



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم : علوم اقتصادية

الموضوع

دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار
دراسة حالة الجزائر ، تونس والمغرب

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: تقود ومالية

الأستاذة (ة) المشرفة (ة):

بوستة زكية

إعداد الطالبة:

لموشي راوية

رقم التسجيل:/2013
تاريخ الإيداع

الموسم الجامعي 2012-2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"ربنا لا تؤاخذنا إن نسينا أو أخطانا ربنا و لا
تحمل علينا إصرا كما حملته على الذين من
قبلنا ربنا و لا تحملنا طاقة ما لا طاقة لنا به و
اعف عننا و اغفر لنا و ارحمنا أنت مولانا
فانصرنا على القوم الكافرين"

صدق الله العظيم

(سورة البقرة الآية 286)

كلمة شكر

في الحديث القدسي :

"عبدني لم أشكرني ما أحسن له تشكر من قدمه لك الخير علي يديه"
ربي أوزمني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و علي والدي و أن العمل حالها ترضاه
الحمد لله الذي وفقني في إتمام هذا العمل
أتقدم بشكري و تقديري و امتناني إلى الأستاذة المشرفة بوسنة زكية
و الأستاذ بن الضيف و الأستاذ ططوح أمين
و أتقدم بالشكر و العرفان إلى كل من مد لي يد المساعدة

لموشي واوية

الإهداء

إلى من و لو نوفيهم و لو حيينا الدهر كله إلى الوالد و الوالدة أطال الله فيهما
امدي هذا العمل المتواضع

والى من كبريت و ترعرعت معهم أختي نسرين ، سميلة
و إخوتي جمال ، سيف ، مشاه ، هاني ، أيمن ، ياسين
و إلى كل الأقارب و الأحاب

و كل أصدقاء و زملاء الدراسة ربيعة ، هدى ، وردة ، ناريمان ، عفاف ، خديجة ، نسيم
والى كل دفعة مالية و نقود سنة ثانية ماستر

و إلى كل أساتذتي من طور التعليم الابتدائي إلى طور التعليم العالي الذين لا أنسى
فضلهم علي

و الذين أسأل الله لهم أن يجزيهم كل الخير

لموهبي راوية

الفهرس العام

شكر

اهداء

الفهرس العام

فهرس الجداول و الاشكال

الملخص

المقدمة العامة

الفصل الاول :الاطار النظري لسوق راس المال

تمهيد

المبحث الاول: الاطار النظري للسوق المالية

المطلب الاول : طبيعة السوق المالية ووظائفها

اولا: مفهوم السوق المالية

ثانيا: تقسيمات السوق المالية

المطلب الثاني: الوظائف الاقتصادية للسوق المالية

اولا: تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات

ثانيا: توفير السيولة

ثالثا: تخفيض مخاطر الاستثمار و توفير المعلومات على أداء الشركات

المطلب الثالث : اهمية السوق المالية

المبحث الثاني: نشأة سوق رأس المال و تقسيماته و الاطراف المتدخلة فيه

المطلب الأول : نشأة سوق رأس المال و تعريفه

أولا: نشأة سوق رأس المال

ثانيا: تعريف سوق راس المال

المطلب الثاني: تقسيمات سوق راس المال

اولا: تقسيمات سوق راس المال

ثانيا: الاطراف المتدخلة فيه

المبحث الثالث: تنظيم سوق راس المال

المطلب الاول: المنتجات المالية المتداولة في السوق

اولا: ادوات الملكية

ثانيا: ادوات الدين

ثالثا: المشتقات المالية

المطلب الثاني: التعاملات في سوق راس المال

اولا: الاوامر

ثانيا: انواع الاوامر
المطلب الثالث: ادوات التحليل في سوق راس المال
اولا: التحليل الاساسي
ثانيا : التحليل الفني
الفصل الثاني: تمويل الاستثمار
المبحث الاول: الاستثمار
المطلب الاول: تعريف الاستثمار
اولا : الاستثمار لغة
ثانيا: الاستثمار اصطلاحا
المطلب الثاني: تصنيف الاستثمارات
اولا: تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعتها
ثانيا: تصنيف الاستثمارات وفقا للنشاط الاقتصادي
ثالثا: تصنيف الاستثمارات وفقا لشكل الملكية
رابعا: تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعتها
خامسا: تصنيف الاستثمارات وفقا لمن يقوم بها
المطلب الثالث: مجالات الاستثمار
اولا: التوزيع الجغرافي لمجالات الاستثمار
ثانيا: الاستثمار و مفاهيم اخرى
ثالثا: الفروق الرئيسية بين الاستثمار و المضاربة
المطلب الرابع : ادوات الاستثمار
اولا: ادوات الاستثمار المالي
ثانيا : أدوات الاستثمار الحقيقي
المطلب الخامس : اهمية و اهداف الاستثمار
اولا: اهمية الاستثمار
ثانيا: اهداف الاستثمار
المطلب السادس: مخاطر الاستثمار المالي
أولاً: المخاطر المرتبطة بالأسهم
ثانيا: المخاطر المرتبطة بالسندات
المبحث الثاني: التمويل
المطلب الاول: مفهوم التمويل
المطلب الثاني: مصادر التمويل

أولاً: مصادر التمويل الداخلية
ثانياً: مصادر التمويل الخارجية
المطلب الثالث : التمويل عن طريق سوق راس المال
الفرع الأول : الأسهم العادية
أولاً: خصائص الاسهم من وجهة نظر الشركة المصدرة
ثانياً: عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة
الفرع الثاني: الأسهم الممتازة
أولاً: مزايا التمويل بالأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة
ثانياً: عيوب التمويل بواسطة الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة
الفرع الثالث: السندات
المبحث الثالث: آلية التعامل في السوق الأولية
المطلب الأول: طرق الاكتتاب في السندات
الفرع الأول: طرق الاكتتاب في السندات الحكومية
أولاً: الاكتتاب العام
ثانياً: المزادات
ثالثاً: الاكتتاب عن طريق البنوك
رابعاً: الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية
الفرع الثاني: الاكتتاب في سندات الشركات
أولاً: خطورة عدم السيولة
ثانياً: خطورة سعر الفائدة
المطلب الثاني: مراحل الإصدار في السوق الأولي
الفرع الأول: مراحل الطرح الأولي
أولاً: تعيين الوسيط المالي
المطلب الثالث: بنوك الاستثمار
الفرع الأول: تعريف بنك الاستثمار
الفرع الثاني: مهام بنك الاستثمار
أولاً: توجيه النصح و المشورة
ثانياً: القيام بالإجراءات التنفيذية
ثالثاً: نشرة الإصدار
رابعاً: التعهد
خامساً: هيئة الرقابة المالية

سادسا: الاككتاب

الفصل الثالث:سوق رأس المال للدول المغربية

تمهيد

المبحث الأول: سوق رأس المال للجزائر

المطلب الأول:سوق رأس المال

الفرع الأول: سوق أولية

الفرع الثاني: سوق ثانوية

الفرع الثالث : سوق السندات أو السوق الغير منظمة

المطلب الثاني : نشأة بورصة الجزائر

الفرع الأول: المرحلة الأولى:1990- 1992

الفرع الثاني: المرحلة الثانية 1992-1999

المطلب الثالث: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

أولا : حماية المستثمرين في القيم المنقولة

ثانيا: حسن سير القيم المنقولة

الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

الفرع الثالث : المؤتمر المركزي للسندات

المطلب الرابع: الوطاء في عملية البورصة

المطلب الخامس : الشركات المصدرة في بورصة الجزائر

المبحث الثاني: سوق رأس المال في تونس

المطلب الأول: مكونات سوق رأس المال بتونس

المطلب الثاني: نشأة بورصة تونس

الفرع الأول: نشأة البورصة التونسية

الفرع الثاني : الهيئات المنظمة لبورصة تونس

أولا: مجلس سوق المالية

ثانيا: بورصة القيم المتداولة

ثالثا: الشركة التونسية للإيداع و تسجيل الأوراق المالية

رابعا : شروط الإدراج في البورصة

الفرع الثالث: مميزات الاستثمار في بورصة تونس

الفرع الرابع: الشركات المدرجة ببورصة تونس

المبحث الثالث : سوق رأس المال للدار البيضاء
المطلب الأول : نشأة بورصة الدار البيضاء
الفرع الأول : مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة
الفرع الثاني: المؤتمر المركزي
المطلب الثاني: الوساطة المالية في بورصة الدار البيضاء
الفرع الأول: شركات سوق البورصة
الفرع الثاني: مهام الوسيط في بورصة الدار البيضاء
الفرع الثالث: تنظيم بورصة الدار البيضاء
أولاً: مكونات سوق البورصة
ثانياً : سوق الأسهم في المغرب

فهرس الجداول

و الأشكال

فهرس الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
	تقسيمات السوق المالية	(01)
	هيكل سوق الاصدار	(02)
	هيكل اصدار قرض سندي	(03)
	تطور مبالغ الاصدار لسوق راس المال في الجزائر	04
	تطور مبالغ الاصدار في سوق راس المال في تونس	05
	تطور مبالغ الاصدار في سوق راس المال في المغرب	06

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
		01
		02
		03
		04
		05
		06
		07
		08
		09

المطلب الأول : مقارنة تطور مبالغ الإصدار والاستثمار للدول المغربية

الجدول رقم (12-3) : تطور الإصدار في كل من الجزائر، تونس، المغرب

الوحدة : مليون دولار

2011			2010			2009			2008			2007			2006			2005			السنة البيان
المغرب ب	تونس	الجزا ئر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	
106 9.0 4	377. 30	00	255.7 0	655 .12	18,9	221.5 4	700 .16	418,5	424.6 5	415. 52	598,0 5	323.5	307.4 7	112,567	364.37	347,96	617,92	230.8 6	144.9	855,94	قيمة الإصدار

الوحدة : مليار دولار

الجدول رقم (13-3) : تطور إجمالي الاستثمارات في تونس ، الجزائر ، المغرب

2011			2010			2009			2008			2007			2006			2005			السنة البيان
المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	
35,95	21,67	36,11	35,03	23,44	41,65	35,64	23,82	46,80	38,11	25,92	37,49	32,48	24,76	34,38	29,46	26,38	29,94	28,79	24,94	31,33	إجمالي الاستثمارات

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجداول رقم (3-3)، (3-8)، (3-11)

الجدول رقم (14-3) : دور الأسواق الأولية للجزائر ، تونس ، المغرب في تمويل الاستثمار

2011			2010			2009			2008			2007			2006			2005			السنة البيان
المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	المغرب	تونس	الجزائر	نسبة تمويل الاستثمار
0,03	0,01	00	0,07	0,02	0,004	0,06	0,3	0,09	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03	0,01	0,01	0,02	0,08	0,006	0,02	

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا الموقع التالي : www.economywatch.com 21-05-2013

الملخص

أصبحت أسواق رأس المال بصفة عامة تمثل أداة فعالة لتمويل المباشر للاستثمارات و لمشاريع التنمية الاقتصادية و الاجتماعية العمومية و الخاصة ، و ذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك و جذب الادخار الحر من المدخرين المحليين و الأجانب نحو طالبي الرساميل من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الاكتتاب العام في سنداتها و أصولها المالية ، حيث تتمثل أهم أهداف هذا البحث في تحديد الإطار النظري للسوق المالية ، و بالأخص سوق رأس المال من خلال ماهيته ، تنظيمه ، ووظائفه و تحديد معنى التمويل و الاستثمار و الربط بينهما من خلال آلية عمل السوق الأولي .

و إلقاء الضوء على أسواق رأس المال لكل من الجزائر تونس ، المغرب و دورها في تمويل الاستثمار من الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 .

و قد أظهرت النتائج أن سوق رأس المال احد القنوات الهامة في الاقتصاد لإحداث التوازن و تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها و أن الدول المغاربية مازالت أسواقها الأولية تعاني الضعف في تحقيق وظائفها من بينها تمويل الاستثمار .

Summary:

Financial Markets are becoming a more efficient means of providing the necessary finance for investments and for economic and social development projects in both private and official sectors. This happens through the strategic role that these financial markets play in mobilizing and drawing domestic and foreign savings towards different demands for capitals made by moral individuals who put their stocks and other kinds of securities into initial public offering.

Hence, this research's principal objects are to define the theoretical frame of the financial markets, specifically the capital market, its definition, regulation and functions. Another object of this paper is to define the meaning of both investment and finance, and the link between them. Through the work mechanism of the primary market. Also to shed the light on Algerian, Moroccan and Tunisian capital markets, with a reference to the role of each one of them in financing investments during the period of 2005 until 2011.

المقدمة العامة

المقدمة العامة

أثارت الأسواق المالية اهتمام العديد من الباحثين سواء الاقتصاديين أو الماليين أو مقرري السياسات الاقتصادية ، و ذلك على المستويين الكلي و الجزئي ، سيما في ظل التحولات الاقتصادية و الدولية و أمام تعاضم حركات رؤوس الأموال الدولية حيث ارتبط زهورها و نشأتها بظهور و تطور الرأسمالية الصناعية إذ و جدت بهدف جذب المدخرات و تمويل الاحتياجات التي ظهرت مع التطورات الاقتصادية بغرض التنمية . و باعتبار رأس المال هو المحرك الرئيسي للنشاطات الاقتصادية و بالتالي زاد الاحتياج لهذا المورد الاقتصادي النادر وهنا يكون أصحاب العجز مخيرين أما بالتوجه إلى الاستدانة أو بالتوجه إلى السوق المالي ، حيث يتمثل مبدأ عمل الأسواق المالية بنقل الفوائض المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز حيث يقوم سوق رأس المال بتمويل الاستثمارات الحقيقية التي تحتاج إلى مصادر تمويل طويلة الأجل تعجز البنوك عن توفيرها بسبب بحثها الدائم عن السيولة ، و يقوم سوق رأس المال من خلال السوق الأولي و هو مسؤول عن تمويل الاستثمارات من خلال الأدوات المالية التي تطرح فيه ، و يتم الاكتتاب فيها . و هو مؤشر هام لقياس مدى تطور أي اقتصاد من خلال حجم التعاملات التي تتم فيه ، و مدى اللجوء إليه لتمويل العجز .

اشكالية البحث :

يساهم سوق رأس المال في التنمية الاقتصادية من خلال الوظائف العديدة التي يقوم بها و التي من بينها تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات و يتوقف هذا الدور على مدى الوعي الاستثماري للنهوض بهذه الاسواق و من خلال هذا يمكننا طرح الاشكالية التالية :

ما هو واقع تمويل الاستثمار في الأسواق الأولية للدول المغاربية ؟

و تندرج تحت هذه الاشكالية التساؤلات الفرعية التالية :

- هل للوسطاء دور في عملية التمويل ؟

- كيف تتم الية التمويل في الاسواق الاولية ؟

- هل تتشابه معوقات اسواق راس المال للدول المغاربية ؟

فرضيات البحث:

للإجابة على التساؤل الرئيسي ارتأينا وضع الفرضيات التالية :

الفرضية الرئيسية :

تساهم الاسواق الاولية للدول المغاربية في تمويل الاستثمار بمستويات مختلفة .

الفرضيات الثانوية:

-لا يمكن ان تتم عملية التمويل في الاسواق الاولية إلا بوجود وسطاء ماليين .

- تطرح الاوراق المالية للشركات الراغبة في التمويل و بمجرد الاكتتاب فيها ترفع الاموال للشركات .

- لا يوجد تشابه بين اسواق راس المال للدول المغاربية من حيث المعوقات .

أهداف البحث:

-تتمثل أهداف هذا البحث في: تحديد الإطار النظري للسوق المالية ، و بالأخص سوق رأس المال من خلال ماهيته ، تنظيمه ، ووظائفه .

-تحديد معنى التمويل و الاستثمار و الربط بينهما من خلال الية عمل السوق الأولي .

-إلقاء الضوء على أسواق رأس المال لكل من الجزائر، تونس ، المغرب و دورها في تمويل الاستثمار .

أهمية البحث :

اهتمت الدول العربية على غرار الدول النامية بإقامة أسواق رأس المال لتساعدها في تنمية اقتصادياتها ، و تمويل استثماراتها خاصة الدول المغاربية التي مرت فترة على نشأة أسواقها المالية و نظرا لأهميتها الكبيرة على جميع المستويات الاقتصادية فسناحاول في هذا البحث الوقوف على مدى قدرة الاسواق الاولية المغاربية في تمويل الاستثمار .

حدود البحث :

هناك حدود مكانية و زمنية لهذه الدراسة نجملها فيما يلي :

اقتصرت الدراسة التطبيقية على أسواق رأس المال لثلاثة دول مغاربية هي الجزائر ، تونس ، المغرب و حددت فترة الدراسة ب:6 سنوات ، و قد هدفت الدراسة إلى الإلمام بأهم الإصدارات و تطورها و مدى مساهمة الاسواق الاولية للجزائر ، تونس ، المغرب في تمويل الاستثمار من الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 .

منهج البحث :

قصد دراسة و تحليل الموضوع و بلوغ أهدافه اعتمدنا في ذلك مختلف المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية عموما ، حيث تم الاعتماد على كل من المنهج الوصفي و المنهج التاريخي في سرد المفاهيم العامة المتعلقة بأسواق رأس المال ، و التطورات التي مرت بها و المنهج التاريخي في سرد الأحداث و الوقائع الاقتصادية التي مرت بها أسواق دول الدراسة

و اعتمدنا أيضا على المنهج التحليلي لتحليل أداء الأسواق الأولية لدول الدراسة بالإضافة إلى ذلك استند البحث في الدراسة التطبيقية على المنهج الاستنباطي ، لتبيان مختلف المشكلات التي اعاققت الأسواق الأولية في الدول المغاربية خلال فترة الدراسة .

الدراسات السابقة

يعتبر هذا البحث حلقة تكمل سلسلة البحوث السابقة و محطة جديدة قد تستند إليها البحوث اللاحقة و من أهم الدراسات التي أمكن الاطلاع عليها في هذا الإطار نذكر :

-رفيق مزاهدية (2006-2007) "كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات ، دراسة

حالة سوق الأسهم السعودي" كانت أهم أهداف هذه المذكرة إجراء مسح مرجعي لنظرية الكفاءة السوقية و

دورها في تمكين جهاز السعر في السوق من تنمية الاستثمارات و توجيه الموارد المالية نحو المشاريع الأكثر مردودية و الأقل مخاطرة و اختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي في التعامل مع المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة

و من أهم النتائج إن سوق الأوراق المالية التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي تتمثل في التوجيه الكفاء للموارد المالية نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية و توفير الحوافز المشجعة على تراكم و تعبئة رؤوس الأموال ، سوق الأسهم السعودي حقق أشواط كبيرة في سبيل التطوير و التحديث خلال فترة الدراسة .

-رشيد بوكساني (2005-2006) " معوقات اسواق الاوراق المالية العربية و سبل تفعيلها "

أهم أهداف هذه المذكرة هي محاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من اجل معرفة عوامل نجاحها ، و البحث في التشريعات و التنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة بحيث يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هاته الأسواق ، و كانت اهم النتائج تتمثل في أن الأطر التشريعية و التنظيمية لا تتماشى مع أسواق الأوراق المالية العربية و أن العديد من أسواق الأسهم العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

هيكل البحث : بغية الإجابة على إشكالية البحث و انطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى 3 فصول ، فصلين نظريين و فصل تطبيقي .

حيث يتضمن الفصل الأول الإطار النظري لسوق رأس المال من خلال إعطاء نظرة شاملة على طبيعة الأسواق المالية و بالأخص أسواق رأس المال من خلال المفهوم و التقسيمات و الأدوات ، أما الفصل الثاني خصص للتعرف على ماهية التمويل و الاستثمار و كيف يتم تمويل الاستثمار في سوق رأس المال و بالتحديد السوق الأولي ، فيما يخص الفصل الثالث خصص للدراسة التطبيقية لأسواق رأس المال لكل من الجزائر، تونس ، المغرب مع تقديم معطيات حول دور كل سوق لكل دولة في تمويل الاستثمار و المقارنة بينها

صعوبات الدراسة :

واجهتني صعوبة في تحليل و دراسة معطيات بورصة الدار البيضاء من خلال التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء و خاصة في إصدارات الأسهم .

التناقض الموجود في معطيات التقارير السنوية من حيث الارقام حيث تختلف من سنة لأخرى .

الفصل الأول

الإطار النظري لسوق رأس المال

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة خاصة و الرأسمالية منها ، و ذلك نتيجة التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية إذ تؤدي دور مهم جدا في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية و التي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها و بين فئات العجز التي تبحث عن التمويل و بشروط جيدة .

و لهذه الأسواق نوع معين من المنتجات يتمثل في الأوراق المالية و هي الأسهم و السندات بمختلف أنواعها و المستحقات المالية أيضا و هنا برزت أكثر أهمية أسواق رأس المال نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة و أصبحت أداة مهمة للحكم على وضعية الاقتصاد حسب أسعار الأوراق المالية فهي تحدد حالة السوق إما كساد أو العكس و عليه سيتخصص هذا الفصل في دراسة طبيعة الأسواق المالية من حيث مفهومها و دراسة خاصة لأسواق رأس المال من حيث الأدوات و التقسيمات و المتدخلين فيه .

المبحث الأول: طبيعة السوق المالية ووظائفها

إن وجود الأسواق المالية أداة هامة لتوفير و تقديم رؤوس الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة لاستثمارها ، و ذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية في قيامها بتعبئة المدخرات الكافية و توزيعها الكفاء ، الأمر الذي يؤدي إلى إحداث النمو و التقدم الاقتصادي و تعد الأسواق المالية المكان الذي يجمع بين عارضي و طالبي رؤوس الأموال بمختلف أجالها القصيرة و المتوسطة و الطويلة .

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية و تقسيماتها

للسوق المالية عدة تعاريف سنذكر البعض منها :

الفرع الأول : مفهوم السوق المالية :

تعرف السوق المالية بأنها :المكان الذي تحشد و تعبئ به الموارد المالية ،إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض ، الذين يمثلون عارضي الأموال إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز الذين يمثلون طالبي رؤوس الأموال .

أي أن الأسواق المالية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة و الرغبة على الاستثمار ، إلى الوحدات التي تتوفر لديها الفرص الاستثمارية و تمتلك القدرة على الاستثمارات.¹ و يمكن تعريفها أيضا بأنها : المكان الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي على توجيه الادخارات نحو استغلال الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن مصلحة الأطراف المتعاملة.²

أو هي مجموعة من المؤسسات التي يتم من خلالها انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين أو من المقرضين إلى المقترضين ، و يتم هذا الانتقال من خلال آلية سعر الفائدة و يمثل المقابل المادي الذي يحصل عليه المقرضون مقابل السماح للمقترضين باستخدام أموالهم لفترة زمنية معينة.³

¹ عاطف وليم اندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، شباب الجامعة ، مصر ، 2005 ، ص :3.

² هوشيار معروف ، الاستثمارات و الأسواق المالية ، دار صفاء ، الأردن ، 2003 ، ص:58.

³ طارق عبد العال حماد ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الدامعية ، مصر ، 2005 ، ص:20.

و بتعريف آخر :السوق المالية هي وسيلة يلتقي خلالها المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون الآخرون ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية و تعزيز الأصول المختلفة الحقيقية، و المالية ، و النقدية لفترات متباينة طويلة و قصيرة اعتمادا على قوانين و أنظمة و تعليمات.¹

من خلال التعاريف التالية يمكننا الخروج بالتعريف الآتي:

السوق المالية هي الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بتوظيف فوائضها لوحدات العجز التي هي بحاجة للأموال بغرض الاستثمار ، فهو يعد النظام الأوسع و الاشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية لذا أصبح من المهم التمييز بين نوعين من الأسواق هما :سوق النقد و سوق رأس المال و الاختلاف الأساسي بينهما في أجال الاستحقاق .

الفرع الثاني : تقسيمات السوق المالية

يمكن أن نقسم السوق المالية إلى قسمين :

أولاً: سوق النقد

يقصد بسوق النقد تلك السوق التي يتم تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل الأقل من سنة ، و في بعض الأحيان اقل من سنة و نصف ليتم بذلك الإقراض و الاقتراض بين المتعاملين فيه من دائن يملك الفوائض النقدية ،و يسمى بوحدات الفائض حيث تكمن لديه رغبة توظيف تلك الفوائض النقدية لمضاعفة نمو أمواله بمبادلتها مع الجهة الثانية الممثلة بمن ترغب توظيف الأموال و تحقيق الفوائد التي تفيض عن رأسماله الأصلي محققا بذلك ربحا لصاحبه و الذي يسمى بالمدين.²

أو هي الأسواق التي يتم فيها تبادل الأصول المالية قصيرة الأجل ،حيث يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية.³

ويمكن تعريف السوق النقدي أيضا بأنه: السوق التي يتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة و البنوك التجارية و كذلك من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق المالية القصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة،⁴

أو هو المؤسسات التي تقوم بتحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محدودة ، لمواجهة الطلب عليها و تخصص بالأدوات الشديدة السيولة القصيرة الأجل مثل اذونات الخزينة ، و شهادات الإيداع ، و الأوراق التجارية ، و المقبولات المصرفية.⁵

ومن خلال هاته التعاريف يمكننا الخروج بالتعريف الآتي:

السوق النقدي هو ذلك السوق الذي يتميز بدرجة عالية من السيولة و بدرجة كبيرة من الأمان بالإضافة إلى المرونة العالية لأدواتها و معظم الصفقات التي تتم في السوق الثانوي بإجراءات مبسطة و تكاليف منخفضة.

