

جامعة الجبالي بونعامة خميس مليانة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم مالية ومحاسبة



أهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية مجمع صيدال

مذكرة لنيل شهادة ماستر شعبة علوم الاقتصادية تخصص إقتصاد وتسيير مؤسسة

إعداد الطالب:

- لعروبي يزيد
- نصري عبد الحميد

إشراف الأستاذة:

شواحي صورية

السنة الجامعية: 2021-2022

الشكر والعرفان

قبل كل شيء نحمد الله عز وجل الذي أنعم علينا بنعمة العلم و وفقنا في بلوغ هذه الدرجة, "فللهم لك الحمد حتى ترضى و لك الحمد اذا رضيت ولك الحمد بعد الرضى"

نتقدم بشكرنا الجزيل الى كل من ساعدنا في هذا العمل وبالأخص الأستاذة المشرفة " شواحري صورية" التي لم تبخل علينا بالنصائح والتوجيهات

كما نتوجه بخالص الشكر والتقدير الى موظفي مجمع صيدال بالحراش على المعلومات التي قدموها لنا.

إهداء

إلى من أضاءت بنورها حياتي وإلى
من زرعت في جسدي روحا
تعشق الكفاح والنضال وأسقتني
بحنانها ودفئها وحملتني وضعتني وهن
على وهن إلى الحبيبة و الغالية .
إلى والدي حفظه الله ورعاه .
إلى إخوتي
إلى كل رفقاء الدرب
إلى كل أساتذتي

يزيد

إهداء

إلى من أضاءت بنورها حياتي وإلى من زرعت في
جسدي روحا

تعشق الكفاح والنضال وأسقتني بحنانها
ودفئها و حملتني
و وضعتني وهن على وهن إلى الحبيبة و
الغالية .

إلى والدي حفظه الله و رعاه

إلى إخوتي

إلى كل رفقاء الدرب

وإلى كل أساتذتي

عبد الحميد

الفهرس

أ-ث	المقدمة
7	الفصل الأول: الاستثمار الحقيقي والمالي
7	المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار الحقيقي
	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الحقيقي والمالي
9	المطلب الثاني: مجالات، أهداف ودوافع الإستثمار المالي
13	المطلب الثالث: أدوات الإستثمار المالي
	المبحث الثاني: أساسيات قرار الإستثمار
27	المطلب الأول: مفهوم وأنواع القرار الإستثمارية
27	المطلب الثاني: مبادئ واستراتيجيات قرار الإستثمار المالي
32	الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية
	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
43	المطلب الأول: مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية
43	المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالي
46	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
	المطلب الأول: الأسهم
48	المطلب الثاني: السندات
50	المطلب الثالث: المشتقات المالية
53	المبحث الثالث: المتدخلون الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية
55	المطلب الأول: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية
55	المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية
57	المطلب الثالث: نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية
59	

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة 2016-2021

- 64 المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر
- 65 المطلب الأول: مراحل نشأة بورصة الجزائر
- 65 المطلب الثاني: الهيئات المنظمة والشركات المدرجة في بورصة الجزائر
- 69 المطلب الثالث: تداول وتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر
- 71 المبحث الثاني: تقديم عام لمجمع صيدال
- 71 المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال
- 72 المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
- 75 المطلب الثالث: إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة
- 78 المبحث الثالث: الاستثمار في أسهم مجمع صيدال
- 78 المطلب الأول: تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط السعر سهم مجمع صيدال.
- 78 المطلب الثاني: الاستثمار في أسهم مجمع صيدال
- المطلب الثالث: حجم الاستثمار في أسهم مجمع صيدال بالمقارنة مع حجم
- 80 الاستثمار في أسهم أليانس للتأمينات
- 85 الخاتمة
- قائمة المراجع

قائمة الجداول وقائمة الأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
52	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	01
67	الشركات التي تطرح الأسهم	02
68	الشركات التي تطرح السندات	03
78	تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط السهم مجمع صيدال	04
79	العوائد المحققة من الاستثمار في أسهم مجمع صيدال	05
80	تباين سهم مجمع صيدال	06
81	العوائد المحققة من الاستثمار في أسهم أليانس للتأمينات	07
82	تباين سهم أليانس للتأمينات	08

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الشكل
31	أنواع القرارات الإستثمارية	01
39	نموذج شجرة القرار	02
73	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	03

مقدمة

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة في توجيه الموارد المالية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، وبالتالي فهي فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية. كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم، وسندات، ومشتقات تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية. كما أنها تسمح لحاملي هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوية، ونظرًا لهذه الأهمية التي تكتسبها هذه الأسواق قامت الجزائر بإنشاء بورصتها على غرار باقي الدول، وقد جاء إنشائها في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرت الجزائر على هيكلاها الاقتصادي، ولتفعيل السوق المالية الجزائرية قام المشرع بإصدار مجموعة من التشريعات والتنظيمات لضبط نشاطها.

وتعد السوق المالية سوقاً يلتقي فيها البائعون والمشترون لتداول الأدوات المالية، هذه الأخيرة تعتبر بدائل استثمارية متميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها و الحجم التي تنطوي عليها، وبما أن هذه العمليات يشوبها الكثير من العراقيل وجب الاهتمام بإيجاد طرق وسبل كفيلة لقياسها. وبناء على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى يمكن معرفة حجم الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؟

وحتى يتيسر لنا الإلمام بجوانب الموضوع ارتأينا وضع الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما مفهوم الاستثمار المالي وماهي أدواته؟
2. ما هي طرق قياس حجم الاستثمار في الأوراق المالية، وآليات تقليلها؟
3. ما هو حجم الاستثمار في أسهم مجمع صيدال؟

ولمعالجة الإشكالية والإجابة على هذه الأسئلة الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية:

- 1) يمثل الاستثمار في الأوراق المالية أسلوباً جديداً للتمويل.
- 2) يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية على حسن قياس حجم الاستثمار المالي.
- 3) يمكن معرفة حجم الاستثمار في أسهم مجمع صيدال من خلال مقارنتها مع شركة أليانس للتأمينات.

أسباب اختيار الموضوع: ترجع أسباب اختياري لهذا الموضوع إلى ما يلي:

- ✓ الميل الشخصي للبحث في هذا النوع من المواضيع؛
 - ✓ ارتباط قرار الاستثمار المالي بظروف تتسم بالمخاطرة؛
 - ✓ الأهمية البالغة لهذا الموضوع بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية؛
- أهمية البحث:** تتمثل أهمية هذا البحث في كون أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية مهم جدا لكل المتعاملين.

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى:

- ✓ تحديد مفهوم الاستثمار المالي؛
 - ✓ عرض أدوات الاستثمار المالي؛
 - ✓ التعرف على الاستثمار المالي وعلى طرق قياسها وأساليب التقليل منها؛
 - ✓ التعرف على حجم الاستثمار في أسهم مجمع صيدال.
- حدود البحث:** يتمحور هذا البحث حول الاستثمار في الأوراق المالية، وكذا طرق قياسها وآليات تقليلها، ولكن ركزنا في بحثنا هذا على دراسة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2016-2021. كما حصرنا دراستنا التطبيقية على حجم الاستثمار في أسهم مجمع صيدال.

منهج البحث: نظراً لطبيعة موضوع البحث فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي، وذلك عن التطرق لمختلف الجوانب النظرية للاستثمار المالي والأسواق المالية، من جهة أخرى اعتمدنا على المنهج الاستقرائي في دراسة حالة لإسقاط الدراسة النظرية على أرض الواقع.

صعوبات البحث: من المعروف أن أي بحث علمي لا يخلو من الصعوبات حيث واجهتنا خلال قيامنا بهذا العمل الصعوبات التالية:

- ✓ صعوبة تطبيق الدراسة النظرية على أرض الواقع؛
- ✓ قلة المراجع خاصة فيما يتعلق بالسوق المالية الجزائرية؛
- ✓ صعوبة الحصول على الوثائق والدوريات الخاصة بمجمع صيدال؛
- ✓ صعوبة تطبيق طرق قياس حجم أسهم المجمع بسبب عدم دقة وقلة المعلومات الإحصائية.

أقسام البحث: لتغطية نقاط هذا البحث تطلب تقسيمه إلى:

- مقدمة.

- الفصل الأول: نستعرض من خلاله أساسيات الاستثمار المالي، وذلك من خلال ثلاثة مباحث أولهم تحت عنوان مفهوم ومقومات الاستثمار المالي، فيما خصصنا المبحث الثاني للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتناول المبحث الثالث مكونات وخصائص سوق الأوراق المالية.

- أما الفصل الثاني: سنتطرق فيه إلى حجم الاستثمار المالي وآليات تقليدها، فقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث خصصنا المبحث الأول لمفهوم المخاطرة وتصنيفها، أما المبحث الثاني فيتناول طرق قياس حجم الاستثمار في الأوراق المالية، بينما خصصنا المبحث الثالث لاستعراض آليات التقليل من حجم الاستثمار المالي.

- أما الفصل الثالث والأخير، فقد خصصناه للجانب التطبيقي والذي جاء بعنوان دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال من 2016-2021 وذلك من خلال ثلاثة مباحث، حيث خصصنا

المبحث الأول التعريف بورصة الجزائر، أما المبحث الثاني فخصصناه لتقديم عام لمجمع الصيدال، والمبحث الثالث فيتناول حجم الاستثمار في مجمع صيدال.

الفصل الأول

تمهيد:

إن كلمة الاستثمار من الكلمات التي يصعب وضع تعريف محدد لها بحيث يتفق عليه الجميع، فنظرة الأفراد إلى عملية الاستثمار و طبيعته تختلف باختلاف ظروفهم و المهن التي يشغلونها ، و الأغراض التي يرغبون تحقيقها تختلف من وراء استثماراتهم، وغير ذلك من العوامل التي تجعل من الصعب وضع تعريف واحد محدد لكلمة الاستثمار بحيث يلتبس مع جهات النظر المختلفة، فالمصنع مثلا ينظر إلى عملية الاستثمار نظرة تختلف تماما عن نظرة التاجر، وهذه الأخيرة تختلف عن مثيلاتها بالنسبة للأفراد العاديين الذين يملكون كميات صغيرة أو كبيرة من رؤوس الأموال و الذين يرغبون في استخدامها للحصول على عائد مناسب في شتى الميادين

المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار الحقيقي

تناولنا خلال هذا المبحث مفهوم الإستثمار بشقيه الحقيقي و المالي و كذلك مجالات و أهداف الإستثمار في الأسواق المالية ، و ذلك من خلال مطلبين على التوالي:

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الحقيقي والمالي

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار

فبصفة عامة يمكن تعريف الاستثمار¹ أنه التوظيف أو الاستخدام الأمثل لرأس المال و من الناحية الاقتصادية، فإن الاستثمار ينطوي على توجيه المدخرات أو الثروة المجمععة إلى الاستخدامات المنتجة التي يمكن أن تسد حاجة اقتصادية و في نفس الوقت ينتظر أن تنتج عائدا و طيقا للمعنى التقليدي، ينظر إلى هذه الاستخدامات نظرة ضيقة، إذ يعتقد أن تختصر عنده الاستخدامات على السلع الرأسمالية، و في السلع التي تستعمل في إنتاج سلعة أخرى، أما لو نظرنا إلى هذه المسألة نظرة أوسع فإننا نجد أن ما تنفقه الحكومة من أموال لغرض تقديم الخدمات الاجتماعية يعتبر استثمار من وجهة النظرة العامة كما لو استخدمت تلك الأموال بواسطة المؤسسات التجارية المختلفة لغرض تمويل نشاطها و زيادة أصولها الثابتة و المتداولة .

و من وجهة نظر المستثمرين فإن الاستثمار يعني استخدام الأموال الحالية لغرض الحصول على دخل في المستقبل، و ذلك بغض النظر ما إذا كانت هذه الأموال مخصصة للاستخدام طبقا للمعنى الاقتصادي، و بالتالي يعتبر شراء السندات الحكومية التي تستخدم حصيلتها للإغراض الحربية استثمارا تماما كإجراء أسهم و سندات الشركات المساهمة التي تستغل حصيلتها لتمويل نمو و توسع هذه الشركات أي أن النقطة الرئيسية حسب هذا الرأي هي أن الأموال المدخرة قد خصصت لشراء عوائد مستقلة تتخذ شكل فائدة، أرباح موزعة إيجار هامش عند التقاعد أو زيادة في قيمة الأصل .

ويلاحظ انه من الناحية المالية يقصد بالاستثمار نفس وجهة النظر الأخيرة الخاصة بالمستثمرين والسابق ذكرها أو هي توظيف الأموال المدخرة لغرض الحصول على دخل.

إن تعريف الاستثمار يختلف من اقتصاد لآخر و سنقدم بعض التعريفات لعدد من الاقتصاديين البارزين كمايلي:² فحسب لومبار " الاستثمار هو شراء أو صنع منتجات آلية و وسيطية " أما فيتون فيقول أن " الاستثمار هو تطوير و تنمية لوسائل الطاقات المهيأة، فالاستثمار تحسين في المستقبل مع إنفاق و تضحية"، أما (Dietelen) فيقول أن " الاستثمار يوجد في قلب الحياة الاقتصادية و النظرية النقدية و نظرية التنمية و نظرية الفائدة" .

د.جميل أحمد توفيق : "الاستثمار و تحليل الأوراق المالية"، دار المعارف بمصر . ص 89¹.

investissement et stratégie de développement MILOUDI BOUBAKAR ED 1988-²

ويمكننا صياغة كل هذا في أن الاستثمار هو "نوع من الانفاقات وهو إنفاق أصول يتوقع منها تحقيق عائد على المدى الطويل وللاستثمار عدة مفاهيم كالمفهوم المحاسبي، المفهوم الاقتصادي والمفهوم المالي. هناك عدة مفاهيم للاستثمار:

الفرع الأول: المفهوم المحاسبي: يعرف المخطط المحاسبي للاستثمار كمايلي:

" الإستثمار هو الأصول المادية وغير المادية المنقولة وغير المنقولة المكتسبة أو التي تنتجها المؤسسة والموجودة للبقاء مدة طويلة محافظة على شكلها داخل المؤسسة⁹ يتم تسجيلها في الصنف الثاني من هذا المخطط" ويمكننا أن نميز بين العقارات بالاستغلال والعقارات خارج الاستغلال فالعقارات المتعلقة بالاستغلال هي عقارات مكتسبة أو تنتجها المؤسسة ليس لغرض بيعها أو تحويلها ولكن لاستعمالها كأداة عمل أي عقارات إنتاجية كالعتاد، أما العقارات خارج الاستغلال فهي عقارات من خلالها تقوم المؤسسة باكتساب عقارات أخرى مثل شراء الأراضي

الفرع الثاني: المفهوم الاقتصادي: 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، الخطر المرتبط بالمستقبل.

الفرع الثالث: المفهوم المالي: يقصد به مجموعة التكاليف التي تعود بالأرباح والإيرادات خلال فترة زمنية طويلة أين يكون تسديد التكلفة الكلية وتغطيتها.

الفرع الثاني: الاستثمار الحقيقي والمالي

الاستثمار الحقيقي يكون في الأصول الحقيقية للشركة حسب المفهوم الاقتصادي (مباني، تجهيزات، مواد و لوازم)، وبالتالي هو الاستثمار الذي يساهم في زيادة الدخل والنتاج القومي، أما الاستثمار المالي فيتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات.¹

أولاً: مفهوم وأنواع الإستثمار الحقيقي

أما عن تعريف الاستثمار الحقيقي، فهو الاستثمار في الأصول الحقيقية وهي الأصول الملموسة والمملوكة للفرد، والتي يمكنه التحكم فيها في أي وقت عند الحاجة إليها، وهناك فرق بين الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، فالاستثمار المالي يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية من أسهم وسندات وشهادات إيداع.

وهناك أيضاً الاستثمار طويل الأجل والاستثمار قصير الأجل، فالاستثمار طويل الأجل يتمثل في الأسهم والسندات والتي قد تصل فترة الاستثمار فيها لمدة 5-10 سنوات، أما الاستثمار قصير الأجل فهو الاستثمار في الأوراق المالية والتي تكون في صورة أذونات الخزينة، أو في صورة شهادات إيداع، ويعرف أيضاً بالاستثمار النقدي.

¹. حامد العربي الحضيرى: تقييم الاستثمارات، دار الكتاب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000، ص21

ثانياً: مفهوم الإستثمار المالي

يمكن أن نقدم عدة تعاريف له:

التعريف الأول: يعرف بأنه شراء فرد أو مؤسسة لأحد الأصول المالية، تدر عائداً يتناسب مع حجم المخاطرة المفترضة خلال فترة الاستثمار.¹

التعريف الثاني: يقصد منه كل عملية يراد منها شراء وبيع الأصول المالية مثل الأسهم والسندات.²

التعريف الثالث: "الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول".³

التعريف الرابع: "شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكة حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية".⁴

ومن تعاريف السابق يمكن استنتاج أن الإستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

المطلب الثاني: مجالات، أهداف ودوافع الإستثمار المالي⁵

الفرع الأول: المجالات.

تتمثل مجالات الاستثمار المالي فيما يلي:

1- أدوات دين

تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزنة وشهادات الإيداع....، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص50

² رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006، ص 11.

³ هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع.الأردن، 2003، ص: 13

⁴ دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الإستثمار في شوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة 2013-2018، رسالة ماجستير في الإقتصاد، قسم الإقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018، ص 10.

⁵ - نفس المرجع، ص ص: 40-41.

