحظ بأن بورصة الجزائر تنعدم فيها تماما هذا النوع من المؤسسات (صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي) أو مؤسسات الضمان الاجتماعي بمختلف أنواعها رغم المبالغ الضخمة التي تحصلها من المنخرطين فيها والتي لو تم استثمارها في البورصة لحققت عوائد ضخمة تحل بعض المشاكل التي تعاني منها مؤسسات

الضمان الاجتماعي والتي من بينها عجزها عن تعويض المؤمنين لديها نتيجة كثرة التعويضات مع محدودية المداخيل وقلة تحصيلها.

- حقق الصندوق دخلا شاملا يبلغ **986.1** مليون دينار كما في نهاية 2021 (ما يقارب **1.4** مليار دولار) وهو مبلغ يساوي ثلث (1/3) صادرات الجزائر خارج قطاع المحروقات خلال سنة 2021.

المطلب الثالث: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة المغرب في قطاع التأمين.

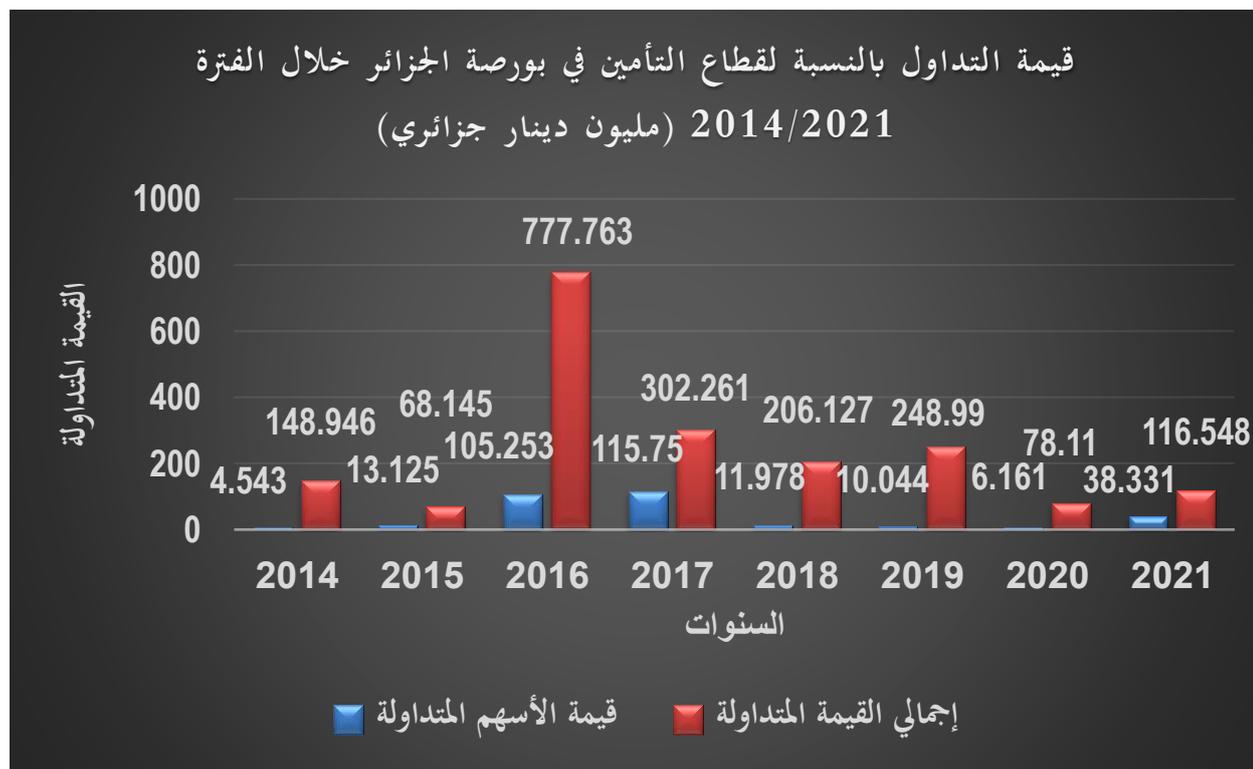
الجدول رقم (16): قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة الجزائر خلال الفترة 2021/2014.

توجد شركة تأمين وحيد من مجموع وهي شركة أليانس

إجمالي القيمة المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة	
148,946	% 03,05	004,543	2014
068,145	% 19,26	013,125	2015
777,763	% 13,53	105,253	2016
302,261	% 38,29	115,750	2017
206,127	% 05,81	011,978	2018
248,990	% 04,03	010,044	2019
078,110	% 07,89	006,161	2020
116,548	% 32,90	038,331	2021

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير المالية المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة الجزائر. (مليون دينار جزائري)

الشكل رقم (09): رسم يوضح قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة الجزائر خلال الفترة 2021/2014



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ ما يلي:

- قطاع التأمين الجزائري الناشط في بورصة الجزائر جد محتشم حيث يتمثل في شركة واحدة ممثلة في شركة أليانس من أصل 18 شركة تأمين مقسمة بين شركات تأمين عمومية (8 شركات)، خاصة (5 شركات) وتعاضديات (5 تعاضديات).
- قيمة أسهم أليانس المتداولة جد ضعيفة حيث أنه وفي أحسن حالاتها لم تتجاوز **115.750.000,00** دج (مليون دولار أمريكي) وهذا سنة 2017 حيث كانت نسبتها من إجمالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر **38,29 %**.
- أقل قيمة أسهم متداولة لشركة أليانس كانت سنة 2014 وبنسبة **03,05 %** من إجمالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر وبقيمة مقدرة بـ **4.543.000,00** دج (**54 516** دولار أمريكي).
- خلال الفترة (2021/2014) أفضل قيمة متداولة في بورصة الجزائر كانت سنة 2016 بقيمة لم تتجاوز **777.763.000,00** دج (ما يقارب **7** مليون دولار أمريكي) وهي قيمة جد متواضعة مقارنة بالقيم المتداولة في البورصات العربية.
- أدنى قيمة متداولة في بورصة الجزائر كانت سنة 2015 بقيمة **68.145.000,00** دج (ما يفوق **680** ألف دولار أمريكي).

وعليه ومن خلال كل ما سبق يمكن القول بأن:

- بورصة الجزائر لا تزال تواجهها تحديات صعبة من أجل تشجيع شركات التأمين بمختلف أنواعها على فتح رأس مالها في البورصة، وخير دليل على ذلك أن قطاع التأمين الناشط في البورصة الجزائرية يتكون من شركة واحدة (شركة أليانس للتأمين) من أصل 18 شركة تأمين.
- شركة التأمين الوحيدة الناشطة في بورصة الجزائر (شركة أليانس) لا تزال مساهمتها جد ضعيفة إذا ما قورنت بشركات التأمين مختلف الدول العربية (المغرب خصوصاً) الناشطة في مختلف البورصات وهذا راجع إلى طبيعة سوق التأمين الجزائرية والتي تتكون معظمها من شركات عمومية بالإضافة إلى أن هي التي تمتلك رأس مال كبير وإيرادات كبيرة من الأقساط المحصلة غير أنها ترفض ولوج عالم البورصة بسبب القوانين التي تمنعها.

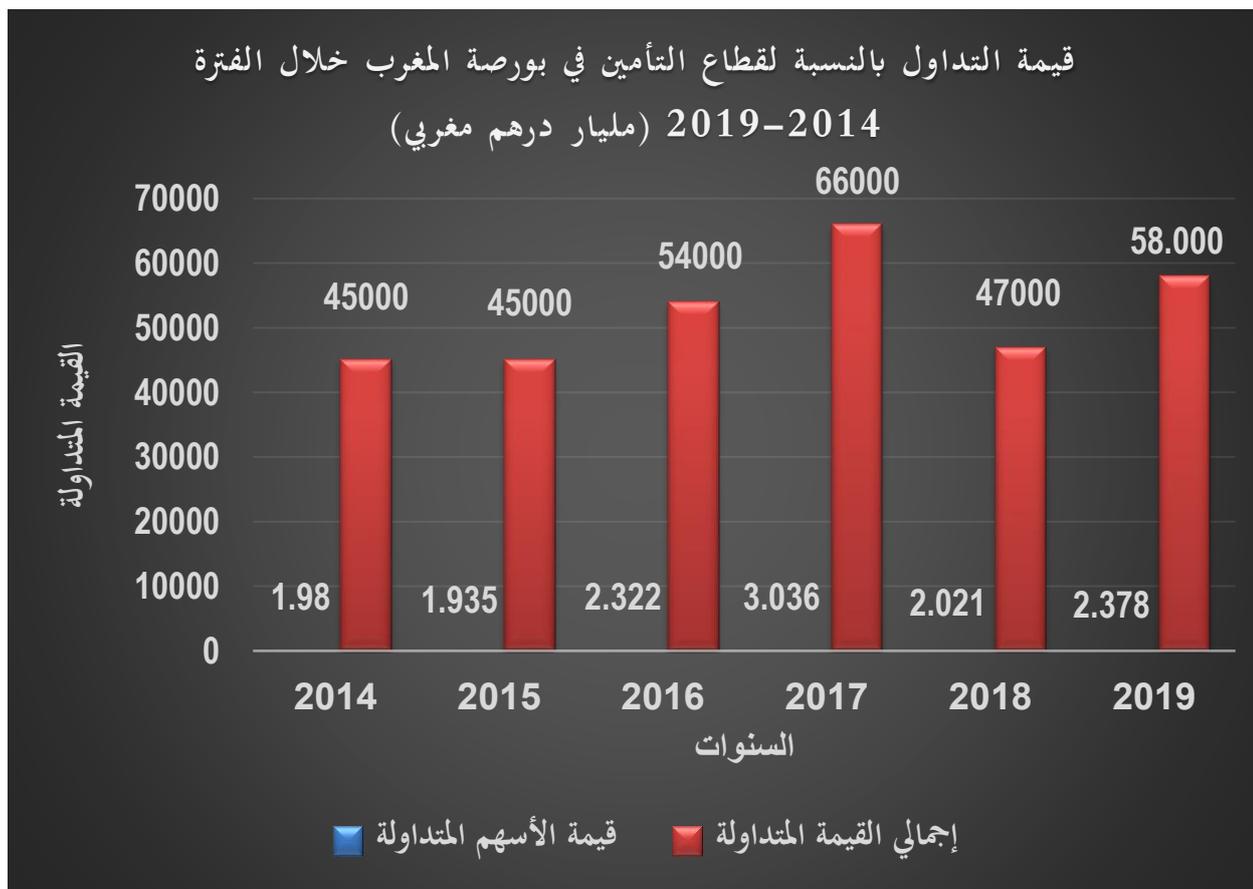
الجدول رقم (17): قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب خلال الفترة 2019/2014.