1-جميل الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي ، دار وائل ، الأردن ، 1999 ، ص ص :210- 211.

2احمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل ، عمان ، 1999 ، ص:174.

3عماد صالح سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة ، ابوظبي ، 2002 ، ص:231.

4زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار و الحقيقي ، دار وائل ، عمان،2005،ص:124.

5عبد الغفار حنفي، البورصات و المؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، مصر،2002،ص:274.

ويتوفر سوق النقد على مجموعة من أدوات الاستثمار الآتية: شهادات الإيداع القابلة للتداول، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، اذونات الخزينة، القبولات المصرفية. وتتميز أسواق النقد بالعديد من المخاطر منها: مخاطر عدم القدرة على السداد ، و التغير المستمر في أسعار الفائدة.¹

ولسوق النقد العديد من الوظائف أهمها :

-توفير أدوات يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد و المؤسسات مراكز سيولتهم إذ تمثل السيولة أهمية خاصة لكل من الأفراد و المؤسسات على حد سواء ، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكنهم من خلال سوق النقد استثمار أموالهم في أدواته قصيرة الأجل ، مقابل عائد على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي اجل مدفوعاتهم المستقبلية كما تلجا البنوك و المؤسسات المالية لشراء أدوات سوق النقد مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة،أيضا تتمكن السلطات النقدية المسؤولة عن إدارة العرض النقدي من تنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد ،ومن خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العائد من الأهداف الاقتصادية.

ثانيا: سوق رأس المال:

يقصد بسوق رأس المال ذلك السوق الذي يقوم بتبادل الفوائض المالية مع أصحاب العجز من خلال مجموعة من الأوراق المالية و هي عبارة عن الأسهم و السندات و تنقسم هذه السوق بدورها إلى قسمين سوق أولية و هي سوق الإصدارات الجديدة التي تقوم بها الشركات الراغبة في الحصول على التمويل لاستثماراتها و السوق الثانوية التي يتم فيها تداول الإصدارات الجديدة التي أصدرت في السوق الأولية ، وينقسم سوق رأس المال بالإضافة إلى السوق الأولي ، و السوق الثانوي إلى سوق العقود الآجلة و الأسواق الحاضرة (الفورية)² و التي يمكن تعريفها كالآتي:

سوق العقود الآجلة:و يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية ، وهي تتعامل بالأسهم و السندات و لكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق ، و الغرض من هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع و يشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية و خاصة الأسهم.

أما الأسواق الحاضرة الفورية أو الحاضرة فيقصد بها: تلك الأسواق التي يتعامل فيها أيضا بالأسهم و السندات، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن تدفع قيمة الورقة أو جزء منها³ وهي بدورها تنقسم إلى قسمين السوق الأولية و السوق الثانوية .⁴ كما هو مبين في الشكل التالي :

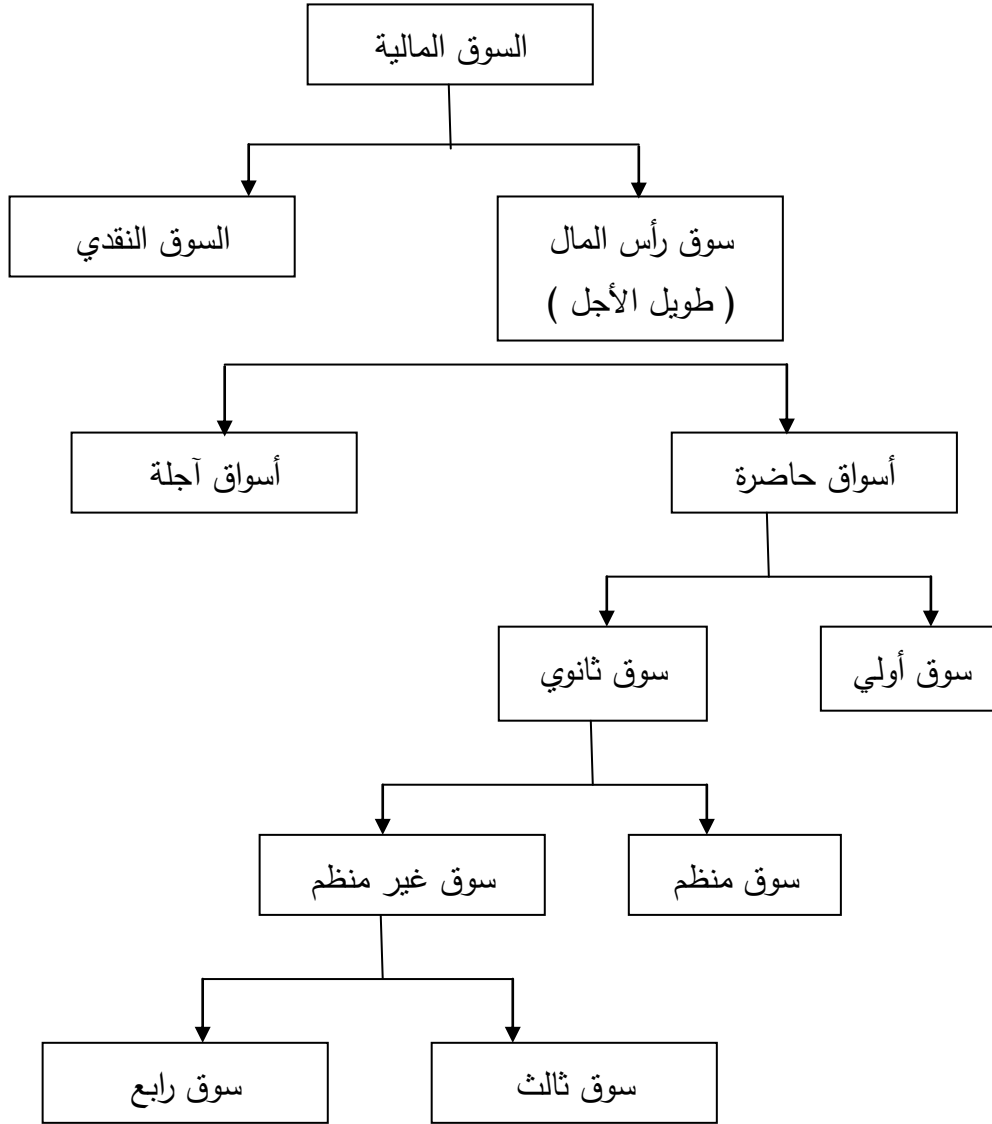
1 طاهر فاضل البياتي ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل للنشر، الأردن ، 1999، ص:174- 175.

² حسين هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، أدواتها المشتقة ، دار الكندي ، 2002 ، ص:24.

³ هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص:65

⁴ رسمية زكي قرياقص ، البورصات و المؤسسات المالية ، الدار الجامعية للنشر، مصر ، 2002 ، ص:268

الشكل رقم (1-1) يبين تقسيمات السوق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على ما سبق.

• أهمية السوق المالية :

للسوق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد تتمثل فيما يلي :

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعوض أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون بغرض تمويل مشروعات معينة و هذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية
- تعبئة الموارد المالية و تحفيز المدخرين و ذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فاعلا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم و السندات من خلال أسواق

الأوراق المالية و من خلال الأسواق النقدية حيث تشجع المدخرين على ادخار أموالهم و تقوم البنوك من خلال هاته من خلالها بتقديم القروض .

-تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات التبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر و المؤسسات و الحكومة كأطراف اقتصادية رئيسة و ذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناهج إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن و لربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض للأطراف المدينة ذات العجز .

-تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية ، و الأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل ، بجانب الأسهم و السندات لفترات طويلة الأجل ، اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية كما يلاحظ أيضاً وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا مهما من الأسواق المالية و هكذا يتعايش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق و المؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية و هذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال .

-تعد الأسواق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية.¹

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في عملية التنمية ،حيث تقوم بدور رئيسي في تجميع المدخرات بكافة أشكالها و أجالها و إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر ،و يتحقق ذلك من خلال السوق التمويلي ،و التي تتكون من مجموعة من القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد و مؤسسات و قطاعات في المجتمع إلى أفراد و مؤسسات و قطاعات أخرى .

-حيث تمثل المجموعة الأولى ذوي الفائض من الأموال الذين يرغبون في التخلي عنها ،أما المجموعة الثانية فهي تمثل من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت ،في قطاعات العجز .²

المبحث الثاني : مفهوم سوق رأس المال و تقسيماته

يشكل سوق رأس المال بتنظيماته المختلفة ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص ،و يبرز دور هذه السوق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد و الشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة.³

المطلب الأول : نشأة سوق رأس المال و تعريفه

¹ هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص ص:84، 86.

² أسامة محمد الفولي ، زينب عوض الله ، اقتصاديات النقود و التمويل ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2005 ، ص :260.

³ هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص : 264.

لقد مرت أسواق رأس المال بالعديد من المراحل لكي تبدو على ما هي عليه الآن ، فالتطورات الاقتصادية و حاجات الأفراد إلى وجود هذا النوع من الأسواق أدى إلى ظهورها و تطورها، و استمرارها، نتيجة لأهميتها الاقتصادية على كافة الأصعدة .

الفرع الأول : نشأة سوق رأس المال

حتى نصل إلى نشأة و تطور أسواق رأس المال يجب أن نعود إلى دراسة مراحل تطور علم الاقتصاد لأن مفهوم أسواق رأس المال هو مفهوم قديم جدا تطور بتطور الاقتصاد في جميع أنحاء العالم.

ترتبط فكرة أسواق رأس المال إلى حد ما بنظرية " آدام سميث " التي تقوم على فكرة تقسيم العمل التي تستوجب كبر حجم السوق الذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج الذي يستدعي نوع من التخصيص في هذا الصدد تنطبق العلاقة القائمة بين تقسيم العمل، حجم السوق و حجم الإنتاج على التطورات المالية عامة و حجم التعامل بالأوراق المالية خاصة، أي الأداة المتعامل بها في هذه السوق، و من ثم بدأ التعامل بالأوراق المالية، حيث حدث ذلك لأول مرة في الطريق العمومية، في الدول الكبرى مثل Wall Street و بعد ذلك استقر في أبنية خاصة.

إن ما دفع الناس آنذاك إلى التعامل بالأوراق المالية هو وجود جماعات تفتقر للأموال و تستطيع الاستثمار و التجارة، و جماعات أخرى تملك الأموال الضخمة و ليست على استعداد لممارسة التجارة أو الصناعة و لهذا السبب أصبح هناك عرض للأموال و طلب عليها في أماكن معينة و كانت الأداة أو وسيلة التبادل هي الأوراق المالية .

و المكان سمي بمفهوم ضيق السوق المالي.¹

و تسمية الأوراق المالية جاءت من مفهوم السوق بصفة عامة و الأداة المتعامل بها في هذه السوق، أ لا و هي الورقة المالية التي تبين المدخرات التي تم تعبئتها ثم إعادة استثمارها و توجيهها إلى مختلف أوجه الأنشطة. و لأن المال من الاحتياطات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيره من الحاجات التي تتمثل في سلعة أو خدمة و هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمة و من ثم لا بدا أن يتوفر المال في المكان و الوقت المناسب لتلبية هذه الحاجة، و لهذا وجدت أسواق رأس المال و وجودها كان ضروري لتقديم المال للأنشطة المختلفة و التي تتلخص في تعبئة المدخرات و توجيهها إلى التمويل .

أما فيما يخص تطور أسواق رأس المال ، فيعود إلى ظهور الحشد الكبير من الأفراد الذين يريدون وضع أموالهم في المشاريع الاستثمارية الكبيرة و الطالبين لرؤوس الأموال الضخمة للقيام بمشاريعهم الاقتصادية، فوجدت الدولة نفسها محيرة على تنظيم هذه العملية بوضع أماكن خاصة بها لاجتتاب الفوضى و للاستفادة من فوائد هذه المشاريع المتراكمة.²

¹ Belletante.B, La bourse : son fonctionnement ,son rôle dans la vie économique hatier,Paris,1992 ,P 9.

² منير إبراهيم هندي ، رسمية قرياقص ، الأسواق و المؤسسات المالية ، منشات المعارف ، مصر ، 1997 ، ص 9.

و من ثم بدأت منشآت أسواق رأس المال تتوسع وتتطور و خاصة بعد دخول الحكومة فيها كعضو من أعضاء السوق المالي ،عندما بدأت تصدر السندات الحكومية ، و بعد ذلك كان من المحتم التفرقة بين الأسواق و الأسواق المالية أو بطريقة أخرى بين السوق و البورصة . فالبورصة هي وليدة السوق و كل منهما يلتقي فيه العرض و الطلب ، إلا أن السوق يمكن أن تتوفر فيه أي نوع من السلع في أي مكان بدفع فوري ، لكن البورصة ، السلعة فيها يجب أن تتميز بخصائص و تتوفر فيها شروط معينة و الدفع يكون غالبا مؤجل في مكان محدد ، و تتميز البورصة أيضا بأسعار مستقبلية و قد يعقد فيها صفقات على عينة من السلع ليست موجودة فعلا .¹

تطور سوق رأس المال تم من جانبين، جانب العرض و جانب الطلب فمن جانب العرض يكون ذلك بتشجيع و إنشاء شركات الأموال و خلق أدوات مالية جديدة. أما من جانب الطلب فيكون ذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا و سياسيا و نشر الوعي الادخاري لدى الأفراد و توفير المعلومات الكافية عن قطاعات العمال المختلفة و نشاطها.²

الفرع الثاني : تعريف سوق رأس المال و أهميته

أولا: تعريف سوق رأس المال

لسوق رأس المال عدة تعريفات، فيمكن أن يعرف على أنه :

سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل ،وهي سوق يتم التعامل فيها بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم و السندات و تؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات و المشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين و نفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة .²

ويعرف سوق رأس المال³ أيضا بأنه ذلك السوق ذو وجهين كل وجه متصل بالآخر و مكمل له ،فالوجه الأول يسمى السوق الأولية أو سوق الإصدارات و الوجه الثاني يسمى السوق الثانوية أو سوق التداول. و يمكن تعريفها أيضا بأنها:⁴ الأسواق التي تشمل العناصر ذات الاستحقاق لأكثر من سنة و تقسم إلى نوعين أسواق أولية و أسواق ثانوية.

وتعرف أيضا بأنها السوق التي تباع و تشتري فيها الحقوق التي تعبر بها عن طريق أسهم ،وسندات و أدوات مالية أخرى،و التي تنتج للأوراق المالية عنصر السيولة.

ثانيا : أهمية سوق رأس المال

¹ زرفة زهية ، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية : دراسة حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 1999- 2000 ، ص 3.

² تيزاد الهيبي ، مقدمة في الأسواق المالية ، طرابلس أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية ، 1998 ص:27.

³ خليل الهندي ، أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية والسوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، 2000 ، ص:28.

⁴ خالد وهيب الراوي ، الاستثمار ، مفاهيم تحليل و إستراتيجية ، دار المسيرة ، عمان ، 1999 ، ص:8.

تعبئة المدخرات مع توفير درجة عالية من السيولة لكل المدخرين و المستثمرين ،فعملية شراء و بيع الأوراق المالية في سوق التداول ليست استثمارا ماليا،إذ يترتب على عملية التداول تسبيل الأوراق المالية و تحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مجالات الاستثمار داخل الاقتصاد الوطني.

توفير سوق تمويلي لأصحاب العجز من خلال الاكتتاب الذي يسمح لهم بالحصول على الأموال لتمويل استثماراتهم .

تعتبر ابرز الآليات الهامة لتجميع الموارد و توظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تعتبر قناة من خلالها يتم التقاء أصحاب العجز و الفائض .

المطلب الثاني : الوظائف الاقتصادية لسوق رأس المال

و جد سوق رأس المال أساسا لإشباع رغبات و حاجات المتعاملين ، و القيام بالعديد من الوظائف الاقتصادية التي تخص تمويل و تنشيط و نمو الاستثمار ومن ثم فقد أصبحت ضرورة حتمية إستلزمته المعاملات الاقتصادية ،و يعمل سوق رأس المال وفق مجموعة من المستلزمات تعمل على تحقيق التوازن بين قوى الطلب و قوى العرض فضلا عن إمكانية إتاحة إجراء كافة المعاملات و المبادلات ،و يستمد أهميته الاقتصادية من وظائفه العديدة التي يمكن إبرازها كالتالي:

• تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات

للأسواق رأس المال دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من الأموال الغير الموظفة في الاقتصاد الوطني و تحويلها من مال عاطل إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية ،و ذلك من خلال عمليات الاستثمار في الأدوات المالية المتنوعة .كالأسهم و السندات ،فضلا عن ذلك يساهم سوق رأس المال في تمويل خطط التنمية الاقتصادية و تسريع معدلات النمو الاقتصادية ،من خلال تعبئة رؤوس الأموال التي تعجز الحكومات و البنوك التجارية عن توفيرها لأسباب عديدة :منها مشاكل التضخم الناتجة عن الإصدار النقدي و محدودية إيرادات بعض الدول إلى جانب المشاكل التي تتعرض لها بعض البنوك سيما عند منحها للقروض طويلة الأجل.¹

• توفير السيولة

و هي أهم وظيفة تؤديها أسواق رأس المال بعد وظيفة تجميع المدخرات ،إذ يوفر سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية،الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة ،وتشجع ميزة السيولة للمستثمرين على توظيف مدخراتهم لشراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو السوق الثانوية طالما انه يمكن تحويلها بسرعة إلى سيولة نقدية ،دون تحمل خسائر معتبرة ،لذلك تساهم سيولة السوق في تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مما ينعكس على النمو الاقتصادي ،و المستوى المعيشي للأفراد.

• تخفيض مخاطر الاستثمار و توفير المعلومات على أداء الشركات

¹ محمد زيدان ، ريمه عمري و اخرون ، اسواق رؤوس الاموال : مصدر لتمويل التنمية الاقتصادية ام قناة لعدوى الازمات المالية ، مجلة حوليات بشار ، العدد 08 ، 2010 ، ص ص : 232- 233.

يوفر سوق رأس المال فرصاً عديدة لتخفيض مخاطر الاستثمار، من خلال إمكانيات التنويع التي توفرها الأدوات المالية المتداولة، حيث تمكن من تكوين محافظ مالية متنوعة لمختلف الشركات المدرجة في السوق و لقطاعات متعددة .

و إلى جانب وظيفة تخفيض المخاطر توفر أيضا سوق رأس المال وظيفة توفير المعلومات حول أداء الشركات لتوفير التسعير العادل للأوراق المالية ، و كذا تساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار¹.

• الاحتفاظ بالثروة

يعل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة، أو مخزون للثروة، وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح و الأمان و زيادة الثروة، و تنتم الأدوات المالية التي يوفرها سوق رأس المال مثل السندات و الأسهم بأنها لا تتعرض للاهلاك، كما أنها توفر دخلا للمحتفظ بها، و زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات و زيادة العائد على الأصول المالية، يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد و بالتالي زيادة الاستثمار.

• تحقيق الاستقرار الاقتصادي

يعد سوق رأس المال أداة من أدوات السياسة الاقتصادية، لتؤدي الحكومة مهامها للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي و تجنب التضخم أو الكساد، و ذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، و بالتالي تغيير مستويات الاقتراض و الاستثمار في الاقتصاد.²

المطلب الثالث : تقسيمات سوق رأس المال و الأطراف المتدخلة فيه

يمكن تقسيم سوق رأسمال إلى سوق أولية و سوق ثانوية.

الفرع الأول : تقسيمات سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين أساسيين هما السوق الأولية و السوق الثانوية، حيث تعتبر السوق الأولية سوق لإصدار الأوراق المالية و السوق الثانوية سوقا لتداول هذه الأوراق حيث وجود أي من السوقيين مرتبط ببعضهما البعض حيث أن السوق الأولي يضمن الاستمرارية لعمل السوق الثانوي و من خلال هذا الجزء سنتعرف على ماهية كلتا السوقيين و إليه عملهما.

أولا: السوق الأولية

1- مفهوم السوق الأولية :

تسمى أيضا بسوق الإصدار وهي تلك السوق التي تتكفل بخلقها لمؤسسات متخصصة في مجال التمويل و الإصدار³.

¹ رفيف مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات : دراسة حالة سوق الأسهم السعودي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، قسم العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باتنة ، 2006-2007 ، ص:15.

² رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصوصية : دراسة مجموعة دول المغرب العربي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، 2010 . ص:16-17.

³ عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 ، ص:21.

وهي أيضا السوق التي يتم فيها شراء وبيع أسهم وسندات الشركات المساهمة و السندات الحكومية و غيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة من قبل مؤسسات مالية يطلق عليها ببنوك الاستثمار وتعرف أيضا بأنها السوق حيث يكون بائع الورقة المالية هو مصدرها أي أن الشركة المصدرة هي البائعة لهذه الورقة .

وهي السوق التي يتعامل فيها بواسطة الأوراق المالية و تعرف أيضا بسوق الإصدار ، و يجرى التعامل في هذه السوق عن طريق ما يعرف بالاكنتاب.¹

من خلال هذه التعاريف يمكننا الخروج بالتعريف التالي:أن السوق الأولية هي سوق الإصدارات الجديدة من قبل الشركات الراغبة في الحصول على التمويل ، و تقوم بعملية الإصدار بمساعدة متخصصين ماليين يقدمون النصيحة من خلال نوعية الأوراق المصدرة و توقيت إصدارها . و تنقسم إلى سوق السندات التي يتم فيها إصدار السندات و سوق الأسهم و هي خاصة بإصدار الأسهم من قبل مختلف الشركات.

ثانيا : السوق الثانوية :

تدعى أيضا بسوق التداول و هي السوق التي يتم تداول كافة الأوراق المالية فيها بعد عملية إصدارها أي بعد قيام بنوك الاستثمار التي تكلفت بعملية الإصدار بتوزيعها² وهي أيضا المكان الذي يلتقي فيه بائعي و مشتري الأوراق المالية و تسمى أيضا بسوق الإصدارات القديمة توفر للمستثمرين السيولة و فرصة تحقيق الأرباح الرأسمالية و للأسواق المالية دورا هاما و أن كان غير مباشر في حركة الاستثمارات للمؤسسات المعنية لان أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه الشركات بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة إرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها و يؤدي ذلك غالبا إلى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوية³ و ترتبط السوق الثانوية بالسوق الأولية برابطة كبيرة حيث لولا وجود السوق الأولية لما وجدت السوق الثانوية كما لولا المزايا التي تقدمها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولية في تصريف و تسويق إصدارات الشركات و الحكومات و المستثمرون لا يقبلون على شراء الإصدارات إلا إذا كانوا متأكدون من القدرة على بيعها في السوق الثانوية و للسوق الثانوية أهمية كبيرة أيضا بالنسبة للوحدات الاقتصادية التي ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة ,حيث أن الأسعار السائدة في سوق التداول تعتبر مرشدا لهذه الوحدات عند تسعيرها لأوراقها المالية⁴ و تتميز السوق الثانوية بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي تتميز بالظرفية .

وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة و سوق غير منظمة

1-السوق المنظمة :

¹ أسامة محمد الفولي ، مرجع سابق ، ص:265.

² محمد عبده محمد مصطفى ، مرجع سابق ، ص:5.

³ هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص:62.

⁴ محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد، ص ص:233-234.

هي تلك التي تأخذ شكل البورصات و تتميز بان لها مكانا محددًا يتم فيه نشاط تداول الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق¹ و لها أوقات دورية يلتقي فيها المتعاملون وفقا لنظم ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل و عقد الصفقات و الشروط الواجب توافرها في المتعاملين و تتم تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أعضاء مختصون مرخص لهم و تنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية و سوق إقليمية و يقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتعامل بها بالأوراق المالية المسجل لدى لجنة البورصة و الأوراق المالية بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة أما السوق الإقليمية و يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم محدد .

2- السوق الغير منظمة:

و تعرف أيضا بالسوق الموازية أو سوق الغير رسمي أو السوق المفتوح و يتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة و البنوك التجارية و غيرها أي المعاملات التي تجري خارج البورصات و لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية بين السماسرة و التجار و المستثمرين و يتحدد سعر الورقة بالتفاوض و يعتبر كل سمسار في هذه السوق صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة و تجري المعاملات على الأوراق الغير مسجلة في البورصة و جدير بالإشارة أن صفة الغير منظمة على هذه السوق لا يعني أنها لا تخضع لأية رقابة قانونية أو إجراءات تنظيمية في الولايات المتحدة يشترط أن يكون بيت السمسرة الذي يرغب في التعامل في السوق الغير منظمة عضوا في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية و يؤخذ على الأسواق غير منظمة انه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض و الطلب² . و يقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية الغير مقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية³ .

و على عكس البورصات توفر بيوت السمسرة للمتعاملين في السوق الغير منظمة إمكانية خفض تكاليف الصفقات يمنح خصم على العمولة بالإضافة إلى الحصول على أفضل الأسعار فضلا عن تنفيذ الصفقات بسرعة فائقة بالإضافة إلى تمتعها بالإعفاء من دفع رسوم العضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة و يتضمن السوق الثانوي الغير منظم مجموعة من الأسواق الفرعية هي السوق الثالثة و السوق الرابعة.