2- أدوات الملكية

تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

3- أدوات مركبة

تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

4- أدوات مشتقة

تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

الفرع الثاني: دوافع وأهداف الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عدة دوافع تزيد من ميل المستثمر لهذا النوع من الاستثمارات، كما أن له عدة أهداف يسعى إلى تحقيقها كل مستثمر.

وسيتم التطرق إلى ذلك من خلال ما يلي:

- دوافع الاستثمار المالي؛

- أهداف الاستثمار المالي.

1-دوافع الاستثمار المالي¹

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي:

- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات؛ إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجئة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

- توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛ وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص ص: 21-22.

والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقة بدوافع الادخار.

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

2- أهداف الاستثمار المالي¹

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

2-1- تأمين المستقبل

عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

2-2- تحقيق أكبر دخل جاري

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

2-3- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.

2-4- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم

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

¹ - محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000، ص ص: 53-54.

2-5- حماية الدخول من الضرائب

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

2-6- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.

الفرع الثالث: خصائص الاستثمار المالي¹

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

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية والسوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة.

وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس؛ فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.

- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أي كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 49.

المطلب الثالث: أدوات الإستثمار المالي

تعتبر الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها: الأسهم، السندات والمشتقات المالية.

وسيتم التطرق إليها في هذا المبحث من خلال ما يلي:

- الأسهم؛

- السندات؛

- المشتقات المالية.

الفرع الأول: الأسهم

تشكل الأسهم أحد أدوات الاستثمار المالي، ويندرج ضمنها عدة خصائص وأنواع والتي يتم التطرق إليها من خلال النقاط الموالية:

- تعريف الأسهم وخصائصها؛

- أنواع الأسهم.

1- تعريف الأسهم وخصائصها

للأسهم عدة تعاريف وخصائص يمكن إدراجها كما يلي:

1-1- تعريف الأسهم

تعرف الأسهم على أنها عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، أو صكوك لها الحق في حصص شائعة في ملكية رأسمال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة، كما تعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال¹.

السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق، قابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، حق التصويت فيها، حق الانتخاب، وحق

¹ حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004، ص: 17.

الأولية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء¹.

كما عرف بأنه عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم².

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي تحققها. هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

ويتميز كل منهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، تمثل القيمة الاسمية القيمة التي يصدر بها السهم في عقد الإصدار، وتحسب بالصيغة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الاسمية}^3}{\text{عدد الأسهم}} = \text{رأس مال الشركة}$$

بينما تمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية، وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمون}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{أرباح غير موزعة}$$

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوم محاسبي، بينما الثانية تمثل مفهوم قانوني⁴، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من الدفترية أو الاسمية، فان كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية⁵.

1 - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 21.

2 - محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 08.

3- حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 25.

4- مصيبح أحمد، مرجع سابق، 2004، ص: 52.

5- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، الأردن، 2001، ص: 157.

1-2- خصائص الأسهم

للأسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها:

- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها.
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
- أرباح السهم غير محددة مسبقاً، وتعتمد على الموقف المالي للشركة¹
- تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.
- تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
- الاستثمار في الأسهم لعبة ايجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
- قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
- الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

2- أنواع الأسهم

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنحها بعض الأنواع من الأسهم. وعليه، يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

- أسهم عادية؛
- أسهم ممتازة؛
- أسهم خاصة.

1-2- الأسهم العادية

هي مستند ملكية، وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، وتأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال.

¹ ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:41.

ويمكن تصنيف الأسهم العادية إلى عدة أنواع، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف، والتي منها ما يلي:

2-1-1-1- من حيث الشكل

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى ما يلي:

2-1-1-1- أسهم لحاملها: وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة¹.

2-1-1-2 أسهم اسمية: هو سهم يحمل اسم صاحبه، وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.

2-1-1-3 أسهم لأمر: يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير، دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول السهم².

2-1-2- حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

2-1-2-1- الأسهم النقدية: هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المکتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

2-1-2-2 الأسهم العينية: هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجدات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

2-1-2-3 أسهم أو حصص التأسيس: هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هي أسهم قد تكون اسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية³.

2-1-3- حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

1 - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 20.

2 - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 21.

3 - نفس المرجع، ص: 22.

2-1-3-1-1- الأسهم العادية: وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل المنشأة.

2-1-3-1-2- أسهم التمتع: وهو الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية من سهمه، ويشترط لإعطاء هذه السهم أن يكون ذلك مصرحاً به في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة¹.

2-2- الأسهم الممتازة

هي ورقة مالية تمثل حق ملكية وأيضاً حق مديونية، وباعتبارها ملكية فإنها تستحق أرباح مما تحققه منشأة الأعمال وتكون تلك الأرباح محددة بحددها الأدنى أو حددها الأعلى، وتدفع أولاً لحملة الأسهم الممتازة لذلك فإنها تماثل السند في هذا الحق كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت، بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية².

وللسهم الممتاز قيمة اسمية، دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة³ وللأسهم الممتازة عدة أنواع منها:

2-2-1- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح: يقصد بالأسهم الممتازة مجمعة للأرباح بأنه إذا لم تكف أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة في سنة ما، لا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح وإنما تؤجل و تجمع مع المستحق في العام الموالي عندما تتوفر الأرباح، أما الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من أرباح الشركة فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوفر الأرباح⁴.

2-2-2- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح: الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح تتميز عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت المعدلات

1 - شمعون شمعون، مرجع سابق، 1993، ص: 25.

2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 177.

3 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 23.

4 - محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 41.

أكبر من الحد الأدنى المقدر، بينما تستحق الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية بمعدل ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي ستحققها المنشأة¹.

2-2-3- الأسهم الممتازة القابلة للسداد: يطلق عليها أيضا الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء، حيث تقوم الشركة بإصدارها وتحتفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، عادة ما تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية محددة من الأرباح، لذلك فبمجرد تحسن المركز المالي للشركة، تنتهز هذه الفرصة وتقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها، للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم².

2-2-4- الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت: في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية، غير أنه قد يحدث أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتياز في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.

2-2-5- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 7.5%³.

3-2- الأسهم الخاصة

وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والممتازة، ولأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها:

2-3-1- شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة⁴.

2-3-2- سندات المساهمة: تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار...، وتختلف خصائص هذه السندات من بلد لآخر فبينما نجد حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة- عند الاستحقاق- منقوصا من ذلك بعض المصاريف،

1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 177.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 43.

3 - نفس المرجع، ص: 43-44.

4 - Simon, Encyclopédie des marchés financiers, Tome : 1, economica, Paris, 1997, P:3.

نجد أن حاملها في فرنسا يحصل على فائدة وأن تاريخ الاستحقاق غير محدود، أما في الجزائر فحاملها يستفيد من فوائد، جزء منها متغير والآخر ثابت وهي غير قابلة للتسديد¹.

2-3-3- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم: هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلا، هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك².

ويقدم هذا النوع من المستندات مزايا للمصدر والمستثمر فبالنسبة للمصدر يمثل قرضا بشروط تفضيلية، ذلك أن معدل الفائدة على مثل هذه الأوراق المالية يكون أقل من المعدل السائد في السوق أما بالنسبة للمستثمر فإن هذا النوع من الأوراق المالية يتميز بميزة المضاربة.

الفرع الثاني: السندات

تعد السندات من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية فأهمية السندات كوعاء استثماري تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية حيث يندرج ضمن هذا الصنف عدة خصائص وأنواع ويتم التعرض إليها في هذا الفرع من خلال ما يلي:

- تعريف السندات وخصائصها؛

- أنواع السندات.

1- تعريف السندات وخصائصها

للسندات عدة تعاريف وخصائص يمكن إدراجها كما يلي:

1-1- تعريف السندات

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة³.

1 - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص: 82.

2 - Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002، P: 206.

3 - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2000، ص: 24.

كما عرفت أيضا على أنها جزء من المديونية؛ بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن للشركة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فإن حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن الاستنتاج أن السندات عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته، قابل للتداول ويحصل حامله على سعر فائدة ثابت خلال مدة استحقاقها، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه.

1-2- خصائص السندات²

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره.
- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها.
- للسند قيمة اسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق.
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة.
- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- السند يمكن أن يكون مضمون بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها.
- يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من القيمة الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار.
- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة.
- عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند.

- قابلية السهم للتداول حيث يحق لمالكة بيعه للغير.

2- أنواع السندات

تقسم السندات وفقا لعدة معايير أهمها:

1 - محمد محمود عبد ربه، مرجع سابق، 2000، ص:08.
2 - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص:04.

2-1-1- حسب الجهة المصدرة¹

يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى:

2-1-1- **السندات العامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

2-1-2- **السندات الخاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

2-2- حسب ما تمتع به من ضمان²

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

2-2-1- **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.

2-2-2- **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي).

2-3- حسب العائد

يمكن هنا التمييز بين:

2-3-1- **السندات ذات العائد الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.

2-3-2- **سندات ذات العائد المتغير:** هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

2-4- حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى:

1 - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 33.

2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 231.

2-4-1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:¹ هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يجدد عند الإصدار.

2-4-2- السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل.

2-5- حسب أجلها

يمكن التمييز في هذا الصدد بين:

2-5-1- السندات الدائمة: هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.

2-5-2- سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

2-6- حسب طريقة تداولها وتملكها²

حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:

2-6-1- سندات اسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئي أي تسجيل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.

2-6-2- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.

¹ - ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، طبعة أولى، 1998، ص:15.

² - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص:07.

2-7- سندات ذات شرط الاستدعاء¹

يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء.

الفرع الثالث: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من الأصول المعنية (الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والتي تتنوع بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح هذه العقود للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات:

- عقود الاختيارات؛

- العقود المستقبلية؛

- عقود المبادلات.

1- عقود الاختيارات

1-1- تعريف عقود الاختيارات

هو حق شراء أو بيع بسعر محدد مسبقا لأصل معين خلال فترة زمنية معينة².

1-2- أنواع عقود الاختيارات

يمكن التمييز بين عدة تصنيفات لعقود الاختيارات أهمها:

1-2-1- التصنيف على أساس نوع الصفقة³: تصنف إلى:

1-1-2-1- حق اختيار الشراء: هو اتفاق يعطي الحق (وليس الإلزام) للمستثمر في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقا وخلال مدة معينة نظير مكافأة يقدمها المستثمر.

1-2-1-2-1- حق اختيار البيع: هو اتفاق يعطي حق للمستثمر (ولا يلزمه) بيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا لطرف آخر يرغب في الحصول عليها في المستقبل.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 232.

² - Yannick Marquet, Les marchés d'option Négociables sur contrat a terme, economica, Paris, 1988, P: 07.

³ - جبار محفوظ، مرجع سابق، 2002، ص ص: 90-105.

1-2-2-1- حسب تاريخ تنفيذ العقد¹: تقسم حسب هذا التصنيف إلى:

1-2-2-1-1- حق الاختيار الأوروبي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق تتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاه العقد.

1-2-2-2-1- حق الاختيار الأمريكي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

1-2-3- حسب ملكية الأوراق المالية²: حسب هذا التصنيف تقسم إلى:

1-2-3-1-1- حق الاختيار المغطى: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتعاقد بشأنها.

1-2-3-2-1- حق الاختيار غير المغطى: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

2- العقود المستقبلية

العقود المستقبلية هي نوع من أنواع المشتقات المالية تبرم في اللحظة التي تناسب طرفيها على أن يتم تنفيذ ما ورد في العقد، في تاريخ لاحق أما محل العقد فهو سلعة أو أصل ما ولها مجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من المشتقات المالية.

1-2- تعريف العقود المستقبلية

هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم، ومن أكبر البورصات التي تتداول فيها العقود المستقبلية هي مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو مير كانتايل³.

2-2- خصائص العقود المستقبلية⁴

للعقود المستقبلية عدة خصائص أهمها:

1 - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة أولى، 2003، ص: 338.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي و الفني)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 310.

3 - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 16.

4 - نفس المرجع، ص ص: 135-137.

2-2-1-الأصل: عند تحديد الأصل المتفق عليه في العقد تعين البورصة مستويات السلعة التي تكون مقبولة نظرا لوجود تباين كبير في جودة أو نوعية ما هو متاح في السوق ويتم تعديل أو تسوية السعر وفقا للأصل المختار.

2-2-2- حجم العقد: يقصد به كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد، إذ تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.

2-2-3- ترتيبات التسليم: يجب أن يتم تحديد مكان التسليم بواسطة البورصة، خصوصا بالنسبة للسلع التي ترتبط بها تكاليف نقل كبيرة، ويتم تعديل السعر في حالات تحديد مواقع بديلة للتسليم.

2-2-4- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

3- عقود المبادلة

3-1- تعريف عقود المبادلة¹

تعرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، إضافة إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في عقود لاحقة التنفيذ.

3-2- أنواع عقود المبادلة

توجد عدة أنواع لعقود المبادلة أهمها:

3-2-1- عقود مبادلة أسعار الفائدة²: هو اتفاق بين طرفين؛ حيث يوافق الطرف الأول على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة، وتتخذ عقود مبادلة أسعار الفائدة عدة أشكال أهمها:

3-2-1-1- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد: هي عقود تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

3-2-1-2- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنه في نفس الوقت محدد بسقف أوحد معين.

¹ - محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد ، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، 2005، ص: 371.

² - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2001، ص: 215.

3-1-2-3 عقود مبادلة مختلفة: تنطوي هذه العقود على شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل الفائدة متغير ومقيد.

3-2-2-3 عقود مبادلة العملات: في ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابلة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل وذلك لبيع العملة التي سبق شرائها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها¹.

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2002، ص: 357.

المبحث الثاني: أساسيات قرار الإستثمار

يعتبر قرار الاستثمار اصعب واهم القرارات التي تتخذها المؤسسة و اكثر تأثيرا بنشاطها المستقبلي وسوف نتطرق من خلال هذا المطلب الى مفهوم القرار الاستثماري واهم خصائصه ومختلف الاسس والمبادئ لاتخاذ.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع القرار الإستثمارية

ومن خلال هذا المطلب سنحاول التطرق إلى كل من تعريف القرار الإستثماري وأنواعه.

أولاً: مفهوم القرار الإستثماري وخصائصه

إن نجاح أي مشروع إستثماري يتوقف على مدى صحة وسلامة القرار الإستثماري المتخذ بشأنه، ومن خلال هذا سيتم التعرف على مفهوم القرار الإستثماري من خلال تعريفه أولاً، ثم إبراز أهم خصائصه، ليتم في الأخير تبيان أهميته بالنسبة للمؤسسة

1- تعريف القرار الإستثماري

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية التي يقوم عليها علم الاقتصاد اساسا ،حيث من المفترض ان متخذ القرار الاستثماري ان يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية احسن استخدام ممكن والتي يكون لها استخدامات عديدة ،بحيث يصل الى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط او المشروع الذي يعطي اكبر عائد ممكن على الاستثمار اخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحى بها.

يعرف القرار الإستثماري على أنه تصرف يتعلق بتحويل الموارد المالية إلى أصول ثابتة (سلع إنتاجية) خلال فترة زمنية معينة، من خلال دراسة وتقييم البدائل الإستثمارية وإجراء عملية المفاضلة بينها.¹

وفي هذا الإطار ، لابد من التعرض لمفهوم القرار الإستثماري الرشيد، حيث من المفترض أن متخذ القرار الإستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة، والقيام بإستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الإستثمار، أخذاً في الإعتبار تكلفة الفرصة البديلة والمضحى بها.²

فالقرار الإستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على إختيار البديل الإستثماري الذي يعطي أكبر عائد إستثماري من بين بديلين على الأقل، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الإختيار وتتمر بعدة مراحل تنتهي بإختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف المشروع الإستثماري.³

¹ Vincent Giard, Gestion De La Production Et Des Flux, Economica, France, 3ème Edition, 2003, P.144.

² هوارى معراج وآخرون، القرار الإستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013، ص64

³ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لإتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص38.

2- خصائص القرار الإستثماري:

استنادا إلى ما سبق، يتضح جليا أن للقرار الإستثماري جملة من الخصائص الكفيلة بتمييزه عن غيره من القرارات الأخرى، نذكر من بينها:¹

□ يعتبر القرار الإستثماري هدف وأساس دراسة الجدوى، إذ يتضمن عددا من القرارات الفرعية الواجب إتخاذها قبل إتخاده، كصياغة الفرصة الإستثمارية المصاحبة للمشروع، تقدير التدفق النقدي الداخل والخارج للمصاحبين للمشروع الإستثماري والمخاطر المرتبطة به...؛

□ يؤدي إتخاذ القرار الإستثماري إلى إغراق جزء هام من أموال المؤسسة في الأصول الثابتة المتخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر تمويل كالإقراض؛

□ القرارات الإستثمارية تؤدي إلى تحمل المؤسسة في حالة التوسع أو الإحلال لتكاليف ثابتة يصعب تعديلها أو الرجوع فيها؛

□ القرار الإستثماري هو قرار إستراتيجي له آثار بعيدة المدى ويحتاج إلى كفاءة في التنبؤ بالمستقبل؛

□ القرار الإستثماري غير متكرر، لأن عمليات الإحلال، التجديد والتوسع كمشروعات إستثمارية لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة؛

□ يحيط بالقرار الإستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها؛

¹ محمد عثمان وإسماعيل حميد، أساسيات دراسة الجدوى الإقتصادية وقياس مخاطر الإستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1985، ص 09.