إجمالي القيمة المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة	
45.000	% 04,40	1.980	2014
45.000	% 04,30	1.935	2015
54.000	% 04,30	2.322	2016
66.000	% 04,60	3.036	2017
47.000	% 04,30	2.021	2018
58.000	% 04,10	2.378	2019

(مليار درهم مغربي)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير المالية المنشورة في الموقع الرسمي لبورصة المغرب

الشكل رقم (10): رسم بياني يوضح قيمة التداول بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب خلال الفترة 2019/2014



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول السابق.

- من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ ما يلي:
- أعلى قيمة مالية متداولة في بورصة المغرب كانت سنة 2017 بقيمة تقدر بـ: **66.000.000.000,00** درهم مغربي (ما يقارب **6.8** مليار دولار أمريكي).
 - أقل قيمة مالية متداولة في بورصة المغرب كانت سنة 2014 و 2015 على التوالي بقيمة تقدر بـ: **45.000.000.000,00** درهم مغربي (ما يفوق **4.6** مليار دولار أمريكي).
 - أدنى قيمة مالية متداولة بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب تقدر بـ **1.935.000.000,00** درهم مغربي (ما يقارب **200** مليون دولار أمريكي) سنة 2015.
 - أعلى قيمة مالية متداولة بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب تقدر بـ **3.036.000.000,00** درهم مغربي (ما يفوق بـ **310** مليون دولار أمريكي) سنة 2015.
 - نسب القيم المتداولة لقطاع التأمين في بورصة المغرب جميعها متقاربة في مجال محصور بين **04,10%** سنة 2019 و **04,60%** سنة 2017 الموافقة لأعلى قيمة متداولة بالنسبة لقطاع التأمين في بورصة المغرب كما أنها موافقة أيضا لأعلى قيمة متداولة لبورصة المغرب ككل.
 - يعتبر سوق التأمين المغربي من أنشط الأسواق من حيث حجم الأقساط على الساحة العربية والافريقية على حد سواء حيث أن هذا السوق يحتل المرتبة 2 إفريقيا و 3 عربيا.
 - تتكون استثمارات قطاع التأمين المغربي في البورصة المغربية على العموم من **42%** أسهم و **52%** سندات. ومن خلال كل ما سبق يمكن القول بأن:
 - بورصة المغرب جد نشطة مقارنة ببورصة الجزائر التي تكاد تكون منعدمة تماما.
 - قطاع التأمين المغربي جد نشط في البورصة المغربية إذا ما تمت مقارنة قيمته المتداولة بالقيمة المتداولة لنفس القطاع في بورصة الجزائر، وهذا يعود إلى قلة العراقيل في دخول البورصة المغربية مقارنة بكثرتها من أجل دخول بورصة الجزائر.
 - قطاع التأمين الناشط في بورصة المغرب يتكون من 5 شركات تأمين من أصل 24 شركة ناشطة في السوق المغربية ككل ورغم أن عدد الشركات الناشطة في البورصة المغربية قليل إلا أنها حققت نتائج جد مرضية مقارنة بقطاع التأمين الجزائري الناشط في بورصة الجزائر.
 - سيطرة شركات التأمين الجزائرية العمومية على السوق التأمينية وعزوفها عن الإدراج في البورصة رغم الإمكانيات المالية الضخمة التي تحوز عليها جعلها تخسر عوائد ربحية ورأسمالية لو استثمرت في البورصة.

المطلب الرابع: حوصلة الدراسات المقارنة السابقة بين بورصة الجزائر ومختلف البورصات العربية محل الدراسة.

من خلال مختلف الدراسات المختلفة التي قمنا بها على بورصة الجزائر ومقارنتها بعدة بورصات عربية في عدة قطاعات مختلفة خلصت هاته الدراسة إلى ما يلي:

أولاً: نتائج دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية (قطاع البنوك).

- القطاع البنكي الجزائري منعدم تماماً في نشاطه البورصي بالبورصة الجزائرية.
- من بين الأسباب التي أعدمته وجود القطاع البنكي في البورصة الجزائرية هي كون أن البنوك العمومية هي المسيطرة على القطاع البنكي في السوق النقدي وبالتالي هي التي تتحكم في بوصلة القطاع البنكي.
- طبيعة القوانين التي تحد وتتحكم في قرارات البنوك ككل حيث أنه ليس لها الحرية الكاملة في اتخاذ قراراتها.
- من بين الأسباب التي تمنع القطاع البنكي الجزائري من دخول عالم البورصة هي تلك الفضائح البنكية التي حدثت سابقاً خصوصاً الأشهر منها وهي فضيحة بنك الخليفة سنة 2003، حيث تجاوزت قيمة المبالغ المودعة لدى بنك الخليفة آنذاك 1.7 مليار دولار أمريكي وهو مبلغ جد كبير في ذلك الوقت.
- حقق مصرف الراجحي في البورصة السعودية خلال سنة 2021 قيمة مالية متداولة فاقت 25 مليار دولار، وهو مبلغ لم تحققه الدولة الجزائرية من صادرات المحروقات في خلال سنوات انخفاض أسعار البترول، وعليه نجد أن ولوج القطاع البنكي للبورصة الجزائرية قد يعطي دفعة جد قوية تنهض بالاقتصاد الجزائري بشكل عام والبورصة الجزائرية بشكل خاص، والجدول التالي يوضح تطور مجموع أصول البنوك الناشطة في السوق النقدي الجزائري.

الجدول رقم (18): تطور قيمة أصول البنوك الناشطة في السوق الجزائري خلال الفترة (2020/2014).

العوائد المحققة 3%	مجموع الأصول (مليار دولار أمريكي)	مجموع الأصول (مليار دج)	الأصول السنوات
4,671	155,7	11 976,4	2014
3,753	125,1	12 508,7	2015
3,48	116,0	12 881,0	2016
3,807	126,9	14 098,4	2017
3,957	131,9	15 514,3	2018
4,179	139,3	16 586,9	2019
3,516	117,2	16 748,1	2020

المصدر: من إعداد الطالب بناء على التقارير المالية المنشورة في الموقع الرسمي لبنك الجزائر.

من خلال الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

- بالرغم من ارتفاع الحجم الأصول بالدينار الجزائري إلا أنها تتناقص بالدولار الأمريكي وهذا راجع إلى أن سعر الصرف يتم تحديده من قبل السلطات المعنية به فهو لا يخضع لمعايير الطلب والعرض الخاصة بالسوق النقدي.
- لو يتم استغلال قيمة الأصول في بورصة الجزائر وكانت العوائد المحققة مثلا ما قيمته **3%** من قيمة الأصول لكانت النتائج جد معتبرة ولكانت مصدر من مصادر التمويل التي يبحث عنها الكثير من طالبها وهي موضحة في الجدول السابق، هذا من جهة ومن جهة أخرى سيتم تنشيط بورصة الجزائر بشكل كبير وسيلجأ الكثير من طالبي الأموال وعارضيهيها على البورصة من أجل إشباع رغباتهم المالية وبالتالي تحقيق الهدف المنشود وهو تنشيط بورصة الجزائر عن طريق استثمار فوائض المؤسسات ذات الفوائض المالية الناشطة في الجزائر.
- قانون النقد والقرض يحتاج إلى تعديل جوهري يسمح صراحة للبنوك العمومية بحرية الإدراج في البورصة الجزائرية من أجل تحقيق عوائد ربحية وأرباحية تعود بالفائدة على الجميع خصوصا وأن قطاع البنوك يسير كتلة نقدية ضخمة لو تم استثمارها في البورصة لحققت نتائج مشجعة تحفز حتى البنوك الخاصة على الإدراج.
- قد يلعب النظام المصرفي دور كبير في تفعيل بورصة الجزائر وذلك من خلال إنشاء مؤسسات تقوم بدور صانع السوق ولعب دور الوساطة بشكل جيد، بالإضافة إلى ضخ الكتلة النقدية الكبيرة في البورصة قد تنشيطها وتحقيق الفائدة له.

ثانيا: نتائج دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الأردن (قطاع الضمان الاجتماعي).