3- السوق الثالثة:

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق الغير منظم الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق و بأي كمية كانت مهما كبرت أو صغرت وهي

¹ عماد صالح سلام ، مرجع سابق ، ص: 233

² عماد صالح سلام ، مرجع سابق ، ص: 233.

³ شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق ، ص: 38.

تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة و من ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث¹ و ما يفسر وجود هذه السوق عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى الأسواق الأخرى مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة لكون العمليات التي تتم محدودة و السماسرة غير ملزمين بعمولة محددة ناهيك عن ميزة عدم دفع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات ومن يعمل فيها بالالتزام².

4-السوق الرابعة:

يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة و بدون وساطة السماسرة ، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة و يتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب و هذا لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المتعامل بها ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها و في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين و بتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات و لهذه المزايا يعد السوق الرابع منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة للأسواق الغير منظمة خاصة يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق³.

المطلب الرابع : الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال

يمارس سوق رأس المال عملياته بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر و تتأثر بنشاط السوق ، إذ بواسطتهم يتحقق لسوق رأس المال استمراريته في أداء نشاطها و إشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة ، و يعتبر الإلمام الكافي بتصرفات و أعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم إليه نشاط السوق.

الفرع الأول : المتدخلين في سوق رأس المال

1- بنك الاستثمار:

هو مؤسسة مالية تقوم بتقديم النصيح من خلال أنواع الأوراق المالية التي ترغب الشركات في إصدارها ، أو تقوم بالاكنتاب لها و التوزيع أيضا .أي تعنى بالشؤون المالية التي تخص الأوراق المالية.

2-البنوك التجارية:

هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد اجل قصير و التعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل ، و يطلق عليها بنوك الودائع⁴.

¹ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال ، المكتب العربي ، مصر ، 2009 ، ص:107.

² ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي و اخرون ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل ، الأردن ، 1999 ، ص ص:191-192.

³ خالد وهيب الراوي ، مرجع سابق ، ص:11 ، 111.

⁴ اسامة محمد الفولي ، مرجع سابق ، ص:145.

وجدير بالذكر إن هذه البنوك لا تمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المتعارف عليه إذ لا تقوم بتجميع و منح القروض و التسهيلات المصرفية للمستثمرين و الإشارة إلا أنها بنوك استثمار أمر غير دقيق أيضا ، غير أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة بل أن استثمارها مؤقت و ينقضي نجاحها في تصريف الإصدار بأسرع وقت ممكن و السرعة هنا أساسية لتحرير أمواله لإعادة شراء إصدار آخر ويمثل الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء العائد الذي يحققه .

3- نوادي الاستثمار:

ظهرت نوادي الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم ما لبثت إن انتشرت في معظم دول أوروبا، و الهدف من إقامة هذه النوادي فهو الاستثمار في الأوراق المالية و زيادة الوعي الاستثماري فيها و توجيه أصحاب المدخرات الصغيرة للاستثمار فيها :

4- صناديق الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار بأنها تتعامل مع طبقة خاصة ، تهدف إلى تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية لقاء عمولة معينة ، و قد نشأت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المدخرين للخبرة في اختيار الاستثمارات المناسبة و تطلق عليها تسميات مختلفة . و قد أثبتت التجربة الأمريكية إن إنشاء صناديق الاستثمار كان له اثر فعال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة .

و تهدف صناديق الاستثمار إلى خدمة نوعين من المستثمرين :

***النوع الأول:** و هم المستثمرون الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم و القيام باستثمار متنوع مبني على تحليل اتجاهات السوق و التنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق الأرباح المتوخاة ، و لذلك تتجه هذه الفئة إلى التعامل مع صناديق الاستثمار.

*** النوع الثاني:** هم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية مناسبة تتناسب حركة السوق صعودا و هبوطا لتحقيق ما يهدفون للوصول إليه.

*** الحكومات :** تعتبر الحكومات بوزاراته و هيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في سوق الأولي، سيما في أسواق السندات بل يمكن القول إن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين و ذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية¹ و غالبا ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق جملة من الأهداف يمكن إيجازها فيما يلي:

- تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية .
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات .
- الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك و كيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة .
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضيه الاقتصادية للبلد .
- إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات.

¹عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، الأردن ، دار الجاسر ، 2004 ، ص ص:76-77.

الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك و كيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة .
* **الشركات الصناعية والتجارية** : تعتبر هذه الفئة من المتدخلين الرئيسيين في سوق رأس المال والأسواق المالية بصفة عامة فهي تلجا للأسواق للحصول على الأموال الأزمة لتمويل استثماراتها و توسعاتها ، و ذلك من خلال إصدارها للأسهم و السندات .

5- **المستثمرون التاسيسيون** :

و هم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية جمع المدخرات المتدفقة من مختلف القطاعات في الدولة و توظيفها في شكل أوراق مالية¹ ، و نظرا لاستقرار و ثبات قدرتها الادخارية و الاستثمارية تعتبر الهيئات من اكبر المالكين للسيولة و من أهم مزودي البورصة على الأمد البعيد .
و تتكون هذه الفئة من البنوك بفروعها شركات التامين ، صناديق التقاعد ، صناديق الإيداع ، و شركات الاستثمار .

6- **الوسطاء الماليين** :

يعد الوسطاء الماليين أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في أسواق رأس المال لما يقدمونه من خدمات المتعاملين في هذه الأسواق ، فالسمسار يقوم بدور حلقة الوصل بين المستثمرين في الأوراق المالية و الجهة المصدرة لها و ذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الطرفين كذلك ينحصر عمل الوسيط في التكفل بتقديم النصائح و المشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار و عموما يمكن تصنيف الوسطاء الماليين إلى²:

7- **السماسرة الوكلاء** :

يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في سوق رأس المال ، يعملون لحساب بيوت السمسرة أو لحسابهم الخاص و يقومون بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء و البيع بالسوق الثانوي مقابل عمولة محددة .

8- **سماسرة الصالة** :

يعملون لدى السماسرة الوكلاء خاصة عندما يعرف السوق زيادة كبيرة في حجم المعاملات و يتعذر على السمسار الوكيل تنفيذها لوحده فيستعين بسماسرة الصالة بحيث يحصلون على جزء من العمولة التي يحصل عليها سمسرة الوكلاء لقاء الخدمات التي يقدمونها .

9 - **تجار الصالة** :

يتمثل دورهم في شراء و بيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص و لا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين بل يقومون بالبحث عن فرص البيع و الشراء للحصول على فروقات الأسعار ، لذا يطلق عليهم المضاربون .

10 - **المتخصصون** :

¹ محمد براق ، **السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي** ، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية - الأوروبية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 8 - 9 ماي 2004 ، ص:5.

² مصطفى يوسف كافي ، **بورصة الأوراق المالية** ، دار مؤسسة رسلان ، سوريا ، 2009 ، ص:221 .

يجمع المتخصص بين نشاط السمسرة و التجارة بحيث يتخصص كل منهم في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق لذلك يعتبر المتخصص محتكر للسوق ، و لهم دور في استقرار الأسعار و تحقيق التوازن في السوق من خلال الحفاظ على هامش ربح صغير .

11 - تجار الطلبيات الصغيرة :

ينحصر نشاط الطلبيات الصغيرة في شراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة ثم إعادة بيعها بكميات صغيرة ، ويحقق التجار هنا الربح من خلال الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع.¹

الفرع الثاني: تنظيم سوق رأس المال

يمثل سوق رأس المال مكانا واسعا لتداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها ، بحيث يتم التعامل بها من خلال الإصدار و البيع و الشراء لتحقيق الغرض منها، و يتم تحديد الأسعار لها من خلال مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة المالية .

أولا : المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال

رغم تعدد هذه المنتجات أو الأدوات فأنها تتدرج تحت مظلة التمويل بالدين أو التمويل عن طريق الملكية و لكل منها خصائصه و تكلفته لكن يبقى هدفها واحدا ينحصر في توفير الأموال اللازمة لاستثمارات أي مؤسسة بهدف وصول هذه الأخيرة إلى تحقيق أقصى عائد و إلى جانب الأدوات المالية التقليدية الأسهم والسندات فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهر منتجات مالية جديدة أملت التحولات المالية المترامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و الحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات و سوف يتم التطرق إلى أهم المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال .

1 - أدوات الملكية

تلجأ الشركات إلى إصدار مجموعة من الأوراق المالية بغرض الحصول على التمويل، ويمكن إن تكون هذه الأوراق أما أسهم عادية أو ممتازة.

حيث يعرف السهم بأنه صك ملكية يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم و تكون مسئولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم² و تعد الأداة الرئيسية لتمويل الشركات و تكون في شكل أسهم عادية و أسهم ممتازة .

أ - الأسهم العادية :

السهم العادي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ، و يسمح لها بالتداول في الأسواق

¹ محمد منير إبراهيم ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2002 ، ص ص:502-504.

² طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر ، مصر ، 2005 ، ص:20.

الثانوية،¹ لها قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية وقيمة تصفوية و تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكنها تتضمن الاحتياطات و الإرباح المحتجزة وقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة و أخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال و قد تكون هذه القيمة أكثر أو اقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.²

في حين تتمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات و حقوق الدائنين و حملة الأسهم الممتازة ، و القيمة السوقية للسهم تعتبر هي التقييم الحقيقي للسهم العادي ،و هي تتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية و التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر .

و على الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا انه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل ، و ربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه و هو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة و عادة عملية اشتقاق الأسهم لا يترتب عليها أي اثر على القوة الايرادية للمنشأة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة و زيادة قاعدة الملكية³ و للأسهم العادية العديد من الحقوق منها:

▪ حق البقاء في الشركة ،فلا يجوز فصله و لا نزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما

يستوجب ذلك قانونا لأنه حق معلق على إرادته وحده .

▪ حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أو بالبريد أو بالتوكيل⁴ .

▪ أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال⁵ .

▪ الحق في نقل الملكية بدون موافقة الشركة أو باقي المساهمين .

▪ الحق في الحصول على قيمة السهم أو جزء منه في حالات التصفية بعد الوفاء

بالالتزامات الدائنين و أصحاب الأسهم الممتازة إضافة للالتزامات الأخرى .

▪ الحق في التوزيعات من الأرباح المتحققة ضمن شروط و سياسات التوزيع⁶ .

❖ الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا عديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية و الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة و الأسهم العادية المضمونة القيمة .

¹ هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص:92.

² منير إبراهيم الهندي ، مرجع سابق ، ص:7.

³ عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قرياقص ، مرجع سابق ، ص: 286.

⁴ شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق ، ص: 89.

⁵ عاطف و ليم اندراوس ، مرجع سابق ، ص: 17 .

⁶ جميل سالم الزيدانين ، مرجع سابق ، ص: 218 .

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: و هي الأسهم التي ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالإرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية بالشركة.¹

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: وهي الأسهم العادية التي يجري فيها الخصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة .

- الأسهم العادية المضمونة: هذا النوع من الأسهم يعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار² وهنا يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم ، و لهذا النوع من الأسهم العديد من المزايا منها : حماية بنوك الاستثمار و ضمان التصريف الكامل للإصدار و تعتبر بديلا مرغوبا للسندات القابلة للتحويل و أيضا لتجنب مشكلات أسهم أقسام الإنتاج .

2- الأسهم الممتازة: يطلق عليها بالأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين خصائص كل من الأسهم العادية و السندات و هي مستندات ملكية و لهذا المستند قيمة اسمية و سوقية و دفترية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة ، كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم المصدرة بمعنى انه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات و الأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة ، و لحامل السهم الممتاز مجموعة من الحقوق منها :

- حق الحصول على الأرباح و بنسبة محددة

- الأولوية في أموال التصفية و حق تجميع الأرباح المقررة من سنة لأخرى

و تحقق الأسهم الممتازة العديد من المزايا للشركة المصدرة لها و من بينها:

- عدم إلزام الشركة بإجراء توزيعات كل سنة تحقق الشركة فيها أرباحا .

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت و يعاب عليها ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض حيث إن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة ويعني حرمان الشركة من الوفرة الضريبي.

- أما السبب الثاني ارتفاع تكلفة هذه الأسهم فيتمثل في مطالبة حملة الأسهم الممتازة بعائد مرتفع كتعويض عن المخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات³ و للاسم الممتازة العديد من الأنواع منها:

● الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة و تتحدد

بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم و ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات

¹مصطفى يوسف كافي ، مرجع سابق ، ص:151 .

²فصل محمد الشاورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية : الاسس النظرية و العلمية ، دار وائل ، عمان ، 2008 ، ص:82 .

³مروان عطوان ، الأسواق المالية والنقدية : البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثالثة ، الجزائر ،

2003 ، ص: 85.

الخرزاة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات ، و للمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم .
-الأسهم الممتازة التي لها حق في التصويت : هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي .

ثانيا: أدوات الدين :

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات و الحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين و بخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع و تتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرتها و من أهم أدوات المديونية السندات .

3 - السندات: يمثل عقد السند القانوني الذي بمقتضاه تتحدد التزامات الشركة المصدرة و حقوق حملة السندات ، و من أهم البنود التي يشملها هذا العقد مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة عند مواعيد سداد تلك الفائدة ، و تاريخ استحقاق السند على الشركة المصدرة ، و الإجراءات القانونية الواجب اتخاذها في حالة الإخلال بأي بند من بنود العقد بالإضافة إلى بعض البنود الإجرائية الأخرى الذي يشملها هذا المستند الهام .¹
و السند هو عقد بين الشركة المصدرة للسند و المستثمر وبمقتضى هذا العقد يقترض الطرف الأول مبلغا محدد للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض و الفوائد المترتبة عليه، و لحملة السندات العديد من المزايا منها :

❖ الأولوية في الحصول على حقه .

❖ له دخل ثابت و يحصل على فائدة ثابتة التي تحسب كنسبة مئوية من القيمة

الاسمية .

❖ لها أجال محددة و مع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق المحدد.

❖ ليس لحامل السند الحق في الإدارة .²

❖ ليس لها حق التصويت .

و للسندات أنواع عديدة منها:

1-السندات لا تحمل معدل كوبون: تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة

الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق .

2-سندات ذات معدل فائدة متحرك: و هو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم

التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات و عادة يحدد سعر فائدة

¹ سعيد عبد الحميد مطوع ، الأسواق المالية ، دار وائل ، 2001 ، ص : 222.

² رياض دهال ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة جسر التنمية ، العدد السابع و العشرون ، الكويت ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس ، 2004 ، ص : 6.

مبدئي لهذه السندات و يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق .

3-السندات ذات الدخل: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا ، و مع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة .

4-السندات الرديئة: استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها و ذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق ، و عادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بجعل الاستثمار محفوفا بقدر كبير من المخاطر و هو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر .

5-سندات المشاركة: تعطي الحق للمستثمر ليس فقط في الحصول على الفوائد الدورية ، بل وفي جزء من أرباح المنظمة ¹ .

6-سندات قصيرة الأجل: يتم تداولها بالقيمة الاسمية مع إضافة العمولات و المصاريف و لأننا نتحدث عن الأجل القصير فان القيم لا تتغير بشكل كبير .

7-السندات طويلة الأجل: تزيد أجالها عن خمس سنوات تصدر بمعدلات فائدة على من السندات قصيرة الأجل و يمكن للمستثمر تسهيل السند عند حاجته إليه و للسندات طويلة الأجل أنواع مختلفة .

8-السندات المضمونة : تصدرها الجهة المعنية بضمانات محددة سواء كانت برهن موجوداتها ، أو ما إلى ذلك من كفالة و ضمانة الحكومة للسندات التي أصدرتها بعض المؤسسات العامة التي تشارك الحكومة في ملكيتها .

9-السندات الغير مضمونة : تصدر السندات في هذه الحالة و لكن دون أي ضمانات ، مما يسبب لحاملها مخاطرة كبيرة كونها غير مضمونة برهن عقاري أو رهن لبعض الموجودات إلا أن ما يبرر إصدار هذه السندات عن شركات أو جهات ذات ربحية تصنيف ائتماني جيد و تحقيق أرباح عالية مما يدفع المستثمرين لشرائها وهي تحمل فائدة اكبر من غيرها .

10-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم : يعطي هذا النوع لحامله الحق في تحويل السندات إلى أسهم في رأس مال الجهة المصدرة ، و هي عملية تتطلب المهارة و الخبرة و الفهم الصحيح لوضعية الجهة المصدرة و أسواق الأسهم و السندات .

11-السندات القابلة للتمديد و السندات القابلة للدفع المسبق : ففي حالة السندات القابلة للتمديد يسمح لحاملها اخذ قيمتها بتاريخ استحقاقها أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لسنوات قادمة و بنفس سعر الفائدة .

¹ عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قرياقص ، مرجع سابق ، ص ص : 285 - 286.

أما بالنسبة للسندات القابلة للدفع ، يعطى المستثمر الحق في تقديمها للجهة المصدرة لدفع قيمتها قبل استحقاقها بعدد من السنوات أو أن يحتفظ لحين استحقاقها .

12-السندات القابلة للاستدعاء: حيث يحق للجهة المصدرة شراء جزء من سنداتها أو كلها في السوق بسعرها الاسمي و لو بعد سنين على أن لا يتجاوز ذلك تاريخ الاستحقاق.
وهناك:

13-أيضا سندات ذات ضمان بالتملك: حيث تصدر بقيمة اسمية محددة و فائدة ثابتة و تاريخ استحقاق معلوم .

14-السندات عالية المر دودية: تتميز بمر دودية عالية لان الجهة التي أصدرتها تتميز بملاءة ممتازة .

15-السندات المباشرة: تصدر بسعر فائدة ثابت و بتاريخ محدد و تستحق السداد في تاريخها الأصلي¹.
بالإضافة إلى أدوات الملكية و أدوات الدين هناك الأوراق المالية المستحدثة و هي المشتقات المالية .

ثالثا: المشتقات المالية

1 -تعريف المشتقات المالية:

و تعد من المستحدثات في الأصول المالية ، و انعكاسا للرغبة في تعظيم العائد فضلا عن تقليل المخاطرة لاسيما و أن مدخل العائد للمخاطرة يمثل مرتكزا للمستثمرين في الأسواق المالية و بالتالي فان ذلك يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية و إيجاد بدائل و مستحدثات مالية للأصول التقليدية تساعد في تحقيق ذلك .

و المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد أسهم سندات و كذلك سلع و عملات أجنبية و بالتالي فان أداء العقد مشتق من أداء لأصل المالي موضوع العقد .

و تعرف أيضا بأنها مطالبات محتملة و إنشاء المشتقة كونه خيارا مرنا للمستثمر و المدخر يترتب عليه تكلفة ، كما سيلاحظ لكنه يعطى في الوقت نفسه فرصة لتحقيق عائد أو تجاوز مخاطر كان يصعب تحقيقها دونما خيار المشتقة المالية .

و نلخص أن المشتقات المالية هي: عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالية محل التعاقد².

و لها أنواع منها:

1-عقود الخيار:

عقد الخيار هو عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين ، خلال فترة سريان العقد ، ويدفع مشتري الخيار مقابل هذا الحق مبلغا معيناً

¹ طاهر فاضل البياتي ، مرجع سابق ، ص ص : 217 291.

² محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، دار الشروق ، الأردن ، 2005 ، ص 124-125.

يسمى ثمن الخيار (العلاوة) ، وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة وهو ثمن غير مسترد و الفكرة الأساسية للخيارات هي أن احد الأطراف يرغب في تحمل المخاطر و الطرف الأخر يرغب في تجنبها
ب- العقود المستقبلية :

هي عقود نمطية ملزمة بيت الباعة و المشترين تقتضي بان يسلم البائع أصلا من الأصول إلى المشتري و يتسلم منه الثمن المحدد مسبقا و ذلك في فترة قادمة متفق عليها في تاريخ استحقاق العقد¹

ج - المبادلات

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية ، أو العينية تتحدد وفقا له قيمة الصفقة آنيا على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق و تقوم على مبدأ الحماية المتبادلة بين المقرض و المقترض (السقف و القاعدة).²

د - الصكوك الإسلامية

هي أدوات مالية موحدة النمط ، و مطابقة للشريعة الإسلامية و للمبادئ التي تقوم عليها في تحريم الربا³ وهي تقوم على فكرة المشاركة في الربح و الخسارة ، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض و لها شخصية معنوية مستقلة ، و تتولى إصدار الصكوك اللازمة للتمويل و طرحها للاكتتاب العام ، و من حق كل صك المشاركة في رأس المال و الإدارة و التداول ، و لها أسواق ثانوية للتداول⁴ .

الفرع الثالث : التعاملات في سوق رأس المال

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق رأس المال، و من ثم فان دقة صياغتها و ضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية و تمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة و هناك مجموعة من التعاملات تخص السوق الأولي و أخرى تخص السوق الثانوي ، و يمكن إبراز الأوامر فيما يلي:

أولاً: الأوامر

وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة و التي يجري تنفيذها فيما بعد لذلك فان الأوامر تشتمل على محجم الطلب و المدى الزمني⁵.

ثانياً: أنواع الأوامر

و يمكن تقسيم الأوامر إلى:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ : يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي من خلالها يحدد المستثمر سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة و في هذا الصدد يوجد نوعين من الأوامر:

¹ جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال : الهياكل الأدوات و الاستراتيجيات ، دار الهدى ، الجزائر ، 2010 ، ص ص : 246 ، 248 .

² محمد محمود الداغر ، مرجع سابق ، ص ص : 245 - 246 .

³ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2010 ، ص: 25.

⁴ محمد تقي العثماني ، الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة ، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة العشرون ، 18\09\2010 ، ص: 1-2.

⁵ محمود محمد الداغر ، مرجع سابق ، ص ص : 248 - 249.

2- أوامر السوق: وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا ،حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر ، و هنا يكون السمسار ملزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى اقل الأسعار في حالة أمر الشراء و على الأسعار في حالة أمر البيع و في هذا النوع من الأوامر يكون المستثمر شبه متأكد من تنفيذ الصفقة طالما أن هناك مرونة في التنفيذ¹ ومن أهم عيوبه عدم التأكد من سعر التنفيذ نظرا للتذبذبات المستمرة صعودا أو هبوطا في الأسعار بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.²

3- الأوامر المحددة: طبقا لهذا الأمر يضع المستثمر للسمسار سعرا محددًا لتنفيذ الصفقة ، فإذا كان الأمر محدد خاص بالشراء فان السمسار سينفذ على أساس سعر اقل من السعر المحدد أو يتساوى معه.³

4- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بها الأوامر التي يكون فيها الزمن الحد الفاصل في تنفيذها و قد يكون الأمر مفتوحا أي لآجل غير محدد حيث يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو إلغائه و ما يميز هذا النوع من الأوامر أن الظروف المحددة لسعر الورقة المالية تتغير من لحظة لأخرى و بالتالي على العميل أن يغير أوامره من فترة لأخرى حتى تتناسب مع الأوضاع المتجددة .

5- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: مثل هذه الأوامر تتعدد بتعدد الحالات⁴.

ثانيا : تسوية الصفقات :

بالنسبة لتسوية الصفقات تكون بعد تنفيذ الأمر ، و يقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة قيم يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر و بذلك يصبح المالك القانوني للأصل محل الاستثمار مع دفع قيمة الصفقة و العمولة و الرسوم و ذلك خلال يوم التسوية و التسوية قد تكون نقدية و قد تكون بائتمان بين المستثمر و السمسار أو ما يسمى التعامل بالمكشوف ، أما بالنسبة لشهادة الملكية فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر.⁵ المالك أو إبقائها في بيت السمسرة الوكيل للدلالة على امتلاك هذه الأخيرة أوراقا مالية قابلة للتداول و التسويق.⁶

ثالثا : تكاليف التنفيذ :

تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف ،تكاليف مباشرة ، و تكاليف غير مباشرة ، و فيما يلي توضيح لكل نوع من التكاليف:

1- التكاليف المباشرة: تتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف المعاملات ، و تشمل على عدة مكونات أهمها عمولة السمسرة التي تتحدد بالتفاوض مع السمسار و الربح الذي يحققه المتخصص أو التاجر و يتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة و سعر البيع و يطلق عليه الهامش أو المدى.⁷

¹ Paul jacques lehman, **la bourse de paris**, paris dunod 124125. 1991 pp.125-124

² منير إبراهيم الهندي ، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال** ، مرجع سابق ، ص : 125.

³ محمد صالح الحناوي ، **تقييم و تحليل الأسهم و السندات** ، لدار الجامعية ، مصر ، 2005 ، ص ص : 23-24.

⁴ محمد محمود الداغر ، مرجع سابق ، ص:251.

⁵ محفوظ جبار ، **تنظيم و إدارة البورصة** ، مرجع سابق ، ص : 90.

⁶ احمد بوراس ، **أسواق رؤوس الأموال** ، مطبوعات جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2002-2003 ، ص:115-116.

⁷ منير إبراهيم هندي ، **إدارة الأسواق و المنشآت المالية** ، المرجع السابق ، ص:539.

2-التكاليف الغير مباشرة: تتمثل أهم عناصرها في :

✓ تكلفة الفرصة البديلة و التي تتمثل في العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو تم
توظيف تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى .

✓ تكلفة الوقت و الجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم و تحليل الأوراق المالية محل
الاستثمار .

✓ التكلفة النفسية و هي تلك الحالة من القلق التي تنتاب المتعامل حول الاستثمار و احتمال تدهور قيمته

المطلب الخامس: أدوات التحليل في سوق رأس المال

إن التعامل في الأسواق المالية مرتبطا أساسا بتحليل تلك الأسواق و معرفة المتغيرات و العوامل المؤثرة فيها
بهدف تزويد المستثمر بالبيانات و المعلومات اللازمة عن المتغيرات المرتبطة بالأداء المستقبلي ، و بالقيمة
السوقية للأوراق المالية و التي يتم من خلالها التوصل إلى أفضل قرارات الاستثمار و من ابرز وسائل التحليل
المستخدمة هي التحليل الأساسي و التحليل الفني .

أولاً: التحليل الأساسي

يعنى التحليل الأساسي بتحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه
ربحية المنشأة إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية ، وتمثل تلك المعلومات
الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة .¹
حيث يعتمد التحليل الأساسي على تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ، و التي تمثل التدفقات النقدية
المتوقعة كنصيب للسهم من توزيعات أرباح الشركة و المتوقع الحصول عليها مستقبلا و للوصول إلى هذه القيمة
يعتمد المحلل الأساسي على تحليل المؤشرات الاقتصادية العامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية.²

ثانياً: التحليل الفني

يعتبر التحليل الفني من أهم التحليلات السائدة في سوق الأوراق المالية و يعتمد هذا التحليل على تتبع
تغيرات أسعار الأسهم في الماضي و محاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على الأسعار بينما يساعد على
التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل الأمر الذي يمكن من تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار لذلك
يقال أن التحليل الفني يسمح بالإجابة متى يتم البيع أو الشراء.³

¹ سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد ، مرجع سابق ، ص ص: 8-9.

² <http://www.arab-api.org/course9/analysès> (03-03-2013)

³ منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص ص : 287-298.

خلاصة الفصل :

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم سوق المالية و مختلف وظائفها و تبين أن هذه السوق مقسمة لنوعين من الأسواق مختلفة من حيث الأدوات و الآجال ، حيث سوق النقد هو سوق التمويل قصير الأجل ، أما سوق رأس المال هو سوق التمويل متوسط و طويل الأجل حيث تم أيضا إبراز ماهية سوق رأس المال التي تعتبر ركيزة موضوعنا و التعرف على أهم أدواته و آليات التعامل فيها ، و أهم المتدخلين فيها و إبراز وسائل التحليل التي تنقسم إلى وسائل التحليل الفني و الأساسي.

حيث أوضحت الدراسة أن سوق رأس المال هي المكان الذي يجتمع فيه البائع و المشتري لنوع معين من السلع هو الأوراق المالية أي الأسهم و السندات و من خلال هذه العملية يتم تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية.

كما تبين من خلال هذا الفصل أن أسواق رأس المال تنقسم إلى سوقين السوق الأولية و هي سوق الإصدارات و يتم فيها طرح الأدوات المالية لأول مرة و يتم الاكتتاب فيها و من خلال هاته السوق يتم تمويل الاستثمارات الاقتصادية لمختلف الشركات كما تسمح هذه السوق أيضا للحكومات بطرح أدواتها للحصول على التمويل اللازم لها ، أما السوق الثانوية فهي السوق التي تعطي الاستمرارية للسوق الأولية من خلال تداول هاته الأوراق بيعا و شراء من خلال الاعتماد على العديد من المتدخلين في هذه السوق من سماسرة ووكلاء الذين يشرفون على هذه العمليات لحساب زبائنهم و لكي يتم البيع و الشراء في هاته الأوراق يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقوم بدراسة وضعية الشركة المصدرة ووضعية السوق من خلال التحليل الفني و التحليل الأساسي.

الفصل الثاني

تمويل الإستثمار

تمهيد

يتمثل الدور الرئيسي لأسواق رأس المال بالتحديد السوق الأولي في تمويل الاستثمار ، حيث يعتبر الاستثمار المحرك الرئيسي للحياة الاقتصادية لما له تأثيرات هامة على العديد من مجالات الاقتصاد و لكي يتم هذا الاستثمار يستوجب وجود العديد من الوظائف من بينها وظيفة التمويل فهي من أهم الوظائف لضمان تجسيد المشاريع و استمرارها ، لهذا فان الشركات بحاجة دائمة إلى هذا الوظيفة وهناك بحث دائم على مصادر التمويل فمن خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على مراحل تمويل الاستثمار من خلال السوق الأولي .

المبحث الأول : الاستثمار

في ظل الاقتصاديات المعاصرة التي نتعايش معها أصبح موضوع الاستثمار في غاية الأهمية لما له دور تنموي كبير على مختلف الأصعدة فهو ينطوي على تعظيم المنفعة أو زيادة الموارد من خلال توظيف مبالغ معينة في أنشطة معينة بهدف تحقيق منفعة التي تعود على أصحاب الاستثمار و العاملين فيه

المطلب الأول :تعريف الاستثمار

للاستثمار عدة تعاريف سنقوم بذكرها كما يلي :

أولاً: الاستثمار لغة

مصدر لفعل استثمر يستثمر و هو مشتق من ثمر الرجل أي تمول و من ثمر يقال أثمر الرجل ماله إذا نماه و كثره و يقال مال ثمر أي مال كثير و في معنى أثمر استثمر و يقال استثمر ماله أي ثمره و ثمره إذا طلب ثمره و نماه و كثره و منه قولهم ثمر الله مالك تثيراً و أثمر الله مالك إثماراً أي كثره و نماه و بناء على ذلك فان استثمار المال يعني طلب ثمره .¹

ثانياً: اصطلاحاً

يمكن تعريف الاستثمار اصطلاحاً على انه :

استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية، على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر .²
و يمكن أن يعرف كذلك بأنه :كل اكتساب لأموال من اجل الحصول على منتج أو استهلاكه.³

¹قطب مصطفى سانوا ، الاستثمار أحكامه و ضوابطه ، دار النفائس ، الأردن ، 2000 ، ص : 15

²محمد الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، مبادئ و أساسيات الاستثمار ، المكتب الجمعي الحديث ، 2006 ، ص : 18

³عليوش قريوح كمال ، قانون الاستثمارات في الجزائر ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1999، ص:2.

من جهة أخرى هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر و ربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي تحتفظ بها لفترة زمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن :

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول
- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم
- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم الحصول على التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها ¹.

أو هو إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار و ليس الاكتناز ² أي توظيف الأموال بطريقة يتوقع أن تدر دخلا على المستثمر و عليه أن يراعي ما يلي:

- معرفة البدائل المتاحة له من حيث تكاليفها و منافعها المتوقعة و مخاطرها .
- على المستثمر أن يوزع أمواله و ينوع استثماراته تخفيفا للمخاطر .
- البحث على شخص يكون على درجة عالية من النزاهة و الجدارة ليقدم له الاستشارات الضرورية ³.

يعتبر في نظر الاقتصاديين عملية هادفة لتكوين رأسمال او الزيادة في ذلك رأسمال و هو اذن عملية تزيد من الثرى المادي ⁴.

المطلب الثاني: تصنيف الاستثمارات و مجالاته

يوجد العديد من التصنيفات التي تخص الاستثمار نذكر من بينها :

الفرع الأول: تصنيفات الاستثمار

أولاً: تصنيف الاستثمارات وفقاً لطبيعتها:

1- الاستثمار المالي

نعني به تداول الأدوات الائتمانية و في مقدمتها الأسهم و السندات و الذي لا يترتب على الاستثمار فيها إضافة جديدة عينية إلى إجمالي الاستثمار العيني ،بل أن شراء هذه الأسهم و السندات يمكن أن يسهم في تمويل الأنشطة الاستثمارية العينية المختلفة ⁵.

2- الاستثمار الحقيقي

¹ زياد رمضان ، الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل ، الأردن ، 1998 ، ص:13.

² عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2003 ، ص:14.

³ عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية ، دار أسامة ، الأردن 2007 ، ص ص:201-202.

⁴ قادري عبد العزيز ، الاستثمارات الدولية ، دار هومة ، الجزائر ، 2004 ، ص:11.

⁵ تازم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي وآخرون ، مرجع سابق ، ص: 26 .

إن الاستثمار الحقيقي يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع أي زيادة طاقته الإنتاجية ك شراء آلات ،معدات ،و مصانع جديدة .¹
و يعتبر حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار و السلع في حين هذه لها علاقة بالطبيعة و لها كيان مادي ملموس يترتب عنها منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع .

ثانيا: تصنيف الاستثمارات حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين :

1-الاستثمار التجاري:

إن المبالغ المنفقة في مجال الدعاية و الاستثمار في المنشآت التجارية بهدف الأعمال التجارية و تصريف السلع تعتبر استثمارات قائمة بحد ذاتها ،فالمردود المتوقع من وراء مصاريف الدعاية و الإعلان يختلف عن المردود المتوقع من الاستثمارات المختلفة الأخرى.

2-الاستثمار التقني أو التكنولوجي:

يشمل هذا النوع على المعارف و الطرق التقنية من اجل انجاز مشروع ما .
أما المعنى الضيق فالمفهوم يشمل على: ما تقدمه شركة أجنبية من تكنولوجيا عبر جوانبها الأساسية المتمثلة في المعلومات العلمية الآلات و الأدوات و التحكم الشامل في تنظيم فعلي للإنتاج .
بعبارة أخرى الاستثمار التكنولوجي هو: حركية التكنولوجيا المعبأة في نمط إنتاجي ، والذي يؤدي إلى خلق قيم جديدة خدمة للتنمية و ينجز هذا النوع من الاستثمار بالوسائل القانونية المتمثلة في:

أ- عقود اجازة البراءة .

ب-المهارة الفنية.

ج-التسيير و التكوين .²

3-استثمار الموارد البشرية

إن الرأسمال البشري يظهر كنفقات عند استعماله كعامل من عوامل الإنتاج، و التي تمثل مجموع الكفاءات الإنتاجية الفردية المتعلقة بصحة الفرد و الكفاءة الفيزيولوجية و خبرته في العمل و تكوينه و تدريبه المهني في الميدان .

و عليه فان توظيف فرد معين و كفاءات عالية في مشروع استثماري معين يعتبر ضربا من الاستثمار نظرا لما يؤديه من خدمات و مهام اتجاه مؤسسته، و هذا ما يؤدي إلى الإضافة في أرباحها و إنتاجيتها .

¹ عمر سخري ، التحليل الاقتصادي الكلي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1994 ، ص:283.

² عليوش قريوح كمال ، مرجع سابق ، ص:5.

و هذه المداخل التي يترتب عنها توظيف هذا الشخص في هذه المؤسسة تكبر بكثير تكاليفه عليها .في حين تكاليف التكوين و الرسكلة الخاصة بالعمال بهدف رفع كفاءتهم الإنتاجية يعتبر نوع من الاستثمار في المجال البشري.¹

4-استثمارات المنشآت الزراعية:أي الاستثمارات في المنشآت التي تعتمد نشاطها الأساسي على زراعة مختلف أنواع المزروعات و جنيها في المواسم المحددة لها،و هي تعرف بارتفاع مخاطرها و انخفاض معدل العائد المتولد عنها نظرا لاعتمادها على الظروف الجوية و العوامل الطبيعية .

5-استثمارات المنشآت الصناعية: أي المنشآت التي تقوم بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال ،وهذا النوع من الاستثمارات ساهم مساهمة كبيرة في تطوير الدول الصناعية .

6-استثمارات المنشآت الخدمية:تعتمد على تقديم الخدمات المختلفة للجمهور مثل الماء و الكهرباء و الاتصالات و النقل ، و هذه المنشآت ذات فضل كبير في تأمين الخدمات الضرورية لعمل المنشآت الأخرى في القطاعات المختلفة و استمراريتها .

7-استثمارات المهن الحرة:كالحلاقين و النجارين و الحدادينالخ

8-الاستثمارات العقارية:تقوم على امتلاك العقارات و بيعها أو إقامة المباني و تأجيرها أو بيعها.²

ثالثا: تصنيف الاستثمارات وفقا لشكل الملكية

1-الاستثمار الخاص:

هو الاستثمار الذي تمارسه جهة خاصة سواء كان فرديا و عبر شركات خاصة و تتمثل برأس المال الجديد الذي يقوم الأفراد أو الشركات بتحويله سواء من مدخرات أو إرباح إلى ما يحقق في النهاية استثمارا خاصا لتلك الأموال .

2-الاستثمار الحكومي :

يتكون من رأس المال الحقيقي الجديد الذي تقوم الدول بتكوينه و تمويله سواء من فائض الإيرادات أم من القروض الداخلية و الخارجية أم من المساعدات الأجنبية³ .

3-الاستثمار المشترك: يجمع ما بين الاستثمار العام و الاستثمار الخاص ،حيث يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية ،و في الكثير من المنشآت ذات الملكية المشتركة تكون الإدارة من حق الدولة ،غير أن هذا النمط من الإدارة اخذ يتراجع في ظل الخصخصة و الشراكة الإستراتيجية مع المستثمر الخاص .

رابعا: تصنيف الاستثمارات وفقا لحجمها:

¹عبد القادر بابا ، **سياسة الاستثمارات في الجزائر و تحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة** ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في

العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003 ، ص:41.

²مروان شموط ، كنجو عبود كنجو، **إسس الاستثمار** ، الشركة العربية المتحدة ، مصر ، 2008 ، ص: 20.

³عبد الله عبد الكريم عبد الله ، **ضمانات الاستثمار في الدول العربية** ، دار الثقافة للنشر، عمان ، 2008 ، ص ص:21- 22.

1- استثمارات صغيرة : تتسم بصغر المبالغ التي يتم استثمارها و كذلك صغر المنشآت التي تقوم بالاستثمار من حيث حجمها وعدد عمالها و من حيث رأسمالها و نتائج أعمالها .

2- استثمارات كبيرة: تكون المبالغ المستثمرة فيها كبيرة و تقوم بها منشآت كبيرة في حجمها و انتشارها و رأسمالها و عدد العاملين فيها و نتائج أعمالها .

خامسا: تصنيف الاستثمارات وفقا لمن يقوم بها :

1- استثمار شخصي أو فردي: يقوم به شخص واحد يتولى إدارة شؤون هذا الاستثمار من حيث تأمين الاحتياجات و العمل به و البيع ،أو يقوم بالاككتاب بالأوراق المالية .وهو ليس واسع الانتشار لأنه من الصعب على شخص بمفرده أن يحيط بجوانب النشاط كافة .

2- استثمار مؤسسي: و هو الاستثمار الذي تقوم به المؤسسة أو هيئة أو شركة . و هذا النوع هو الأكثر رواجاً و انتشاراً بل و تطوراً و كذلك ذو اثر على الحياة الاقتصادية لمجتمع ما .

الفرع الثاني: مجالات الاستثمار و مفاهيم أخرى

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد و بهذا المفهوم فان معنى مجال الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار فإذا ما قلنا مثلاً بان مستثمراً ما يوظف أمواله في الاستثمارات المحلية بينما يوظف المستثمر الأخر أمواله في الاستثمارات الأجنبية فان تفكيرنا هنا يتجه نحو مجال الاستثمار¹ .

أولاً: التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار

تبويب الاستثمارات من زاوية جغرافية إلى استثمارات محلية أو استثمارات خارجية أو أجنبية .

1 - الاستثمارات المحلية :

هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداة الاستثمار المستعملة مثل العقارات و الأوراق المالية و الذهب و المشروعات التجارية

2- الاستثمارات الخارجية :

هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الجانبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة و تتم هذه الاستثمارات أما بشكل مباشر أو غير مباشر² و تتم من قبل الأفراد و المؤسسات المالية و لها مجموعة من المزايا:

- توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمار ذات عائد مرتفع .
- توزيع المخاطر من خلال تعدد أدواته .
- تتميز مجالات الاستثمار الأجنبية بوجود أسواق منتظمة و متخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار المعروفة مثل أسواق الأوراق المالية و أسواق السلع و أسواق الذهب و العقار³ .

¹ مروان شموط ، كنجو عيود كنجو ، مرجع سابق ، ص: 21 - 22

² زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص: 36.

³ محمد مطر ، مرجع سابق ، ص: 76.

- التداول الإلكتروني في الأسواق المالية و استخدام تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات بشكل موسع و بسهولة و التي توفر البيانات و المعلومات الكافية للمستثمر .
- وجود خبراء و محللين ماليين و سمسرة يمكن الاعتماد على آرائهم لاختيار مجال الاستثمار المناسب .
- توفر البيانات و المعلومات و المؤسسات المتخصصة التي تزود المستثمر بكافة احتياجاته منها¹.

ثانيا: الاستثمار و مفاهيم أخرى :

1-الاستثمار و المقامرة

يستعمل مفهوم المقامرة للتمييز بين الاستثمار و المضاربة فيمكن تعريف المقامرة بأنها مراهنه على دخل غير مؤكد فعندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية من عدم التأكد من النتائج أي مخاطرة كبيرة سعيا و راء الربح فانه يتحول عندئذ إلى مقامر .

2 -الاستثمار و الادخار

و عادة ما يفرق بين الاستثمار و الادخار حيث يعرف الادخار بأنه الاستهلاك المضحي به في حين أن الاستثمار يقتصر عادة على الاستثمار الذي يترتب عليه زيادة فعلية في الناتج القومي في المستقبل.²

3-الاستثمار و المضاربة

الاستثمار هو أن يكون الشخص مستعدا لتحمل درجة عالية نوعا ما من عدم التأكد من النتائج و لكنها مدروسة بشكل أو بآخر أما المضاربة فهي الاستعداد لتحمل مخاطر عالية لكنها مدروسة أملا في تحقيق أرباح مرتفعة تكون أرباح رأسمالية تنتج عن التقلبات المتوقعة في أسعار السلعة أو الورقة المالية التي يستثمر فيها في السوق و يسمى هذا الشخص مضاربا

ثالثا: الفروق الرئيسية بين الاستثمار و المضاربة

يمكن التمييز بين الاستثمار و المضاربة بناء على معايير متنوعة أهمها³ :

أ-الأفق الزمني للعملية: يركز المضارب على الأجل القصير لتحقيق اكبر قدر من الأرباح الرأسمالية ، و في اقصر فترة زمنية ممكنة بينما يركز المستثمر على الأجل الطويل و يهتم بتحقيق اكبر عائد سنوي من استثماره و لأطول مدة ممكنة .

ب-موضوع التركيز في القرار:يقوم المضارب بالتركيز في قراراته على موعد الاستحقاق ، بينما يركز المستثمر في قراراته الاستثمارية على العائد .

ج-الاستعداد لتحمل المخاطرة:يكون المضارب على استعداد لتحمل درجات عالية من المخاطرة . تفوق كثيرا تلك التي يقبلها المستثمر الفعلي .

¹دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص ص : 76 - 77 .

²محمد الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي ، مصر، 2007 ، ص:9.

³زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص: 14-15.

د-نوع الربح الذي يسعى إليه كلا منهما:يسعى المضارب إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة ، بينما يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح إيراديه و مستمرة و للأجل الطويل.

المطلب الثالث :أدوات الاستثمار

هي تلك الأدوات التي يتم استخدامها من قبل المستثمرين لحيازة أصل معين و أدوات الاستثمار كثيرة جدا و لكن يمكن استعراض أهمها حسب أهميتها في الاقتصاد القومي و درجة سيولتها و سهولة تداولها و كما يلي :

الفرع الأول : أدوات الاستثمار المالي:

أولا : الأوراق المالية :

تعد من ابرز أدوات الاستثمار المتاحة نظرا للمرونة التي تتمتع بها و المزايا التي تحملها و هي على عدة أنواع تختلف من حيث العائد و المخاطر و الحقوق و لها العديد من القيم فهناك القيمة الاسمية و الدفترية و التصفوية و قيمة الإصدار كما أن عوائدها تتنوع و هي على نوعين :

- أدوات الملكية مثل الأسهم بأنواعها و التعهدات و أخرى تسمى أدوات دين مثل السندات بأنواعها و تختلف أدوات الملكية عن أدوات الدين من حيث طبيعة الدخل و درجة الأمان فالأسهم تتغير عوائدها عادة بتغير الإنتاج و الأرباح التي تحققها الشركة و لذلك تتميز بارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بالسندات و الميزة الأساسية هي مرونة التعامل بالأوراق المالية إلى أن طبيعة الأسواق التي تتعامل بها تكون على درجة عالية من التنظيم و الكفاءة حيث تتميز بحسن التنظيم و الرقابة بهدف الحفاظ على حقوق المستثمر و سمعة السوق المالي¹

ثانيا: أدوات الاستثمار الحقيقي

1-العقار: تحتل المتاجرة بالعقارات المركز الثاني بعد الأوراق المالية في عالم الاستثمار و يتم الاستثمار فيها بشكلين إما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلا أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية و تصدر هذه المؤسسات أوراقا مالية غالبا ما تكون سندات يحصل بواسطتها أموالا تستخدمها فيما بعد لتمويل مباني أو شراء العقارات و يلاقي الاستثمار في العقار اهتماما كبيرا من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو في السوق الأجنبي².

ب-السلع : تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة لجعلها صالحة للاستثمار لدرجة انه انشأ لها أسواق متخصصة (بورصات)على غرار بورصات الأوراق المالية و لذا فقد أصبحنا نسمع بوجود بورصة للقطن في نيويورك و أخرى للذهب في لندن و ثلاثة للين في البرازيل و رابعة للشاي في سريلانكا...الخ

¹دريد كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص ص 53- 54 .

²محمد مطر ، مرجع سابق، ص ص 82، 84.

يتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم المستقبلات أو التعهدات المستقبلية و هي عقد بين طرفين هما منتج السلعة ووكيل أو سمسار غالبا ما يكون ممتب سمسرة يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة من سلعة معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل الحصول على تأمين او تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد¹

ج-العملات الأجنبية: تعتبر العملات الأجنبية من بين أهم أدوات الاستثمار في أسواق المال العالمية خاصة في العصر الحاضر إذ أنها أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم ، و تحتل حيزا كبيرا في عمليات البورصة فهناك أسواق مالية موجودة في نيويورك و طوكيو و باريس و فرانكفورت و لندن و غيرها² ، ومن أهم مميزات سوق العملات الأجنبية انه يتأثر بعدة عوامل اقتصادية و سياسية كعوامل ميزان المدفوعات ، و القروض الدولية ، و أسعار الفائدة ، و ظروف التضخم ، و الانكماش الاقتصادي ، و الأحداث السياسية و عامل العرض و الطلب... الخ³

د-المعادن النفيسة: لقد أصبحت المعادن النفيسة كالذهب و الفضة و البلاتين أداة من أدوات الاستثمار الحقيقي تنظم لها أسواق خاصة بين التعامل خاصة عن طريق الشراء و البيع المباشر و إيداع الذهب لدى البنوك من اجل الحصول على أرباح أو تتم على شكل مبادلة أو مقايضة ، مثلما يحدث في سوق المعاملات الأجنبية⁴.

كما أن أسعار المعادن النفيسة شهدت في الآونة الأخيرة تدهورا حادا بعدما و صلت إلى ذروتها في بداية الثمانينات ثم انخفض سعرها بعدما ارتفع سعر الدولار ، لذا أصبح المستثمرون يفضلون استثماراتهم أموالهم في شراء الدولار .

هـ-صناديق الاستثمار : صندوق الاستثمار هو عبارة عن أداة مالية تكونه مؤسسة مالية متخصصة كالبنوك أو شركة استثمار لها دراية و خبرة في مجال تسيير الاستثمارات ، و ذلك بهدف تجميع المدخرات الأفراد من اجل استخدامها في المجالات المختلفة للاستثمار ، تحقق للمشاركين في هذا الصندوق إيرادا و في حدود معقولة من المخاطرة و في هذا المضمار يمكن اعتبار صناديق الاستثمار كأداة استثمار مركبة بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها حيث أن القائمين على تسيير شؤون الصندوق يمارسون المتاجرة بالأوراق المالية بيعا و شراء أو المتاجرة بالعقارات و السلع إلى غير ذلك ،من أدوات الاستثمار المختلفة في الحالة الأولى: يتلقى البنك ايدعات العملاء ليعاود توظيفها في مجالات استثمار مختلفة .

أما في الحالة الثانية : يقوم البنك بأداء وظيفة أمين استثماراتهم يقوم البنك بإدارة أموال العملاء أو استثمارها لهم سواء كان ذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة⁵

¹زيد رمضان ، مرجع سابق ، ص ص:43- 44 .

²وليد احمد صافي ، سوق الاوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية : دراسة حالة سوق عمان المالي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1997 ص ص : 12 ، 14 .

³عبد القادر بابا ، مرجع سابق ، ص ص:46- 47.

⁴محمد مطر ، مرجع سابق ، ص ص:85- 86.

⁵احمد صلاح عطية ، محاسبة الاستثمار و التمويل في البنوك التجارية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 ، ص:220.

و-المشروعات الاقتصادية: هي أكثر أدوات الاستثمار انتشارا و تتمثل في المشاريع الصناعية ، أو التجارية ، أو الزراعية و تتصف مثل هذه الاستثمارات بكونها استثمارات في أصول حقيقية ،كالمباني ، و الآلات ، و المعدات ووسائل النقل ، و غيرها ومن ميزاتها أنها تساهم بإنتاج القيمة المضافة للاقتصاد القومي أي إضافة قيمة جديدة للاقتصاد و تزيد من ثروة المالكين ، وعلى مستوى البلد فإنها تؤدي إلى زيادة في الناتج الإجمالي المحلي و في تراكم رأس المال الثابت .