ثانيا: أنواع القرارات الإستثمارية

أنواع القرار الإستثماري

يمكن تصنيف أنواع القرارات الإستثمارية الممكنة لأصحاب المشاريع الإستثمارية في عدة أبواب وذلك تبعا لعدد البدائل المتاحة، ظروف إتخاذ قرار الإستثمار، والأساليب المعتمدة في التحليل الإستثماري كالاتي:

أ- التصنيف وفقا لعدد البدائل المتاحة: حسب هذا المعيار، نميز بين أنواع قرارات الإستثمار الآتية:¹

• قرار المفاضلة بين الإستثمارات: يتم إتخاذ القرار الإستثماري هنا بالمفاضلة بين عدد معين من المشاريع الإستثمارية والمحتمل أن تحقق نفس الأهداف. لذا، يصبح المستثمر أمام عملية إختيار المشروع الأفضل بناء على ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يتم ترتيب أولويات الإستثمار حسب هذا المبدأ وهو "العائد على الإستثمار".

• قرار قبول أو رفض الإستثمار: في هذه الحالة، يكون المستثمر أمام بديل واحد، إما أنه يستثمر أمواله في نشاط معين أو يحتفظ بها دون إستثمار. وهنا تكون فرص الإختيار محدودة مقارنة بالحالة السابقة.

• قرار منع التبديل: في هذا النوع من القرارات، عندما يختار المستثمر إحدى فرص الإستثمار في نشاط معين، فإنه لا يمكنه إختيار نشاط آخر. فإذا تم إختيار الإستثمار في مشروع صناعي مثلا، فإن ذلك يمنع على هذا المستثمر الدخول في مشروع زراعي، ويؤبر عن العائد المضحي به في هذه العملية بتكلفة الفرصة البديلة.

ب- التصنيف وفقا لظروف إتخاذ القرارات الإستثمارية (ظروف التأكد، المخاطرة وعدم التأكد) يمكن أن تتخذ القرارات في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة، أو أنها تقترب من الصفر. وفي هذه الحالة تتم عملية إتخاذ القرار الإستثماري بكل سهولة وبساطة لأن متخذ القرار حصل على جميع المعلومات، كما أنه على دراية تامة بالمستقبل ونتائجه. لكنه قلما يحدث لأن القرارات الإستثمارية تكون دائما مصحوبة بدرجة معينة من المخاطر، فمعظم هذه القرارات في الواقع العملي تتسم بنسبة معينة من المخاطرة والتي عادة ما تكون محصورة بين الصفر والمائة (0% - 100%)، ومن ثم فهي تقتضي دراسات قائمة وفق أسس ومناهج علمية لتوفير أكبر قدر ممكن من المعلومات التي تساعد على تدنية المخاطر ومن ثم إتخاذ القرار المناسب. كما أن هناك بعض القرارات الإستثمارية التي تتخذ في حالة اللاتأكد حيث تكون درجة المخاطرة كبيرة جدا إذ تقترب بقوة من النسبة 100%، وهي قرارات تحتاج إلى خبرة وكفاءة عالية في مجال إجراء الدراسات الخاصة بها، كما تحتاج دقة كبيرة وتطبيقا لأساليب على درجة مرتفعة من التقدم لإتخاذ القرار الإستثماري في مثل هذه الظروف.²

¹ نصر الدين بن مسعود، دراسة وتقييم المشاريع الإستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص بحوث عمليات وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2010، ص31

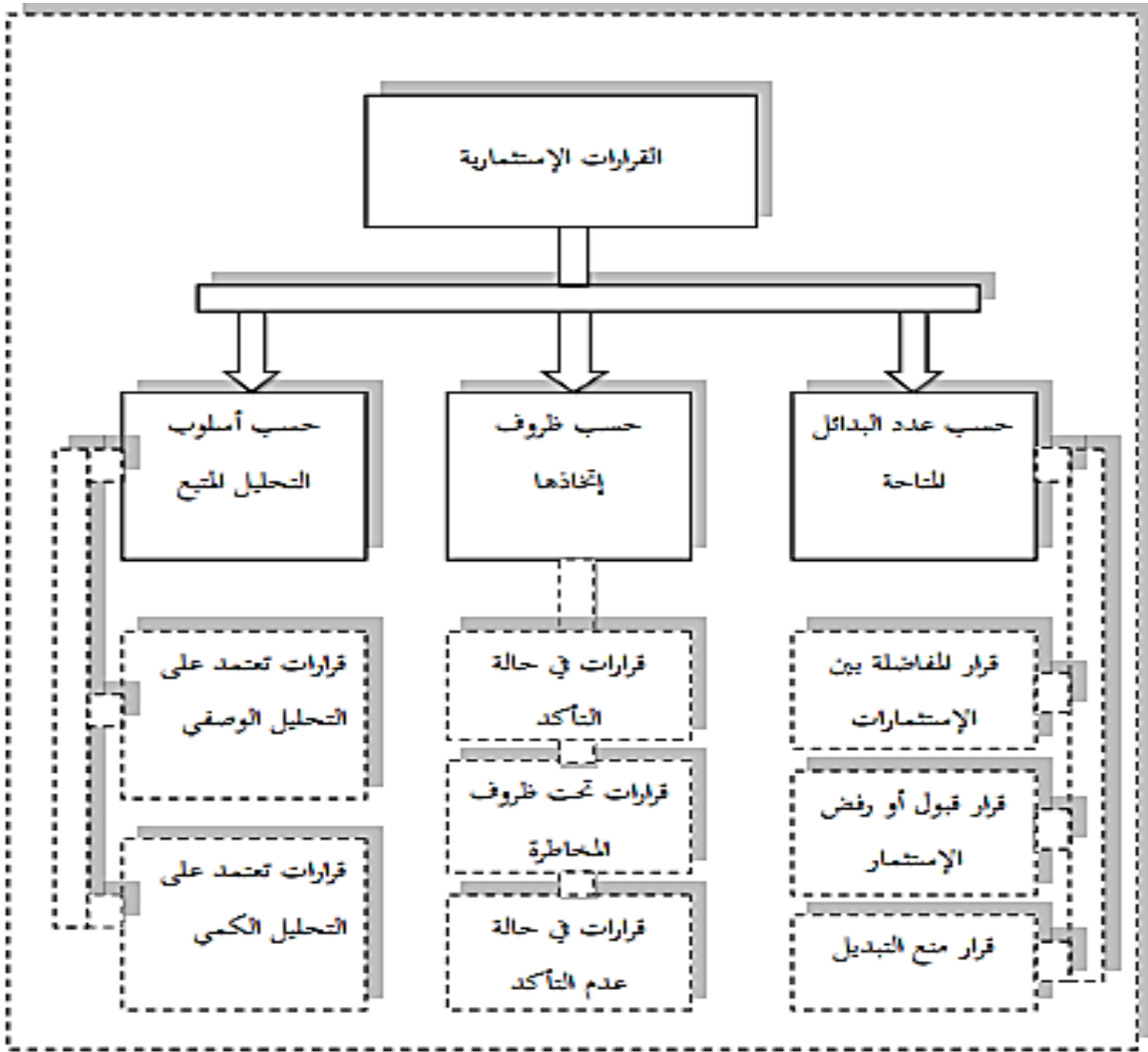
² عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الإقتصادية: تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1996، ص181

ج- التصنيف وفقا لنوع التحليل الإستثماري المتبّع: وفقا لهذا التصنيف، توجد قرارات يتم إتخاذها بناء على إجراء مجموعة من التحاليل الوصفية فقط، وهي قرارات قليلة الحدوث حيث تقتصر على وصف المشروع وأهدافه وكل مايتعلق به من خلال الوصف فقط دون جانب كمي، وتعتمد على الخبرة الشخصية والحدس للمستثمر وهي قرارات تحتمل الكثير من الأخطاء. أما النوع

الأخر من القرارات حسب هذا التصنيف فهي التي تعتمد على التحليل الكمي العلمي فقط، حيث تعتمد على الدراسات الكمية إذ تبدأ بدراسات الجدوى وتنتهي بالتقييم المالي والإقتصادي اللذان يعتمدان على أساليب ومعايير كمية كثيرة. وللإشارة فإن الواقع العملي وظروف الإستثمار يقتضي في أغلب الأحيان الإعتماد على كلا التحليلين للوصول إلى إتخاذ القرار السليم.¹

¹ نصر الدين نمري، الموازنة الإستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الإستثماري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، الجزائر، 2009، ص32.

الشكل رقم (01): أنواع القرارات الإستثمارية



المصدر: نصر الدين بن مسعود، دراسة وتقييم المشاريع الإستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص بحوث عمليات وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2010، ص31

المطلب الثاني: مبادئ واستراتيجيات قرار الإستثمار المالي

أولاً: مبادئ إتخاذ القرار الإستثماري

تستدعي عملية إتخاذ القرار الإستثماري مراعاة مجموعة من المبادئ نوجزها كالآتي:¹

(1) مبدأ تعدد الخيارات: حتى يكون المستثمر في وضع قادر فيه على إجراء المفاضلة بين البدائل الإستثمارية وإختيار البديل الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه. فكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من إتخاذ القرار الصائب.

(2) مبدأ الملائمة: يتعلق هذا المبدأ بإختيار ازال الإستثماري المناسب وقدرة المستثمر المالية، ويقوم على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة إهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الإستثمار المتمثلة في:

❖ العائد أو التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من وراء إقامة الإستثمارات؛

❖ تكاليف الإستثمار؛

❖ درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الإستثمار؛

❖ قيمة المدخرات المتاحة للمستثمر والتي يرغب في إستثمارها؛

(3) مبدأ الخبرة والتأهيل: نظرا لإرتفاع تكلفة الإستثمارات ودرجة المخاطر التي تتعرض لها، فإن إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد يتطلب توفر الخبرة والكفاءة عند إختيار ازال والأداة الإستثمارية المناسبين، فإذا كان المستثمر لا يملك مثل هذه الخبرة والإمكانية، عليه الإستعانة بمشورة المختصين في هذا إلا لغرض ترشيد قراره الإستثماري الذي سيؤثر على مستقبل المستثمر ومدى تحقيق الأرباح أو الخسائر على الأموال المستثمرة.

(4) مبدأ المقارنة: هنا يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل الإستثمارية المتاحة للإختيار المناسب، وتتم هذه المقارنة بالإستعانة بمجموعة من معايير تقييم الإستثمارات، كمعيار فترة الإسترداد، معيار صافي القيمة الحالية أو معيار معدل العائد الداخلي، ومقارنة النتائج المتحصل عليها لإختيار البديل الأفضل.

ثانياً: استراتيجيات قرار الإستثمار المالي

يوجد العديد من المعايير أو الأساليب الخاصة بقرار إختيار الإستثمارات في إطار عملي متكامل يتم إستنباطه من أعماق الواقع، ومن البديهي أن كل قرار إستثماري محفوف بمخاطر متعددة لا بد من تحديدها وقياسها لمعرفة كيفية التعامل معها وتقليص آثارها إلى أقل درجة ممكنة. وفي هذا المطلب سيتم التعرض إلى جملة من معايير إختيار الإستثمارات سواء في ظل ظروف التأكد أو المخاطرة (عدم التأكد النسبي).

¹ نصر الدين نمري، الموازنة الإستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الإستثماري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة، الجزائر، 2009، ص32.

1- إتخاذ القرار الإستثماري في ظل ظروف التأكد : في ظل حالة التأكد التام يكون أمام متخذ القرار معلومات كاملة بشأن ما سيحدث في المستقبل، ولهذا تظهر تقديراته بالنسبة للتدفقات النقدية بقيم واحدة، كما أن هناك العديد من المعايير التي تم وضعها في هذه الحالة إذ يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات: الأدوات المرتكزة على المردودية والأدوات المرتكزة على التقييم. وهناك من يضع تقييم آخر لهذه المعايير حيث نجد:

(1) المعايير غير المخصوصة (الأساليب التقليدية)

هي من أبسط وأقدم طرق تقييم البدائل الإستثمارية وأكثرها شيوعا، حيث أن هذه المعايير لا تأخذ بعين الإعتبار أثر تغير القيمة الزمنية للنقود، وتتضمن معيارين كالتالي:

أ. معيار فترة الإسترداد (DR)

تعرف فترة الإسترداد على أنها المدة الزمنية التي يستغرقها التدفق النقدي الناتج عن الإستثمار في تغطية الإنفاق الإستثماري المبدئي، كما تعرف بأنها المدة اللازمة لإسترجاع رأس المال المستثمر في المشروع من خلال جميع العوائد المنتظرة منه¹

تحسب فترة الإسترداد بقسمة الإستثمار الأصلي على التدفق النقدي السنوي، في حالة ما إذا كان الإستثمار يغل تدفقا نقديا منتظما، ويعبر عنها كالتالي:

$$DR = \frac{I_0}{CF_i}$$

حيث I_0 : الإستثمار الأصلي أو المبدئي؛
 CF_i : التدفق الصافي للسيولة، والذي يكون منتظما.

أما في حالة ما إذا كانت التدفقات متغيرة، فيجب حساب (n) الذي يمثل عدد الفترات التي من خلالها سيتم تغطية الإستثمار، حيث يكون مجموع تدفقات السيولة المتسلسلة خلال (n) فترات مساويا لقيمة الإستثمار.

$$DR = n$$

وفي هذه الحالة فترة الإسترداد تكون مساوية ل (n)، أي:

$$I_0 = \sum_{t=1}^n F_t$$

¹ Jean Barreau et Autres, Gestion Financière, Dunod, France, 13ème Edition, 2004, P.345.

تتم المفاضلة وفق هذا المعيار على أساس الإستثمار الذي يسترجع أمواله خلال أقصر مدة زمنية ممكنة، كما يعدّ مقياساً للإلغاء كونه يلغي كل مشروع تكون فترة إسترداده كبيرة قياساً بالمدة المحددة من قبل المؤسسة. على الرغم من سهولة تطبيق هذا المعيار إلا أن ما يعاب عليه هو تجاهله لأثر التغير للقيمة الزمنية للنقود، إضافة إلى عدم الأخذ بعين الإعتبار التدفقات النقدية لما بعد فترة الإسترداد وكذا تكلفة رأس المال.

ب. معيار معدل العائد المحاسبي (TRC)

تعتبر هذه الطريقة محاسبية نظراً لإعتمادها الأساسي على البيانات المحاسبية، ويعبر هذا المؤشر عن نسبة صافي الربح إلى رأس المال المستثمر، حيث يتمثل الربح الصافي للمشروع في إيرادات المشروع مطروحة منها تكاليفه. ويتم حساب معدل العائد المحاسبي كالتالي¹:

متوسط معدل الربح = متوسط صافي الربح بعد الضريبة / الإستثمار المبدئي حيث أن:



حيث أن:

متوسط معدل الربح = متوسط صافي الربح بعد الضريبة / الإستثمار المبدئي

متوسط صافي الربح للإستثمار = مجموع الأرباح الصافية على مدار سنوات الإستثمار / العمر الافتراضي

CFi: التدفقات النقدية الصافية؛

n: العمر الافتراضي للأصل؛

I₀: الإستثمار المبدئي.

حيث

$$TRC = \frac{\sum CFi / n}{I_0}$$

ويرمز له ب:

يتخذ القرار الإستثماري وفقاً لهذا المعيار في ظل وجود مشروع واحد فقط موضع الدراسة بإختيار المشروع ذو معدل العائد المتوقع (المحسوب) الأعلى من تكلفة التمويل، أو العائد البديل أو المرغوب من قبل المستثمر. أما إذا كان هناك أكثر من مشروع فإن المشروع ذو معدل العائد الأعلى سيكون الأكثر جدوى.

على الرغم من بساطة وسهولة هذا المعيار، إلا أنه مُنتقَد من أكثر من زاوية، حيث أنه يهمل القيمة الزمنية للنقود، كما أنه يساوي بين المشروعات ذات المعدلات المتساوية من حيث العائد وإن اختلفت تدفقاتها النقدية عبر السنوات.

¹ عبد الغفار حنفي، الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، ط 02، 2009، ص. 260.

(2) **المعايير المخصوصة:** هذه المعايير تختلف عن سابقتها في أنها تأخذ الزمن بعين الاعتبار، أي أنها تأخذ في الحسبان أثر تغير القيمة الزمنية للنقود. ومن بين هذه المعايير نجد:

أ. **معييار صافي القيمة الحالية (VAN):** تمثل القيمة الحالية الصافية لمشروع استثماري الفرق بين مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية للمشروع وتكلفة الاستثمار، بمعنى آخر، الفرق بين التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والمحينة* إلى زمن بداية النشاط ورأس المال المستثمر في المشروع.

لحساب القيمة الحالية الصافية (VAN) لإستثمار ما خلال n سنة يكفي القيام بتحيين العوائد (التدفقات) المستقبلية لهذا الإستثمار ومقارنتها بالإستثمار المبدئي. ويوضح ذلك بالعلاقة التالية:

$$VAN = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} - I_0$$

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} - I_0$$

حيث: i : معدل التحيين (الخصم) ، وهو معدل المردودية الأدنى المطلوب تحقيقه من الإستثمار، ويمثل عادة تكلفة رأس المال؛
 R_t : التدفق النقدي للسنة t ؛ I_0 : تكلفة الإستثمار المبدئي؛ n : العمر الافتراضي للإستثمار.

يتم إتخاذ القرار الإستثماري وفقا لمؤشر القيمة الصافية الحالية (VAN) حسب الحالات التالية¹:

إذا كانت $VAN > 0$: دلالة على أن الإستثمار يحقق عائدا (المردودية المتراكمة للإستثمار أكبر من الإستثمار المبدئي) وبالتالي يتم قبوله، أما إذا كانت $VAN \geq 0$: فإن الإستثمار لا يحقق عائدا وبالتالي يتم رفضه.
 تجدر الإشارة إلى أنه إذا كان أمام المستثمر بديلا واحدا فإنه سيقبل على الإستثمار في حالة ما إذا كانت $VAN > 0$ ، أما إذا كان أمامه مجموعة من البدائل فإنه سيختار البديل الذي يحقق أكبر قيمة صافية موجبة.