نظرا لغياب صناديق الضمان الاجتماعي الجزائري عن البورصة الجزائرية بالإضافة إلى غياب الإحصائيات المتعلقة بقطاع الضمان الاجتماعي الجزائري، يمكننا بطريقة أخرى مقارنة قطاع الضمان الاجتماعي الجزائري بنظيره الأردني وهذا من خلال عدد السكان لكل دولة، حيث يبلغ عدد سكان الجزائر ما يقارب 44 مليون نسمة، وهو ما يمثل أربعة (4) أضعاف سكان الأردن الذي عدد سكانها في حدود 11 مليون نسمة، وبعملية حسابية بسيطة يمكن القول بأنه لو اتخذ الضمان الاجتماعي نفس منهج الضمان الاجتماعي الأردني لكان في حصيللة الضمان الاجتماعي ما يقارب على الأقل **2** مليار دولار أمريكي (كلها أرقام تقريبية) وهو مبلغ يساوي نصف صادرات الجزائر خارج قطاع المحروقات خلال سنة 2021، فالعائق الكبير الذي يواجه هذه الصناديق ليس متعلقا بغياب الكتلة النقدية التي تستثمر في البورصة بقدر ما هو متعلق بطريقة تسيير هذه الصناديق من جهة ومن جهة أخرى منعها بأي طريقة كانت (منعها بقوة القانون) ساهم تدريجيا في

عزوف هذا النوع من المؤسسات ذات الفوائض المالية من الإدراج في البورصة وتحقيق عوائد مالية مختلفة كالتالي تحققها نظيراتها في الدول العربية الأخرى وخير دليل أن صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي في الأردن حقق ما يفوق **800** مليون دولار عوائد مالية خلال سنة 2021.

ثالثا: نتائج دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة المغرب (قطاع التأمين).

- البورصة المغربية تبدي حركية مالية جد مقبولة مقارنة بالبورصة الجزائرية حيث أن البورصة المغربية حققت أفضل قيمة مالية متداولة لها قدرت بما يقارب **6.8** مليار دولار أمريكي سنة 2017 وهو مبلغ لم تحققه البورصة الجزائرية منذ نشأتها حيث أنه وفي أحسن أحوالها لم تتجاوز ما قيمته **7** مليون دولار أمريكي سنة 2016، والفرق شاسع وواضح.
- قطاع التأمين في بورصة المغرب جد نشط حيث أنه حقق أفضل قيمة مالية متداولة سنة 2015 بما يفوق **310** مليون دولار أمريكي، بينما قطاع التأمين الجزائري الناشط في بورصة الجزائر والمتكون من شركة وحيدة وخاصة (شركة أليانس) لم تتجاوز في أفضل أحوالها قيمة مالية متداولة قدرت بـ **7** مليون دولار أمريكي وهو مبلغ زهيد جدا لا يمكن الحديث عنه إذا تعلق الأمر بالسوق المالية (البورصة) خصوصا إذا كان المتدخل شركة تأمين.
- إن زيادة عدد شركات التأمين في البورصة كفيل بتقوية تداولات قطاع الخدمات المالية غير المصرفية، والتي تقتصر تداولات بنوك الاستثمار على النسبة الأكبر منه حاليا، وأن هناك اهتمامات من مستثمرين خارجيين بالبحث عن أي أسهم لشركات تأمين لشرائها، غير أن الواقع يقول غير ذلك بالنسبة لقطاع التأمين بالنسبة لبورصة الجزائر.
- هناك جاذبية مناخ لعمل شركات التأمين التي تحصل على أقساط دورية من المؤمنين مقابل عمولات محددة، حيث تستثمر نسبة من السيولة المتاحة لديها في أدوات الدين والدخل الثابت إلى جانب الأسهم بما يعزز من ضمانة الاستثمار، حيث نجد أن الأمر متوفر في السوق الجزائرية للتأمين خصوصا مع إجبارية التأمين بالإضافة إلى الإقبال الكبير من قبل مختلف شرائح المجتمع على التأمين بمختلف أنواعه، هذا ما يؤدي إلى تحصيل إيرادات معتبرة جراء أقساط التأمين ومع استثمار هاته الأقساط في البورصة ستحقق حتما عوائد تعود بالفائدة على الجميع وبالتالي تنشيط البورصة الجزائرية وهذا هو بيت القصيد.

- من بين الأسباب التي جعلت من القيمة المالية المتداولة لقطاع التأمين الجزائري في بورصة الجزائر جد متدنية هو انحصار القطاع على شركة تأمين واحدة فقط، بالإضافة إلى أنها شركة تأمين من تابعة للقطاع الخاص فلا يمكنها المجازفة بكل ما تملك في البورصة.
- منع إدراج المؤسسات العمومية في بورصة الجزائر وبالتالي منع شركات التأمين العمومية من ولوج بورصة الجزائر والتي تشكل النسبة الأكبر من سوق التأمين الجزائرية من حيث حجم رأس المال.
- في الوقت الذي تسعى فيه شركات التأمين لدخول البورصات نجد في المقابل عزوف شركات التأمين الجزائرية العمومية عن دخول بورصة الجزائر خصوصا وأنها تملك رأس مال جد معتبر هذا ما أدى إلى عدم فعالية قطاع التأمين في تنشيط بورصة الجزائر، في المقابل نجد العكس تماما إذا ما قارناه بنشاط قطاع التأمين في بورصة المغرب.
- طبيعة القوانين التي تحد أو تعرقل دخول شركات التأمين للبورصة خصوصا منها شركات التأمين العمومية.
- رفض المستثمرين دخول البورصة وبالتالي هناك العديد من المؤسسات التي ترفض دخول مساهمين أجنب في تسيير مؤسساتها، إضافة إلى عائق الشفافية لأن البورصة تستدعي الشفافية وتلزم الشركات بالتصريح بأرقامها ومشاريعها.
- غياب ثقافة البورصة عند المستثمرين الجزائريين مع العلم أن البورصة حديثة النشأة وبالتالي عدم معرفة حتى أبعاديات التعامل داخل البورصة.
- احتكار الوساطة المالية داخل البورصة من قبل وسطاء البورصة العموميين مما يستوجب فتح المجال أمام الوسطاء الخواص مع تشجيعهم على القيام بدور الاتصال وزيادة ثقافة البورصة لدى الجزائريين.
- طبيعة الاقتصاد المغلق الذي لا يشجع الاستثمار المحلي والأجنبي.

رابعاً: الحلول المقترحة لتنشيط بورصة الجزائر.

- استقطاب أموال السوق الموازية من خلال ما يسمى بالابتكار المالي الذي يجب السير وفقه وهذا في ظل وجود الشركات الناشئة اليوم والتي تسمح بإيجاد الحلول. ومن جهة أخرى يجب إدراج المعاملات عبر الانترنت واستعمال التكنولوجيات في المعاملات الالكترونية بما يسمح بجذب هذه الأموال والتقليص من السيولة المتداولة حالياً في السوق الموازية.
- إدخال شركات معروفة بسمعتها المالية الجيدة (خاصة المؤسسات ذات الفوائض المالية) ولها رغبة تسمح بتقديم الأرباح للمساهمين بالإضافة إلى العمل على تطوير ثقافة التعامل في البورصة لدى المتعاملين الاقتصاديين والمساهمين وذلك عبر حملات إعلامية وكذلك التقرب من المؤسسات الخاصة والعامة، كما يجب العمل مع الشركاء الآخرين مثل الجامعات وغيرها من المؤسسات التعليمية.
- النهوض بالبورصة يتطلب تضافر الجهود بين هيئات البورصة ومختلف المؤسسات بالإضافة إلى القوانين واللوائح والتي يجب أن تكون مشجعة محفزة على الاستثمار في البورصة من مختلف المتدخلين كانوا أفراداً أو مؤسسات خصوصاً منها المؤسسات المالية والتي هي محل الدراسة.
- ربط البورصة الجزائرية ببعض البورصات العربية خاصة منها في دول الجوار والتي قد يتم الاستفادة من تجربتها الجيدة مقارنة مع التجربة الجزائرية، هذا من أجل إدخال الفرد الجزائري في عمق مفهوم البورصة وطريقة عملها.
- إخراج البحوث العلمية المتعلقة بتفعيل البورصة الجزائرية من داخل جدران الجامعات والمعاهد إلى أرض الواقع وهذا من خلال تحفيز المؤسسات ذات الفوائض المالية على الانضمام للبورصة، بالإضافة إلى إقامة دورات تدريبية لفائدة المؤسسات التي لها نية الدخول للبورصة.
- إصدار منتجات مالية إسلامية في البورصة قصد تشجيع أصحاب الأموال المكدسة والذين يلتزمون بمبادئ الشريعة الإسلامية على استثمار هذه الأموال عن طريق شراء هذه المنتجات الإسلامية.