ثالثا : خصائص الاستثمار في مثل هذه المشاريع :

- 1-يتصف العائد بالاستمرارية و المعقولة مقارنة بكلفة الاستثمار، لأنه قائم على أساس دراسة الجدوى الاقتصادية و الفنية للمشروع و لكون فترة الاستثمار طويلة.
- 2-ارتفاع هامش الأمان و انخفاض درجة المخاطر، لاعتماد هذه المشاريع على الدراسات الاقتصادية و المالية التفصيلية لبيئة المشروع الخارجية و العوامل الداخلية و طبيعة الإنتاج و حجم الطلب.
- 3- تتميز المشاريع المختارة بدرجة عالية من الملائمة مع طبيعة المستثمر و سيولته و إمكانياته .
- 4-غالبا ما يقوم المستثمر بإدارة هذه المشاريع بنفسه خاصة في المشاريع الفردية ، أو يستعين بالخبرات إدارية كفئة في المشاريع المساهمة .
- 5- ارتفاع حجم الفائدة المتحققة للمجتمع من الاستثمار في هذه المشاريع لأنها تؤدي إلى إنتاج السلع و الخدمات أي تزيد من الناتج المحلي الإجمالي ، و في الوقت نفسه توظيف الأفراد القادرين على العمل و تساهم في تنشيط القطاعات الاقتصادية المساندة إضافة إلى الخدمات الأخرى التي تقدمها هذه المشاريع.
- انخفاض درجة السيولة لعدم وجود سوق ثانوي يتعامل بها .¹

المطلب الرابع: أهمية وأهداف الاستثمار

يتمتع الاستثمار بمختلف إشكاله بأهمية كبيرة في الاقتصاد التي سيتم التطرق لها في هذا الجزء بالإضافة إلى أهدافه .

أولا: أهمية الاستثمار

يعتبر موضوع الاستثمار من بين العديد من المواضيع الاقتصادية التي حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الاقتصاديين و السياسيين و المفكرين و خاصة بعد الحرب العالمية الثانية . و بالعودة إلى مفهوم الاستثمار الذي عرضناه فأنا لاحظنا أن الاستثمار ينطوي على:

- تعظيم المنفعة أو زيادة الموارد².
- خلق مناصب شغل و بالتالي زيادة الإنتاج و منه زيادة الاستهلاك المحقق للرفاهية الاجتماعية
- هو الصورة المعبرة للنمو و التقدم الوطني و مدى تحقيق المعيشة و الرفاهية الاجتماعية يؤدي إلى زيادة مساهمة في الناتج الوطني الإجمالي .
- يعمل على إشباع الحاجيات الأساسية لأغلبية السكان .

¹كامل ال شبيب ، مرجع سابق ، ص ص:59- 60

²مروان شموط ، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق ، ص:10.

ثم امتد ليشمل النواحي النوعية و التي تتمثل في:

- زيادة و تحسين إنتاجية رأس المال و العمل على تحسينها باستمرار .
- تحقيق الاستخدام و التوزيع الأمثل لرأس المال المتاح بين الفرص الاستثمارية المتعددة .
- مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدولة من خلال التوجه إلى إنشاء المشروعات التي تحقق هذه السياسة .

• مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة و ذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الأخيرة بصرفها باستخدام هذه الموارد و فق مقتضيات المصلحة العامة .

- مساهمة الاستثمار في تحقيق الأمن الاقتصادي للمجتمع¹.

ثانيا: أهداف الاستثمار

لقد تطورت أهداف الاستثمار في ضوء التطور الذي حصل في الفكر المالي و النظرية المالية إذ أصبح الهدف الأساسي من الاستثمار في هذا العصر تعظيم ثروة المستثمر و يقع ضمن ذلك تحقيق الأرباح الذي يعد هدف تقليدي للمستثمرين أي تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة و يهدف الاستثمار إلى إنعاش الاقتصاد و زيادة الرفاهية و توظيف الأموال للحصول على العائد بمختلف مفاهيمه (عائد مالي ,اجتماعي ,عائد اقتصادي.....).

ومن الطبيعي أن يكون هناك اختلاف بين المستثمرين من حيث تفضيل الأدوات الاستثمارية و درجة المخاطر التي يتقبلونها و التي يجب أن تتناسب مع هدف تحقيق الأرباح و لا بد من التمييز بين الاستثمارات حسب الأهداف ينشدها المستثمر و طبيعته فقد يكون المستثمر محافظا رشيدا وضاريا او مقامرا . فالاستثمار هو الاستعداد لتحمل درجة من المخاطر تتناسب مع العائد المطلوب و تختلف درجة المخاطر التي يقبل بها المستثمر للحصول على العائد حسب طبيعته .

فالمستثمر المحافظ هدفه الحصول على العائد بدون تحمل المخاطر عالية و المستثمر الرشيد هو الذي يهدف من استثماراته إلى الموازنة بين العائد و المخاطر .

أما المضارب فهو الذي يقبل بأقصى درجات المخاطر المدروسة للحصول على الربح مع الاستعداد لتحمل درجة عالية من المخاطر بدون دراسة أي يبنى قراره على ضربة الحظ.

و هناك العديد من العناصر التي تؤثر على تحقيق الأهداف المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار و لكن تختلف الأهمية النسبية لهذه العناصر من حيث الحالة المالية ، و حجم الفائض من الأموال المتاحة لدى المستثمر ، و الدخل المتوقع تحقيقه من الاستثمار و طبيعة العائد و الثروة التي يرغب المستثمر في تحقيقها و درجة تقبل المخاطر التي يتعرض لها رأس المال المستثمر ، و مدى الحاجة إلى تسييل الاستثمارات و إمكانيات السيولة في الأسواق المالية و كلفة عملية التبادل و طبيعة القوانين و التشريعات فيما يتعلق بتنظيم الاستثمارات

¹المرجع السابق ، ص ص:10 - 11.

و مدى توفر الخبرة و الكفاءة و سهولة الإجراءات و إستراتيجية المستثمر و هدف و فترة الاستثمار من حيث كونه قصير الأجل أو متوسط أو طويل الأجل.¹

المطلب الخامس : مخاطر الاستثمار المالي

إن الاستثمار في الأسهم و السندات محفوف بالعديد من المخاطر و لكل ورقة مالية مخاطر خاصة سيتم ذكرها.

الفرع الأول : المخاطر المرتبطة بالأسهم

يجب على المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار، والتي تعتبر من الخطوات المهمة في هذا المجال، فمن بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم مخاطر السوق، الصناعة، الإدارة الإفلاس، الرفع التشغيلي،... ، مع ملاحظة أن هذه المخاطر يمكن أن تؤثر في السندات أيضا ولكن بدرجة أقل وضوحا وعمقا.

1- مخاطر السوق : تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية(هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية، تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم.²

2- مخاطر الإدارة

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابيا على أسعار أسهمها.³

ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال

¹ دريد كامل الشيبب ، مرجع سابق ، ص ص 10- 26 .

² عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق، 2003 ، ص: 197.

³ - حامد العربي الحضيرى ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب العلمية ، مصر، 2000 ، ص: 48.

الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي ومن الأخطاء الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسيير الأزمات.¹

3 - مخاطر الصناعة

تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة، لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، وهذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة.

تتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية، وهناك أيضا تأثيرات متمثلة بالتغييرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلا عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة، أو تكنولوجيا جديدة.²

فمثلا عندما يقرر إتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزيائنها ومموليها، تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسوف يحدث ضرر كبير في الأرباح، والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع، ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضا.

4- مخاطر الأعمال

تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتشتمل مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي:

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، 2005، ص:48.

² - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل، الأردن، 2000، ص:166.

التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة، التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي¹.

وتقاس مخاطر الأعمال بدرجة التقلب في صافي ربح العمليات عبر الزمن، وهو ما يمكن الوقوف عليه من خلال معامل الاختلاف لصافي ربح العمليات عبر سلسلة زمنية (من 05 إلى 10 سنوات)²:

نجد أن المستثمر الكاره للمخاطرة يمكنه تخفيض مخاطر الأعمال من خلال الاستثمار في أسهم الشركات التي تتصف أرباحها بالاستقرار والثبات، والتي هي على عكس الشركات التي تتقلب إيراداتها من دوران النشاط الاقتصادي.

5- مخاطر الرفع التشغيلي والمالي

يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم أي أن انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في ربح التشغيل ويتم حساب الرافعة التشغيلية على النحو التالي³.

أما مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية⁴.

وتكمن المخاطرة في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى الانخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر⁵.

6- مخاطر الإفلاس

تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون

¹ حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2001 ، ص: 70.

² منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، 1999 ، ص: 196.

³ حامد العربي الحضيبي ، مرجع سابق ، 2000 ، ص: 190.

⁴ فلاح حسن الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان الدوري ، مرجع سابق ، ص: 170.

⁵ حامد العربي الحضيبي ، مرجع سابق ، 2000 ، ص: 188.

على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث أنه يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة.

الفرع الثاني : المخاطر المرتبطة بالسندات

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات للمستثمر مثل ثبات العائد، ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته، وأهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات ما يلي:

1- مخاطر سعر الفائدة

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش، تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية،¹ فأي تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها، وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة.

2- **خطر التضخم:** يظهر اثر هذا المصدر في انخفاض القيمة الشرائية للنقود حيث لا يمكن لوحدة النقد أن تشتري الكمية نفسها من السلع و الخدمات التي كان يمكن أن يشتريها الفرد في الماضي عندما كان مستوى الأسعار اقل فعلى المستثمر أن ينتقي الاستثمارات التي يمكن أن تحميه من التضخم .
بينما الاستثمار في الأسهم العادية يشكل حماية للمستثمر من مخاطر التضخم لان ارتفاع في مستوى العام للأسعار يصحبه عادة ارتفاع في أسعار المنتجات للشركات المصدرة للأسهم العادية و يترتب على ذلك زيادة حجم الأرباح².

3- مخاطر استدعاء السند

تصدر بعض الشركات سنداتها مقرونة بشرط الاستدعاء، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها، بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب، وعادة ما تعتمد المنشأة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات، وإحلالها محل سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل، هذا يعني أن الاستدعاء

¹محمد عوض عبد الجواد ، علي ابراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، دار حامد ، الاردن ، 2006، ص: 49.

²مروان شموط كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 226.

ينطوي على بعض المخاطر، إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل، وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار.¹

لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من تضمنه شروط الحماية من الاستدعاء.

4- مخاطر السيولة

يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد حيث تفقر السندات لخاصية السيولة خصوصا إذا كانت طويلة الأجل، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حددها الأدنى ينصح المستثمرون في السندات بأخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار:

- حجم الإصدار

- حجم الصفقة

- فئة السند.

إذ كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقات التعامل، وارتفعت فئة السند، كلما زادت سيولته والعكس بالعكس.²

5- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية، للوقوف على أبعاد هذا الشرط، بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة، وللتأكد إذا كان يشمل جميع الإصدار أو جزء منه، أو يشمل فئة محددة من السندات، أم جميع فئاتها دون استثناء.³

6- مخاطر تاريخ الاستحقاق

¹ منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، 1999 ، ص: 499.

² محمد مطر، فايز تيم ، مرجع سابق ، 2005 ، ص: 117 ، 119.

³ المرجع السابق ، ص: 119.

يقصد بها أنه كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عزم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثون سنة، هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات التي يحل تاريخ استحقاقها بعد وقت طويل¹.

المبحث الثاني: التمويل

تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات ،و التي تختلف باختلاف احتياجاتها التمويلية حيث يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أية منشأة اقتصادية لما له من تأثير فعال و فاعل على جميع وظائف المنشآت الاقتصادية لأنه بفضل التمويل تستطيع المنشآت مزاوله نشاطها و تحديد ربحيتها و بالتالي استمراريتها .

المطلب الأول: مفهوم التمويل

يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أي منشأة اقتصادية لماله من تأثير فعال و فاعل على جميع الوظائف الأخرى .

فيمكن تعريفه بأنه :النواة الأساسية التي تعتمد عليها المنشأة في توفير مستلزماتها الإنتاجية و تسديد جميع مستحققاتها و نفقاتها ،لهذا حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية و افراها على عمل المنشآت الاقتصادية إذ يجمعون على أن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية لازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام . و يقصد به : الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل او تطوير المشروع ويمكن اعتبار أن هذا المفهوم من وجهة نظر تقليدية ، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بينها بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة و العائد² .

المطلب الثاني: مصادر التمويل

لدينا العديد من المصادر التمويلية التي تقوم المؤسسة بدراستها و اختيار أفضل مصدر تمويلي لها و الاختيار يكون على أساس التكلفة و المخاطرة ، وهناك العديد من المحددات الاختيار بين مصادر التمويل فعندما تقرر المنشأة نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى انجازها فإنها تقيم مختلف المصادر التمويل المحتملة في ضوء الاعتبارات التالية :

- حجم الأموال التي تحتاجها المنشأة ، و الفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها .
- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد و مع عائد الاستثمار المتوقع .
- أجال التسديد و تزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من استغلال المشاريع الممولة .
- القيود التي يفرضها الممولون على المنشأة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الإضافي ، و عدم توزيع الأرباح و المحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.

¹ منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، 1999 ، ص:497.

² أحمد بوراس ، مرجع سابق ، ص ص: 24، 27.

الفرع الاول : مصادر التمويل الداخلية

وهي المصادر الداخلية للمؤسسة التي تقوم المؤسسة بفضلها بتمويل نشاطاتها التي يمكن أن تعتبرها المؤسسة من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دورا هاما في تنمية المنشأة وتطويرها بحيث انه يضمن زيادة الأصول الاقتصادية دون اللجوء إلى مصادر خارجية للحصول على التمويل .

اولا : التمويل الذاتي :

و المقصود بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية و هو يمكن المنشأة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون و تنفيذ الاستثمارات و زيادة رأس المال العامل.

ويمكن تعريفها أيضا على أنها تمثل الأموال الذاتية ،وهي ذلك المصدر التقليدي لتمويل المنشأة الذي يتم تغذيته أما من علاوات الإصدار المتعلقة بحصص المساهمين أثناء إصدار الأسهم من طرف المنشأة التي يمكن أن تباع بقيمة اكبر من قيمتها الاسمية أو عن طريق تلك الموارد المالية الداخلية الناتجة عن إعادة الاستثمار.

ثانيا : مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من العناصر الأساسية التالية :

- الاهتلاكات .

-المؤونات و المخصصات.

-الأرباح المحتجزة¹.

الفرع الثاني : مصادر التمويل الخارجية

يقصد بمصادر التمويل الخارجية تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ، أو عملياتها الاستغلالية من الخارج .

اولا : التمويل قصير الأجل

1- تعريف التمويل قصير الأجل :

يقصد بالأموال قصيرة الأجل كمصدر تمويلي تلك الأموال التي تكون متاحة للمستثمر أو المنشأة لتمويل الفرص الاستثمارية الأموال لمتاحة تمثل التزاما قصير الأجل على المنشأة ، يتعين الوفاء به في خلال فترة زمنية² تزيد عن سنة و اعتمادا على هذا ومن وللتتمويل قصير الأجل عدة مصادر منها:

• الائتمان التجاري

¹ المرجع السابق، ص ص: 28- 29.

² سعيد عبد العزيز عثمان ، دراسة جدوى المشروعات ، الدار الجامعية ، مصر، 2006 ، ص ص: 152، 156.

وهو ائتمان قصير الأجل يحصل عليه المستثمر أو المنشأة لشراء مستلزمات الإنتاج و المنتجات الوسيطة و أي سلع يتعامل فيها بالأجل ، و بمعنى آخر فان الائتمان التجاري يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة التي نحصل عليها المنشأة أو المستثمر من الموردين و غالبا يرتبط الائتمان التجاري بالفترة القصيرة التي لا تزيد عن السنة ، و في حالات استثنائية يرتبط بفترة تزيد عن سنة حينما يتعلق هذا الائتمان بشراء بعض الأصول الثابتة و يتم تنفيذ الائتمان التجاري أما من خلال الحسابات المفتوحة و بدون أية ضمانات أو من خلال الكمبيالة أو السند الآذني.

• الائتمان المصرفي:

يتمثل هذا النوع من الائتمان في القروض و السلفيات التي يحصل عليها المستثمر (المنشأة) من البنوك و يلتزم بسداده خلال فترة زمنية لا تزيد عن السنة ، و يترتب عليه موارد نقدية إضافية للمستثمر يستطيع استخدامها بحرية تامة في شراء احتياجاته الضرورية سواء من مستلزمات الإنتاج أو بعض الأصول و القاعدة العامة أن تستخدم القروض قصيرة الأجل في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة ، و أن يبتعد عن استخدامها في تمويل الأصول الثابتة من خلال هذا الائتمان نظرا للصعوبات العديدة التي قد تواجهها في الحصول على ائتمان طويل الأجل طالما أنها تستطيع مقابلة التزاماتها في أوقات السداد المتفق عليها و تتوقف تكلفة هذا النوع من الائتمانة تتعدد الشروط التي تطلبها البنوك من المستثمرين للحصول على هذا الائتمان فقد تشترط البنوك تقديم بعض الرهانات و الضمانات الشخصية و العينية سداد الفائدة مقدما أو احتفاظ المنشأة برصيد مجمد لدى البنك .

يعتبر هذا المصدر التمويلي أكثر صعوبة بالنسبة للمشروعات الصغيرة و المشروعات التي لا تتمتع بمركز مالي قوي و يرجع ذلك إلى أن البنوك تطلب مجموعة من الضمانات مثل تقديم بعض الرهونات ، و وجود ضامن للتعاقد و وجود العديد من الضمانات و هذه الشروط يصعب على المشروعات الصغيرة توفيرها ، و إذا استطاعت المشروعات الصغيرة الحصول على القروض البنكية قصيرة الأجل فأنها سوف تتحمل تكلفة أكثر ارتفاعا و شروط أكثر صعوبة مقارنة بالمشروعات الكبيرة.

2 - مصادر التمويل قصير الأجل

هو تلك المصادر التمويلية الموجهة لتمويل الجزء المتداول من الأصول و كذلك الجزء الثابت منها تتراوح مدته من فترة تزيد عن السنة و تقل عن 7 سنوات و نجد من بين أنواع هذا التمويل مايلي:

• القروض المباشرة :

توجه القروض متوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز عمر استعمالها 7 سنوات مثل تجهيزات الإنتاج...إلخ. و يتم التسديد بشكل أقساط دورية قد تكون متساوية أو غير متساوية خلال فترات محددة و متساوية.

• الائتمان الإيجاري :

تستطيع المؤسسة أن تمول نفسها بالجوء إلى الائتمان الإيجاري، و المقصود به شراء استخدام أصل لمدة زمنية طويلة نسبيا دون تملكه و هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها البنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلا

قانونيا بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية بحوزة المؤسسة المستعملة لها على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، و يتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى "ثمن الإيجار" و تتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل، مضاف إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة أو مصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله، و في نهاية العقد يتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات:

- تجديد العقد.
- شراء الأصل بالقيمة المتبقية.
- الامتناع عن تجديد العقد و شراء الأصل

ج- مصادر التمويل طويل الأجل

في الوقت الذي تلجا فيه المؤسسات لتمويل احتياجاتها الاستثمارية و التمويلية قصيرة الأجل من المصادر قصيرة الأجل نجد هذه المصادر لا يمكن الاعتماد عليها في تمويل عمليات التوسع و التحسينات التي تنوي الشركة القيام بها و المتمثلة بشراء الآلات و المعدات و المباني و الأصول طويلة الأجل المختلفة ، و عليه تظهر الحاجة إلى الحصول على الموارد طويلة الأجل لتوظيفها في الأصول و الاستثمارات طويلة الأجل و لتلبية احتياجات المشروع طويلة الأجل للعمليات الحالية و لأغراض التوسع¹.

أولا : أشكال التمويل طويل الأجل : يتم تصنيف هذه المصادر إلى ثلاثة أقسام :

- التمويل عن القروض طويلة الأجل
- التمويل عن طريق أدوات الملكية
- التمويل عن طريق أدوات الاقتراض

و سنتناول بالشرح كلا منهما

1- التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل:

مفهومها :

ففيما يخص القروض المباشرة فهي: تلك القروض التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك و شركات التأمين و قد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عام و من أهم الخصائص المميزة للقرض أنه يتم الاتفاق على شروطه مثل معدل الفائدة، و تاريخ الاستحقاق...إلخ، بالتفاوض بين المقرض و المقترض و على الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (معدل الفائدة) إلا أن المقرض قد يصر على عدم ثبات هذه النسبة خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع. أما فيما يخص التمويل عن طريق أدوات الملكية و أدوات الاقتراض فسيتم دراستها تحت عنوان التمويل عن طريق سوق رأس المال.

¹محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق ، ص: 289.

الفرع الثالث : التمويل عن طريق سوق رأس المال

من بين الأنماط الرئيسية التي تلجأ إليها المؤسسة لتمويل نشاطاتها الاستثمارية، هي نمط التمويل عن طريق سوق رأس المال بالتحديد السوق الأولي ، و ذلك عن طريق إصدار مجموعة من الأوراق المالية . و يمكن تقسيم هذا النوع من التمويل إلى قسمين أساسيين هما¹:

- التمويل عن طريق الأسهم (أدوات الملكية).
- التمويل عن طريق السندات (أدوات الدين) .

ولكي يتم هذا النوع من التمويل يجب التعرف أولاً على مراحل إصدار الأوراق المالية من قبل الشركات و كيف يتم الاكتتاب فيها من قبل المستثمرين بمساعدة الوسطاء الماليين باعتبار أن لديهم الخبرة في مجال الإصدار و التعامل مع المستثمرين مقابل عمولة يتلقاها الوسيط من قبل المصدر .

و قبل أن يتم طرح الأوراق المالية يجب أن يتوفر في المصدر ما يلي :

- نشر المعلومات عن الهيئة المصدرة .
- نشر المعلومات حول الإصدار (طبيعته ، مبلغه ، الهدف منه ، الأداة المستعملة).
- الحصول على الموافقة أو ما يعرف بتأشيرة من السلطات المالية .
- الترخيص بتسويق الإصدار
- استيفاء الشروط القانونية و المالية و البشرية لإتمام العملية
- نشر المعلومات التفصيلية حول مجلس الإدارة و أعضائه و الهيئات الإدارية و الرقابية الأخرى أن وجدت².

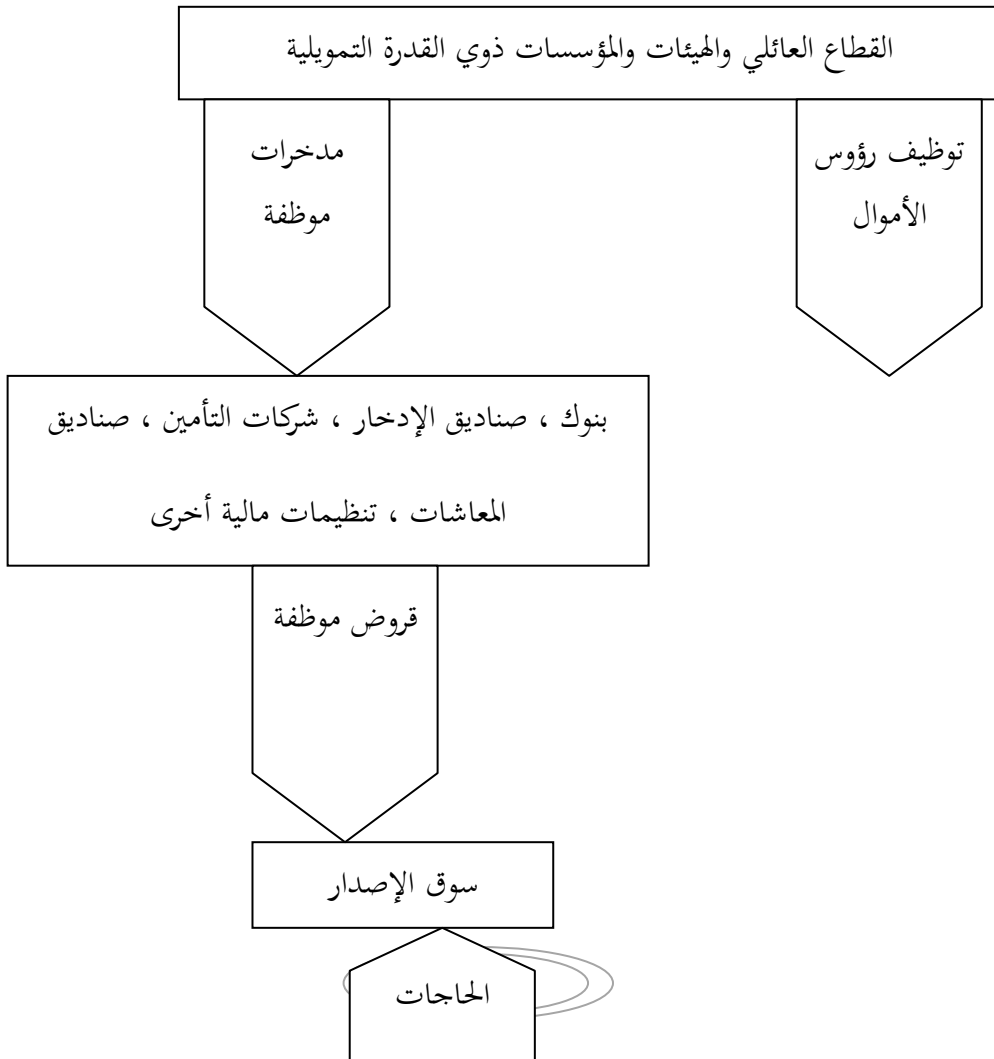
المبحث الرابع : آلية التعامل في السوق الأولية

تعد السوق الأولية مصدر للتمويل الرأسمالي عن طريق إصدار أسهم و سندات من قبل الشركات الاقتصادية بغرض حصولها على التمويل بغية تكوين رأسمالها أو زيادته للتوسع في مشاريعها ، فالسوق الأولي يتكون من أصحاب الفائض و هم القطاع العائلي و المؤسسات ذوي القدرة التمويلية التي ترغب في توظيف رؤوس أموالها ، في شكل أوراق مالية بمساعدة الوسطاء ذوي الخبرة و تقديمها في شكل قروض لأصحاب العجز و المتمثلون في الدولة و المشروعات . حيث يتكون سوق الاصدار من مجموعة من الهيئات الراغبة في الاموال و المحتاجة لها و اصحاب الوساطة بين الفئتين السابقتين الذكر كما يبين الشكل التالي :

¹عبد الغفار حنفي ، اساسيات التمويل و الادارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2007 ، ص: 495 .