¹ خليل محمد خليل عطية، دراسة الجدوى الإقتصادية، مركز تطور الدراسات العليا والبحوث، مصر، 2008، ص.79.

ب. معيار مؤشر الربحية (IP) ¹

يهدف هذا المؤشر إلى قياس الربحية المحققة لكل دينار واحد من رأس المال المستثمر، حيث تكون القاعدة العامة لقبول أو رفض المشاريع، هو مقارنتها بالواحد الصحيح، فإذا كان المؤشر أكبر من الواحد اعتُبر المشروع مربحا والعكس بالعكس. ومؤشر الربحية من الناحية التطبيقية عبارة عن نسبة صافي القيمة الحالية إلى تكلفة الإنفاق الأولية مضافا إليها الواحد الصحيح، إذ يُعبر عنه بالصيغة التالي:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + VAN + I_0}{VAN + I_0}$$

حيث: I_0 : تكلفة الإستثمار المبدئي، R_t : التدفق النقدي للسنة t ، i : معدل المرودية الداخلي، VAN : القيمة الحالية الصافية، IP : مؤشر الربحية.

ج. معيار معدل العائد الداخلي (TRI)

يعتبر معدل العائد الداخلي من أهم المعايير المستخدمة في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المختلفة، حيث يمثل معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، أو بعبارة أخرى هو المعدل الذي يجعل من صافي القيمة الحالية معدوماً. وبالتالي يمثل معدل العائد الداخلي (TRI) قيمة i حيث تكون القيمة الحالية الصافية معدومة، أي:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} - I_0 = 0$$

حيث: I_0 : الإستثمار المبدئي، t : عمر المشروع، R_t : التدفق النقدي للسنة t ، i : معدل المرودية الداخلي.

حسب هذا المعيار يكون المشروع مقبولا إذا كان $(TRI > TRR)$ ، حيث يمثل TRR معدل العائد المقترح. فمرودية المشروع من عدمها تتحدد وفقا لهذا المعدل، حيث أن المعدل المتحصل عليه يعتبر أدنى معدل مقبول، وإذا إنخفض عنه يفترض على صاحب المشروع التوجه صوب مشروع آخر أو العدول عن الإستثمار.

¹ - نجمة بوفليسي وشهيرة عثمان، " المعايير المالية لتمويل المشاريع الإستثمارية "، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات ملتقى الوطني السادس حول الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات الإدارية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، الجزائر، يومي 27 و 28 جانفي 2009، ص.10.

ثانيا: إتخاذ القرار الإستثماري في ظل ظروف المخاطرة «عدم التأكد النسبي»

كما هو معروف أن المخاطرة تمثل الإنحراف الممكن بين القيمة الفعلية لمتغير وقيمه المتوقعة، ففي ظل ظروف عدم التأكد النسبي (المخاطرة) تكون نتائج الإقتراحات الإستثمارية معروفة ولكن بإحتمالات حدوثها، أي أنها تخضع لإحتمال معروف مسبقا. فماذا نعني بالمستقبل الإحتمالي في مجال تقييم الإستثمارات، وكيف يتم إتخاذ القرار الإستثماري في ظل ظروف المخاطرة؟

قبل التطرق لمعايير إتخاذ القرار الإستثماري في ظروف المخاطرة، يجب توضيح بعض المفاهيم على غرار:

- المستقبل الإحتمالي: يعرف بأنه الوضع الذي من خلاله يمكن قياس القيم التي تأخذها التدفقات النقدية بإحتمال وقوعها. ونتيجة لذلك فكل تدفق نقدي لمشروع إستثماري معين هو متغير عشوائي معرف بقانون إحتمال؛
- المتغير العشوائي X : هو المتغير الذي يمكن أن يأخذ القيم X_1, X_2, \dots, X_n المرفقة بإحتمالات وقوعها P_1, P_2, \dots, P_n مع تحقق الشرط:

$$E_x = \sum_{i=1}^n x_i \cdot p_i$$

$$\sum_{i=1}^n P_i = 1$$

- الأمل الرياضي: يمثل متوسط المتغير العشوائي X ، ويُعطى بالعلاقة الآتية:

- التباين والإنحراف المعياري لمتغير عشوائي: يعبر الإنحراف المعياري عن التشتت، فكلما كانت قيمة الإنحراف المعياري متدنية أشارت إلى تماسك المتغيرات، أما إذا كانت كبيرة فهي دليل على تبعثرها.

حساب الإنحراف المعياري لا بد من حساب التباين وفقا للعلاقة الآتية:

$$VAR (X) = \sum_{i=1}^n p_i (x_i - E(x))^2 = E(x^2) - (E(x))^2$$



$$\sigma (x) = \sqrt{VAR (x)}$$

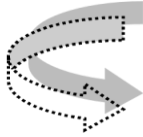
وعليه يحسب الإنحراف المعياري كالآتي:

بعد أن رأينا كيف يتم حساب كل من الأمل الرياضي، التباين والإنحراف المعياري، ننتقل إلى كيفية إستخدامهما في إتخاذ القرار الإستثماري.

معيار (الأمل الرياضي - التباين):

يستخدم كل من الأمل الرياضي، التباين والانحراف المعياري لمؤشر القيمة الحالية الصافية (VAN) في مجال إتخاذ القرار الإستثماري وإختيار الإستثمارات وذلك في البيئة الحالية، حيث يسمح الأمل الرياضي للقيمة الحالية الصافية $E(VAN)$ بتقييم مردودية المشروع في البيئة الإحتمالية، في حين يستخدم التباين للقيمة الحالية الصافية $V(VAN)$ أو الانحراف المعياري σ_{VAN} بقياس المخاطر المتعلقة بالمشروع الإستثماري. ولإشارة، هناك من يطلق على معيار الأمل الرياضي أسلوب القيمة المتوقعة حيث يتم إختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة متوقعة.

1) معامل الإختلاف: يمثل معامل الإختلاف مقياسا نسبيا للتشتت أو المخاطرة، حيث يتم إعماده في إتخاذ القرارات بإختيار المشروع الذي يحقق معامل إختلاف أقل¹. ويتم حسابه وفق المعادلة التالية:



معامل الإختلاف = الانحراف المعياري / القيمة المتوقعة

إضافة للأساليب الإحصائية المذكورة، توجد أساليب أخرى لإتخاذ قرار الإستثمار في ظل المخاطرة مثل:

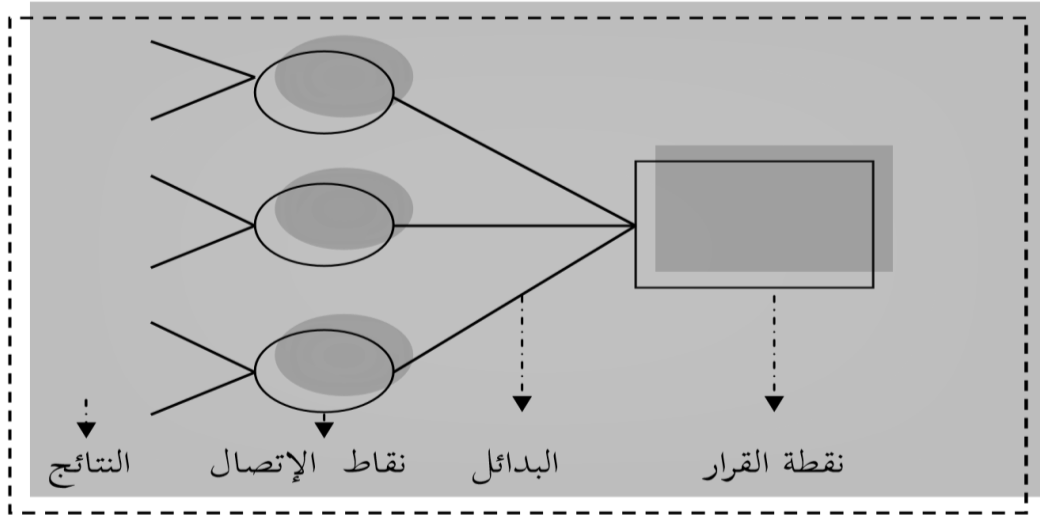
1) شجرة القرار: تعرف شجرة القرار أنها تمثيل تصويري لعلاقات وعناصر مشكلة القرار²، وتأتي فائدة إستخدامها لشفاافية وسهولة التحليل، حيث يمكن رؤية كل فروع عملية إتخاذ القرار بيانياً، وتعرف شجرة القرار على أنها تمثيل تخطيطي يشبه الشجرة بشكل أفقي يوضح الأفعال الممكنة إتخاذها، حالات الطبيعة وإحتمالاتها، المنافع المرتبطة بكل زوج من الأفعال وحالات الطبيعة³. وغالبا ما تستعمل هذه الطريقة عند إتخاذ قرار بشأن المشاكل كبيرة الحجم أو متعددة المراحل.

الشكل رقم (02): نموذج شجرة القرار

¹ - محمد فريد الصحن وآخرون، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.165.

² - جمال الدين لعويصات، الإدارة وعملية إتخاذ القرار، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص.146.

³ - زينب بن التركي، "الأساليب الكمية في صناعة القرار"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 06، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2009، ص.102.



المصدر: علي السلمي، بحوث العمليات وإتخاذ القرارات الإدارية، دار المعارف، مصر، 1970، ص.07.

- النقاط التي يجب أن يتخذ عندها القرار تعرف بنقاط القرار، و يُرمز لها بالمستطيلات؛
- النقاط التي عندها تحدث حالات الطبيعة تعرف بنقط الإتصال أو الحالة، ويرمز لها بالدوائر؛
- أي ممر يخرج من نقطة القرار يمثل فعل مختلف وأي ممر يخرج من نقطة الحالة يمثل حالة مختلفة للطبيعة؛
- بالقرب من أي ممر يخرج من نقطة الحالة يسجل الإحتمال المسبق لتلك الحالة ويجب أن يكون مجموع الإحتمالات مساويا للواحد الصحيح؛

- في اية أي ممر أو فرع للشجرة يخرج من نقطة الحالة يكتب مقدار المنفعة المتحصل عليها (النتائج)؛
- يكتب حاصل ضرب احتمالات الفروع ومقادير المنفعة المتحصلة عند اية الفروع في داخل دائرة نقطة الحالة التي تنشأ منها تلك الفروع، وتمثل هذه القيمة المنفعة المتوقعة.

(2) أسلوب تحليل الحساسية¹: يهتم هذا الأسلوب بتحديد درجة حساسية القرار الإستثماري للتغيرات المحتملة في قيم محدداته، فهو يبحث في مدى تغير صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي نتيجة للتغير المحتمل لأحد العوامل التي تدخل في حساب التدفقات النقدية مثل: حجم المبيعات، سعر بيع الوحدة، تكلفة الوحدة... الخ. عند استخدام أسلوب تحليل الحساسية يجب التركيز على المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على القرار الإستثماري مثل: التكلفة الإستثمارية، العمر المتوقع، معدل الخصم وصافي التدفق النقدي السنوي، فإذا أظهرت النتائج حساسية المشروع بدرجة ملحوظة لأحد تلك المتغيرات فهذا يعني أن هذا المتغير سوف ينطوي على درجة مخاطرة مرتفعة، مما يستوجب تركيز الجهود للحصول على تقديرات دقيقة عن هذا المتغير وإيجاد وسائل لتحسينه.

¹ - محمد الصيرفي، إقتصاديات المشروعات، مؤسسة حورس الدولية، مصر، 2005، ص.332.

خلاصة الفصل:

أصبحت الأسواق المالية في العصر الحالي تمثل أداة فعالة لتمويل استثمارات ومشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية وما شهده العالم نهاية الألفية الثالثة من تغيّرات جوهرية مست جميع الجوانب، جلبت معها آثارا إيجابية لم تخل من نقائص كبيرة تبلورت في الأزمات المالية، وفي ظلّ هذه التحوّلات برز دور البورصة في النظام المالي ما جعل العديد من الدول دعم البورصات القائمة لمسايرة التغيّرات التي مست المالية الدولية من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك الادخار الحر نحو طالبي الرساميل من الأشخاص المعنوية فبهذا تكون البورصة قد وفّقت في نقل التدفّقات بين الأفراد بحيث تحقق العلاقة بين الاستثمارين المالي والحقيقي، فقيمة الأصول المالية للشركات تعتمد على أصولها الحقيقية بحيث يؤدي استخدام هذه الأخيرة في العملية الانتاجية إلى توزيع الدخل الناتج عن هذه العملية في شكل أصول مالية.

الفصل الثاني

تمهيد:

يعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد أهم الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، ومن خلال هذه السوق يقوم الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط وإجراءات وطرق خاصة للتعامل وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق غايتها يفترض البعض أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة.

وللتعرف على سوق الأوراق المالية أكثر سيتم تفصيلها في هذا الفصل من خلال المباحث الموالية:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ تخصص وتقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة الإنتاجية للعمل، وبالشكل الذي يساعد على زيادة سعة السوق وكبر حجمها، وقبل أن نتكلم عن هذه السوق يترئى من خلال هذا المبحث التعرّيج على السوق التي انبثقت منها، وهي السوق المالية ثم نذهب بعد ذلك إلى التعرف على مختلف أقسام سوق الأوراق المالية ومختلف ووظائفها وذلك من خلال المطالب الموالية.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

لقد وردت العديد من التعاريف للأسواق المالية، يمكن ذكر البعض منها من خلال ما يلي:

التعريف الأول يرى بأن السوق المالية هي: "مكان النقاء عرض الأموال -مدخرين- بالطلب عليها -مستثمرين- حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال"¹.

أما التعريف الثاني فيرى بأن السوق المالية وسيلة جمع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.²

وعلى العموم يمكن تعريف السوق المالية على أنها الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.³

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالية على أنها عبارة عن فضاء واسع يلتقي فيه استثمار المدخرات بشكل يساهم في صناعة رؤوس الأموال وتمويل الدورة الاقتصادية.⁴

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى وهي:

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: علمياً وعملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 20.

² زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 187.

³ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 23.

⁴ مأمون إبراهيم السيد، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها، سلسلة الدراسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1988، ص: 09.

- يعبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة السلوك القطيعي الذي يميز تصرفات جمهور المستثمرين في مكان ووضع معين.

- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

- سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات.

الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.¹

المطلب الثاني: تقسيم سوق الأوراق المالية

تنقسم السوق المالية تبعاً لمعيار آجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها، إلى سوقين رئيسيين هما:

أولاً: السوق الأولي (سوق الإصدار):

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق: "التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل"².

وتعرف أيضاً السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر -سواء كان يريد أن يصبح مساهماً أو مقرضاً- تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة -أسهم وسندات- يمكن من خلالها تحقيق عائد.

في غالب الأحيان هذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أو بنك الاستثمار مثل مارلنش "Merril Lynch" « وإخوان سالومون ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزعم إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية.³

¹ جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص: 56.

² مصطفى رشيد شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996، ص: 510.

³ منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 67، 68.

ثانيا: السوق الثانوية

وتدعى كذلك سوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما حدث في السوق الأولية¹ ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

- **السوق المنظمة:** وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة دوريا والمنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، تعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

- **السوق المنظمة المركزية:** هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق، بينما السوق المنظمة المحلية هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه.

- **السوق الغير منظمة:** سوق الغير منظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول فهذه السوق، في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة، ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.²

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

السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات

¹ سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص:07.

² محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص:

الكثرونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.¹

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالي

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

سوق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد: من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الاقتصاديين هي الرصيد الإيجابي من حساب الدخل بعد الإنفاق، وسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام، وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدة أسباب، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والقدرة، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة.

سوق الأوراق المالية أداة تقييم حالة الاقتصاد: تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، باعتبارها حساسة بشكل كبير اتجاه الأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها احتمال وقوع حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثم على السوق ونشاطها بشكل عام بالإضافة إلى أن مؤشرات سوق الأوراق المالية يمكن اعتبارها عنصرا مفسرا للاقتصاد، خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغييرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار، والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المالية المتداولة يمكن تفسيره بسحب الثقة من الاقتصاد وهو الأمر الذي ينبه بوقوع أزمة في المستقبل.

سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة: يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل التحول من نظام التمويل الغير مباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

كما تعتبر أيضا أسواق الأوراق المالية وسيلة لتسييل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي يتم فيه التعامل من خلال البيع والشراء مما يتيح لمستثمري مدخرا تهم أو فوائضهم بصفة عامة من استعادة أموالهم عند الحاجة إليهما.

¹ سعيد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

سوق الأوراق المالية أداة تحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر: يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب للأوراق المالية بأنها وظيفة أساسية لسوق الأوراق المالية، بالاعتبار القائل أنه لا يمكن أن تقوم سوق الأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذه السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً، كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.¹

¹ – Telon, F, les marchés de capitaux seul, Paris, 1997, P,P : 42,43.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: الأسهم

أولاً: تعريف الأسهم

يمكن تقديم عدة تعاريف:

- السهم يمثل الحصة السوقية التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة.¹ ويتسم بالدوام أي ليس له تاريخ استحقاق محدد.²

- يمكن تعريف السهم على أنه صك ملكية يمثل حصة من رأس مال الشركة، أي أنه جزءا من رأس مال الشركة، كما يثبت السهم حقوق المساهم في الشركة.³

ثانياً: القيم المختلفة للسهم

للسهم عدة قيم نوجزها في ما يلي:

- القيمة الاسمية: القيمة الاسمية تمثل القيمة التي يدفعها المساهم لقاء حصة لاشتراكه في الشركة.