تم التطرق في هذا الفصل إلى دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبعض بورصات الدول العربية حيث كانت المقارنة في عدة قطاعات مختلفة بحيث تناولنا دراسة المقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة السعودية في القطاع البنكي بينما تم التطرق إلى قطاع الضمان الاجتماعي بين بورصة الجزائر وبورصة الأردن وفي الأخير كانت قطاع التأمين بين بورصة الجزائر وبورصة المغرب، وقد خلص الفصل الرابع إلى ما يلي:

- تعد البورصة السعودية من أنشط البورصات العالمية والعربية حيث يعتبر القطاع البنكي من بين أهم القطاعات الناشطة في البورصة السعودية وقد حقق سنة 2021 تداولاً قيمته تقارب **68** مليار دولار أمريكي، بينما حقق أفضل قيمة من حيث التداول سنة 2013 بقيمة فاقت **100** مليار دولار أمريكي، وبهذا يساهم القطاع البنكي في البورصة السعودية مساهمة جد فعالة بينما نجده منعدم في البورصة الجزائرية وهذا كون القطاع البنكي في الجزائر تسيطر عليه البنوك العمومية التي تتحفظ عن فتح رأسمالها في البورصة.
- حقق صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي الأردني دخلاً يبلغ **575** مليون دينار (**811** مليون دولار أمريكي) في نهاية 2021 أي بمعدل **4.68%** من إجمالي المبلغ المستثمر من قبل الصندوق وهي نسبة أفضل بكثير من نسب الفائدة المعتمدة في البنوك الأردنية التي في أفضل حالاتها لم تتجاوز **3.5%** بينما نجد انعدام تام لقطاع الضمان الاجتماعي في البورصة الجزائرية رغم أن الملاحظ أن عدد سكان الجزائر أكبر بأربع أضعاف من سكان دولة الأردن والمعنى بأن مداخليل الضمان الاجتماعي حتما ستكون أكبر من مداخليل الضمان الاجتماعي الأردني ورغم ذلك نرى عزوف مؤسسات الضمان الاجتماعي عن ولوج بورصة الأوراق المالية.
- قطاع التأمين في بورصة المغرب جد نشط مقارنة بنظيره الجزائري حيث أنه حقق أفضل قيمة مالية متداولة سنة 2015 بما يفوق **310** مليون دولار أمريكي رغم أنه يتكون من 5 شركات تأمين فقط، بينما قطاع التأمين الجزائري الناشط في بورصة الجزائر والمتكون من شركة وحيدة فقط وهي شركة أليانس لم تتجاوز في أفضل أحوالها قيمة مالية متداولة قدرت بـ **مليون دولار أمريكي** وهو مبلغ ضعيف جداً لا يمكن الحديث عنه إذا تعلق الأمر بالسوق المالية (البورصة) خصوصاً إذا كان المتدخل شركة تأمين.
- الجزائر ورغم ما تزخر به من موارد مالية في مختلف المؤسسات المالية إلا أنها لا تزال غير قادرة على مواكبة نشاط وفعالية بورصات الدول العربية من حيث القيمة المتداولة، الأرباح المحققة أو حتى عدد الشركات المدرجة، ورغم كل هذا إلا أن البورصة الجزائرية لديها الفرصة لتدارك الوضع من خلال اتخاذ الإجراءات اللازمة مع السلطات المختصة من أجل تشجيع وتحفيز المؤسسات المالية على استثمار فوائضها المالية في بورصة الجزائر هذا ما يؤدي طبعاً إلى تنشيط البورصة وتحسين فعاليتها بالإضافة إلى تحقيق عوائد مالية تعود بالفائدة على الجميع.

شهادة
العلماء

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات، غير أن موضوع تنشيط بورصة الجزائر عن طريق استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية موضوع متشعب ومرتبب بجوانب عديدة منها الاقتصادية ومنها الاجتماعية والمهم والأهم طبيعة المؤسسات ذات الفوائض المالية كانت عمومية أو خاصة، حيث أن الهدف الأساسي لاستثمار الفوائض المالية في البورصة هو تنشيطها وتحفيزها وذلك من خلال كتلة نقدية معتبرة يطلبها أصحاب العجز مقابل دفع مدفوعات مالية تقبضها المؤسسات ذات الفوائض المالية.

وبما أن الاستثمار في البورصة يعتبر ركيزة أساسية في بناء أي اقتصاد وطني قوي خاصة في الدول المتقدمة نجد أن الجهات الوصية والمسؤولة سعت جاهدة وبكل الطرق من أجل تنشيط وتفعيل بورصة الجزائر وكان عليها لزاما تغيير طريقة عملها بالإضافة إلى تعديل القوانين الخاصة بالاستثمار بصفة عامة وفي البورصة بصفة خاصة وهذا طبعا عن طريق الاستفادة من تجارب الدول الرائدة في مجال الاستثمار في البورصة خصوصا منها البورصات العربية، كما لا يمكن أن ننسى المؤسسات ذات الفوائض المالية وقدرتها في تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر، وبذكر بورصة الجزائر نجد أنها تضم السوق الرئيسية الموجهة للمؤسسات الكبيرة وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنشأة سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، وسوق السندات المخصصة لإصدارات الشركات الوطنية والخزينة العمومية، وتعتبر هذه الأسواق خيارا تمويليا للقطاع الخاص والقطاع العام لكنها تفتقر إلى العمق فهي تحتوي على عدد قليل جدا من المتدخلين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.

وعلى ضوء ما سبق ونتيجة للدور المهم الذي تقوم به المؤسسات ذات الفوائض المالية من خلال ما تستطيع توفيره من موارد مالية معتبرة تستطيع من خلالها تفعيل بورصة الجزائر، فإنه صار من اللازم على الدولة الجزائرية متمثلة في مسيري بورصة الجزائر السعي جاهدة وراء توفير الوسائل اللازمة والإيجابية التي تؤدي إلى تشجيع المؤسسات ذات الفوائض المالية على استثمار فوائضها المالية في البورصة، وإجابة منا على إشكالية البحث كانت نتائج البحث التي قد تم التوصل إليها كالتالي:

النتائج:

1- هناك عدة طرق وآليات لاستثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية في بورصة الجزائر وبالتالي تحقيق المنفعة لجميع الأطراف المشاركة في هذه العملية الاستثمارية، ومن بين الطرق نجد صناديق الاستثمار بمختلف أنواعها، وهذا راجع إلى خبرتها في ميدان الاستثمار المحافظي من جهة ومن جهة أخرى درايتها بخبايا السوق المالي وأهم الأوراق المالية الواجب الاستثمار فيها نجد:

- الأسهم الممتازة والتي تتميز عن الأسهم العادية بأحقيتها عن العادية في تحصيل العوائد بالإضافة إلى قيمتها في حالة التصفية، كما أنها تعتبر خيار ممتازة للمستثمرين المتحفظين.
 - السندات خاصة منها الحكومية (سندات الحكومة أو سندات الخزينة) لأنها تعتبر أكثر ضمانا وأمانا وهذا راجع إلى طبيعة جهة الإصدار فعدم تسديد الفوائد وقيمة هذه السندات أمر ضئيل جدا إن لم نقل منعدم تماما، كما أن الاستثمار في السندات يعتبر قرار جد صائب خاصة للمستثمرين الذين لا يحبذون المخاطرة الكبيرة.
- هذه النتيجة تثبت صحة الفرضية الأولى التي تجيب على السؤال الفرعي الأول والذي كان كالتالي:

• ما هي طرق وآليات استثمار أموال المؤسسات ذات الفوائض المالية في بورصة الجزائر؟

- 2- إن انتقال الفوائض المالية خاصة من المؤسسات ذات الفوائض المالية من حالة الخمول إلى حالة الاستثمار في البورصة يكون عن طريق توفير المناخ الاستثماري الجيد الذي يوفر جوا من الأمان للمستثمرين قصد تشجيعهم على استثمار فوائضهم المالية في البورصة ولا يكون المناخ الاستثماري مناخا مناسبا إلا إذا توفرت بعض الشروط والتي من بينها:
- تعديل المنظومة القانونية بما يساعد ويشجع على الاستثمار من خلال تخفيف حدة الأعباء المفروضة قصد دخول البورصة.
 - القيام بحملة إعلامية بمختلف الوسائل المتاحة قصد التعريف بالبورصة ومختلف الخدمات التي تقدمها من جهة ومن جهة أخرى تشجيع فئة المدخرين على استثمار مدخراتهم في البورصة وهذا بتعريفهم بالامتيازات المتاحة حال استثمارهم في البورصة والعوائد المالية التي قد تحققها، أما بالنسبة للمؤسسات ذات الفوائض المالية فيكون توفير مناخ استثماري جيد لهم عن طريق تقديم امتيازات مالية واعفاءات ضريبية في حالة دخول البورصة ولمدة معينة مثلا قابلة للتجديد أو أي تحفيزات أخرى من شأنها تشجيع المؤسسات ذات الفوائض المالية على ولوج عالم البورصات.

- السماح للشركات العمومية بالإدراج في البورصة خصوصا منها ذات الفوائض المالية: بنوك، شركات تأمين، صناديق الضمان الاجتماعي، ... إلخ، هذا ما يعطي للبورصة توازنا ماليا جيدا بالإضافة إلى تشجيع صغار المدخرين على استثمار مدخراتهم في البورصة.

هذه النتيجة تثبت صحة الفرضية الثانية التي تجيب على السؤال الفرعي الثاني والذي كان كالتالي:

- كيف يمكن الانتقال بالفوائض المالية (خاصة المؤسسات ذات الفوائض المالية) من حالة الخمول إلى حالة الاستثمار في البورصة؟

3- تتمثل أهم معوقات عمل بورصة الجزائر فيما يلي:

- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري.
- ضعف الادخار خصوصا بالنسبة للأفراد.
- وجود سوق موازية منافسة لبورصة الجزائر.
- ضعف نشاط السوق الأولية.
- منع المؤسسات العمومية من فتح رأس مالها في البورصة.

هذه النتيجة تثبت صحة الفرضية الثالثة التي تجيب على السؤال الفرعي الثالث والذي كان كالتالي:

- فيما تتمثل أهم معوقات عمل بورصة الجزائر؟

4- يمكن الاستفادة من تجربة الدول العربية محل الدراسة في مجال تنشيط وتفعيل بورصة من خلال:

- العمل على إدراج المؤسسات ذات الفوائض المالية العمومية في البورصة (بنوك، شركات تأمين، صناديق الضمان الاجتماعي) لأن لديها القدرة على تجميع الأموال من عند مختلف شرائح المجتمع وبكافة الطرق، هذا ما يجعلها دائما رصيدها النقدي موجبا.
- إنشاء صندوق استثمار أموال مؤسسات الضمان الاجتماعي مثل الموجود في دولة الأردن قصد استثمار هذه الأموال في البورصة أي أنه يعمل عمل صناديق الاستثمار لكنه مخصص لاستثمار أموال الضمان الاجتماعي فقط.
- توفير بيئة عمل مناسبة للبنوك الإسلامية في البورصة والاستفادة من تجربة بنك الراجحي السعودي إذا أن طبيعة المجتمع المسلم تمنعه من الاستثمار في البنوك الربوية وإدراج بنك إسلامي في البورصة الجزائرية حتما سيستقطب أموال شريحة كبيرة من المجتمع الجزائري.