²محفوظ جبار ، مرجع سابق ، ص: 40.

الشكل رقم (2-2): هيكل سوق الإصدار



المصدر : أسامة محمد الفولي ، زينب عبد الله ، مرجع سابق ، ص :296

و لدى طرح الأسهم و السندات يتقدم المستثمرون لشرائها عن طريق الاكتتاب ، اما فيما يخص السندات هناك نوعين منها سندات الدولة و سندات الشركات ، و طريقة الاكتتاب تختلف حسب نوع كل سند حيث سندات الدولة أو سندات الخزينة هي سندات تتضمن فائدة و تصدرها عادة الدولة لتمويل النفقات العامة ، إما سندات الشركات هي سندات تصدرها الشركات الخاصة أو السلطات المحلية تستحق لحامل السند فائدة تدفع له بشكل منتظم ، إضافة إلى قيمة السند الأصلية عند الاستحقاق.¹

سيتم التعرف على كيفية الاكتتاب في سندات الحكومة أو سندات الخزينة و الاكتتاب في سندات الشركات .

المطلب الأول: طرق الاكتتاب في السندات

هناك نوعين من السندات يمكن أن تطرح في السوق الأولي، و هي سندات الخزينة و سندات الشركات و سنتطرق لكيفية الاكتتاب في كل نوع .

الفرع الأول: طرق الاكتتاب في السندات الحكومية

تقوم الحكومات بالاكتتاب عن طريق سندات الدين العام عن طريق

أولاً: الاكتتاب العام

و ذلك عن طريق إصدار القرض و شروطه و نظام الإصدار و كل ما يتعلق به و أيضا الجهات المخولة لإتمام المعاملات ، و غير ذلك من المعلومات الضرورية ، و بذلك العملية تتم بين المكتب و المصدر مباشرة دون وجود وسيط و يتميز هذا الأسلوب بالبساطة غير انه يتطلب الكثير من الخبرة .

ثانياً: المزادات

حسب هذا الأسلوب تنظم الحكومة مزادات تعرض من خلالها الحكومة سندات للبيع و تتم العملية بناءً على أعلى سعر و هذه الطريقة سهلة و سريعة².

ثالثاً: الاكتتاب عن طريق البنوك

¹ خليل الهندي ، انطوان الناشف ، مرجع سابق ، ص:16.

² أسامة محمد الفولي ، زينب عوض الله ، مرجع سابق ، ص:331.

و تكلف الحكومة البنوك التجارية العاملة في الدولة لتقوم بدور الوسيط في عملية الاكتتاب و تدفع لها عمولة مقابل هذه الخدمة و تكون متمثلة في نسبة من قيمة السندات المباعة.

رابعاً: الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية

حيث تقوم الحكومة ببيع سندات مباشرة في البورصة و تكون هذه الطريقة فعالة عندما يكون الهدف منها هو التأثير على المعروض النقدي في الاقتصاد .

الفرع الثاني: الاكتتاب في سندات الشركات

تصدر الشركات سندات بغرض الحصول على تمويلاتها الاستثمارية ، الأمر الذي يعدل من ناحية المخاطر الاقتصادية للمشروع ، و من ناحية أخرى قدراته التمويلية. و الاقتراض ليس فقط تمويل استثمار بل هو استخدام قدرة على الاستدانة ، و الذي عن طريقه تتخفف القدرة عليه فعقد القروض يؤدي إلى خفض الطاقة على عقد قروض جديدة ، و بالتالي فان كل برنامج للاقتراض يتم تحليله طبقاً لانعكاساته على هذه الحاجة المستمرة ، أي طبقاً لنوعين من المخاطر و هما:

أولاً: خطورة عدم السيولة

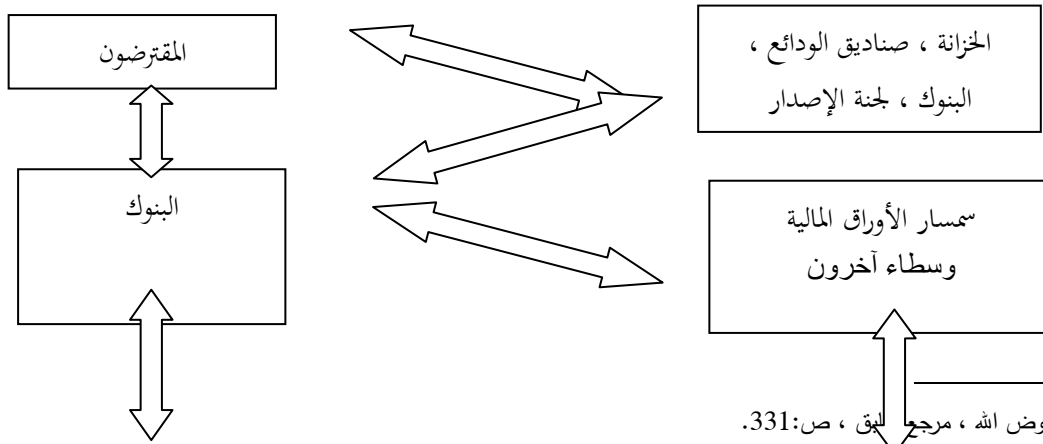
و هي عدم إمكانية تجديد القدرة على الاقتراض ، فكل مشروع عليه ليس فقط مواجهة تسديد قروضه في الأجل الطويل و المتوسط ، و لكن تمويل استثمارات جديدة ضرورية لنموه ، فانخفاض القدرة على الاقتراض لا يكون ملائماً للمشروع لان هذا يعني أن المشروع يمكن أن يجد نفسه في النهاية مضطراً للتمويل عن طريق رأس ماله في الأجل الطويل و المتوسط .

ثانياً: خطورة سعر الفائدة

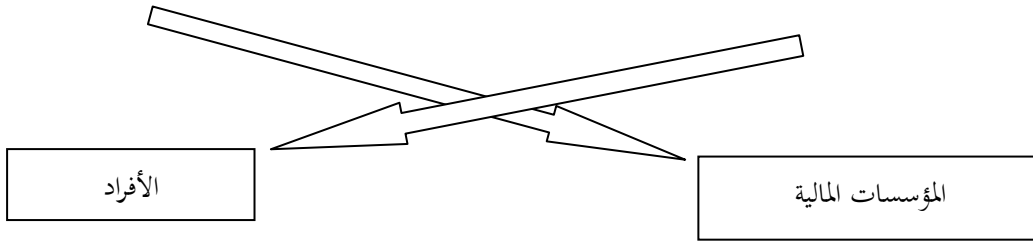
و التي تواجه أي مشروع بصدد إصدار قرض ، إذ يجب على المشروع أن يوفق بين رغبته في تخفيض نفقة الاقتراض و ضرورة جذب المدخرات¹.

أما عن كيفية طرح القرض ، فان البنوك تتولى عملية الإعلان للجمهور ، وكذلك تجميع الأموال ، و ذلك بعد أن يتم إقرار القرض السندي من الجمعية العمومية للمساهمين ، و إصدار قرض سندي يتم من خلال ثلاث مراحل يوضحها الشكل التالي:

شكل رقم (2-3) : هيكل إصدار القرض سندي



¹أسامة محمد الفولي ، زينب عوض الله ، مرجع البق ، ص:331.



المصدر : أسامة محمد الفولي ، زينب عبد الله ، مرجع سابق ، ص 333.

المطلب الثاني: مراحل الإصدار في السوق الأولي

قبل أن يتم الإصدار في السوق الأولي من قبل يجب أولاً على المصدر مجموعة من الشروط من بينها :

- نشر المعلومات عن الهيئة المصدرة (شركة، حكومة)
 - نشر المعلومات حول الإصدار (طبيعته، مبلغه، الهدف منه، الأداة المستعملة)
 - الحصول على الموافقة أو ما يعرف بالتأشيرة من السلطات المالية
 - الترخيص بتسويق الإصدار
 - استيفاء الشروط القانونية و المالية و البشرية لإتمام العملية
 - نشر المعلومات التفصيلية حول مجلس الإدارة و أعضائه و الهيئات الإدارية و الرقابية الأخرى إن وجدت¹
- و يتم الإصدار في السوق الأولي عبر عدة مراحل

الفرع الأول: مراحل الطرح الأولي

عملية الإصدار الأولي تمر عبر مراحل مهمة نلخصها فيما يلي :

- 1-مرحلة تهيئة الشركة : أهم خطوة فيها تتمثل في تعيين المستشار أو الوسيط المالي.
- 2-مرحلة التحضير للطرح : أين يتم تقييم الشركة، وإعداد نشرة الإصدار (نشرة المعلومات).
- 3-مرحلة الاكتتاب : قد يكون عاماً أو خاصاً.

أولاً: تعيين الوسيط المالي

عموماً يكون الوسيط في السوق الأولي بنك الاستثمار و تقوم مهامه على تغطية عمليات إصدار الأسهم و السندات و إدارة محافظ الأوراق المالية ، و عمليات الوساطة في تداول الأوراق المالية و في بداية الأمر كان تسويق العمليات المالية يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المشروعات و جهات التمويل و هو الأسلوب الذي لا يزال قائماً في البلدان النامية حيث لا و جود لاستثمارات كبيرة أو لأسواق مالية ، لكن مع تزايد حجم المشروعات تعقدت عملية التمويل ، ووجدت مجموعات من المتخصصين يساعدون في الحصول على الأموال

¹ جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال : هياكل أدوات استراتيجيات ، مرجع سابق ، ص:40

و تسمى مهنة هؤلاء بالمروجين و مهمتهم المساعدة في تدبير الأموال اللازمة للمشروعات و يرافق الوسيط المالي المؤسسة و يقدم لها مختلف النصائح قبل وخلال عملية الإصدار من خلال :

- تقييم المؤسسة.

- إنشاء رزنامة للعملية.

- تحديد سعر الورقة المالية.

- التنظيم القانوني، المحاسبي والمالي

- تحديد تاريخ أول عملية تسعير.

- تحضير وإعداد وثيقة المعلومات¹

و يمكن أن نتطرق بالتفصيل إلى مهام الوسيط من خلال التطرق إلى بنك الاستثمار الذي يعتبر هو المسؤول و المتخصص في عمليات الإصدار و الاكتتاب .

المطلب الثالث: بنوك الاستثمار

يعمل سوق رأس المال على تحويل المدخرات إلى استثمارات و الجمع بين المدخرين و المستثمرين بحيث يتم التبادل بين قطاع الأعمال و قطاع المدخرين و تلعب بنوك الاستثمار الدور الرئيس في تحقيق ذلك.

الفرع الأول: تعريف بنك الاستثمار

يعمل في السوق المالية العديد من الوسطاء الماليين الذين يتمتعون بالخبرة في الشؤون المالية من خلال ما يقدمونه من نصائح و مشورات لأصحاب العجز و الفائض الراغبين في دخول السوق المالية و الذين يرغبون بالدرجة الأولى من تحقيق الربح الكبير ، مع اقل درجة مخاطرة ، و هذا هدف كل من الوسطاء و المتدخلين في السوق لذلك.

يمكن تعريف بنك الاستثمار على انه:

وسيطا بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة معينة و بين الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم المساعدة للجهات المعنية لكي يتم إصدار الورقة كما يقوم بتمويل شراء الإصدار بغرض إعادة بيعه للجمهور فهو لا يمارس نشاطا مصرفيا تقليديا كما عليه الحال في البنوك التجارية التي تمثل وعاء للتمويل قصير الأجل ، كما أن تمويل بنوك الاستثمار لشراء الإصدار يمثل تمويلا طويل الأجل و في الوقت نفسه لا يمثل استثمارا دائما بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع².

الفرع الثاني: مهام بنك الاستثمار

تقوم بنوك الاستثمار بعدة مهام عديدة داخل السوق المالية بصفة عامة و سوق رأس المال بصفة خاصة بهدف تحقيق الربح لها و للمستثمرين أيضا من خلال ما تجنيه من فروق الأسعار التي تحدثها من خلال بيع

¹ <http://www.casablanca-bourse.com>(13-01-2012)

² خليل الهندي ، انطوان الناشف ، مرجع سابق ، ص:60.

وشراء الأوراق المالية بصفة الوسيط بين الشركة المصدرة لهذه الأخيرة و الراغبون في الاكتتاب في هذه الأوراق المالية بحيث يلعب دور الوسيط الذي سيقدم مجموعة من المهام¹ من بينها ما يلي:

أولاً: توجيه النصح و المشورة

وذلك فيما يتعلق بحجم الإصدار و مدى ملائمة توقيتته ووسائل التمويل الأكثر ملائمة وذلك لان بعض مصدري الأوراق المالية ليست عندهم الخبرة أو الخبراء المتخصصون داخليا أو المعرفة بشروط السوق و ظروفه ووضعها معا في إصدار الورقة المالية في حالات كهذه فان بنوك الاستثمار أو المعنيين بشؤون الاستثمار يقومون بما يلي:

1- نوع الورقة المالية المعروضة: أخذ بنظر الاعتبار الهيكل المالي للمصدر، أو ظروف سوق الأوراق المالية إذ أن هذه الجهة قادرة على تقديم المشورة و النصح للمصدر لأي نوع من الأوراق المالية (ملكية أو دين) يجب بيعها .

2- توقيت عرض الأوراق: اخذين بعين الاعتبار شروط أو ظروف السوق الحالية و المتوقعة ، فان المعنيين بالاستثمار يقترحون فيما إذا كان الأفضل بيع الأوراق المالية حالا أو التأخير أملا في أسعار أفضل

3- الصفات القانونية للإصدار: فمثلا إذا كان الدين المصدر قد تمت دراسته و أصبحت النية في إصداره فان بنك الاستثمار يقدم المشورة حول معدل الكوبون ،الاستحقاق ،حماية الاتفاق،القابلية للتحويل ،أسعار الاستدعاء.

4- سعر الورقة المالية : وعند الأخذ بنظر الاعتبار الاقتراحات أعلاه عما سبق ذكره من نقاط فان بنك الاستثمار يقترح السعر الذي تباع عنده الورقة المالية ، فالمصدرين للأوراق المالية قد يختارون استعمال خدمات النصيحة و المشورة دون غيرها من الاستشارات و بعض المصدرين للأوراق المالية عندهم الخبير المالي الداخلي لاتخاذ كل القرارات الضرورية فمثلا هناك منشآت كبيرة متعددة لا تستخدم بنوك الاستثمار عن خدمات المشورة² .

ثانيا: القيام بالإجراءات التنفيذية:

وذلك فيما يتعلق بالإصدار الفعلي للأوراق المالية و ما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بالجهات المتعلقة بالإصدار.

ثالثا: نشرة الإصدار :

"نشرة المعلومات" تحتوي هذه الوثيقة على المعلومات التالية:

- 1- عدد الأسهم المرغوب بإصدارها.
- 2- بعض المعلومات المالية والمحاسبية والحسابات الختامية للشركة.
- 3- معلومات عن الإدارة.

¹ اشرف محمد دوابه ، نحو سوق مالية عربية ، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البنينة و التكامل الاقتصادي العربي ، خلال الفترة الممتدة من 20 ، 22 سبتمبر ، الاردن ، 2004.

² خالد و هيب الراوي ، مرجع سابق ، ص ص: 69- 70 .

4- معلومات عن المشاكل القضائية التي واجهتها في الماضي أو تواجهها الآن إن وجدت.

5- بيان مفصّل عن حركة الأموال داخل الشركة¹.

رابعاً: التعهد:

حيث يتعهد بنك الاستثمار بتصريف كل أو حد ادني من كمية الأوراق المالية المقرر إصدارها و قد يدفع البنك مقدماً للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي يتعهد بتصريفها و في حالات أخرى قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون التزامه بتصريف قدر محدد منه و ذلك مقابل عمولة و إذا تبقى جزء لم يتم تصريفه يؤدي إلى الجهة صاحبة الإصدار.

خامساً: "هيئة الرقابة المالية":

بعد التوصل إلى اتفاق بين الوسيط المالي والشركة يقوم البنك بإرسال وثيقة المعلومات إلى هيئة الرقابة على الأوراق المالية. هذه الأخيرة تطلب فترة لدراسة الوثيقة؛ خلالها تجري الهيئة دراسة شاملة عن الإدارة كما تقوم بالتأكد من أن جميع المعلومات الواردة ضمن التقرير .

سادساً: الاكتتاب

و ذلك لبيع الأوراق المالية لجمهور المكنّتين أو لعملاء البنك الذين اعتادوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه .

و إذا كانت هذه المهام تمثل الدور الرئيس لبنوك الاستثمار إلا أن الواقع العملي يعكس قيام هذه الأدوار من خلال بنوك الاستثمار في الدول ذات أسواق رأس المال الكبرى أما في الأسواق الصغيرة تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار و يقتصر دورها في التعهد على بذل أقصى جهد ممكن دون التزامها بتصريف الإصدار كله أو جزء منه ، و يرجع هذا إلى تقادي ما حدث في الكساد العظيم حيث كان من أسباب ذلك الكساد التزام البنوك التجارية آنذاك بتصريف الإصدارات ، و كان من نتيجة ذلك أن منى بعضها بخسائر فادحة وصل بها إلى نهاية المطاف بخسائر فادحة أدت إلى إفلاسها و قد ظلت البنوك التجارية بعيدة عن الالتزام بتصريف الإصدارات ، حتى ظهر في الولايات المتحدة في الثمانينات من القرن الماضي اتجاه جديد سمح للبنوك التجارية بممارسة تلك المهمة بطريقة غير مباشرة من خلال إنشائها شركات مستقلة تمارس وظائف بنك الاستثمار.

وفي بعض الدول العربية تقوم البنوك التجارية بمهام بنوك الاستثمار من حيث التعهد ببذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون الالتزام بتصريف الإصدار كله أو جزء منه². و بنك الاستثمار يكون جاهزاً لامتناس أي جزء من مخاطر السعر و التي لا يقبلها المصدر للأوراق المالية و يشار إلى ذلك باكتتاب الإصدار و تستخدم ثلاث درجات رئيسية من الاكتتاب

¹ <http://www.syriaall.com/new>.

² اشرف محمد دوابة ، مرجع سابق.

أ- في تعهد المنشأة: يشتري بنك الاستثمار الكمية بكاملها من الإصدارات من البائع و بسعر متفق عليه بين الطرفين إما مخاطر السوق فقد انتقلت من المصدر إلى بنك الاستثمار ، ثم يقوم الأخير بعرض الأوراق المالية إلى عامة المستثمرين بسعر أعلى من السعر الذي دفعه إلى المصدر .

ب- الاتفاق الجاهز: في هذه الحالة يوافق المكتب على المساعدة في بيع الإصدارات الجديدة لوقت محدد و عادة تكون هذه الفترة الزمنية 30 يوما و لكنها لا تضع الورقة المالية في خطر و حالما تنتهي هذه الفترة الزمنية فان المكتب يشتري الأوراق المالية التي لم يتم بيعها بسعر يحدد مسبقا ، و هذا النوع من الاتفاق شائع استخدامه لبيع الأسهم و التي يتم توزيعها من خلال الحق في عرضها .

ج- في أحسن جهود: في مبيعات مبنية على هذا الأساس فان بنك الاستثمار ليست عليه التزامات لشراء الأسهم التي تم إصدارها حيث يتصرف هنا كسمسار و يعيد أية أوراق مالية صدرت ، و لم يتم بيعها إلى المصدر و أحسن جهد للبيع يستخدم في نوعين من الإصدارات في الحالة الأولى فان المنشأة المصدرة تريد أحسن جهود للبيع لأنها واثقة من أن جميع الأوراق المالية سيتم بيعها و بالكامل¹. و في الحالة الثانية فان بنك الاستثمار يحقق أحسن جهود بيعية لان المنشأة المصدرة صغيرة غير ثابتة الإنشاء و ذات مخاطر .

و هناك نوعين من الاكتتاب، الاكتتاب العام و الاكتتاب الخاص

أ- الاكتتاب الخاص: الأوراق المالية ذات الاكتتاب الخاص هي الأوراق المالية التي تعرض لأقل من 25 مشتر ، ونتيجة لذلك فلا حاجة لتسهيلها مع الأسواق المالية ، و الفوائد الرئيسية من هذا الاكتتاب انه يمكن عرض إصدارات جديدة بسرعة و بدون حدوث تكاليف عالية ، و بالنسبة لمساوئ هذا النوع هو النقص في القدرة التسويقية عند بيع الإصدارات .

ب- الاكتتاب العام: هو طرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل عامة الجمهور.²

ومع انتهاء عملية الاكتتاب بين الوسيط و المستثمر يحث التمويل مباشرة أي حصول المنشأة المصدرة للأوراق المالية على الأموال المرغوب الحصول عليها من اجل مباشرة تمويل استثماراتها و هذا هو هدف السوق الأولي و هو توفير الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار .

و للمؤسسات المصدرة حق التفضيل بين إصدار أسهم أو سندات حسب ما تراه مناسباً و تعتبره أداة تمويلية مناسبة بمساعدة الوسيط الذي يقترح ما يلزم إصداره من أوراق مالية فيمكن أن يكون التمويل عن طريق أسهم و يمكن أن يكون عن طريق سندات سيتم شرح كل مصدر تمويلي فيما يلي :

الفرع الثالث: أنواع مصادر التمويل عن طريق السوق الأولى

للمصدر حق الاختيار بين أدوات التمويل المتوفرة لسد عجزه المالي حيث أن اختيار أي أداة يعود لخصائصها التي تميزها عن غيرها

أولاً: التمويل عن طريق الأسهم العادية

¹ خالد وهيب الراوي ، مرجع سابق ، ص:72،70.

² <http://www.qfma.org.qa> (13-04-2013)

تلجا العديد من المؤسسات إلى سوق رأس المال للحصول على التمويل من خلال إصدارها لأسهم و سندات و ذلك بما يتناسب مع أوضاعها المالية .

حيث تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي للشركة المساهمة ، و كذلك هي المصدر الرئيسي لتمويل الشركة و تكوين رأسمالها و تلجا إلى هذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو مرحلة التوسع المستقبلي وهو عبارة عن ورقة مالية تمثل ملكية صاحبها لجزء من رأسمال الشركة و له العديد من القيم فهناك القيمة الاسمية و القيمة الدفترية و القيمة السوقية و القيمة التصفاوية أو المحاسبية .

و من ميزات هذا المصدر التمويلي ما يلي:

- تصدر إلا عن طريق الشركات المساهمة و لا يحق للشركات الفردية و لا شركات التضامن إصدار أسهم عادية .

- يترتب على اقتناء السهم العديد من الحقوق تم ذكرها في الفصل الأول.

- يتصف السهم العادي بقابليته للتداول .أي إمكانية شرائه و بيعه من قبل المستثمرين .

1- خصائص الأسهم من وجهة نظر الشركة المصدرة للسهم

• لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة ،مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق

القروض ليس لها تاريخ استحقاق محدد .

• زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة الشركة على الاقتراض .

• يفضل المستثمرون التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل و يعتبر

مصدر وقاية من اثر التضخم في بعض الاستثمارات .

• نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية اقل من معدل الفائدة على القروض.

2- عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة

يشمل بيع الأسهم العادية حق التصويت ،مما يضر أو يضعف رقابة الملاك الحاليين على الشركة .

قد يترتب على الاقتراض استخدام أموال الغير بمعدل فائدة ثابت و منخفض ، بينما إصدار أسهم جديدة

يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم بالإرباح المتوقعة .

تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض .

لا تخصم التوزيعات من الضريبة (لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية مثل الفوائد) كما هو الحال بالنسبة

لمدفوعات الفوائد¹.

ثانيا: التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

وهي الأسهم التي تتمتع بالأولوية عند التصفية و عند توزيع الأرباح و لكنها لا تخول لحاملها حق الاشتراك

في الإدارة و تقسم إلى:

* أسهم ممتازة مجمعة الأرباح يحق لحامله الحصول على أرباح سنوات سابقة أعلن فيها عن ربح و لن

يوزع.