- قيمة الإصدار: وهي التي يتم الاكتتاب بها على مستوى السوق الأولية، عند إصدار أسهم جديدة بغرض زيادة رأس مال الشركة أوبه دف التوسع في المشاريع المستقبلية، كما يمكن أن ترتفع قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية بسعر يعرف بعلاوة الإصدار.⁴

- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يتداول بها السهم في السوق بيعا وشراء، وهي في العادة تكون تختلف عن القيمة الاسمية تبعا للعرض والطلب على الأوراق المالية.⁵ وتحدد القيمة السوقية للسهم بناء على القيمة الاسمية ومستويات العرض والطلب، وكذا الظروف الاقتصادية العامة والخاصة بالمؤسسة ومركزها المالي في نفس الوقت مع الإضافة إلى سياستها بشأن توزيع الأرباح.⁶

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، (دت)، ص: 174.

² - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، ط1، (دت)، ص: 09.

³ - K- Chehrit, dictionnaire de la finance et de la Bourse collection M-L-P, Alger, 2000, P: 87.

⁴ صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره ص: 157.

⁵ M- Salah, les valeurs mobiliers (emises par les sociétés par actions), edik, Alger, 2001, P: 19.

⁶ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تتمثل في قيمة السهم داخل دفاتر المؤسسة، والتي يمكن الحصول عليها من خلال قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة.¹

ثالثا: أنواع الأسهم

يتم تصنيف الأسهم إلى عدة أنواع تلخص كما يلي:

1- تصنيف الأسهم من حيث الشكل:

- الأسهم الاسمية: السهم الاسمي هو ذلك السهم الذي يحمل: - اسم صاحبه، ويقيد فيه البيانات والمعلومات المالية: اسم ولقب ووظيفة والعنوان الشخصي للمساهم وكذا جنسيته.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وهذا لمعرفة مقدار الدين الباقي في ذمة المساهم.

- نوع الأسهم المملوكة للمساهم، واسم ونوع الشركة المصدرة وكذا عنوانها ورأسمالها...الخ.

- عملية التنازل وتاريخ حدوثها.²

- الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يكتب فيها اسم المساهم، بل يذكر أنه لحامله وتتداول هذه الأسهم بطريقة الحياة الفعلية، أي بتسليمه باليد وبالتالي يصبح حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.³

- الأسهم لأمر: يمكن أن تصدر الشركة أسهم لأمر بشرط أن تدفع قيمتها الاسمية بالكامل كما يتم تداولها بطريقة التظهير مما لا يمكن الشركة من أن تتعقب تداول هذا النوع من الأسهم مما يجعلها لا تستطيع التعرف على المساهم الأخير.⁴

2- تصنيف الأسهم من حيث نوع الحصة المدفوعة:

- الأسهم النقدية (المالية): السهم النقدي هو السهم الذي يدفع مبلغه نقدا عند الاكتتاب بشرط عدم إمكانية تداوله إلا بعد التأسيس النهائي للشركة.⁵

¹ محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000، ص: 17.

² شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 22.

³ ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، منشورات إيماج، الجزائر، 1998، ص: 39.

⁴ دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية (دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص تسيير المؤسسات، قسنطينة، 2001-2002، ص: 40.

⁵ - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

- الأسهم العينية: الأسهم العينية هي التي تمثل حصة عينية من رأسمال شركة المساهمة وتتمثل الحصة العينية في عقار أو مصنع آلات، بضائع تجارية... الخ على أن يتم تقدير قيمة الحصة العينية والمصادقة عليها في الجمعية التأسيسية، كما يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية بالكامل عند الاكتتاب.¹
- الأسهم المختلطة: الأسهم المختلطة هي الأسهم التي يتم تسديد جزءا منها نقدا والباقي عينا، وهي بالتالي تمثل رأسمال الشركة ككل.²

3- تصنيف من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

- الأسهم العادية: الأسهم العادية تمثل "حقوق الملكية والسهم طبقا لمختلف الأنظمة القانونية يمثل حق شريك أو حصة شريك أو مساهم في رأسمال شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم".
- الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة هي:
 - إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند.
 - حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.
 - حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة.
- هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر التمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدر دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.³

المطلب الثاني: السندات

أولا: تعريف السندات

- تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها؛
- السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد؛
- السند يمثل حصة في ديون الشركة أي أنه اتفاق تعاقدية لمدة معينة وبمبلغ معين بين المقرض والمقترض، يتعهد فيه الأول "المدين" إلى الثاني "حائز السند" بدفع قيمة سند في تاريخ محدد بالإضافة إلى فوائد السند.¹

¹ - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:ص: 159، 160.

² - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان فقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 1998، ص: 204.

³ - زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي دار وائل للنشر، عمان، 1999، ص: 29.

ثانياً: أنواع السندات

1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:

- **سندات عامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضا ملفا على عاتق الحكومة، ويتم الحصول عليها من طرف الأفراد أو الهيئات، وذلك به دف تمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو لتمويل المجهود الحربي قروض حربية، أو لمواجهة العجز في ميزانها أو لمواجهة التضخم؛²

- **سندات خاصة:** وهي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة ائتمان قوية جدا وتعد هذه السندات من أدوات الدين التي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها.³

2- أنواع السندات حسب طريقة السداد:

- **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

- **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك تهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها: يمكن أن نميز بين:

- **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

- **سندات ذات علاوة:** لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

4- أنواع السندات حسب معدل العائد:

- **سندات ذات المعدل الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

¹ - عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، أسواق رأس المال البورصات، البنوك وصناديق الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009، ص: 95.

² - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص: 235.

³ - إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002،

- سندات ذات معدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديّة.

5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:

- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد.

6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:

- السندات المضمونة: وهي سندات عادية تتميز عن غيرها من السندات بأنه مضمون بأصل عيني ثابت كالأراضي أو المباني أو الآلات، وفي حالة إفلاس الشركة يحق لحملة السندات بيع هذه الضمانات واسترداد قيمة السندات ولذا فإن الفائدة التي يتم تقديمها عادة ما تكون صغيرة مقارنة بالأنواع الأخرى.¹

- السندات الغير مضمونة: وهي سندات غير مضمونة بأصول ثابتة معينة، لذلك فالاستثمار فيها ينطوي على مخاطر كبيرة ويكون عندئذ الضمان الوحيد للمستثمر هو سمعة الشركة المصدرة ومركزها المالي وثقة المتعاملين معها.²

الجدول رقم (1): خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية:

الورقة المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على دخل من حيث الأسبقية	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
من حيث مبلغ الدخل والعائد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية.	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة والمتبقي

¹ - ناجي جمال، إدارة المحفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998، ص: 15.

² محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره ص: 244.

			- درجة الأسبقية
غير محدد	محدد	محدد	- المبلغ
المتبقي غير ملزم	القيمة الاسمية غير ملزمة	إجباري	ثالثا: الحق في استرداد القيمة
ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	محدد مسبقا وله تاريخ استرداد	تاريخ استحقاق

المصدر: خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية- دراسة مقارنة- لبلدان المغرب العربي- مذكرة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، تخصص النقود ومالية، جامعة الجزائر، دفعة 2006، ص:1.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات المديونية، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفا تهما وخصائصهما معا.¹

أولا: تعريف المشتقات

هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.

- هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ صغير مقارنة بقيمة العقود، تعتمد قيمتها على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد.²

ثانيا: أنواع المشتقات

1- عقود الاختيار: تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة دف

¹ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، (دون بلد النشر)، 2003، ص: 211.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم- إدارة المخاطر- المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 05.

حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار وتمثل عقود الاختيار ورقة مالية ذات سمة خاصة يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة.¹ ومن أهمها:

- خيار النداء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر المحدد المتفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه إذا يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.

- خيار الطرح: يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.²

2- العقود المستقبلية: قد عرفت العقود المستقبلية على أنها "اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في مستقبل بسعر معين ويتم تداول العقود المستقبلية في السوق، ومن أجل جعل التداول ممكن تحدد السوق سمات معيارية معينة للعقد.³ ومن أهمها:

أنواع العقود المستقبلية:

- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحدها السوق مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

- عقود مستقبلية على السلع: هي بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.⁴

¹ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

² - حسن عطاء غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة البورصات العربية لخدمة التنمية، ورقة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر 6-10 مارس 2005، ص: 23.

³ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

⁴ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

المبحث الثالث: المتدخلون وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

من خلال هذا المبحث تم التطرق إلى تصنيف الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية و مجمل المتدخلون في السوق المالي، و ذلك من خلال مطلبين متتاليين.

المبحث الثالث: المتدخلون الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية

المطلب الأول: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:¹

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 93-10 سنة 1993 وتتمتع هذه المجنة بالاستقلالية المالية والإدارية، تتكون هذه المجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع المجنة تحت وصاية وزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة بغية:

- حماية المستثمرين في القيم المتداولة؛

- ضمان السير الحسن لمسوق وشفافيتها.

وتعتبر سلطة التنظيم من أبرز مهامها، حيث تقوم هذه المجنة بالتشريع وتنظيم سوق القيم المنقولة من خلال:

- قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة؛

- نشر المعلومات عن إصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العام للادخار؛

- شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة؛

- تسيير حافظة القيم المنقولة.

أما الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فيتم المصادقة عليها من طرف الوزير المكلف بالمالية، وتنتشر في الجريدة الرسمية، وتحقق هذه اللجنة في مدى احترام الوسطاء والشركات للقوانين والقواعد وخاصة نشر المعلومات عن واقع المؤسسة، وفي حالة مخالفة القوانين والتشريعات فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من صلاحياتها معاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية.

¹ - هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010، ص40

1- شركة تسيير بورصة القيم : أنشئت بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وهي شركة ذات أسهم قدر رأس مالها بـ 40.752.000 دج سنة 2013، ويتكون مجلس إدارتها من مجموع الوسطاء الماليين المعتمدين والمتمثلين في البنوك، الهيئات المالية وشركات التأمين، ويتمثل دورها في:

-التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛

-السير على احترام قواعد تنظيم السوق؛

-إضفاء الشفافية والشرعية للعمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة أو الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات؛

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛

-إصدار النشرة الرسمية لسعر البورصة.

تقوم هذه الشركة بمهامها تحت رقابة وإشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2-المؤتمن المركزي عمى السندات :¹

تأسس بتاريخ 2003/02/17 وفقاً للمرسوم التشريعي 04-03 برأس مال قدره 65 مليون دينار جزائري

وهو مكون من البنوك العمومية الخمسة التالية:

BADR ، CPA ، BEA ، BNA ، CNEP بالإضافة إلى المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر ،

ويتمثل دور المؤتمن المركزي على السندات فيما يلي:

-فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحسابات المنخرطين فهو؛

-إصدار المعلومات الخاصة بالسوق؛

-تنفيذ العمليات عمى السندات التي تقررها الشركات المصدرة؛

-ترميز السندات المقبولة وفق المعايير الدولية؛

وقد ساهم تأسيس هذه الهيئات في تخفيض التكلفة وأجال عمليات الدفع، التوصيل والعمليات الأخرى على السندات.

¹ - هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010، ص40

المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية

أولاً: فئة المقرضين أو المستثمرين

وهم أصحاب الفوائض المالية، الذين تزيد مداخلتهم عن نفقاتهم، مما يجعل منهم مصدر مهما من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية ويمكن تصنيف أصحاب هذه الفوائض إلى:

1- **العائلات:** تمثل صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية في السوق، وذلك نظراً لكم الهائل الذي يملكونه من السيولة فقد عرف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطوراً كبيراً خلال السنوات الماضية، جراء سعي الدولة من خلال التنظيمات والتشريعات إلى زيادة الادخار المالي والتحفيز على استثماره في هذه السوق، بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وكذا حمايتهم من السرقة والتدليس، بإملاء مجموعة من الشروط على التعامل خاصة في السوق المنظمة ومن بين هذه الشروط نجد:

- تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار؛

- تنظيم مهمة الوساطة وحمايتها من التلاعب والغش؛

- الرقابة على الأسعار ومنع التلاعب بالمعلومات.

2- **المستثمرون التأسيسيون:** يعبر المستثمرون التأسيسيون عن الهيئات المالية الملزمة انطلاقاً من قوانينها الأساسية بجمع الموارد الادخارية، وتوظيف جزء هام منها في شكل قيم منقولة.¹

3- **المتعاملون الآخرون:** يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرون الآخرون الذين بإمكانهم التدخل على مستوى سوق الأوراق المالية وهم:²

الجمعيات ذات الطابع غير ربحي، التي تسعى إلى توظيف السيولة التي تجمعها في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد تساعد على توسيع أنشطتها.

- المؤسسات التجارية والصناعية والخدماتية، التي تتدخل في سوق الأوراق المالية من أجل تسوية أسعار أوراقها، بالإضافة إلى توظيف السيولة الفائضة لديها بغية تحقيق عوائد ونمو.

- البنوك التي تتدخل في سوق الأوراق المالية لحسابها الخاص أو لحساب الغير.

¹ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998-1999، ص: 134.

² نفس المرجع، ص- ص: 137-139.

ثانياً: فئة المصدرين أو المقترضين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال - أصحاب العجز المالي - حيث تقوم هذه الفئة من أجل الحصول على الأموال المطلوبة لسد عجزها بمجموعة من الإصدارات للأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ويمكن تقسيم هذه الإصدارات إلى:¹

- **إصدارات خاصة وإصدارات حكومية:** ففي حالة كون الأوراق المالية صادرة عن شركات أو المؤسسات الخاصة تسميها إصدارات خاصة، أما في حالة كون الحكومة هي التي قامت بإصدار الأوراق المالية فتسمى إصدارات حكومية.

- **إصدارات أولية وإصدارات موسمية:** ونقصد بالإصدارات الأولية التي تتم عند التأسيس، أما الإصدارات التي تلي الإصدارات الأولية بغرض زيادة رأس المال أو التوسع تسمى بالإصدارات الموسمية.

- **إصدارات مسجلة وإصدارات لحاملها:** الإصدارات المسجلة وهي إصدارات لأوراق المالية تحمل اسم صاحبها لا يستخدمها سوى الشخص المدون اسمه عليها، أما الإصدارات لحاملها فهي إصدارات الأوراق المالية لا تحمل اسم صاحبها ولكن تحمل عبارة لحاملها، ويستطيع أي شخص يحملها استعمالها.

- **الإصدارات المحلية والإصدارات الأجنبية:** إذا تم الإصدار ضمن حدود الدولة يطلق عليها إصدار محلي، أما إذا تجاوز هذا الإصدار الحدود الدولية فيطلق عليه إصدار أجنبي أو دولي.

ثالثاً: فئة الوسطاء

وهي فئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين - المقترضين - وفئة المصدرين للأوراق المالية - المقترضين - وفي العادة يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي يقوم بمجموعة من الوظائف² أهمها:

- أعمال السمسرة وصناعة الأسواق.

- التعهد بتغطية الإصدارات.

- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.

- العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر، وتوفير السيولة له.³

¹ - حسن علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، دار زهوان، عمان، 1998، ص-ص: 26-29.

² نفس المرجع، ص: 29.

³ - محمد السويلم، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار، (دون دار النشر)، (دون بلد نشر)، 2000، ص: 46.

المطلب الثالث: نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية

التسعير يتضمن جانب من الرياضيات الى حد معقول. ما مدى عمق المتعاملين في ذلك؟ للإجابة على هذا نحن بحاجة إلى فهم ما يفعله النموذج. النموذج هو خريطة. فهو يبسط العالم، ويحافظ على التفاصيل التي نحتاجها ويستبعد الباقي. ليس المقصود أن يكون تمثيلاً مثالياً للواقع. الطريقة الوحيدة التي يمكن أن تكون بها الخريطة مثالية هي أن بنفس حجم العالم. بالتالي لم نحصل على شيء. الخيارات معقدة. تعتمد أسعارها على عدد من المتغيرات والأسعار تتغير بسرعة كبيرة. أضف إلى ذلك حقيقة أن أصلاً واحداً أساسياً قد يحتوي على مئات الخيارات المرتبطة به وأن هذه الخيارات جميعها لديها علاقات مع بعضها البعض، ووجود نموذج لجعل الأمور أكثر بساطة يبدو مفيداً بشكل واضح، ولكن هذا لا يعني أن النموذج ضروري. العديد من متداولي خيارات البيع بالتجزئة، وحتى بعض المحترفين، يتاجرون بدون واحد، إما باستخدام خيارات كأدوات اتجاهية أو لتنفيذ الاستراتيجيات الثابتة

لكن النموذج المستخدم بذكاء، يبسط الأمور إلى حد كبير. ويعبر عن أسعار الخيارات سريعة الحركة كدالات المعاملات أكثر تطوراً ببطء. كما أنها تمكننا من مقارنة أسعار تنفيذ الخيارات المختلفة، واستحقاقات، والأصول محل التعامل في إطار بسيط هذا لا يمكن المبالغة في التأكيد عليه. فالنموذج هو إطار للتفكير في الصفقات. لا تحتاج أن تقول أي شيء حقيقي حول الواقع. فهي لغة للتفكير في الخيارات، وليس نظرية علمية السلوك المتعاملين. عند استخدامها بشكل صحيح، يمكن أن يضيف نموذج التسعير إلى معرفة المتداول بالخيارات. ومن بين هذه النماذج مايلي:

نموذج بينوميال:

ذو الحدين (binomial) يعتبر النموذج الذي تطور فهمنا البسيط لتسعير مارتينجال (martingale pricing) ويوفر طريقة رقمية عملية التسعير العديد من المشتقات المعقدة. يعتبر النموذج ذو الحدين مهماً جداً لأنه يوضح كيفية الابتعاد عن الاعتماد على الحلول المغلقة، فمن المهم أن يكون لديك طريقة لتقييم الخيارات التي تعتمد فقط على نموذج بسيط وأساليب رقمية سريعة ودقيقة.