هذه النتيجة تثبت صحة الفرضية الرابعة والأخيرة التي تجيب على السؤال الفرعي الرابع والذي كان كالتالي:

• كيف يمكن الاستفادة من تجربة الدول العربية محل الدراسة في مجال تنشيط وتفعيل بورصة الجزائر؟

5- تكمن نقطة ضعف بورصة الجزائر في غياب المنظومة الصناعية والتجارية التي تسمح بممارسة النشاط البورصي وعدم

رسوخ الثقافة البورصية في العقلية الاستثمارية الجزائرية. وينعكس ذلك سلبا على مؤشرات التداول فيها حيث تميل

الأسعار إلى الانخفاض وبالتالي تراجع العوائد الرأسمالية المتأتية منها وهذا ما يعد غير محفزا للاستثمار فيها بالنسبة

للجزائريين خاصة بالنسبة للمؤسسات التي تمتلك فوائض مالية معتبرة.

6- تفتقر بورصة الجزائر لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية إذ يعد هذا الأمر عاملا آخر يمنع من إقبال الجزائريين

والمؤسسات المالية المتمسكين بمبادئ الشريعة الإسلامية على توظيف مدخراتهم في المعاملات الربوية للبورصة الجزائرية.

7- يحتاج الاستثمار في البورصة إلى توفير بيانات ومعلومات دقيقة ومستمرة عن الأوراق المالية والشركة المصدرة للأوراق

المالية حيث تتوقف جودة الاستثمار على مقدار توفر المعلومات وفي الوقت المناسب بغية اتخاذ القرار الاستثماري

لأن غياب المعلومات والبيانات اللازمة يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن دخول البورصة خصوصا منها المستثمرين

أمثال المؤسسات ذات الفوائض المالية والأفراد قليلي الخبرة.

8- أوقات عمل بورصة الجزائر كانت سببا من أسباب ضعفها وعدم تحقيق النتائج المرجوة من إنشائها، فمن غير المعقول

بورصة دولة بحجم الجزائر تقام حصص التداول بها بمعدل ثلاثة أيام في الأسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة

للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

9- يمثل السوق الكفاء السوق الذي تتاح فيه المعلومات الضرورية لجميع المستثمرين دون تكاليف أو

بتكاليف منخفضة، مما يجعل أثر وصولها على أسعار الأوراق المالية مباشرا أي عدم وجود فاصل

بين تحصيل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية،

مما يضمن أن السعر يعكس ما تحمله المعلومات من أنباء سارة وغير سارة بشأن الورقة المالية .

10- قلة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وانعدام تام للمؤسسات ذات الفوائض المالية مثل: البنوك، صناديق

الضمان الاجتماعي، صندوق التقاعد عدا شركة واحدة تابعة لقطاع التأمين وهي شركة أليانس (شركة تأمين خاصة)

حتى مشاركتها كانت جد محتشمة.

11- تجربة مشاركة قطاع البنوك السعودي في البورصة تعد من أنجح التجارب في العالم العربي أين وصل حجم التداول في بورصة السعودية لقطاع البنوك رقما قياسيا قدر بأكثر من **100** مليار دولار ما قدر يمثل بعض ميزانيات دول عربية مجتمعة.

12- التجربة الأردنية في مجال استثمار أموال مؤسسات الضمان الاجتماعي عن طريق صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي تعتبر تجربة رائدة وناجحة في العالم العربي ككل وهي تجربة أثبتت فعاليتها وهذا ما يتجسد من خلال استثمار ما قيمته **17.3** مليار دولار ليحقق عوائد مالية تقدر بأكثر من **800** مليون دولار، وهو الأمر الذي نجده منعدم تماما في الجانب الجزائري رغم أن عدد سكان الجزائر يقدر بأربع أضعاف سكان دولة الأردن وبالتالي فإن مداخل صناديق الضمان الاجتماعي الجزائري حتما ستكون أكبر من نظيراتها الأردنية.

13- التجربة المغربية من حيث مشاركة قطاع التأمين في البورصة المغربية أفضل بكثير من التجربة الجزائرية حيث أن قطاع التأمين المغربي شارك بـ 5 شركات تأمين في البورصة المغربية ليحقق أعلى تداول له بقيمة **300** مليون دولار لنجد في الجانب الجزائري شركة تأمين واحدة (أليانس) مدرجة في البورصة وفي أحسن أحوالها حققت رقما للتداول بقيمة **1** مليون دولار وهو مبلغ يكاد يكون منعدما مقارنة مع نظيره المغربي.

14- تعتبر بورصة الجزائر ضعيفة مقارنة بباقي البورصات الأخرى من حيث نشر المعلومات، كما تتسم بتوافر عدد قليل من مصادر المعلومات والتحميلات، حيث يلاحظ غياب بعض المصادر المهمة لتوفير المعلومات التي يذكر منها ما يلي:

- غياب الصحف المالية التي تهتم بشؤون المال والاقتصاد.
- غياب مؤسسات السمسرة المالية التي تساعد على تزويد المستثمرين بالتقارير اللازمة عن الأسهم، السندات، الاقتصاد، الصناعة والمؤسسات المدرجة في السوق.
- غياب المجالات المتخصصة التي توفر المعلومات والتحميلات الدقيقة.
- عدم توفر المجالات الأكاديمية المتخصصة في مجال نشاط البورصة.

أما فيما يخص التوصيات والاقتراحات والتي يمكن أن نقوم بطرحها والتي قد تساعد بورصة الجزائر على مزاولتها ونشاطها وتفعيله بكل حرية ودون أي قيود إضافة إلى تشجيع الطلب على خدماتها خصوصا بالنسبة للمؤسسات ذات

الفوائد المالية، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في عدد المتدخلين في البورصة وبالتالي تحقيق عوائد مالية لكل الأطراف فكانت كالتالي:

التوصيات:

- 1- نشر الوعي حول آلية عمل البورصة مع توفير عنصر الثقة في عملية الاستثمار والادخار عن طريق سد العجز في المجال الإعلامي بشتى الطرق الممكنة حتى يفهم الفرد أساسيات البورصة.
- 2- حتى تكون المعاملات المالية فعالة في البورصة ومن أجل تطوير هاته الأخيرة يجب توفر عدد كبير من مؤسسات الوساطة المالية المتطورة التي تعمل على تنشيط سوق الاكتتاب والتداول بالإضافة إلى توفير المعلومات وفتح الحساب للمتعاملين بحيث يكون الوسطاء الماليين مسؤولين عن إتمام الصفقات وترويجها وفقا لأوامر المتعاملين، كما أن هذا النوع من المؤسسات قادر على الترويج للمؤسسات ذات الفوائد المالية من جهة وبعث الثقة في نفوس المتدخلين في البورصة خصوصا منهم الأفراد أصحاب الادخار الباحثين عن الاستثمارات الصغيرة.
- 3- ضرورة تشجيع وإدراج أكبر عدد ممكن من المتدخلين في البورصة خاصة منهم المؤسسات ذات الفوائد المالية والتي لها القدرة على تفعيل وتنشيط البورصة، وهذا عن طريق إزالة جميع العقبات القانونية والتنظيمية الخاصة ببورصة الجزائر.
- 4- على السلطات الجزائرية القيام بإصلاحات جديدة في ظل الظروف الحالية من خلال إصلاح منظومة المحاسبة والشفافية والمسائلة فيما يخص أداء المؤسسات الجزائرية خصوصا منها ذات الفوائد المالية التي بدورها يجب أن تعاد هيكلتها ضمن إطار قانوني يسمح لها بالإدراج في السوق المالي.
- 5- خصخصة المؤسسات العمومية خاصة منها المؤسسات ذات الفوائد المالية والتخلص من الأعباء الإضافية التي أصبحت تدعم بها كل مرة تكون على حافة الإفلاس عن طريق طرح أسهمها في البورصة وهذا ما يساعد على تقييمها بسعر السوق من جهة ومن جهة أخرى تنشيط البورصة من خلال مشاركة عدد معتبر من المتدخلين خصوصا الأفراد أصحاب الدخل المحدود في عملية شراء أسهم الشركة المراد خصصتها.
- 6- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة وذلك لاستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها بما يمكن أن تحققه البورصة من أجل نشر ثقافة الاستثمار في البورصة.

- 7- مكافحة الاقتصاد غير الرسمي (السوق الموازية) الذي يعتبر قبلة المستثمرين والذي يمتص مداخيلهم للاستثمار في القيم المنقولة.
- 8- توفير مناخ استثماري مناسب لاستقطاب رؤوس الأموال للبورصة من خلال تحقيق الاستقرار السياسي وتوفير التحفيزات الجبائية، وكذا التحكم في معدلات التضخم.
- 9- توفير الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة والتي يمكن أن تلقى القبول لدى الجمهور.
- 10- الاهتمام أكثر بالمؤسسات ذات الفوائض المالية لتصبح مؤهلة وقادرة على أن تدرج في البورصة، حيث أن هذا النوع من المؤسسات كلما أدرج في البورصة كلما زادت فعالية البورصة، والعكس صحيح.
- 11- محاولة إسقاط تجارب بورصات بعض الدول العربية محل الدراسة على واقع بورصة الجزائر والاستفادة من خبراتهم.