¹خالد وهيب الراوي ، مرجع سابق ، ص ص: 495 - 496.

* أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح يحق لحاملها المشاركة في إرباح الأسهم العادية بعد أن يحصل صاحبها على أرباحه الأساسية.

* أسهم ممتازة قابلة للتحويل و يمكن أن تحول إلى أسهم عادية مقابل سعر تحويل معين .

* أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء يحق للشركة المصدرة لها حق استدعائها و سداد قيمتها في الوقت المحدد¹

و لها العديد من الخصائص تم ذكرها في الفصل الأول

1- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة

✓ لا يوجد أي التزام قانوني على دفع هذه التوزيعات .

✓ انه يترتب على استخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية ، إذا كان اثر الرفع المالي موجبا و نسبة الرفع عالية .

✓ تجنب الشركة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد لان عائد الأسهم الممتازة محدد وثابت².

✓ إن استخدام هذا التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على الشركة .

✓ نظرا لان هذا النوع ليس له تاريخ استحقاق محدد و لا يتطلب تكوين احتياطي استهلاك لهذه

الأسهم لذلك فهو أكثر مرونة بالمقارنة بالسندات .

- انه لا يتضمن وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض³ .

2- عيوب التمويل بواسطة الأسهم الممتازة من وجهة نظر المصدر

- أن معدل عائدها مرتفع.

- أن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض⁴.

ثالثا: التمويل عن طريق السندات

و تلجا المؤسسة لهذا النوع من الإصدار لخصائص هذه الأوراق المالية التي تختلف عن الأسهم بصفة عامة فيمكن تعريف السند على انه⁵ :

- صك تصدره المنشأة و هو بذلك يمثل عقد أو اتفاق بين المنشأة أو بين المقرض ، و بمقتضى هذا الاتفاق يقترض الطرف الثاني مبلغا معيناً من المال للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و فوائد متفق عليها في تواريخ محددة ، و قد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل: عدم إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق أو شرط رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد ليصبح السند من النوع المضمون ، كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق .

¹ مروان شموط كنجو عبود كنجو، مرجع سابق ، ص: 146 .

² عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق، ص: 517.

³ مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، مرجع سابق ، ص: 146 .

⁴ عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص: 517.

⁵ منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، مصر ، 1998 ، ص ص : 20 ، 24.

- و نظرا لان المستثمر الفرد عادة ما يكون واحد من آلاف المستثمرين الذين اقبلوا على شراء تلك السندات ، وان مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار فانه لا يستطيع عمليا متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد لا يكون بنكا تجاريا أو بنكير استثمار قد يتمثل في بيت السمسرة يعمل بمثابة و وكيل أو أمين يوكل إليه بتلك المهمة أي متابعة شروط عقد الإصدار .

خلاصة الفصل :

حاولنا في الفصل دراسة مختلف الجوانب المتعلقة بالتمويل و الاستثمار بدءا بماهية الاستثمار و التعرف على جميع أنواعه و مجالاته و الفروق بينه و بين المقامرة و المضاربة ، أيضا أدوات كل نوع من أنواع الاستثمار و تعرفنا أيضا على ماهية التمويل و مصادره و تعرفنا على التمويل من خلال سوق رأس المال من حيث آلية عمل السوق الأولية لأنها هي التي تضمن وجود الإصدارات و الاكتتابات التي بفضلها يتم التمويل و من المسئول عن ميكانيزمات التمويل في السوق الأولية حيث يتدخل بنك الاستثمار كوسيط بين الجهة المصدرة و الجهة الراغبة في التمويل و قبل كل هذا بنك الاستثمار إذا طلبت الجهة الراغبة في الإصدار مساعدته فهو الذي سيقدم لها النصائح من خلال نوع الأوراق المالية التي سيتم إصدارها ، و يحدد سعر لها و توقيت الإصدار و يمكن أن يقوم بضمان الإصدار لها أي ضمان تصريفه كاملا و حصول المؤسسة على كل ما ترغب فيه من أموال و تصدر المؤسسة الأوراق المالية حسب رغبتها و حسب مزايا كل مصدر تمويلي حيث في الأغلب تلجأ المؤسسات إلى إصدار السندات لما لها من مزايا تمويلية تفضلها الشركات .

الفصل الثالث

سوق رأس المال للدول المغاربية

تمهيد

نظرا للأهمية التي يحتلها سوق رأس المال في عصرنا الحالي من حيث ما يوفره من التمويلات الأساسية للاستثمارات و المشروعات الاقتصادية من خلال تعبئة الادخار و توجيهه نحو الاستثمارات قامت العديد من الدول العربية و على غرار دول العالم بإقامة أسواق رؤوس الأموال من اجل النهوض باقتصادياتها خاصة اقتصاديات الدول المتخلفة التي تحتاج إلى الكثير و الكثير من البرامج التنموية للحاق بموكب الدول المتقدمة و مواكبة أهم و احدث التطورات وذلك بالاعتماد على الاستثمارات و هذا كله يستوجب ضرورة وجود أسواق رأس مال متطورة قادرة على تلبية احتياجات الاقتصاد خاصة الاحتياجات التمويلية و التي توفرها الأسواق الأولية من خلال ما يسمى بالإصدار و الاكتتاب .

سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى سوق رأس المال في الجزائر من خلال التعرف على أهم الظروف التي أوجدت إنشاء هذا السوق و التطرق أيضا إلى سوق رأس المال بتونس و سوق رأس المال بالدار البيضاء . و دراسة ما مدى قدرة أسواق هذه الدول على تمويل الاستثمار من الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011.

المبحث الأول :سوق رأس المال بالجزائر

أوجب التحول من إيراد الموجه إلى اقتصاد السوق ضرورة بل حتمية إنشاء أو فتح بورصة للقيم المنقولة بالجزائر بغرض تطوير الاقتصاد و تمويله كسبيل جديد للبحث عن مصادر أخرى لتمويل اقتصاد الجزائر من خلال استغلال الادخار العام

المطلب الأول : سوق رأس المال

إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات أدت إلى نشأة صناديق المساهمة والتي ملكت أسهم مؤسسات بأقساط متساوية نتيجة تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بعد إصدار قانون جانفي 1988 ، مما استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات.

و في سنة 1990 قامت السلطات بتحضير شروط قيام سوق مالية من خلال سوق مؤهلة تسمى الجمعية العامة لصناديق المساهمة، التي انشأت شركة القيم المنقولة و حددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة و التي أصبحت فيما بعد تسمى "بورصة القيم المنقولة" و يتكون سوق رأس المال في الجزائر من :

الفرع الأول: سوق أولية

تتضمن مجموعة من البنوك العمومية التي تعمل على مساعدة المؤسسات لدخول البورصة و ذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق ، و التوقيت المناسب....الخ

الفرع الثاني: سوق ثانوية

و تتمثل في بورصة القيم المنقولة التي تتداول الأوراق المالية

الفرع الثالث: سوق السندات او السوق الغير منظمة

و هي سوق يتداول فيها سندات الخزينة العمومية ، حيث بلغت إصدارات سندات الحكومة و اذونات الخزينة أما من حيث جهات الإقراض فان دور القطاع الخاص الغير مصرفي ، في الاستثمار في الأوراق الحكومية ، مازال ضئيلا مقارنة بالمصارف التجارية ، القطاع كما يفوق حجم أسواق سندات الحكومة و اذونات الخزينة حجم أسواق الأسهم¹.

المطلب الثاني : نشأة بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية في الجزائر لم تكن مطروحة إلى وقت غير بعيد على الإطلاق في الساحة الاقتصادية العامة و المالية بشكل خاص ، بالنسبة لمتخذي القرار في الدولة على اعتبار انه منذ الاستقلال إلى نهاية الثمانينات كانت الجزائر تسير وفق النهج الاشتراكي في التنمية ، بما اخضع مجموع المؤسسات الاقتصادية إلى سيطرة الدولة باعتبارها مملوكة في رأس مالها و تابعة في قراراتها لأجهزة الوصاية خاصة ما تعلق بجانبها التمويلي .

و بالتالي اوجب التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق و مسايرة هذا لاقتصاد الجديد و تطوير الاقتصاد الوطني و تمويله ، اعتمدت الجزائر فتح بورصة القيم المنقولة لاستغلال الادخار العام و بالتالي تمويل الاقتصاد الاستثماري و تطوير المؤسسات خاصة نتيجة المشاكل الاقتصادية التي واجهتها الجزائر بعد الأزمة

¹ صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2007 ، ص:147.

النفطية لعام 1986 ، و ما واجه الدولة من مشاكل مالية جعلها تغير مسارها السابق و تنتهج سياسة جديدة اعتمدت على منح الاستقلالية لمجموع المؤسسات الوطنية بحثا عن الكفاءة و الفعالية و هي المرحلة التي تبعتها خطوات أخرى أهمها على الإطلاق إنشاء ما يسمى بصناديق المساهمة و تحول رأس المال مجموع المؤسسات الوطنية تاليها حصص تساهم فيها تلك الصناديق .

جاءت فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 و سجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 .

و في الواقع هاته الإصلاحات الاقتصادية التي تتبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار و توجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية . في حين يجب التذكير أن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 126 \09 \1975 و ذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) و اختيار نظام مركزي .

و لقد مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية :

الفرع الأول:المرحلة الأولى:1990- 1992

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في عام 1990 و بهذا نص المرسوم 90-101 المؤرخ ب 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط .

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها ،حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، وفي أكتوبر من نفس السنة ،ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة ،اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة هي "شركة القيم المتداولة " و بتاريخ 9 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال بقدر بمبلغ 320000 دج موزع بحصص¹ متساوية بين الصناديق الثمانية و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة .

ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بان هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط و تتوفر لها كل الإمكانيات للرقى و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوط بها ،و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب ان تلعبه و بضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بعد ذلك اسم بورصة الأوراق المالية و بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم

¹ محمد زيدان ، نوردين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر : المعوقات و الآفاق، الملتنقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، جامعة بسكرة ، قسم العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، يومي 21-22 نوفمبر 2006 ، ص ص : 6 - 7 .

تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي و الاجتماعي للبلاد.¹

الفرع الثاني: المرحلة الثانية 1992-1999:

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات و قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 29\04\1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن لقانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة .

و بموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر ، حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئتان ممثلتان للسلطات العمومية تتكفلان بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة و عملياتها و هي لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ، حيث منحت لهما من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هتان الهيئتان.²

حيث تم الافتتاح الرسمي لها عام 1997 و تم تدشينها في 4 أوت 1999 بانضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة سهم صيدال ، سهم رياض سطيف ، سهم فندق الاوراسي ، سند شركة سوناطراك.³ و اعتبرت العاصمة المكان الوحيد الذي تتم فيه الصفقات على الأسهم و السندات الصادرة من طرف الحكومة و شركات المساهمة

المطلب الثالث: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

تم وضع عدة هيئات هي التي تقوم بمهمة الإشراف على عمليات البورصة و المتدخلين فيها ومن بين هاته الهيئات نذكر ما يلي:

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم ، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي تتكون من رئيس و ستة أعضاء يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لمدة أربع سنوات .

ويعين الأعضاء بموجب قرار من وزير المالية ، بناء على اقتراح من السلطات و الوزارات المعنية بحسب كفاءتهم في مجال المالية و البورصة لمدة أربع سنوات تبعا للتوزيع التالي :

¹ محمد زيدان ، نوردين بومدين ، مرجع سابق، ص : 6-7 .

² رشيد بوكساني ، نسيم أوكيل ، مقومات تطوير بورصة الجزائر، مجلة حوليات جامعة قالمة للعلوم الاقتصادية ، جامعة قالمة ، العدد 05 ، 2010، ص: 228 .

³ احمد بوراس ، مرجع سابق ، ص: 138 .

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .
- إستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي .
- عضو يقترحه بنك الجزائر .
- عضو يختار من قبل مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة .
- عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين .

أولا :حماية المستثمرين في القيم المنقولة

تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجا إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية و لا تشمل تأشيرة اللجنة تقييما لنوعية العملية التي يقرها المصدر بل تعني ان المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة و كاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم و دراية

ثانيا: حسن سير القيم المنقولة

تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة و أمنها و تتصب على مراقبة النشاطات الوستاء في عمليات البورصة و ماسكي الحسابات حافضي السندات و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و المؤتمر المركزي على السندات و هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .

الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

هي تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة حيث تمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة

الفرع الثالث :المؤتمن المركزي للسندات

هي هيئة تأسست بموجب القانون 04-03-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 في شكل شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها م المقدر ب خمسة و ستون مليون 65.000.000 دج من مساهمات ست بنوك عمومية الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط بنك الفلاحة و التنمية الريفية البنك الوطني الجزائري القرض الشعبي الجزائري البنك الخارجي الجزائري بنك التنمية المحلية و ثلاث شركات مسعرة في البورصة مجمع صيدال مؤسسة تسيير فندق الاوراسي مؤسسة رياض سطيف و تتولى هذه الهيئة القيام بمهمة حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين كذلك متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر إضافة إلى نشر المعلومات المتعلقة بالسوق¹

المطلب الرابع:الوسطاء في عملية البورصة

¹لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التقرير السنوي ، 2010 ص:74 .

المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23\05\1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين و المدعويين بالوسطاء في عمليات البورصة المادة 05 من المرسوم التشريعي تنص على انه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها و عن طريق وسطاء في عمليات البورصة هذا يعني إن المشتريات و المبيعات للقيم المسعرة تتم بالحضور الإجمالي لهؤلاء الوسطاء بمعنى آخر فان المهمة المفاوضة تخول للوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة بما يأتي :

- يديرون لحساب زبائنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مدفوعة بتفويض إدارة
- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة و لا يمكن أن يمارسوا هذا الحق لحساب زبائنهم .

• و يجب على الوسطاء في عمليات البورصة إن يتأكدوا فضلا عن ذلك من أن رؤوس الأموال التي يأتهم عليها زبائنهم لانجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا .

• هذه العمليات يمكن أن يقوم بها شركات ذات أسهم تأسست خصيصا لهذا الغرض يجب عليها أن تخضع إلى اعتماد محدد من طرف كوسوب مثل هذه العمليات يجب أن تكون منظمة و مراقبة من قبل كوسوب و ذلك من اجل حدوث المعاملات و حماية المدخرين

فيما يخص الأشخاص التي يمكن أن تعتمد من قبل اللجنة بصفة وسطاء في عمليات البورصة فان المادة 02 من المرسوم التشريعي رقم 94-176 المؤرخ في 13\06\1994 و التعلق بتطبيق المادة 61 من لمرسوم التنفيذي رقم 93-10 المؤرخ في 23\05\1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة و الذي يشترط انه في مرحلة أولية و استثناء في مرحلة انتقالية فان البنوك و الهيئات المالية و شركات التامين هي معينة من اجل ممارسة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة.

و في هذا الإطار تجدر الإشارة إلى انه يوجد دفعة أولى متكونة من 39 وسيط في عمليات البورصة تمثل 11 هيئة بنكية و مالية تلقت في افريل 1997 تكوينا يمكنهم من التدخل كسماسرة في مستقبل البورصة و في مجال الالتزامات فان الوسطاء في عمليات البورصة تضمن السرية المهنية ، و يجب عليها تقديم ضمانات كافية مالية ومادية

ويجب عليها إنهاء العقد مع زبائنهم و هم مسئولون اتجاه أصحاب القرارات ، التسليم و دفع القيم المنقولة المتفاوض عليها

المطلب الخامس :الشركات المصدرة في السوق الأولي

1-مجمع رياض سطيف:

أولى الشركات التي دخلت البورصة انبثقت من عمليات إعادة الهيكلة من سبأك سنة 1983 و حولت إلى شركة مساهمة ،سنة 1990 وفي إطار خوصصة المؤسسات العمومية من قبل المجلس الوطني لمساهمات

الدولة تقرر دخول الرياض إلى البورصة في 29 افريل 1998¹. حيث حدد الإطار العام لزيادة رأسمال عن طريق اللجوء العلني للادخار برفع رأسمالها من 4000000000 إلى 5000000000 دج أي بنسبة 25 بالمائة و ذلك بإصدار 1000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج و قد تم تحديد سعر الإصدار ب:2300 دج ، خلال فترة الاكتتاب التي امتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998².

2-مؤسسة تسيير فندق الاوراسي:تم إنشاء فندق الاوراسي سنة 1975 و صنف إلى درجة خمس نجوم و في إطار عملية هيكلية المؤسسات تم تحويل ملكية فندق الاوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات و قدر رأسماله ب:1,5 مليار دينار³ و بهدف تنشيط بورصة الجزائر تم إدخال المؤسسة إلى البورصة برأسمال قدره 20 بالمائة من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم و ذلك انطلاقا من 15 جوان 1999 إلى 18 جويلية 1999 و قدر السعر الوحدوي بقيمة 400 دج و تمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم الراشد المالي⁴.

3-مجمع صيدال: يرجع إنشاء مجمع صيدال إلى عام 1998 على اثر إعادة هيكلية المؤسسة العمومية صيدال ، لتصبح المجمع الصناعي صيدال⁵ حددت قيمة العرض العمومي بنسبة 20 بالمائة من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر ب:500 مليون دج موزعة على 2000000 سهم ، بقيمة اسمية تقدر ب:250 دج و بسعر إصدار 800 دج خلال فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999⁶.

4-شركة سوناطراك:تعتبر شركة سوناطراك اكبر شركة في الجزائر تعمل في مجال المحروقات ،ودخلت البورصة بطرحها سندات للاكتتاب العام بمبلغ خمسة ملايين دينار بمعدل فائدة 13 % مدتها خمس سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998⁷.

5-شركة الخطوط الجوية الجزائرية: قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية باللجوء الى سوق السندات في 2 نوفمبر 2004 بطرح سندات قيمتها 14.18 مليار دينار للاكتتاب العام في بورصة الجزائر من خلال وكالات البنوك التجارية العمومية حيث تم تحديد مدة القرض ب 6 سنوات و بمعدل فائدة متزايد على أن يستحق في 1 ديسمبر 2010 و كان الهدف من طرح القرض هو اقتناء أربع طائرات .

من نوع بوينغ 330 - 220 لمواكبة احدث التكنولوجيات في النقل الجوي و لمنافسة الشركات الأجنبية الموجودة في الجزائر⁸.

¹ هواري السوسي ، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، م مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2007 -2008 ، ص ص : 299-300.

² زيدان محمد ، بومدين نورالدين ، مرجع سابق ، ص:9.

³ محمد زرقون ، اثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة ، دراسة تحليلية لمؤسسة فندق الاوراسي ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، 2008-2009 ، ص:8.

⁴ زيدان محمد ، مرجع سابق ، ص:10.

⁵ هواري سويسي ، مرجع سابق ، ص:301.

⁶ زيدان محمد ، بومدين نورالدين ، مرجع سابق ، ص : 10 .

⁷ محمد براق ، مرجع سابق ، ص:399.

⁸ هواري سويسي ، مرجع سابق ، ص : 301 .

6- شركة الكهرباء و الغاز : شركة الكهرباء و الغاز في إطار توسيع و تطوير شبة الكهرباء و الغاز و هذا لمواجهة الطلب على المصادر الطاقوية قامت بطرح سندات عادية لجمهور المستثمرين في 22 ماي 2005 بقيمة 10 مليار دج للسند و ذلك لمدة 6 سنوات و ذلك إلى تاريخ 22 ماي 2011 و بمعدل فائدة متزايد لكل سنة .

7- المؤسسة الوطنية للحفر: لجأت مرة إلى سوق السندات سنة 2005 من خلال إصدار سندات بمبلغ 8.000.000.000 دج و هي فرع من فروع السوناطراك.

8- سيفيتال : وهي أول شركة تلجا إلى السوق السنديية سنة 2005 ، من أجل تمويل قسم من استثماراتها وهو مخطط تطويرها على مدى ثلاث سنوات ، و هي مجموعة صناعية مندمجة يقوم نشاطها على تكرير السكر و الزيت ¹.

9- شركة اتصالات الجزائر :أيضا قامت شركة اتصالات الجزائر بإصدار سندات عادية في 17 أكتوبر 2006 بقيمة 20 مليار دج تاريخ استحقاقها 17 أكتوبر 2011 و حددت بمعدل فائدة تصاعدي و كان الهدف من الإصدار هو تمويل التطويري لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس لكسب موقع تنافسي أمام الشركات الأجنبية ²

10- الشركة العربية للإيجار:لجأت إلى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2006.³

11- مؤسسة التعليم المهني عن بعد : و هي من القطاع الخاص تدخل لأول مرة إلى السوق السنديية سنة 2007 بعد سيفيتال و تنشط بصورة رئيسية في استغلال خدمات الانترنت ، و تركيب الشبكات المعلوماتية و كذا التجهيزات و العتاد و اللوازم ذات الصلة بالإعلام الآلي و كانت إصداراتها موجهة إلى البنوك و المؤسسات المالية . و هي شركة ذات أسهم تنشط بصورة رئيسية في استغلال خدمات الانترنت ، و تركيب الشبكات المعلوماتية و كذا التجهيزات و العتاد و اللوازم ذات الصلة بالإعلام الآلي ، و تأسست في 1998 و شرعت في ممارسة نشاطاتها في عنابة .

12- المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار : هي فرع من فروع السوناطراك تشتغل في القطاع الشبه البترولي لجأت إلى سوق السندات سنة 2007 ⁴.

13- مؤسسة الوطنية للحفر: وفي فرع من فروع السوناطراك تشتغل في القطاع الشبه البترولي ، لجأت إلى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2008

14- شركة دحلي: هي أول شركة من القطاع الخاص تابعة للقطاع الخاص أصدرت قرضا سنديا سنة 2008 موجه للجمهور الواسع ، و هدفه تمويل الاستثمارات و المتمثلة في حظيرة مائية ، و فندق بشقق، و و ميناء استجمام ، مارينا و هي تنشط في قطاع الفنادق و العقارات ، و الترفيه ¹.

¹لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2005 ، ص:24.

²عمار صابفي ، محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية

العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، تخصص اقتصاديات المالية و البنوك ، جامعة بومرداس ، ص : 230 .

³ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2006 ، ص : 3 .

⁴لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2007 ، ص:20.

15- شركة حداد : هي شركة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد و يتمثل نشاطها الرئيسي في انجاز الأشغال المتعلقة بالطرق و الطرق السيارة ، و السكك الحديدية و المنشآت الفنية و السدود وهي رابع مؤسسة تابعة للقطاع الخاص تلجا الى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2009².

16- شركة اليانس للتأمين : أصدرت 1.804.511 سهم عادي سنة 2010 بقيمة اسمية 200 دج و سعر إصدار 830 دج بغرض تمويل استثماراتها التالية :

فرع التأمين على الحياة ، فرع الترقية العقارية ، فرع الرأسمال الاستثماري .

17- شركة لائتمان الايجاري المغربي : لجأت إلى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2010³

المطلب السادس : دور السوق الأولي الجزائري في تمويل الاستثمار :

الفرع الأول : تطور سوق الإصدار في الجزائر:

يتميز سوق الإصدار في الجزائر بالضعف و ذلك لمحدودية الشركات المدرجة في البورصة ، حيث كانت أول عملية إصدار لشركة سوناطراك و رياض سطيف عام 1998 ليتبعه بعد ذلك إصدار لشركتي صيدال و الاوراسي عام 1999 أما فيما يخص الفترة ما بين 2005 و 2011 دعمت سوق السندات بمجموعة من الإصدارات من قبل مجموعة من الشركات التابعة للقطاعين الخاص و العام و أيضا شهدت هذه الفترة إصدار أسهم لشركة اليانس للتأمينات كما سيبين في الجدول التالي:

¹ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2008 ، ص: 28.

² لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2009 ، ص: 33.

³ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2010 ، ص: 28.

من خلال هذا الجدول نلاحظ انه سوق الإصدار في الجزائر هو سوق سندات بحت ، لأنه و كما
مبين في الجدول أعلاه انه من سنة 2005 إلى غاية 2010 سوق الإصدار يعتبر سوق سندات ، حيث

بلغت أعلى قيمة في الإصدار سنة 2005 مبلغ 62,72 مليار دج ، و انخفضت لتصل سنة 2006 إلى 44,3 مليار دج حيث الشركات المصدرة في هذه الفترة تمثلت في 4 شركات من القطاع العام و شركة من القطاع الخاص و هي سيفيتال كما هو مبين في الجدول. أما في سنة 2006 بلغ الإصدار 44,89 حيث لم تذكر الشركات التي قامت بالإصدار .

وفي سنة 2007 انخفض مبلغ الإصدار إلى 7,8 مليار دج وهو انخفاض حاد بالنسبة إلى السنتين السابقتين و يرجع هذا إلى أن الشركات التي تلجا إلى السوق الأولي للتمويل هي شركات القطاع العام و التي تستحوذ على مبلغ الإصدارات كما هو مبين في الجدول حيث نلاحظ أن شركة سونلغاز رفعت مبلغ 30 مليار دج سنة 2005 من إجمالي 62,72 مليار دج و الباقي يضم قيمة إصدارات الشركات الأخرى ، و هذا راجع إلى الثقة التي تتمتع بها الشركات التابعة للقطاع العام لأنها مضمونة من قبل الدولة .