نموذج ذو الحدين لفترة واحدة:

النمذجة باستخدام ذات الحدين، نفترض أن لدينا سعر الأصل محل التعامل في زمن $t=0$ مع القيمة الأولية S_0 ويمكن أن يتحرك سعر السهم للأعلى مع الاحتمالية p إلى الأسفل مع الاحتمال $1-p$ خلال فترة زمنية واحدة Δt ، إذا كان سعر السهم يتحرك للأعلى، القيمة هي S_u حيث $u = e^{\sigma \Delta t}$ ؛ وإذا تحركت للأسفل، فإن القيمة هي S_d .

نموذج ذو الحدين لفترتين:

العرض زيادة واقعية النموذج الفترة الواحدة، سوف يتم اضافة فترة أخرى للنموذج وبذلك تزداد عدد النتائج المحتمل الحصول عليها في تاريخ النفاذ وعبر الفترات t_0, t_1, t_2 باعتبار أن عدد النتائج الممكن حدوثها سوف تزداد، هذا يعني أن مخرجات المدة الأولى سوف تكون مدخلات المدة الثانية في تاريخ استحقاق الخيار، إذا ارتفع سعر السهم في الفترة الأولى الى (Su)، ثم ارتفع ثانية في الفترة الثانية تصبح قيمة السهم.

شجرة ثنائية الحدين (THE BINOMIAL TREE):

من أجل بناء نموذج OPM متعدد الحدين، نحتاج أولاً إلى فهم عملية سعر السهم المفترض

خلاصة الفصل:

يعتبر سوق الأوراق المالية مصدراً من مصادر التمويل التي يلجأ إليها المستثمرون من أجل تمويل وتوظيف أموالهم أو الحصول على السيولة اللازمة، وذلك من خلال إصدارهم للأوراق المالية، إلا أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لا يخلو من المخاطر، ولذلك يحظى هذا السوق باهتمام الكثير من الاقتصاديين الذين أوجدوا أدوات لقياسها، وكذا أساليب لتقليل منها، ومن جهة أخرى قمنا من خلال هذه الدراسة بتطبيق طرق قياس المخاطر على أسهم مجمع صيدال، فالاهتمام بطبيعة وقيمة المخاطر من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة، وعليه فتحليل المخاطر من طرف المستثمرين يسمح لهم باتخاذ قرار استثماري أكثر رشادة.

الفصل الثالث

تمهيد:

اهتمت الجزائر بإنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، وهذا بعد أن هيئت لها شروط معينة حتى تكفل نجاحها، ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة. كما يمكن أن تكون هشة، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

ومن بين الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مجمع صيدال الذي استطاع تغطية ما يقارب 45% من حاجيات السوق المحلي. إلا أن الاستثمار في أسهم المجمع ينطوي على الكثير من المخاطر التي سنقوم بتفصيلها من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- التعريف ببورصة الجزائر.
- التعريف بمجمع صيدال.
- الاستثمار في مجمع صيدال.

المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر

من بين الإصلاحات التي قامت بها الجزائر بعد فشل النظام الاشتراكي الذي تبني سياسة التخطيط المركزي كنظام اقتصادي، إنشاء سوق للأوراق المالية تتولى مهمة تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات والتي من شأنها المساهمة في تحقيق عملية التنمية، ويتحقق ذلك من خلال أدوات تمويلية فعالة تتمثل في بورصة القيم المتداولة، معلنة بذلك تبنيها نظام اقتصاد السوق.

المطلب الأول: مراحل نشأة بورصة الجزائر

يمكن تقسيم المراحل التي تم من خلالها إنشاء بورصة الجزائر إلى ثلاثة مراحل أساسية¹:

أولاً: المرحلة الأولى 1990-1992

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة الجزائرية عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات العمومية الاقتصادية على استقلاليتها، وبغرض تفعيل دور البورصة في التنمية تم إنشاء شركة تسيير القيم المنقولة بالجزائر، وهي مشكلة من صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000 دج في 09 ديسمبر 1990، يديرها مدير عام ينتخب من الأعضاء الثمانية المشكلين لمجلس الإدارة، حيث يمثل كل عضو أحد صناديق المساهمة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها يتمثل في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة الأوراق المالية في أفضل شروط والسهر على حسن تسييرها.

وقد حدد المرسوم رقم 90-102 أنواع الأوراق المالية التي يمكن أن تصدرها الشركات العمومية الاقتصادية والمتمثلة في الأسهم والسندات.

ونظرا للصعوبات التي واجهتها الشركات، وخاصة الدور الغير الواضح الذي يجب أن تلعبه في ظل ضعف رأس مالها قامت الحكومة في فبراير 1992 بتعديل قوانينها ورفع رأس مالها إلى 9.320.000 دج، مع تغيير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية في سنة 1993.

ثانياً: مرحلة الثانية 1993-1996

في هذه المرحلة دخلت الجزائر حيز الخصوصية، فقد تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتماشى مع شروط سير البورصة، حيث كان قانون 88-04 يمنع الشركات العمومية الاقتصادية أن تتنازل عن أسهمها إلا للمؤسسات العمومية فقط، ولهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، تم إدخال مجموعة من التعديلات على القانون التجاري خاصة ما يتعلق بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار

¹رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر -دراسة إحصائية خلال الفترة الممتدة من 1992-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2010، ص ص 97-

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

سواء عند تأسيس الشركة أو عند رفع رأس مالها بالإضافة إلى رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين الشركة من 300.000,00 دج إلى 5.000.000,00 دج في حالة إجراء العرض العمومي للادخار و1.000.000,00 دج عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

أما فيما يتعلق بالقيم المنقولة، فقد نص القانون على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في الأسهم، شهادات الحق في التصويت، السندات، سندات قابلة للتحويل.

ثالثا: المرحلة الثالثة: 1996 إلى وقتنا الحالي

تعد هذه المرحلة الانطلاقة الفعلية البورصة الجزائر، حيث هيئت كل الظروف منها القانونية، التقنية وكذا توفير كل الموارد البشرية والمادية وذلك من خلال:

- وضع النصوص القانونية المتعلقة بإنشاء وتنظيم البورصة؛
 - تحديد مقر بورصة الجزائر بغرفة التجارة؛
 - تشكيل الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر والمتمثلة في لجنة مراقبة عمليات البورصة، وشركة القيم المنقولة.
- وتم اختيار الوسطاء الماليين في عمليات البورصة، والذين يمثلون مختلف المؤسسات المالية مع بداية سنة 1997 حيث تولت لجنة مراقبة عمليات البورصة COSOB تكوين هؤلاء الوسطاء عن طريق الاستعانة بخبراء كنديين وتنظيم ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا للاستفادة من الخبرات التي اكتسبها في هذا المجال.
- وقد قامت لجنة مراقبة عمليات البورصة بجهد كبير لتوفير الجو الملائم للشروع في عمل بورصة الجزائر والمحدد بنهاية 1997 وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر وهي القرض السندي لسوناطراك في 02 جانفي 1998، لتصبح شركة سوناطراك أول متعامل في الجزائر يصدر أوراق مالية.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة والشركات المدرجة في بورصة الجزائر

أولا: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹:

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 93-10 سنة 1993 وتتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية المالية والإدارية، تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع اللجنة تحت وصاية وزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة بغية:

- حماية المستثمرين في القيم المتداولة؛

¹رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010، ص 40.

- ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها؛

وتعتبر سلطة التنظيم من أبرز مهامها، حيث تقوم هذه اللجنة بالتشريع وتنظيم سوق القيم المنقولة من خلال:

- قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة؛

- نشر المعلومات عن إصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العام للادخار؛

- شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة؛

- تسيير حافظة القيم المنقولة.

أما الأنظمة الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فيتم المصادقة عليها من طرف الوزير المكلف بالمالية، وتنتشر في الجريدة الرسمية، وتحقق هذه اللجنة في مدى احترام الوسطاء والشركات للقوانين والقواعد وخاصة نشر المعلومات عن واقع المؤسسة، وفي حالة مخالفة القوانين والتشريعات فإن اللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من صلاحياتها معاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية.

2. شركة تسيير بورصة القيم¹: أنشئت بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وهي

شركة ذات أسهم قدر رأس مالها بـ 40.752.000 دج سنة 2013، ويتكون مجلس إدارتها من مجموع الوسطاء

الماليين المعتمدين والمتمثلين في البنوك، الهيئات المالية وشركات التأمين، ويتمثل دورها في:

- التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛

- السهر على احترام قواعد تنظيم السوق؛

- إضفاء الشفافية والشرعية للعمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة أو الأشخاص الذين

يتصرفون لحساب هذه الشركات؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛

- إصدار النشرة الرسمية لسعر البورصة.

تقوم هذه الشركة بمهامها تحت رقابة وإشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

3. المؤتمر المركزي على السندات²: تأسس بتاريخ 17/02/2003 وفقا للمرسوم التشريعي 04-03 برأس مال

قدره 65 مليون دينار جزائري وهو مكون من البنوك العمومية الخمسة التالية: CPA، BADR،

¹رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر - دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009، مرجع سبق ذكره، ص 101.

²رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر - دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009، مرجع

سبق ذكره، ص 102

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

BEA، BNA، CNEP، بالإضافة إلى المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، ويتمثل دور المؤتمن المركزي على السندات فيما يلي:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحسابات المنخرطين فيه؛
- إصدار المعلومات الخاصة بالسوق؛
- تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة؛
- ترميز السندات المقبولة وفق المعايير الدولية؛
- وقد ساهم تأسيس هذه الهيئات في تخفيض التكلفة وآجال عمليات الدفع، التوصيل والعمليات الأخرى على السندات.

ثانيا: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الجدول رقم (2): الشركات التي تطرح الأسهم

السهم	تاريخ الإيداع	رأس المال الاجتماعي	كمية الأسهم المطروحة	رأس المال المفتوح	سعر الطرح للاكتتاب (دج)
¹ رياض سطيف	1999/09/13	4 مليار دج	1.000.000	20%	2300
² مجمع صيدال	1999/09/20	2.5 مليار دج	2.000.000	20%	800
³ الأوارسي	2000/02/14	1.5 مليار دج	1.200.000	20%	400
⁴ أليانس لمتأمينات	2011/03/07	2.2 مليار دج	1.804.511	31%	830
⁵ ان.سي.أ. الروبية	2013/05/29	849.195.000 دج	988.2.122	25%	400

¹:رياض سطيف : الشركة الوطنية للدقيق والعجائن.

²:مجمع صيدال :يقوم المجمع بصناعة الأدوية

³:الأوارسي : فندق خمسة نجوم اسميا الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية.

⁴: اليانسلتأمينات : هي شركة مختصة في التأمين العام.

⁵: ان.سي.أ. الروبية : شركة متخصصة في إنتاج و توزيع مشروبات وعصائر الفواكه.

المصدر: تقرير بورصة الجزائر، بتاريخ 10-02-2022

نلاحظ من خلال الجدول أن رياض سطيف ومجمع صيدال من أول المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، لكن بالرغم من رأس المال الاجتماعي المرتفع لمؤسسة رياض سطيف مقارنة بالمؤسسات الأخرى إلا أن كمية الأسهم التي طرحتها قليلة بسعر مرتفع 2300 دج للسهم، هذا يدل على أن معاملات رياض سطيف محدودة ولا تشجع على الاستثمار.

الجدول رقم (3) : الشركات التي تطرح السندات

السند	تاريخ الإدراج	تاريخ الطرح	إجمالي الاستحقاق مليون دج	القيمة الأولية (دج)	معدل الفائدة	مدة الاستحقاق
سوناطراك ¹	1999/10/18	1998/01/04	12.126	1.000.000	13%	5 سنوات
سونغاز ²	2006/05/29	2005/05/22	15.9	10.000	7%	6 سنوات
اتصالات الجزائر ³	2006/11/22	2006/10/17	21.59	10.000	4%	5 سنوات
الخطوط الجوية الجزائرية ⁴	2007/02/12	2004/12/01	14.18	10.000	6%	6 سنوات
دحلي ⁵	2009/03/16	2009/01/11	2.36	10.000	6.75%	7 سنوات

المصدر: تقرير بورصة الجزائر، بتاريخ 02 / 03 / 2020.

من خلال معطيات الجدول يتضح أن مؤسسة سوناطراك من ضمن أول الشركات المدرجة في البورصة بمعدل فائدة مرتفع مقارنة بالمؤسسات الأخرى، وبالتالي يمكن القول أنها سيطرت على سوق السندات.

¹: سوناطراك: من أهم الشركات البترولية في الجزائر.

²: سونغاز: الشركة الوطنية للكهرباء والغاز.

³: اتصالات الجزائر: مؤسسة الجزائر للاتصالات تنشط في مجال الهاتف.

⁴: الخطوط الجوية الجزائرية : شركة طي ارن.

⁵: دحلي: مجمع دحلي للفندقة والعقار.

المطلب الثالث: تداول وتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر

يوجد أربعة أساليب للتداول هي¹:

أولاً: أسلوب التداول في بورصة الجزائر

بورصة الجزائر عبارة عن سوق مركزي يسير عن طريق الأوامر، وكل الأوراق تتداول في سوق رسمي وحيد والمحصور في جناح من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أين يلتقي الوسطاء لتنفيذ أوامره كما أنه تم تحديد كل يوم اثنين وأربعاء من كل أسبوع ل يتم فيه التفاوض على الأوراق المالية، حيث يتولى ممثل إدارة البورصة تسجيل الجلسات البورصية.

وما يلاحظ على هذا النظام أنه نظام يشتمل على أنظمة متكاملة للتداول، المقاصة، التسوية، الرقابة والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات المقيدة بالبورصة، وهذا ما هو معمول به في أغلب البورصات العالمية.

ثانياً: أوامر بورصة الجزائر

يعتبر الأمر تعليمية يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة، وينبغي على كل أمر أن يتضمن المعلومات الآتية بموضوع العملية (شراء أو بيع)، اسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها، مدة صلاحية الأمر بالتنفيذ مع الإشارة إلى حدود السعر. وفي بورصة الجزائر تم الأخذ بثلاثة أنواع من الأوامر وهي: الأمر بسعر السوق، الأمر بأحسن سعر، الأمر بالسعر المحدد.

ثالثاً: نظام التسعير في البورصة النظام العام لبورصة الجزائر

يأخذ بنظامين للتسعير، هما المستمر والثابت، سواء كان يدوية أو آلية عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع وطريقة التسعير من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وقد تم في مرحلة الانطلاق تحديد السعر يدوية، ويرجع ذلك إلى انخفاض حجم الصفقات، كما تعد هذه الطريقة من الطرق المثلى بالنسبة لسوق ناشئة كبورصة الجزائر.

رابعاً: نظام المقاصة والتسوية

يهدف نظام المقاصة والتسوية إلى نقل ملكية الأوراق المالية المباعة إلى مشتريها، بعد دفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط للبائع، وتتمثل المبادئ المتعلقة بالمقاصة والتسوية في الآتي:

- تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم ومراقبة عمليات المقاصة؛
- تنتقل ملكية الأوراق المالية مباشرة بعد تنفيذ العملية؛

¹ عبد الله سناجي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال، مرجع سبق ذكره، ص 110-108.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

- تسليم الأموال والتنازل على الأوراق المالية يجب أن يتم في آن واحد؛
- تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بإعلام الوسطاء الماليين عن القاعدة التي يتم على أساسها تطبيق التسليم، وتحدد الموعد الذي تتم فيه العملية.

المبحث الثاني: تقديم عام لمجمع صيدال

مجمع صيدال هو أحد المؤسسات العمومية التي تمت خوصصتها عن طريق سوق الأوراق المالية، يقوم المجمع بصناعة الأدوية. اتبع مجمع صيدال عدة إجراءات لدخوله إلى سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال¹

يعد مجمع صيدال من المؤسسات الاقتصادية الناتجة عن إعادة هيكلة المؤسسات العمومية، فهو بدوره تأسس بعد مرور المؤسسة الصيدلانية الجزائرية بعدة مراحل مختلفة حيث تم إنشاء مخبر مالر زيرند "mellerzayrend" ببيوتيك بوحدرة قسنطينة، ومخبر بابر "paper" بوحدرة الدار البيضاء خلال الفترة الممتدة ما بين 1962 و1977، وبعدها أسست الصيدلة الجزائرية المركزية بموجب المرسوم رقم 06/77 بتاريخ 23 أوت 1977، تم إعادة الهيكلة لهذه الأخيرة تحت اسم "المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني" بموجب المرسوم

16/82 بتاريخ 24 مارس 1982، وفقا للمرسوم 16/82 لشهر افريل 1982 ظهر "مجمع صيدال"، بعد ما عرفته الجزائر من هيكلة الصيدلة المركزية وكذا دمج المركب الخاص بإنتاج المضادات الحيوية بالمدينة، بعد ما كان عبارة عن الجزء المتمم للشركة الوطنية للصناعة الكيميائية.

وفي بداية 1989 تبنت صيدال برنامجا إصلاحية تعقبها مباشرة تحولها إلى مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع باستقلالية التسيير في شكل مؤسسة ذات أسهم، والتي أصبحت تصدر المراكز الأولى في إنتاج وتوزيع الأدوية. وفي سنة 1993 أقدمت هذه المؤسسة على تأسيس فروع جديدة لها كتغيير في هيكلها حتى يتسنى لها القيام بالشراكة، وبموجب إنشاء الشركة العمومية القابضة سنة 1996، أصبحت الشركة القابضة للكيمياء والصيدلة تستحوذ على 100% من رأس مال صيدال.