وأخيراً يضل هذا العمل جهدي بشري لا يخلو من الخطأ والنسيان وأقول كما يقول

الأصفهاني:

(إني رأيت أنه لا يكتب أحد كتاباً في يومه إلا قال في غده: لو غير هذا لكان أحسن)

قائمة
الاجزاء

الجزء الأول
مقدمة

قائمة المراجع:الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 2- أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2003/2002.
- 3- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأسواق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998.
- 4- أحمد عبد الموجود، محمد عبد اللطيف، محددات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي (دراسة تحليلية)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
- 5- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
- 6- أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية للنشر، القاهرة، مصر، 2007.
- 7- أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة (صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال)، دار إيتراك، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008.
- 8- آل شبيب دريد كامل، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
- 9- آل شبيب دريد كمال، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008.
- 10- آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر الإعلامي، الطبعة الأولى، جدة، السعودية.
- 11- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
- 12- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- 13- تفسير الطبري: 245/15 - 246، طبعة الحلبي، غرائب القرآن للنيسابوري: 132/15.
- 14- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزء 3، الجزائر، 2002.
- 15- جمال سالم، ميكانيكية إدارة محافظ المصرف، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس.
- 16- جميل خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، 2014.
- 17- حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.

- 18- حسن سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2001.
- 19- الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 20- رائد محمود أبو طربوش، الاحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
- 21- ربابعة عبد الرؤوف، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطرة، هيئة الأوراق المالية، 2009.
- 22- رزق عادل، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006.
- 23- رمضان زياد، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007.
- 24- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005.
- 25- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
- 26- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، مصر، 1996.
- 27- سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2005.
- 28- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010.
- 29- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005.
- 30- شيحة مصطفى رشدي، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1993.
- 31- صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة 3، 2005.
- 32- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر.
- 33- الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2007.
- 34- ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدوتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 35- ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 36- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 37- طارق نوير، سياسة استهداف جذب الاستثمار الأجنبي المباشر والأهداف الإنمائية للدول النامية (حالة مصر)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006.
- 38- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السادسة، الجزائر، 2007.

- 39- عبد الحميد عبد المطلب، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2003.
- 40- عبد الرزاق حمد حسين الجبوري، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية، الأردن، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014.
- 41- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2011/2010.
- 42- عبد الرزاق موري، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة، الجزائر، 2005.
- 43- عبد السلام أبو قحف، الاقتصاديات والاستثمارات الدولية، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، الطبعة الأولى، مصر، 2012.
- 44- عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003.
- 45- عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات)، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 46- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياصة، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 47- عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، مصر، 1985.
- 48- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
- 49- عطالله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
- 50- علوان قاسم، إدارة الاستثمار، دار الثقافة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
- 51- علي شلبي (بورصة الأوراق المالية) دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1992.
- 52- علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الطبعة الأولى، طرابلس، 2002.
- 53- غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 54- فريد أحمد قبلان، الاستثمار الأجنبي في الدول العربية (الواقع والتحديات)، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2008.
- 55- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
- 56- فيصل محمود الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 57- قحطان سيوفي، اقتصاديات المالية العامة، دار طرابلس للدراسات والنشر والترجمة، 1989.

- 58- فدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 59- قطب مصطفى سانو، الاستثمار (أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2000.
- 60- كاظم جاسم العيساوي، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشاريع، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 2002.
- 61- م. بودهان، الأسس والأطر الجديدة للاستثمار في الجزائر، الملكية للطباعة والنشر والتوزيع، الحراش، الجزائر، 2000.
- 62- متولي عبد القادر، الأسواق المالية في عالم متغير، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 63- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 64- محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت، بدون سنة نشر.
- 65- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005.
- 66- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 67- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)، الدار الجامعية، مصر، 2004/2005.
- 68- محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم، دار الجامعة العربية، الأردن، 2002.
- 69- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
- 70- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، عمان، دار وائل للنشر، الطبعة الخامسة، الأردن، 2009.
- 71- محمد ندا لبددة، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية (دراسة فقهية اقتصادية مقارنة)، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 72- محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 73- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
- 74- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 75- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك والبورصات الأوراق المالية، القاهرة، مصر، 1993.
- 76- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
- 77- مطر محمد، تيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- 78- المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 79- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003.

- 80- منى قاسم، صناديق الاستثمار لبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1995.
- 81- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الجزء الثاني، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 82- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008.
- 83- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 84- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 85- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للنشر، مصر، 2006.
- 86- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 87- موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- 88- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1997.
- 89- النجار فريد، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 90- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 91- نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها- تاريخها- مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال الثورات العربية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، مصر، 2012.
- 92- هيكل عبد العزيز فهمي، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، بيروت، 1985.
- 93- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المناهل، عمان، 2003.
- 94- وليد أحمد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 95- وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية (دراسة مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2012.

المذكرات:

- 1- أسماء حدانة، الاستثمار الحقيقي خارج قطاع المحروقات في الجزائر والتنمية المستدامة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر (بسكرة)، 2018/2017.

- 2- أيمن حسين السراحنة، دور بورصة فلسطين في تنمية الاستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين، رسالة ماجستير، عمادة الدراسات العليا، جامعة القدس، فلسطين، 2015.
- 3- بجاوية سهام، الاستثمارات العربية البيئية ومساهمتها في تحقيق التكامل الاقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
- 4- بسبع عبد القادر، مساهمة القطاع الخاص في تفعيل البورصة (مع الإشارة إلى حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010/2009.
- 5- بشار الشعراي، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة مقدمة لاستكمال الحصول على درجة الماجستير في الأسواق المالية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
- 6- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010-2009.
- 7- بلعطار زوليخة، أثر إدراج الشركات في البورصة على أدائها المالي (دراسة حالة شركة رويبة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2015/2014.
- 8- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2014/2013.
- 9- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2013/2012.
- 10- بن داودية وهيبية، واقع وآفاق الاستثمار الأجنبي المباشر في دول شمال إفريقيا خلال الفترة (1995-2004) مع التركيز على حالة الجزائر مصر والمغرب وتونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2005-2004.

- 11-** بن سمينة دلال، تحليل أثر السياسات الاقتصادية على تنمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في ظل الإصلاحات الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012-2013.
- 12-** بن شعلال محفوظ، الرقابة على الاستثمار الأجنبي في القانون الجزائري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في القانون، تخصص الهيئات العمومية والحوكمة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بجاية، 2014.
- 13-** بن لخضر عيسى، سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة (2015/1988)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي، جامعة الجيلالي ليايس (سيدي بلعباس)، 2018/2019.
- 14-** بوزيان عبد الباسط، دور السياسة المالية في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1994/2004)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2006/2007.
- 15-** بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007.
- 16-** بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006.
- 17-** جابر مهدي، أثر مناخ الاستثمار في تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة قطاع الصناعات التحويلية في ولاية: (عنابة، قالمة، سوق أهراس)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، 2015/2016.
- 18-** جحنين كريمة، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء وترشيد قرار الاستثمار في البورصة (دراسة حالة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات NCA روية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: الإدارة المالية للمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013/2014.
- 19-** جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2008.

- 20- جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016))، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2018/2017.
- 21- حجاج عبد الرؤوف، الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية (مصادرها ودور الإبداع التكنولوجي في تنميتها)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2007-2006.
- 22- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006.
- 23- خيالي خيرة، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في دعم النمو الاقتصادي بالدول النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر دراسة تحليلية للفترة (2000/2012)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2016/2015.
- 24- دحماني سامية، تقييم مناخ الاستثمار ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر (حالة الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية العشرية 1998/1988) مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
- 25- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2010.
- 26- زرارة صالحى الواسعة، المخاطر المضمونة في قانون التأمينات الاجتماعية (دراسة مقارنة بين القانون الجزائري والقانون المصري)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الدولة في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة، 2007/2006.
- 27- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2014/2013.
- 28- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع:

- نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012/2011.
- 29- عبد القادر حوة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير في المحاسبة والتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010/2009.
- 30- عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996/2005، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- 31- العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية (دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، مدرسة الدكتوراه: التسيير الدولي للمؤسسات - تخصص: مالية دولية، جامعة تلمسان، 2010/2009.
- 32- عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني (دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في 40 cac)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2010.
- 33- فاطمة بن عبد العزيز، فعالية الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على اقتصاديات الدول النامية (حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.
- 34- فايزة بن عمروش، واقع تسويق الخدمات في شركات التأمين دراسة حالة: الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، دفعة 2008/2007.
- 35- فتيحة ابن بوسحقي، بورصة الجزائر (وقع وآفاق)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002.
- 36- قرناس حياة، أثر تحسين مناخ الاستثمار على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (دراسة حالة الجزائر للفترة 1994/2012)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 2016/2015.
- 37- لعتر كريمة، دور القطاع الخاص في الاقتصاد الوطني ومعوقات دخوله إلى البورصة (حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016/2015.