ووضعت صيدال في سنة 1997 مخططة للأدوية الذي يتمثل في إعادة هيكلتها، حيث ترجم فيما بعد بتحويلها إلى مجمع صناعي في تاريخ 2 فيفري 1998، فاتخذ المجمع التسمية "المؤسسة العمومية الاقتصادية"، مؤسسة ذات أسهم، المجمع الصناعي صيدال".

وعلى هذا الأساس تم اختيار مجمع صيدال من بين المؤسسات التي سيتم إدراجها في بورصة الجزائر وذلك سنة 1988 بعد الاعتراف بأهميتها وكفاءتها في الإنتاج والتوزيع، حيث يبلغ رأس مال مجمع صيدال 2.500.000.000 دج، أما قدرته الإنتاجية فتعادل أو تزيد عن 160 مليون وحدة بيع، وهذا ما سمح بنمو وتطوير نشاط مجمع صيدال بشكل أكبر سواء في تعاملاته الخارجية أو المحلية، كما تسنى له القيام بعدة شراكات مع المخابر والمؤسسات العالمية للأدوية في نطاق التوسيع من تشكيلة منتجاتها، وكذا القيام بعدة استثمارات كإنشاء مصنع الأنسولين في وحدة قسنطينة.

¹ عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال، مرجع سبق ذكره، ص ص-142

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

يتجلى دور صيدال الرئيسي في توفير الاحتياجات الوطنية من الأدوية الضرورية المطلوبة باستمرار وواسعة الاستهلاك لضمان الصحة العمومية للمواطنين وكذا التقليل من تكاليف الاستيراد بالعملة الصعبة.

ويتمثل مضمونه الاجتماعي في زيادة الإنتاج والذي ينتج عنه زيادة في كل من الاستيراد والتصدير والتسويق لمختلف المواد الصيدلانية وترقية نشاطه، وفي 02 فيفري 1998 توسعت المهام الموكلة إليه لتشمل عمليات البحث في الطب الإنساني ومجال البيطرة وإعداد السياسة العامة للمجمع ومختلف الإستراتيجية المتعلقة بالمالية، التسويق والتطوير، كما يقوم بالمراقبة والتحكم في فروع ووحدات المجمع، وتسيير المحفظة المالية لهذا الأخير.

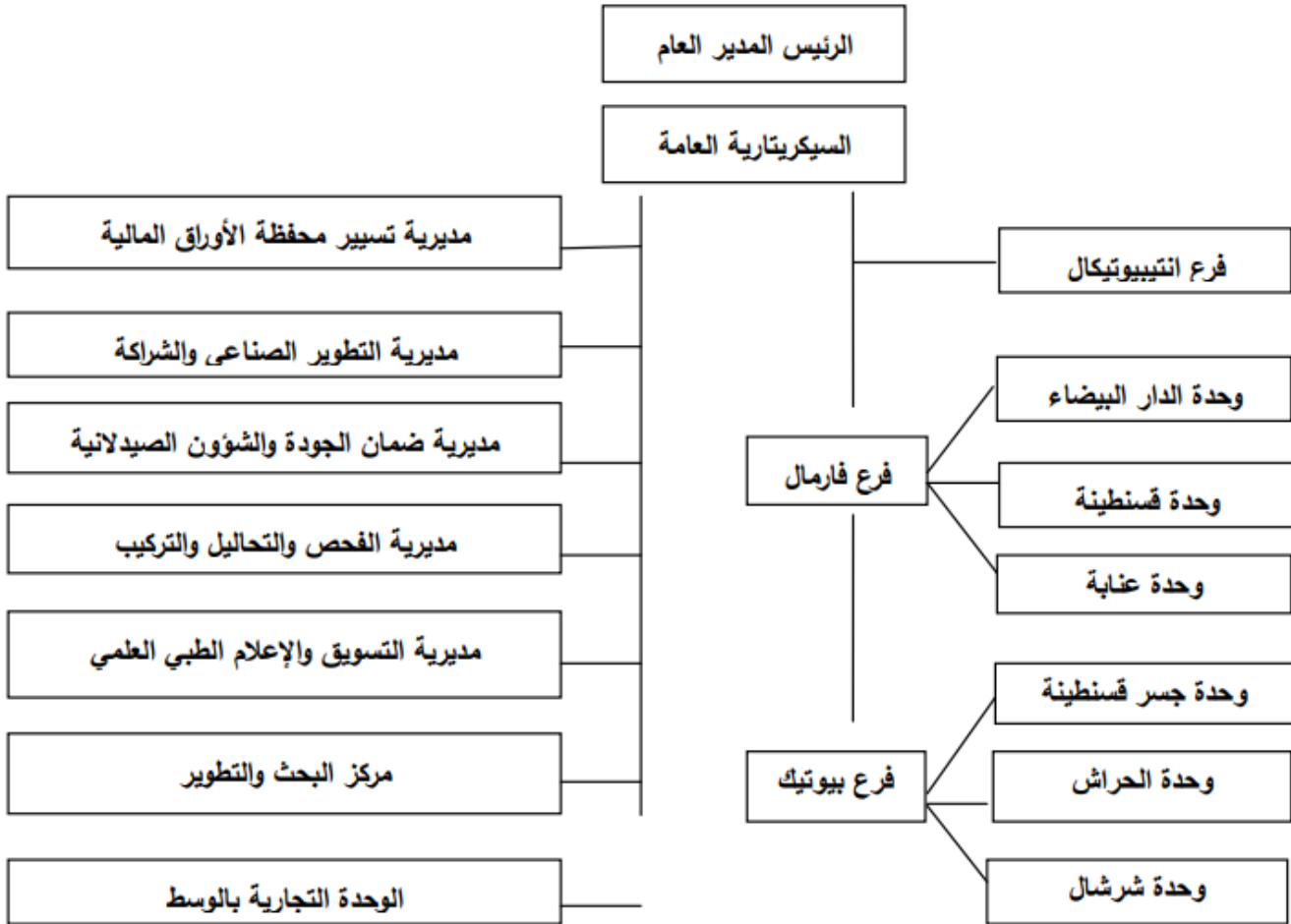
تتمثل الأهداف الرئيسية لمجمع صيدال في:

- تطوير الشراكة وتوسيع نطاقها مع المؤسسات الأجنبية؛
- التوسيع في خط المنتجات وتوفير مناصب شغل جديدة؛
- تحسين ظروف الإنتاج ومواجهة المنافسة الأجنبية؛
- الزيادة من قدراته التسويقية والإعلام الطبي والميدان التجاري؛
- الرفع من رقم أعماله بزيادة المبيعات التي بدورها تزداد بزيادة الإنتاج؛
- اقتحام أسواق خارجية عن طريق التصدير المباشر؛
- العمل على زيادة حجم الحصص السوقية.

المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

أولا :شكل الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.

الشكل رقم (3) : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر : عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال، مرجع سبق ذكره، ص 144

ثانيا: مكونات الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يتكون الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال من عدة فروع ووحدات ومديريات مقسمة حسب المهام والوظائف المكلفة بها، وهي تتمثل في¹:

1. فروع صيدال: لمجمع صيدال ثلاثة فروع وهي أنتيبويوتيكال، فارمال وبيوتيك.

أ- فرع أنتيبويوتيكال يتموقع هذا الفرع في المدينة، وهو عبارة عن مركب لصنع المضادات الحيوية، حيث يتكون من:
- عمارتين للإنتاج الـ piniciline و picilinic؛

¹ عبد الله سناجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال، مرجع سبق ذكره، ص ص . 147-145

- عمارة الإنتاج المواد الأولية.

بدأ نشاطه عام 1988، توسع مجال إنتاجه ليشمل: المراهم، الحقن، الشراب كما أنه يتميز بقدرتها الإنتاجية في صنع المنتجات النهائية والمواد الأولية والمواد المركبة، كما أنه يتحكم في مخابر حديثة وعمال ذوي كفاءة إنتاجية عالية.

ب-فرعبيوتيك: مقر هذا الفرع في الدار البيضاء، وهو يضم ثلاث وحدات إنتاجية وهي: وحدة جسر قسنطينة، وحدة الحراش ووحدة شرشال، تقوم بإنتاج المحاليل المكثفة والعبوات الزجاجية، الأقراص والشراب إضافة إلى إنشاء وحدة جديدة للإنتاج في باتنة.

ج-فرع فارمال: يقع فرع فارمال بالدار البيضاء، ويمتلك وحدات إنتاجية في كل من قسنطينة، عنابة والدار البيضاء وهو يقوم بإنتاج الأقراص، الكبسولات، المراهم، المحاليل ومعجون الأسنان، كما أنه يمتاز بطاقة هائلة للإنتاج إلى جانب الكفاءة العالية في التحكم والتحليل.

2. وحدات المجمع: يضم مجمع صيدال وحدتين، وحدة مركز البحث والتطوير والوحدة التجارية للوسط.

أ-مركز البحث والتطوير : أنشئ هذا المركز سنة 1987 بالمحمدية بالجزائر العاصمة، وهو يقوم بتطوير من 05 إلى 06 منتجات سنوية والتي تدخل مباشرة في تشكيلة الإنتاج، وهذا المركز يشغل 95 موظف منهم 68 إطار متخصص في البحث والتطوير للمنتجات التامة الصنع، كما يقوم المركز بتحقيق مشاريع البحث والمتابعة خاصة في العلوم الصيدلانية ومساعدة وحدات الإنتاج الأخرى تقنية وتقديم الخدمات لها وللمؤسسات الأخرى في نفس القطاع.

ب-الوحدة التجارية بالوسط: أنشئت هذه الوحدة سنة 1996 بالحراش، مكلفة بتسويق منتجات صيدال والأدوية والمواد الصيدلانية من طرف مؤسسات المجمع، تشمل هذه الوحدة 70 موظف، وتمتلك فريق متخصص في البيع والتوزيع للزبائن، كما أنها تملك قدرات للتخزين تصل إلى 4 ملايين وحدة بيع، وهي تمتلك مراكز التوزيع التالية:

مركز التوزيع بباتنة الذي دشين سنة 1999، وهو يقوم بتغطية 18 ولاية؛

مركز التوزيع بوهران الذي دشين سنة 2000. إضافة إلى وحدات التوزيع الأخرى؛

3. مديريات المجمع ووظائفها: لمجمع صيدال خمس مديريات وهي :

أ-مديرية تسيير محفظة الأوراق المالية والاستراتيجية المالية تكمن مهمتها في عمليات التمويل المرتبطة بالمهام الأساسية المتمثلة في تسيير الاستراتيجية المالية، تسيير الميزانية، المحاسبة المالية والتمويل على المدى المتوسط والطويل.

ب-مديرية التسويق والإعلام الطبي: وتتمثل مهمتها فيما يلي:

- القيام بتنفيذ إستراتيجية للتسويق والإعلام الطبي؛

- إنشاء شبكة المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني؛

- تقييم ونشر مختلف ركائز التكوين والإعلام الطبي.

ج-مديرية الفحص والتحليل والتركيب:وهي مكلفة بمراقبة التسيير وفحص الحسابات وكل النشاطات المتعلقة بالتنسيق، التحليل والتركيب.

د-مديرية ضمان الجودة والشؤون الصيدلانية:تحتوي على مديرية البحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية، تتمثل مهامها في بحث وصنع المنتجات الجديدة خاصة المطابقة للأصل.

و-مديرية تطوير الصناعة والشراكة:تهتم هذه المديرية بجميع النشاطات المتعلقة بالتطوير الصناعي وخاصة الاستثمار في مجال الشراكة المحلية والأجنبية، والتحويل والتنازل عن التجهيزات.

المطلب الثالث: إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة¹

أولاً: قرار دخول مجمع صيدال إلى البورصة

وفقا لقرار مجلس المساهمة للدولة واجتماعه الذي انعقد يوم 18 جوان 1998 في إطار إجراءات الخوصصة بمقتضى الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 1995 والمتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخوصصة الذي تبنته الحكومة، عملت الجمعية العامة لصيدال على تبني القرار رقم 04 النابع من اجتماع مجلس المساهمة، والذي يسمح لمجمع صيدال بإدراج جزء من رأس ماله في البورصة.

ثانياً: خطوات الدخول إلى البورصة

يمكن تلخيص خطوات الدخول إلى البورصة في النقاط التالية:

المرحلة الأولى : القرار الأولي:بدأت هذه المرحلة في شهر جانفي 1998 حيث انعقد اتفاق مبدئي بين كل من المجلس الوطني المساهمات الدولة (CNPE) والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة قصد الخوصصة الجزئية لصيدال، وذلك عن طريق تحويل 20% من رأس مالها إلى أسهم متداولة في البورصة، كما قامت الشركة العمومية القابضة (سابقا) بتوكيل مجمع صيدال قصد إعداد ملفهفي البورصة، كما قامت الشركة العمومية القابضة (سابقا) بتوكيل مجمع صيدال قصد إعداد ملفه الخاص بدخول البورصة 11 فيفري 1998، ثم توقيع اتفاقية بين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مع مجمع صيدال الذي قام بتقديم طلب الحصول على تأشيرة التنازل عن جزء من رأس مالها عن طريق العرض العمومي للبيع.

المرحلة الثانية: تغيير القانون الأساسي والتكيف مع الإجراءات: قام المجمع بعمليات تسوية أهمها ترفع رأس ماله، تعديل القانون الأساسي للمؤسسة، التحرير الكلي لرأس المال، إجتماع مجلس الإدارة من أجل إتخاذ قرارات الدخول إلى البورصة.

¹ عبد الله سلاجقي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار - دراسة حالة مجمع صيدال، مرجع سبق ذكره، ص 153-155.

المرحلة الثالثة: تفويض مكتب الدراسات: تم توقيع اتفاقية بين صيدال ومكتب الدراسات الكندي أرتير أندرس " في 08 أبريل 1998. تدوم أربعة أشهر من أجل تحضير الوثائق التالية: الخبرة الصناعية وتقييم ذمة المؤسسة، التقييم المالي للمؤسسة، المخطط التجاري، المذكرة الإعلامية.

المرحلة الرابعة: تكوين وثائق التقييم: تتمثل فيما يلي:

- الميزانيات، جدول حسابات النتائج السنوية وتقارير محافظ الحسابات للسنوات الخمسة الأخيرة؛
- القانون الأساسي للمجمع منذ نشأته؛
- الهيكل التنظيمي للمجمع قبل وبعد إعادة تغيير البنية؛
- النصوص المنظمة لقطاع المجمع؛ مخطط تفصيلي لتطوير المجمع؛
- معلومات عن السوق؛
- قرارات الجمعية العامة العادية ومجلس الإدارة المتعلق برفع رأس المال؛ النظرة الاستراتيجية للمجمع.

المرحلة الخامسة: محادثات مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي تهدف إلى إنهاء إعداد العرض العمومي، حيث قام مجمع صيدال بتسليم مشروع المذكرة الإعلامية إلى الشركة القابضة في أوت 1998 وسلمت بدورها إلى لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وبعد عقد العديد من اجتماعات العمل في شهر سبتمبر المتضمن دراسة الملف وشرحه، تم تكملة المعلومات المطلوبة والقيام بالتصحيات اللازمة، وأنهت هذه المرحلة في 15 أكتوبر 1998.

المرحلة السادسة: محادثات مع شركات تسيير بورصة القيم المنقولة يتم تحديد الإطار التنظيمي لعملية العرض العمومي التي سيقوم بها المجمع، حيث تم عقد دورة تنص على سير العملية، حيث تضبط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الإجراء المتبع بالنسبة لكل إدراج بالاتفاق مع الشركة المصدرة والوسطاء في العمليات البورصية والمكلفين بإدراج الأوراق المالية، ويعلم الجمهور بذلك عن طريق نشر إعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعير مع التأكيد على البيانات التالية: هوية الشركة المصدرة، الوسطاء الذين تم تكليفهم بتتبع إجراءات القبول والدخول إلى البورصة، إعداد القيم المالية وطبيعتها وخصائصها وكذا سعر الافتتاح إضافة إلى معلومات أخرى كتحديد فترة العرض، تحديد دور كل متدخل في العملية، تحديد فترة الاستقبال والمصادقة على تحديد فترة التسوية والتسليم.

المرحلة السابعة: الاتفاق والعقد لقد اختار المجمع الوسطاء في عملية البورصة وهم: المؤسسة العمومية للاستثمار (SOFICOP)، مؤسسة توظيف القيم المنقولة (CPDM)، والراشد المالي وهو شخص وصي في عمليات البورصة. يضمن هؤلاء الوسطاء حسن سير العملية وتوظيف الأسهم عبر شبابيك البنوك الموالية: CNMA، CPA، CNEP، BEA، BADR، BDL

المرحلة الثامنة: التسويق البورصي

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

يتمثل في إحداث وتكوين الطلب على السهم الذي سيطرح في سوق الأوراق المالية، وتم ذلك من خلال النقاط التالية:

- الإشهار لعملية الدخول إلى بورصة القيم المنقولة في التلفزيون والإذاعة؛
- الاتفاق مع الوكالة الوطنية للنشر والإشهار من أجل طبع المذكرة الإعلامية، الملصقات الحائطية والورقيات الإشهارية؛
- التحضير ليوم افتتاح عملية العرض العمومي للبيع من أجل تحفيز الجمهور للمساهمة في رأس مال المؤسسة.

المبحث الثالث: الاستثمار في أسهم مجمع صيدال

من أجل تقييم سهم مجمع صيدال لآبد من معرفة عدد التعاملات وحجم التداول، وأيضاً تطور السعر السوقي المتوسط.

المطلب الأول: تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط السعر سهم مجمع صيدال.

يتم عرض تطور حجم التداول والسعر السوقي لأسهم مجمع صيدال في البورصة في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط السهم مجمع صيدال

السنوات	عدد المعاملات	حجم التداول	السعر السوقي المتوسط (دج)
2016	48	4810	176.63
2017	89	21533	185.96
2018	87	14663	198.73
2019	20	9097	254.43
2020	32	32889	197.12
2021	38	30844	231.45

المصدر: موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz بتاريخ 02/02/2022

من خلال الجدول رقم (03) نلاحظ أنه في عام 2018 كان السعر السوقي المتوسط ما يقارب 198.73 دج ليشهد بعد ذلك ارتفاعاً في سنة 2019 قدر بـ 254.43 وكذلك 2020 وهذا راجع إلى زيادة حجم التداول، ثم انخفض في سنة 2021 وهذا راجع إلى انخفاض حجم التداول الذي بدوره سيؤدي إلى نقص ثقة المستثمرين في قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح.

المطلب الثاني: الاستثمار في أسهم مجمع صيدال

أولاً: حساب العائد المحقق لسهم مجمع صيدال

يمكن الوصول للعوائد المحققة من الاستثمار في أسهم مجمع صيدال من خلال الصيغة التالية:

$$R_i = \frac{(P_i - P_{i-1}) + D_i}{P_{i-1}}$$

حيث:

R_i : العائد المحقق

P_i : السعر السوقي المتوسط للسنة (1) السنة الحالية.

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

P_{i-1} : السعر السوقي المتوسط للسنة (i-1) السنة السابقة.

D_i : توزيعات الأرباح للسنة (i)

والجدول الموالي يبين العوائد المحققة من الاستثمار في أسهم مجمع صيدال

الجدول رقم (05): العوائد المحققة من الاستثمار في أسهم مجمع صيدال

السنوات	السعر السوقي المتوسط (دج)	التوزيعات (دج) عائد جاري D_i	العائد المحقق R_i
2017	185.96	12	0.1000
2018	198.73	14	0.1430
2019	254.43	27	0.4160
2020	197.12	3	-0.2134
2021	231.45	.	0.1741

المصدر: موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz بتاريخ 02/03/2022

من خلال الجدول نلاحظ أن المساهمين في شركة صيدال حققوا عوائد منخفضة جدا في سنوات 2020، وهذا بسبب تدهور السعر السوقي، فيما حقق نفس المساهمون أرباحا في باقي السنوات (201, 2018, 2019، 2021) بسبب ارتفاع السعر السوقي المتوسط الناتج عن ارتفاع حجم التداول في أسهم الشركة بينما توزيعات الأرباح عرفت ارتفاع مستمرة طيلة سنوات الدراسة والسبب في ذلك يعود إلى قرار مجلس الإدارة.

ثانيا :حساب الاستثمار في أسهم مجمع صيدال :

1- حساب التباين لأسهم مجمع صيدال:

يمكن حساب التباين بالاعتماد على العلاقة التالية :

$$\delta^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{N}$$

حيث \bar{R} : هو متوسط العوائد التاريخية

$$\bar{R} = \frac{\sum R_i}{N} = \frac{0.5829}{5} = 0.1166$$

الجدول رقم (06): تباين سهم مجمع صيدال

السنوات	العائد المحقق i	$R_i - \bar{R}$	$(R_i - \bar{R})^2$
2017	0.1000	0.0166	0.0002
2018	0.1430	0.0264	0.0006
2019	0.4160	0.2994	0.0896
2020	-0.2134	-0.33	0.1089
2021	0.1741	0.0575	0.0003
المجموع	.	.	0.1996

المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول السابق

2- حساب لسهم مجمع صيدال :

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

$$\delta = \sqrt{0.0703} = 0.2651$$

هذه القيمة (0.2651) مرتفعة وهي تدل على ارتفاع حجم مخاطر الاستثمار في أسهم مجمع صيدال الذي سببه انخفاض معدلات العائد.

المطلب الثالث: حجم الاستثمار في أسهم مجمع صيدال بالمقارنة مع حجم الاستثمار في أسهم اليانس للتأمينات سنقوم في هذا المطلب بحساب مخاطر الاستثمار في أسهم اليانس للتأمينات وهذا حتى نقارن بين حجم مخاطر الاستثمار في أسهم فندق الأوراسي، وحجم مخاطر الاستثمار في أسهم مجمع صيدال باعتباره شركة منافسة لمجمع صيدال في البورصة.

أولاً: حساب العائد المحقق من الاستثمار في أسهم شركة اليانس للتأمينات:

الجدول الموالي يبين العوائد المحققة من الاستثمار في أسهم شركة اليانس للتأمينات.

الجدول رقم (07): العوائد المحققة من الاستثمار في أسهم اليانس لتأمينات

الفصل الثالث: دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة من 2016-2021

السنوات	السعر السوقي المتوسط (دج)	التوزيعات (دج)	R_i العائد المحقق
2017	124.02	25	0.330
2018	135.79	20	0.256
2019	178.16	30	0.532
2020	141.57	1	-0.199
2021	108.69		-0.232
المجموع	.	.	0.687

المصدر: موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz بتاريخ 12/04/2022

من خلال الجدول نلاحظ أن المساهمين في شركة اليانس للتأمينات حققوا عوائد منخفضة جدا في سنوات 2020، 2021 وهذا بسبب تدهور السعر السوقي، فيما حقق نفس المساهمون عوائد مرتفعة نوعا ما في باقي السنوات (2019، 2018، 2020) بسبب ارتفاع السعر السوقي المتوسط الناتج عن ارتفاع حجم التداول في أسهم شركة اليانس للتأمينات، بينما التوزيعات كانت متذبذبة طيلة سنوات الدراسة.

ثانيا: حساب الاستثمار في أسهم شركة اليانس للتأمينات

1- حساب التباين لسهم شركة اليانس للتأمينات

يتم حساب التباين بالاعتماد على العلاقة التالية:

$$\delta^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{N}$$

حيث:

$$\bar{R} = \bar{R} = \frac{\sum R_i}{N} = \frac{0.2224}{5} = 0.0445$$

الجدول رقم (08) تباين سهم شركة اليانس للتأمينات

$(R_i - \bar{R})^2$	$R_i - \bar{R}$	العائد المحقق R_i	السنوات
0.0815	0.2855	0.330	2017
0.0447	0.2115	0.256	2018
0.2376	0.4875	0.532	2019
0.0592	-0.2435	-0.199	2020
0.0764	-0.2765	-0.232	2021
0.4994	.	.	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول (06)

ومنه: تباين سهم شركة اليانس للتأمينات

$$\delta^2 = \frac{0.0515}{5} = 0.0103 = 1.03\%$$

أما الانحراف المعياري لسهم شركة اليانس للتأمينات فهو عبارة عن الجذر التربيعي للتباين:

$$\delta_{x2} = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{0.0103} = 0.1015$$

من خلال المقارنة بين حجم أسهم مجمع صيدال وأسهم شركة اليانس للتأمينات نلاحظ أن الاستثمار في سهم اليانس للتأمينات تساوي 10.15% وهي نسبة أقل بكثير من مخاطر الاستثمار في أسهم مجمع صيدال التي قدرت ب 26.51 %

خلاصة الفصل:

بالرغم من الجهود المبذولة من طرف المشرع الجزائري لتفعيل سوق الأوراق المالية إلا أنها لا تزال غيرفاعلة. ومن بين الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مجمع صيدال، وهذا بعد ما استوفي على شروط الإدراج، ويتعرض حملة الأسهم المجمع صيدال إلى مخاطرة كبيرة، وهذا راجع لانخفاض التوزيعات مما يؤدي إلى نقص عمليات التداول بالإضافة إلى أن الهيئة المكلفة بخصوصة مجمع صيدال لم توفر المعلومات الكافية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم.

خاتمة

يعتبر سوق الأوراق المالية مصدرا من مصادر التمويل التي يلجأ إليها المستثمرون من أجل تمويل وتوظيف أموالهم أو الحصول على السيولة اللازمة، وذلك من خلال إصدارهم للأوراق المالية، إلا أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لا يخلو من المخاطر، ولذلك يحظى هذا السوق باهتمام الكثير من الاقتصاديين الذين أوجدوا أدوات لقياسها، وكذا أساليب التقليل منها، ومن جهة أخرى قمنا من خلال هذه الدراسة بتطبيق طرق قياس المخاطر على أسهم مجمع صيدال، فالاهتمام بطبيعة وقيمة المخاطر من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة، وعليه فتحليل المخاطر من طرف المستثمرين يسمح لهم باتخاذ قرار استثماري أكثر رشادة.

اختبار الفرضيات:

اختبار الفرضية الأولى: يمثل الاستثمار في الأوراق المالية أسلوبا جديدا للتمويل.

وقد تم تأكيد صحتها من خلال الفصل الأول حيث أن نشاط الأسواق المالية يعتمد اعتمادا كليا على مختلف أنواع الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

اختبار الفرضية الثانية: يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية على حسن قياس المخاطر من أجل التقليل منها.

لقد تم تأكيد صحتها من خلال الفصل الثاني حيث أن استخدام أدوات قياس المخاطر الفعالة يؤدي إلى التقليل منها.

اختبار الفرضية الثالثة: يمكن معرفة حجم مخاطر الاستثمار في أسهم صيدال من خلال مقارنتها مع شركة منافسة لها في البورصة.

فقد تم تأكيد صحتها من خلال الفصل الثالث حيث تبين أن مخاطر الاستثمار في أسهم مجمع صيدال مرتفعة.

وقد سمح التعرض لمختلف النقاط الواردة في هذا البحث إلى استخلاص النتائج التالية:

- لسوق الأوراق المالية دور فعالا في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار المالي؛
- توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، منها ما هو مرتبط بأدوات الملكية، ومنها ما هو مرتبط بأدوات المديونية؛
- إن التنوع في الاستثمارات في الأوراق المالية يؤدي إلى تقليل المخاطر، حيث أنه كلما تنوعت محفظة الأوراق المالية يؤدي ذلك إلى تقليص حجم المخاطر؛
- رغم مرور عدة سنوات على إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر إلا أن أدائها ما يزال ضعيفا؛
- تدهور معدل العائد المحقق السهم مجمع صيدال ناتج عن التغير في السعر السوقي وحجم التداول؛

- قلة الشفافية من طرف مجمع صيدال خاصة فيما يتعلق بالميزانيات وجداول حسابات النتائج، أدى إلى فقدان ثقة المستثمر وبذلك تراجعت توزيعاته مقارنة بمرحلة الاكتتاب؛
- ارتفاع حجم مخاطر الاستثمار في أسهم مجمع صيدال سببه تذبذب العائد.
- **الاقتراحات والتوصيات:** على ضوء النتائج سالفة الذكر يتم تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات وهي كالتالي:
- يتعين أن تكون الشركات المدرجة في البورصة ذات مردودية مالية عالية تمكنها من تقديم توزيعات تجعل معدل العائد مرتفع نسبيا؛
- تحسين المناخ الاستثماري لأن تطور سوق الأوراق المالية يرتبط ارتباطا وثيقا بتحسين المناخ الاستثماري؛
- ينبغي إصدار أوراق مالية ذات حجم وصيغ متناسب مع خصوصيات المستثمر من حيث الدخل والثقافة وذلك لرفع مستوى الطلب؛
- ضرورة إعادة النظر في القوانين والتشريعات الضابطة لقبول ادراج الشركات في البورصة وهذا
- على المستثمر تحليل وتقييم الأوراق المالية قبل اتخاذ القرار وذلك من أجل المرتبطة بها؛
- على المستثمر تحليل وتقييم الأوراق المالية قبل اتخاذ القرار وذلك من أجل المرتبطة بها؛
- على المستثمر أن يستثمر في الشركات التي تكون أسهمها رائدة في السوق، كما يجب عليه تنويع محفظته، لأن المحفظة المتنوعة تكون مخاطرها قليلة. كما يجب عليه إتباع سياسات فعالة لإدارة محفظته المالية من أجل تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة؛
- على مجمع صيدال أن يفصح عن المعلومات خاصة فيما يتعلق بأرباح الشركة، وهذا حتى يزيد من حجم الطلب على أسهم المجمع؛
- ضرورة اشراك حاملي الأسهم الصغار في اجتماعات مجلس الإدارة وهذا لزيادة ثقتهم في المجمع.
- **آفاق البحث:** تفتح هذه الدراسة آفاق للبحث العلمي في العديد من المواضيع ذات الصلة منها آليات وضوابط تفعيل دور بورصة الجزائر في تحقيق التنمية المستدامة.
- وفي الأخير هذا البحث كغيره من البحوث الاقتصادية التي اهتمت بدراسة موضوع الأسواق المالية وهو يحتاج جهود إضافية من قبل الباحثين

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

- (1) د.جميل أحمد توفيق: "الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، دار المعارف بمصر
- (2) حامد العربي الحضيري: تقييم الاستثمارات، دار الكتاب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000،
- (3) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2005.
- (4) رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006.
- (5) هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع.الأردن، 2003
- (6) دفع الله المكي حسن الرضي، مخاطر الإستثمار في شوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة 2013-2018، رسالة ماجستير في الإقتصاد، قسم الإقتصاد، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، 2018.
- (7) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001
- (8) محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000.
- (9) حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004.
- (10) محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- (11) عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، الأردن، 2001.
- (12) ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- (13) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- (14) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

- 15) محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 16) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- 17) ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، طبعة أولى، 1998.
- 18) جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة أولى، 2003.
- 19) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي و الفني)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 310.
- 20) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 21) هوارى معراج وآخرون، القرار الإستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013.
- 22) عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الإقتصادية لإتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006..
- 23) محمد عثمان وإسماعيل حميد، أساسيات دراسة الجدوى الإقتصادية وقياس مخاطر الإستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1985.
- 24) نصر الدين بن مسعود، دراسة وتقييم المشاريع الإستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص بحوث عمليات وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، 2010.
- 25) عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الإقتصادية: تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1996.
- 26) نصر الدين نمري، الموازنة الإستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الإستثماري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، الجزائر، 2009.

- (27) نصر الدين نمري، الموازنة الإستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الإستثماري، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، الجزائر، 2009.
- (28) عبد الغفار حنفي، الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، ط 02، 2009.
- (29) خليل محمد خليل عطية، دراسة الجدوى الإقتصادية، مركز تطور الدراسات العليا والبحوث، مصر، 2008.
- (30) ¹ - نجمة بوفليسي وشهيرة عثمان، "المعايير المالية لتمويل المشاريع الإستثمارية"، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني السادس حول الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات الإدارية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955، الجزائر، يومي 27 و 28 جانفي 2009.
- (31) محمد فريد الصحن وآخرون، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- (32) جمال الدين لعويسات، الإدارة وعملية إتخاذ القرار، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
- (33) زينب بن التركي، "الأساليب الكمية في صناعة القرار"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 06، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2009.
- (34) محمد الصيرفي، إقتصاديات المشروعات، مؤسسة حورس الدولية، مصر، 2005.
- (35) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- (36) زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994.
- (37) محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- (38) مأمون إبراهيم السيد، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانات تطويرها والربط فيما بينها، سلسلة الدراسات الإستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1988.
- (39) جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- (40) مصطفى رشيد شيحة، إقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996.
- (41) منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- (42) سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.

- 43) محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك، الدار الجامعية، مصر، 1998
- 44) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، (دت)
- 45) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، ط1، (دت)
- 46) محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000
- 47) شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 22.
- 48) ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، منشورات إيماج، الجزائر، 1998، ص: 39.
- 49) دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية (دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص تسيير المؤسسات، قسنطينة، 2001-2002
- 50) عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان فقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 1998
- 51) زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي دار وائل للنشر، عمان، 1999
- 52) عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، أسواق رأس المال البورصات، البنوك وصناديق الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009.
- 53) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، أردن، 1999، ص: 235.
- 54) إسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 55) ناجي جمال، إدارة المحفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998
- 56) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، (دون بلد النشر)، 2003
- 57) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003

- (58) حسن عطاء غنيم، **المشتقات المالية**، ملتقى حول تنظيم وإدارة البورصات العربية لخدمة التنمية، ورقة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر 6-10 مارس 2005
- (59) هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010
- (60) هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2010
- (61) محمد براق، **بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية**، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998-1999.
- (62) حسن علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، **الأسواق المالية**، دار زهوان، عمان، 1998.
- (63) محمد السويلم، **سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار**، (دون دار النشر)، (دون بلد نشر)، 2000.
- (64) رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر -دراسة إحصائية خلال الفترة الممتدة من 1999-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2010
- (65) ¹ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة.
- 66) investissement et stratégie de développement MILOUDI BOUBAKAR ED 1988.
- 67) Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002
- 68) Simon, Encyclopédie des marchés financières, Tome : 1, economica, Paris, 1997
- 69) Yannick Marquet, Les marchés d'option Négociables sur contrat a terme, economica, Paris, 1988
- 70) Vincent Giard, Gestion De La Production Et Des Flux, Economica, France, 3ème Edition, 2003

- 71) Jean Barreau et Autres, Gestion Financière, Dunod, France, 13ème Edition, 2004,
- 72) Telon, F, les marchés de capitaux seul, Paris, 1997,
- 73) K- Chehrit, dictionnaire de la finance et de la Bourse collection M-L-P, Alger, 2000,
- 74) M- Salah, les valeurs mobiliers (emises par les sociétés par actions), edik, Alger, 2001, P: 19.