- 38- محمد خليل بوحلايس، معوقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص إحصاء واقتصاد تطبيقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2009/2008.
- 39- محمد سارة، الاستثمار الأجنبي في الجزائر (دراسة حالة أوراسكوم)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة قسنطينة، 2010/2009.
- 40- منصورى الزين، آليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2006/2005.
- 41- موزاوي عائشة، حقوق الملكية الفكرية في ظل المنظمة العالمية للتجارة ودورها في تطوير مناخ الاستثمار (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2012-2011.
- 42- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015/2014.
- 43- ناجي بن حسين، دراسة تحليلية لمناخ الاستثمار في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2007/2006.
- 44- نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني (دراسة مقارنة)، رسالة ماجستير مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق (قسم القانون الخاص)، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
- 45- نجيب بوخاتم، دور الجهاز المصرفي في عملية التحول الاقتصادي والانتقال إلى اقتصاد السوق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- 46- نمري نصر الدين، الموازنة الاستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الاستثماري (دراسة حالة مشروع كهربية السكك الحديدية لضاحية الجزائر العاصمة)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة (بومرداس)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، 2009/2008.

- 47- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- 48- وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية (حالة سوق عمان المالي)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1997.
- 49- يعقوب مضوي عبد الرحيم الأمين، محافظ وصناديق الاستثمار وأثرها على الاقتصاد السوداني (دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية)، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2019، ص 64.

المبالات:

- 1- أحمد حسين، راشد الكبيسي، مقومات نجاح السوق المالية، مجلة السوق (مجلة فصلية تصدر عن سوق الدوحة للأوراق المالية)، قطر، العدد 05، 2005.
- 2- أحمد زكريا صيام، آليات جذب الاستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة (الأردن كنموذج)، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2005.
- 3- أمينة بودريوة، واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، 2019.
- 4- بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، جامعة ورقلة، 2013.
- 5- بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 12، العدد 13، جامعة بلعباس، 2016.
- 6- بن علي بلعزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010/2009.
- 7- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية (تكوينها ومخاطرها)، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، 2004.
- 8- بودرامة مصطفى، الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر بين الواقع والمشكلات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 09، 2009.
- 9- بولرباح غريب، العوامل المحفزة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وطرق تقييمها (دراسة حالة الجزائر)، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة ورقلة، 2010.

- 10- حجازي عبد الحميد الجزار، العوامل الاقتصادية وظاهرة عدم الاستقرار السياسي في الكويت، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 64، 2013.
- 11- حجيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري (دراسة بورصة الجزائر)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، 2016.
- 12- حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد (دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد رقم 02، 2018.
- 13- دلال بن سمينة، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2014/2005)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 06.
- 14- روشو عبد القادر، الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2018)، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 3، العدد 1، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، 2019.
- 15- زايري بلقاسم، البشير عبد الكريم، أثر المخاطر القطرية في الاستثمارات الأجنبية حالة الجزائر (دراسة قياسية)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 50، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، 2010.
- 16- زيدان محمد، الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان التي تمر بمرحلة انتقال (نظرة تحليلية للمكاسب والمخاطر)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 2، جامعة الشلف، الجزائر، 2004.
- 17- سعيد بن حسين بن علي المقرني، الاستثمار قصير الأجل في البنوك الإسلامية، مجلة المحاسب العربي، الكويت، 2015.
- 18- شريط صلاح الدين، بن وارث حجيلة، فعالية المناخ الاستثماري وأثره في سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، جامعة المسيلة، 2014.
- 19- شريط صلاح الدين، دور النسب المالية في أداء تقييم صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية (دراسة حالة جمهورية مصر العربية)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 6، 2011.
- 20- صالح مفتاح، دلال بن سمينة، واقع وتحديات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية (دراسة حالة الجزائر)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 43-44، 2008.
- 21- صائب حسن مهدي، الاستثمار الأجنبي ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 11، العدد 03، العراق، 2009.
- 22- طالبي محمد، أثر الحوافز الضريبية وسبل تفعيلها في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 06، جامعة البليدة، الجزائر، 2009.

- 23- عبد القادر هاملي، سفيان بولعراس، الاستثمار في الجزائر في ظل المحفزات القانونية ومعوقات الواقع، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 02، العدد 02، 2016.
- 24- عمارة أميرة محمد، دور التعليم في مكافحة الفساد في الدول النامية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 57-58، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، 2012.
- 25- عيدودي فاطمة الزهراء، الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال الاندماج الإقليمي مع الإشارة لدول المغرب العربي (تونس، المغرب، الجزائر)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 1، العدد 22، الجزائر، 2010.
- 26- فايدى كمال، قاسي ياسين، مناخ الاستثمار في الدول العربية وأهميته في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة (حالة الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الرابع، جامعة البلدة 2.
- 27- فحلول مبارك، تقييم وتسعير المؤسسات الاقتصادية عند الإدراج لأول مرة في البورصة (OPI) في الأسواق المالية المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب) خلال الفترة 2007-2014، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 11، جامعة باتنة، 2016.
- 28- فوزية ساحي، تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر (واقع وآفاق)، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد 02، العدد 04، 2014.
- 29- كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (دراسة حالة بورصة الجزائر)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، 2014.
- 30- مجدي الشوربجي، اختبار استدامة عجز ميزان الحساب الجاري للاقتصاد المصري، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56، مصر، 2011.
- 31- محمد عمر باناجة، الإصلاحات الاقتصادية في الجمهورية اليمنية وأثرها في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 45، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، 2009.
- 32- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة بسكرة، 2010/2009.
- 33- منصورى زين، واقع وآفاق سياسة الاستثمار في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 02، العدد 02، 2005.
- 34- منير نوري، تحليل التنافسية العربية في ظل العولمة الاقتصادية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، عدد 4، جامعة الشلف، 2006.
- 35- مهري عبد المالك، بورحلة منجية، سايجي الخامسة، واقع وآفاق التجربة الجزائرية في إصلاح المناخ الاستثماري وانعكاساته على الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 09، العدد 01، 2020.

- 36- مولاي لحضر عبد الرزاق، شعيب بنونة، دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية بالدول النامية: دراسة حالة الجزائر، مجلة الباحث، عدد7، جامعة ورقلة، 2010/2009.
- 37- ناجي بن حسين، تحليل وتقييم مناخ الاستثمار في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية (بحوث اقتصادية)، المجلد ب، العدد 31، جامعة قسنطينة، 2009.
- 38- نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، العدد 269، 2002.
- 39- وصاف سعدي، محمد قويدري، واقع مناخ الاستثمار في الجزائر (بين الحوافر والعوائق)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 08، العدد 08، الجزائر، 2008.
- 40- وليد هوميل عوجان، صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة وتحليل)، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد 8، العدد 1، الأردن، 2012.
- 41- يوسف قاشي، حسية عليوات، سياسة الاستثمار في الجزائر (دراسة تحليلية تقييمية)، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 60، العدد 60، جامعة الشلف، 2020.
- 42- يوسف رشيد، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على الاقتصاد الوطني (حالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 05، 2005.

الملتقيات والأعمال البحثية:

- 1- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة (أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم صناعتها)، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية، جامعة سطيف، أكتوبر، 2009.
- 2- بودية فاطمة، كحلي فتيحة، مداخلة بعنوان: طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي الثاني حول المالية الإسلامية، صفاقس، الجمهورية التونسية، 27-28 جوان 2013.
- 3- جواد كاظم لفته، نظرة مؤسساتية مستقبلية لإدارة التنمية والاستثمار في العراق الجديد، مؤتمر علم الاقتصاد والتنمية العربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، مصر، 2005.
- 4- حربي عريقات، واقع مناخ الاستثمار في الوطن العربي، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الوطن للعلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 1998.
- 5- خطاب سامي، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، ورقة عمل مقدمة لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007.

- 6- رياض بن محمد الخريف، سوق الأسهم السعودية: هل هناك علاوات كبيرة؟، ورقة عمل، إدارة الأبحاث الاقتصادية، 2015، السعودية.
- 7- صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، 31 ماي- 02 جوان 2004.
- 8- قدي عبد المجيد، الاقتصاد الجزائري والشراكة الأجنبية خارج المحروقات في ظل المناخ الاستثماري الجديد، الملتقى الوطني حول المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، 22-23 أبريل 2003. علي لطفي، إدارة أزمة الاستثمار في ضوء التكتلات الاقتصادية العالمية، المؤتمر السنوي الثاني عشر، دار الضيافة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، ديسمبر 2007.
- 9- قدي عبد المجيد، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الاغواط، الجزائر، 08-09 أبريل 2002.
- 10- قريد عمر، الفساد وآثاره على مناخ الاستثمار الأجنبي (حالة الجزائر)، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، 06-07 ماي 2012.
- 11- مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية (الأسس والمقترحات)، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية (تجارب ورؤى مستقبلية)، طرابلس، يوم 11/12/2005.
- 12- محمد شاعر، هيئة الأوراق المالية والسلع، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها، وإدارتها.
- 13- يعقوب علي جانقي، علم الدين عبد الله بانقا، تقييم تجربة السودان في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وانعكاساتها على الوضع الاقتصادي، المؤتمر الثاني للاستثمار والتمويل (الاستثمار الأجنبي المباشر FDI)، مصر، 2006.

القوانين:

- 1- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 46، الصادر بتاريخ: 2016/08/03.
- 2- القانون رقم 25/88 المتعلق بتوجيه الاستثمارات الاقتصادية الخاصة الوطنية، الجريدة الرسمية، العدد 30 الصادرة في 27 جويلية 1988.
- 3- القانون رقم، 277/63 الجريدة الرسمية، عدد 53 الصادرة في 02 أوت 1963.
- 4- المادة 619 من القانون المدني للتشريع الجزائري.
- 5- القانون رقم 10/90 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 18، الصادرة في 14 أبريل 1990.
- 6- المرسوم التشريعي رقم 12/93 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 64، الصادرة في 05 أكتوبر 1993.
- 7- الأمر 284/66، الجريدة الرسمية، العدد 80 الصادرة بتاريخ 17 سبتمبر 1966.

- 8- الأمر الرئاسي رقم 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 47، الصادرة بتاريخ 22 أوت 2001.
- 9- المادة 18 من القانون 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ: 22 أوت 2001، العدد 47.
- 10- المادة 19 من القانون 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ: 22 أوت 2001، العدد 47.
- 11- الأمر رقم 08/06 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 47، الصادر بتاريخ 15 جويلية 2006.
- 12- المادة 01 من القانون 09/16 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية، العدد 46، الصادر بتاريخ 03 أوت 2016.
- 13- المادة 27 من القانون 09/16 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 03 أوت 2016، العدد 46.

التقارير:

- 1- التقرير السنوي لبنك الجزائر عن البنوك والمؤسسات الناشطة في السوق الجزائر والمنشور في الموقع الرسمي لبنك الجزائر: www.bank-of-algeria.dz.
- 2- التقرير السنوي لبورصة تداول السعودية لسنة 2019.
- 3- التقرير السنوي لسنة 2019 لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي.

المنشورات الجامعية:

- 1- أبو فخر نادية، محمود صبح، شامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، القاهرة، مصر، 2005.
- 2- حاتم فارس الطعان، الاستثمار (أهدافه ودوافعه)، كلية الإدارة والاقتصاد (جامعة بغداد)، 2006.
- 3- سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين الشمس، مصر، 2002.
- 4- العلي أحمد، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سوريا، 2007.

5- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000/1999.

المنشورات:

- 1- دليل الإدراج في بورصة تداول السعودية.
- 2- سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2008.
- 3- منشورات الأمانة العامة لاتحاد غرف دول مجلس التعاون الخليجي، دراسة ميدانية لمعوقات الاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي، الدمام، المملكة العربية السعودية.
- 4- منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2001.
- 5- منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2003.
- 6- منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2002.
- 7- منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2004.
- 8- منشورات النشرة التعريفية ببورصة عمان.
- 9- منشورات دليل الاستثمار في بورصة عمان.
- 10- منشورات مركز التواصل والمعرفة المالية التابع لبورصة السعودية تداول.
- 11- منشورات هيئة السوق المالي السعودي، صناديق الاستثمار.
- 12- منشورات هيئة السوق المالية السعودية على الموقع الرسمي: www.cma.org.sa

المراجع الإلكترونية:

- 1- التقرير السنوي لبنك الجزائر عن البنوك والمؤسسات الناشطة في السوق الجزائر والمنشور في الموقع الرسمي لبنك الجزائر: www.bank-of-algeria.dz
- 2- الموقع الرسمي لبنك ABC الجزائر: www.bank-abc.com
- 3- الموقع الرسمي لبنك البركة: www.albaraka-bank.com
- 4- الموقع الرسمي لبنك التنمية المحلية BDL: www.bdl.dz

- 5- الموقع الرسمي لبنك الجزيرة السعودي: www.bankaljazeera.com
- 6- الموقع الرسمي لبنك الخليج الجزائر: www.agb.dz .
- 7- الموقع الرسمي لبنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR : www.badrbanque.dz .
- 8- الموقع الرسمي لبنك سوسيتي جينيرال الجزائر: www.societegenerale.dz .
- 9- الموقع الرسمي لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz .
- 10- الموقع الرسمي لبورصة السعودية: www.saudiexchange.sa
- 11- الموقع الرسمي لبورصة المغرب (بورصة الدار البيضاء): www.casablanca-bourse.com
- 12- الموقع الرسمي لبورصة عمان (الأردن): www.ase.com.jo
- 13- الموقع الرسمي لتروست الجزائر: www.trustalgeriains.com .
- 14- الموقع الرسمي لجريدة الخبر: www.elkhabar.com .
- 15- الموقع الرسمي لجريدة الشروق اليومي: www.echoroukonline.com
- 16- الموقع الرسمي لحكومة المملكة الأردنية الهاشمية: www.portal.jordan.gov.jo
- 17- الموقع الرسمي لشركة التأمين (مصر القابضة للتأمين): www.misrholding.com
- 18- الموقع الرسمي لصندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي: www.ssif.gov.jo
- 19- الموقع الرسمي لصندوق التقاعد الوطني: www.cnr.dz
- 20- الموقع الرسمي للإذاعة الجزائرية: www.radioalgerie.dz
- 21- الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي: www.cbi.iq
- 22- الموقع الرسمي للبنك الوطني التوفير والاحتياط: www.cnepbanque.dz
- 23- الموقع الرسمي للبنك الوطني الجزائري BNA : www.bna.dz
- 24- الموقع الرسمي للجزائرية للتأمينات: www.2A.dz
- 25- الموقع الرسمي للشركة الجزائرية لتأمين وضمان الصادرات: www.cagex.dz
- 26- الموقع الرسمي للشركة الجزائرية للتأمين الشامل: www.caar.dz
- 27- الموقع الرسمي للشركة الجزائرية للتأمين: www.saa.dz
- 28- الموقع الرسمي للشركة المركزية لإعادة للتأمين: www.ccrdz.dz
- 29- الموقع الرسمي للعامة للتأمينات المتوسطة: www.gamassurances.com
- 30- الموقع الرسمي للمجلس الوطني للتأمينات: www.cna.dz
- 31- الموقع الرسمي للمنظمة الدولية التميز في الضمان الاجتماعي: www.issa.int
- 32- الموقع الرسمي للهيئة المغربية لسوق الرساميل: www.ammc.ma

- 33- الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار: www.andi.dz
- 34- الموقع الرسمي لمجموعة PRS GROUP: www.prsgroup.com
- 35- الموقع الرسمي لمشروع المعرفة: www.marefa.org
- 36- الموقع الرسمي لمصرف السلام: www.alsalamalgeria.com
- 37- الموقع الرسمي لمؤسسة الوسيط المالي: www.fbs.ae
- 38- الموقع الرسمي لهيئة السوق المالي السعودي: www.cma.org.sa
- 39- الموقع الرسمي لهيئة مراقبة التأمينات والاحتياطي الاجتماعي المغربية: www.acaps.ma
- 40- الموقع الرسمي لوحدة المعلومات المالية القطري: www.qfiu.gov.qa
- 41- الموقع الرسمي لوزارة الصناعة الجزائرية: www.mdipi.gov.dz
- 42- الموقع الرسمي لوكالة الأنباء الجزائرية: www.aps.dz

المراجع باللغة الأجنبية:

- 1- ¹ Laurence Gitman et Michel joehmk, Investissement et marchés Financiers, Pearson. Eucationfraunce, 9 editions, 2005.
- 2- Abdelhamid MEZAACHE, « L'Algérie : le voile des hydrocarbures », in : L'investissement direct étranger et développement industriel méditerranéen, sous la direction de BELLON B et GHOUIA R, Ed. Economica 1998.
- 3- Alternatives Economiques, « L'économie en 30 question ». Hors-Série n°46, Paris, Novembre 2010.
- 4- ANTOINE Joseph, Marie Claire Capiou Huart, dictionnaire des marches financières, traduit par : SERBIS Amel Laila, éditions page bleues, Bruxelles, 2010.
- 5- B. Bellettante, la bourse son fonctionnement et son rôle dans la vie économique, Paris hatier 1993.
- 6- BECKET Michael, Yvette ESSEN, “**How the Stock Market Works**”. Bell & Bain Ltd, 3rd Edition, United Kingdom, 2010.
- 7- B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.
- 8- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A., Investment, 6th edition, McGraw-Hill, (2005).
- 9- Dedek, Oldrich, Portfolio Theory and Investment Management, Institute of Economic Studies, Charles University, 2009.
- 10- Frederic Mishkin, Monnaie, Banque et Marches financiers, édition Nouveaux Horizons, huitième édition, 2007.
- 11- GUESMI, « Le cadre juridique des investissements étrangers directs en Algérie », in : L'Algérie en mutation, les instruments juridiques de passage à l'économie de marché, sous la direction de CHARVIN R, GUESMIA, Le Harmattan 2001.

- 12- HENRY Gérard- Marie, les marchés financiers, Paris, Armand Colin, 1999.
- 13- INVESTMENT DICTIONARY, Mercer.
- 14- J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3ème édition, 1993.
- 15- JAMES CHEN ‘Investment Company, www.investopedia.com.
- 16- Lawrenle Gitman, Michael Joelink : Investissement et marchés financiers, Person éducation, 9ème édition, paris ,2005.
- 17- Michel porter, l’avantage Concurrentiel, traduite par Phillipe de lavergne, FLEURY Hubert, 1999.
- 18- MILOUD BOUBEKER, INVESTISMMENTS et STRATIGIES DE DEVLOPPEMENT, 1988.
- 19- R- Reic, Système d’information et management d’organisation, Edition Vuibert, 1995.
- 20- Vialles, Rodolphe, Savoir investir en bourse avec internet, 2PèmeP édition, Vuibert, paris, 2005.
- 21- Warrick Smith et Mary Hallward Driemeier,Le climat de l’investissement : une donnée primordiale,revue Finances & Développement, Mars 2005.
- 22- Y. BOUDJENAH, Algérie décomposition d’une industrie : La restructuration des entreprises publiques (1980-2000) l’Etat en question, éd : Le Harmattan, 2002.
- 23- youcef debboub , le nouveau mécanisme économique en Algérie, OPU, Alger,2000.