أما سنة 2008 فشهدت ارتفاع في قيمة الإصدار مقارنة بسنة 2007 بمبلغ 44,3 مليار دج ، و كما نلاحظ في الجدول دخول شركة من القطاع الخاص دخلي لتمويل مجموعة من استثماراتها بمبلغ 8,3 مليار دج ، ونلاحظ أيضا لجوء شركات القطاع الخاص لسوق الإصدار للتمويل راجع إلى تأثير شركات القطاع العام على القطاع الخاص بسبب اللجوء المتكرر لبعضها بغية التمويل ، و في المقابل شهدت سنة 2009 إصدار مبلغ 31 مليار دج موزعة كما هو مبين في الجدول أعلاه حيث أصدرت سونلغاز قرض سندي مبلغ 25 مليار دج ، و شهدت أيضا هذه السنة دخول شركة من القطاع الخاص هي شركة حداد قامت بإصدار قرض سندي بغية تمويل مشاريعها الاستثمارية بمبلغ 6 ملايين ، أما سنة 2010 فشهدت رجوع لسوق الأسهم بإصدار أسهم شركة اليانس للتأمينات بمبلغ 1,4 مليار دج لتمويل مرافق تابعة لها، أما قسم السندات فقد قامت الشركة العربية للإيجار المغربي الجزائري بإصدار قرض سندي مبلغه مليارين لم يتم الاكتتاب فيه ، حيث سجلت سنة 2011 غياب كلا من السوقين سوق الأسهم و سوق السندات ، ويرجع هذا التذبذب الواضح في الإصدارات إلى عدم الاعتماد الكلي على و نستنتج من هذا الجدول اعتماد الشركات الجزائرية على سوق السندات لتمويل الاستثمار .

يمكن تلخيص تطور سوق الإصدار في الجزائر خلال الفترة 2005-2011 من خلال الجدول التالي :

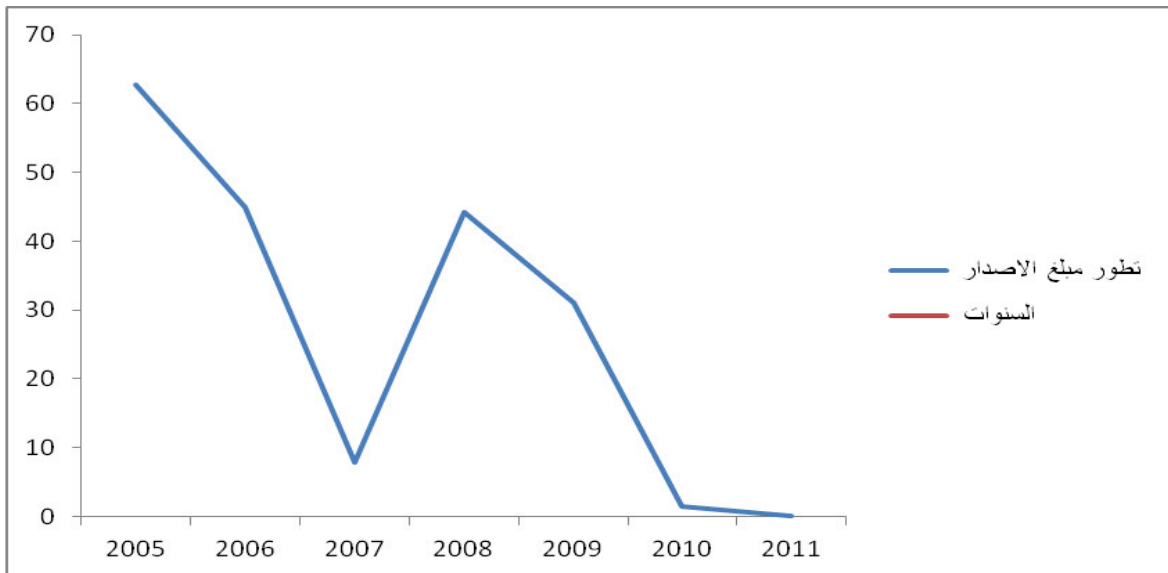
الجدول رقم (2- 3) يبين تطور سوق الاصدار في الجزائر من 2005-2011.

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الاسهم	-	-	-	-	-	1,4	-
القيمة (مليار دج)	-	-	-	-	-	1,4	-
السندات	62,72	44,9	7,8	44,3	31	-	-
(مليار دج)	62,72	44,9	7,8	44,3	31	-	-
المجموع	62,72	44,89	7,8	44,3	31	1,4	-

المصدر: بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)

من خلال هذه المعطيات يمكن أن تستخلص أن سوق رأس المال في الجزائر غير قادر على تمويل الاستثمار كما هو مبين في الجدول ، فهناك تذبذب في عدد الإصدارات و مبالغها ، و غياب واضح لسوق الأسهم ودوره في تمويل الاستثمار حيث يبين الشكل التالي تذبذبات مبالغ الإصدار .

الشكل رقم (3-4): تطور حجم الإصدار في الجزائر:



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)

من خلال الشكل السابق نلاحظ ان الاصدارات من سنة 2005 و هي في تناقص مستمر الى ان انعدمت في سنة 2011 ، حيث سيبين الجدول التالي مقارنة الاستثمارات الممولة في السوق الاولي الى اجمالي الاستثمارات في الجزائر من سنة 2005 الى سنة 2011
الفرع الثاني : نسبة تمويل الاستثمار في سوق الأولي الجزائري

الجدول رقم (3-3) دور السوق الأولي الجزائري في تمويل الاستثمار

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
اجمالي الاصدار (مليون دولار)	855,94	617,92	112,567	558,18	390,60	176,40	00
اجمالي الاستثمارات (مليار دولار)	31,334	29,946	34,388	37,493	46,809	41,655	36,116
نسبة تمويل الاستثمار	0,02	0,02	0,03	0,01	0,08	0,004	00

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على تقرير سوق النقد الدولي 2008 والموقع :

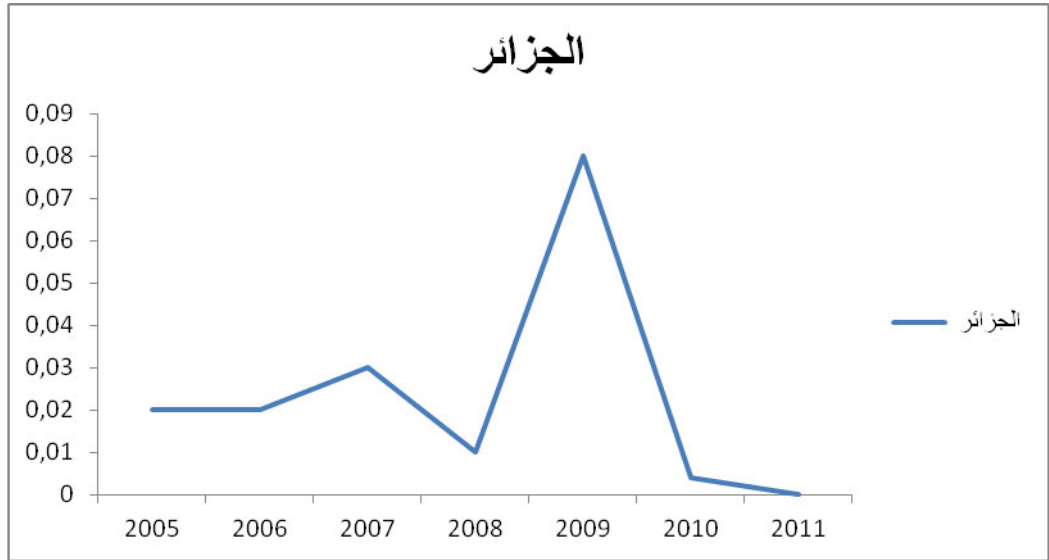
www.economywatch.com (21-05-2013)

www.Dollartodayprice.com (21-05-2013)

من خلال الجدول نلاحظ ان السوق الاولي يساهم بنسبة ضعيفة جدا في تمويل الاستثمار كما سبين الشكل

التالي :

الشكل رقم (3-5) : تطور نسبة تمويل الاستثمار في السوق الأولي الجزائري من 2005 - 2011



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (3-3)

من خلال الشكل التالي نلاحظ ان السوق الاولي في الجزائر لا يساهم في تمويل الاستثمارات حيث بلغت نسبة التمويل اعلى قيمة لها في الشكل في سنة 2009 بنسبة 0,08 و انعدمت في سنة 2011 و يعود هذا الضعف الى العديد من الاسباب التي حدثت من دور سوق رأس المال .

المبحث الثاني: سوق رأس المال في تونس

أصبح وجود سوق رأس المال من الضروريات في الاقتصاديات المعاصرة مما توفره من وسائل هامة و أسواق لتوفير التمويل للشركات و المؤسسات الاقتصادية التي هي بحاجة دائمة للتمويل .

المطلب الأول: مكونات سوق رأس المال بتونس

يتكون سوق رأس المال بتونس من :

* **سوق أولية :** هو السوق الذي يستقبل أوراق رأسمال الشركات الخفية الاسم ذات الأهمية الكبيرة ، ذات وضعية مالية ممتازة ، و التي تلبي بعض الشروط المحددة فيما يخص توزيع رأسمالها على الجمهور أو نتائجها الاقتصادية ، والشفافية و السيولة.

* **السوق الثانوية :** تفتح للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا تستطيع تلبية شروط السوق الأول، و تقبل رأسمال الشركات بشروط أكثر ليونة ، و خاصة فيما يتعلق بفتح رأسمالها للجمهور و الشركات المقبولة في السوق الثانية يجب عليها تحقيق شروط السوق الأول في اجل أقصاه 3 سنوات ، قابلة للتجديد مرة واحدة ، أما في حالة عجزها عن ذلك يتم تشطيبها و تحويلها إلى سوق التسعيرة خارج البورصة و هي سوق غير رسمية ، و اقل ضمانا من حيث شفافية المعلومات و رأس المال الموزع على الجمهور و يتفاوض فيه على قيم غير سائلة ، و غير مسجلة في السوق الأول و الثاني ، و خاصة مؤسسات تقوم بعرض عام .

***السوق الثالث سوق السندات** : يتم فيه تسعير سندات الخزينة ، سندات التجهيز ، السندات المصدرة من طرف المؤسسات العمومية و الخاصة .

و في سنة 1990 تم تقسيم السوق المالي لتداول الأوراق المالية ،التي تستجيب لشروط الإدراج المنصوص عليها بالترتيب العام في البورصة إلى:

* **سوق الأسهم**: و تحتوي على سوق رئيسية لأسهم الشركات ذات الحجم الكبير، و سوق بديلة مفتوحة للشركات المتوسطة و الصغيرة ذات الأفاق الواعدة .

***السوق الرقاعية سوق السندات** : و هي سوق متخصصة لسندات الدين للمؤسسات العمومية و الخاصة¹.

المطلب الثاني : نشأة بورصة تونس و الهيئات المنظمة لها

أصبح من الضروري لكل اقتصاد أن تكون فيه بورصة لما لها من أهمية كبيرة في الاقتصاد على جميع المستويات الكلي و الجزئي ، و تعتبر تونس سباقة بإنشاء بورصة بالنظر إلى الجزائر و غيرها من دول المغرب العربي و لكل بورصة ظروف نشأة خاصة بها و عوامل و ظروف تؤدي إلى حتمية إنشائها .

الفرع الأول: نشأة البورصة التونسية

صدر قانون إنشاء بورصة الأوراق المالية في تونس في عام 1969² وكانت عبارة عن مؤسسة عامة . ثم أنشئت في تونس سنة 1988 بورصة الأوراق المالية بصدور القانون رقم 13\ 1988 و بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة سنة 1989 و تتميز بالفصل بين الدورين الرقابي ، و التنفيذي.

في نوفمبر صدر القانون 94-117 بشأن إعادة تنظيم السوق المالية التي تفصل بين مهام الإشراف و إدارة سوق الأوراق المالية

وفي نوفمبر 1995 تم إنشاء سوق الأوراق المالية في تونس وهي شركة عامة مملوكة من قبل وسطاء في البورصة وفي أكتوبر 1996 تم إنشاء نظام الكتروني و في ديسمبر 2007 تم إطلاق سوق بديلة مخصصة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة.

و الشركات المدرجة فيها عبارة عن البنوك ، و شركات التأمين ، و شركات الايجار المالي ، و شركات الاستثمار ، و شركات العقار و شركات الخدمات ، و شركات التجارة و الشركات الصناعية³.

الفرع الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة تونس

من المعروف انه من شروط قيام البورصات و جود هيئات متخصصة تعمل في ضمن مجال عمل البورصة لتضمن السير الحسن لها و تحقق الأمان للمستثمرين ، الذي بدوره يحقق النمو و الازدهار للاقتصاد فهي تمنع التجاوزات و تضمن العمل ضمن الأطر المحددة و القوانين و التشريعات المصدرة و في بورصة تونس من بين الهيئات المنظمة لها هي :

¹www.memoironline.com(09-03-2013)

²محمد عوض عبد الجواد ،مرجع سابق ، ص ص:203- 204 .

³www.wikipedia.org (15-03-2013)

أولاً: مجلس السوق المالية

وهي هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي ، و الإداري و يتكون المجلس من 9 أعضاء ورئيس المجلس و دوره إشرافي و يتمثل في الرقابة على البورصة ، و العاملين فيها من وسطاء و شركات استثمار و مستثمرين وذلك من اجل إعطاء الضمانات للمتعاملين و التسيير الجيد للبورصة و مراقبة تطبيق القوانين، و إصدار عقوبات للمخالفين

ثانياً: بورصة القيم المتداولة

وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء و المتعاملين فيها و تقوم بالمهام التالية :
تسجيل العمليات التي تتم في البورصة و التأكد أنها تتم حسب الشروط و الأنظمة في البورصة ، و ذلك حماية لعدم و قوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية .

إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية ، و اتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة .
اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة ، تقدم لمجلس السوق المالية للنظر فيها و الموافقة عليها أو تعديلها إذا استدعت الضرورة ذلك .

ثالثاً: الشركة التونسية للإيداع و تسجيل الأوراق المالية

هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة ، و البنوك تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة وتحويل ملكيتها و فق نظام محاسبي معين ، وخفض التكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، و يتم دفع قيمة الصفقة فوراً مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل .

الفرع الثالث: شروط الإدراج في البورصة

لإدراج الشركات في البورصة وضعت العديد من الشروط و المعايير التي من خلالها يتم إدراج الشركات ضمنها ، فلا يمكن لكل الشركات أن تدرج في البورصة إلا إذا توافرت على مجموعة معينة من الشروط ، ووضعت هذه الشروط لضمان سلامة المتعاملين داخل البورصة.

و في تونس يستلزم جملة من الشروط للإدراج و هي :

- وجود حد ادني للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و 300 مساهم على مستوى السوق الثانوية .

- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج .

-تحقيق أرباح صافية لسنتين الاخرتين من الإدراج .

-الالتزام بطرح 20 % من أسهم رأسمال الشركة للتداول كحد ادني ووجود مراقب حسابات في الشركة.

-ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

الفرع الرابع : مميزات الاستثمار في بورصة تونس

يتميز الاستثمار في هذه البورصة بوجود عدة انواع من الادوات المالية القابلة للتداول كالأسهم ، و السندات العادية ، السندات القابلة للتحويل الى اسهم ، شهادات الاستثمار دون حق التصويت .
يحق للمستثمر الاجنبي حيازة 49 بالمائة من اسهم الشركات المدرجة في البورصة ، و لا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة .

حرية تحويل الارياح و انتقالها الناتجة من تعامل في البورصة .

-الحصول على الإعفاءات و التخفيضات ضريبية على أرباح الشركات ، و على عوائد الأوراق المالية.
-عندما يتحصل المساهم 5 بالمائة من حصص رأس المال يجب الإبلاغ و ضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية و الشركة المصدرة .¹

الفرع الخامس: الشركات المدرجة ببورصة تونس

كان عدد الشركات المدرجة ببورصة تونس 50 شركة و أصبح عددها الآن في سنة 2013 ، 54 شركة مع إدراج 4 شركات أخرى في البورصة.

المطلب الثالث : دور السوق الأولي في تونس في تمويل الاستثمار

يتميز السوق الأولي في تونس بارتفاع حجم إصدارات حجم قروض مقارنة بسوق الأسهم .

الفرع الأول : تطور حجم الإصدار في السوق الأولي في تونس

عرف السوق الأولي لتونس من الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 مجموعة من الإصدارات من كافة القطاعات الاقتصادية في البلد و هذا راجع إلى انتشار ثقافة الاستثمار في تونس حيث يوضح الجدول التالي تطور مبلغ الإصدارات من 2005- إلى 2011.

الجدول رقم (3-4) تطور حجم الاصدار في السوق الاولى لتونس .

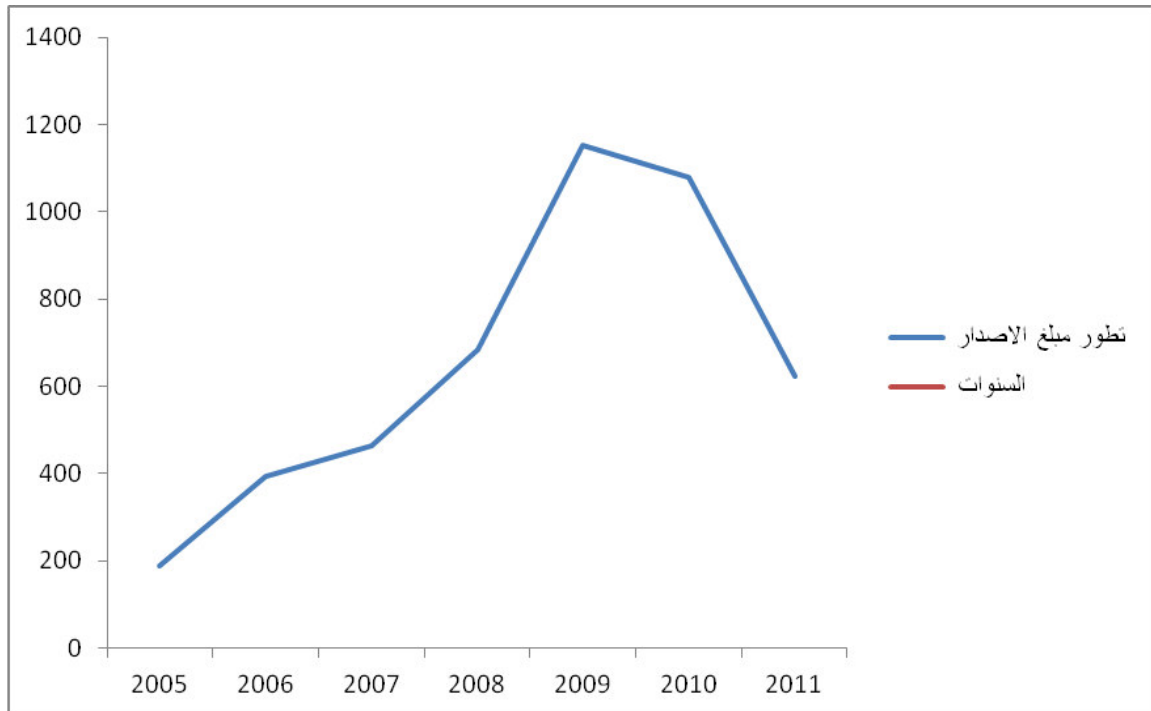
¹رشيد بوكساني ، مرجع سابق ، ص ص:225، 227.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة السوق المالية 2011

السنة	إصدارات الأسهم الوحدة: مليون دينار	إصدارات السندات الوحدة: مليون دينار	مجموع الإصدارات الوحدة: مليون دينار
2005	88	100	188
2006	235	228	463
2007	140	254	394
2008	311	374	685
2009	429	725	1154
2010	320	760	1080
2011	182	440	622

نلاحظ من خلال الجدول تذبذب في قيمة إصدارات الأسهم من سنة 2005 إلى سنة 2011 حيث تميزت بالارتفاع و الانخفاض من سنة إلى سنة على عكس سوق السندات التي شهدت ارتفاعا مستمرا في الإصدار من سنة 2005 إلى سنة 2010 حيث سجلت انخفاضا في سنة 2011 و هذا راجع إلى ركود النشاط الاقتصادي للبلاد بسبب الأزمة السياسية التي شهدتها تونس و الشكل التالي يبين تطور حجم إصدارات السوق الأولي في تونس.

الشكل رقم (3-6) تطور حجم الإصدار للسوق الأولي في تونس من 2005 - 2011



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (3-4)

من خلال الشكل التالي نلاحظ أن مبلغ الإصدار في تطور مستمر من سنة 2005 إلى سنة 2009 أين بدأ بالانخفاض من سنة 2010 إلى سنة 2011 و يفسر تطور حجم الإصدار من 2005 إلى 2011 إلى مشاركة جميع القطاعات في الإصدار منها القطاع المالي و الصناعي و غيرها من القطاعات كما يبين الجدول التالي :

الجدول رقم (5-3) يبين الشركات المصدرة لسندات الدين الخاصة

الوحدة:مليون تونسي

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011
القطاع المالي	220	240	355	705	750	440
قطاع الصناعة	00	00	5	10	10	-
قطاع الخدمات	8	14	14	10	-	-

المصدر: التقرير السنوي لهيئة السوق المالية 2011.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه سيطرة القطاع المالي على إصدار القروض السندية و تميزت بالارتفاع من سنة 2005 إلى سنة 2010 حيث سجل غياب القطاع الصناعي في سنة 2005 و سنة 2006 . أما في سنة 2008 ف سجل مبلغ 5 ملايين و ارتفع في سنة 2009 ، و عاود الغياب في سنة 2011 أما فيما يخص قطاع الخدمات فقد سجل تطور معتبر في حجم الإصدار من سنة 2005 إلى سنة 2007 و انخفض إصداره في سنة 2008 حيث انعدم في سنة 2010 و 2011.

و الجدول التالي يبين القطاعات المصدرة للأسهم

الجدول رقم (6-3) يبين القطاعات المصدرة للأسهم نسبة مئوية

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011
القطاع المالي	223,1	85,1	286,7	258,3	165,5	136
قطاع مواد الاستهلاك	4	15,3	1,1	12,5	9,9	20,5
قطاع المواد الأولية	1,3	28,6	3,9	4,0	3,0	7,2
الصناعة	2,1	8,5	2,6	102,4	138,1	2,4
خدمات المستهلك	3,5	00	16,2	49,9	3,0	9,3

-	-	1,7	0,6	1,4	00	البتروول و الغاز
-	-	00	00	1,0	1,0	الصحة و الاتصالات قطاع التكنولوجيا
3,7	-	-	-	-	-	

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على تقارير هيئة السوق المالية 2011 .

من خلال الجدول نلاحظ أن جميع القطاعات العاملة في تونس تعتمد على سوق رأس المال في تمويل الاستثمار ، لكن بنسب متفاوتة حيث نرى أن القطاع الغالب في إصدار الأسهم بغرض التمويل هو القطاع المالي و من ثم قطاع الصناعة ، و هذا راجع إلى انتشار ثقافة سوق رأس المال لتمويل الاستثمارات ، أما القطاعات التي لا تعتمد في تمويلاتها على سوق رأس المال هي قطاعات الصحة و التكنولوجيا و قطاعات الاتصالات حيث سجلت قطاع التكنولوجيا غياب على مدى 5 سنوات .

* عدم توفر المعطيات حول سنة 2005 من قبل الجهات المختصة .

الجدول رقم(7-3) يبين توزيع المكتتبين في الإصدارات الرقاعية

السنة القطاع	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
شركات الاستثمار %	60,3%	73,2%	72,5%	68,8%	64,6%	50,6%	71,5%
مؤسسات التامين %	17,7%	15,1%	17,2%	14,7%	11,7%	9,5%	10,5%
البنوك %	13%	10%	9%	12,7%	18,6%	3,5%	14,7%
اشخاص معنويون %	1,9%	0,5%	0,2%	2,3%	4%	33,2%	0,2%
اشخاص طبيعيون	4,9%	0,1%	0,3%	1,5%	1,1%	3,2%	3,1%

المصدر: التقرير السنوي لهيئة السوق المالية سنة 2011.

من خلال الجدول نلاحظ أن في سوق رأس المال التونسي هناك تنوع من حيث جهات الاكتتاب فكل الشرائح معنية و تقوم بالاكتتاب ، حيث نجد أن النسبة الغالبة التي يوجه لها الاكتتاب هي شركات الاستثمار لخبرتها الواسعة في هذا المجال ، مؤسسات التأمين أيضا في تزايد مستمر في الاكتتاب في الإصدارات السنوية ، البنوك أيضا لكن بنسبة اقل من مؤسسات التأمين ، و بنسبة اقل من الشرائح الأخرى أيضا الأشخاص المعنويون و الأشخاص الطبيعيون ، و هو مؤشر جيد نحو قيام سوق مالي متطور و يتماشى مع الأسواق العالمية لانخراط جميع فئات المجتمع في سوق رأس المال من الإصدار و الاكتتاب وهذا راجع لقيام السلطات المعنية بتحفيز الشركات للدخول في سوق رأس المال بهدف التمويل و تبسيط مفاهيم السوق لنشر ثقافة الأسواق المالية و الاعتماد عليها من اجل تمويل الاستثمارات .

الفرع الثاني : نسبة تمويل السوق الاولي للاستثمار في تونس

من خلال الجدول التالي نوضح دور السوق الاولي لتونس في تمويل الاستثمار مقابل مبلغ الاستثمارات الاجمالية في تونس من سنة 2005 الى سنة 2011

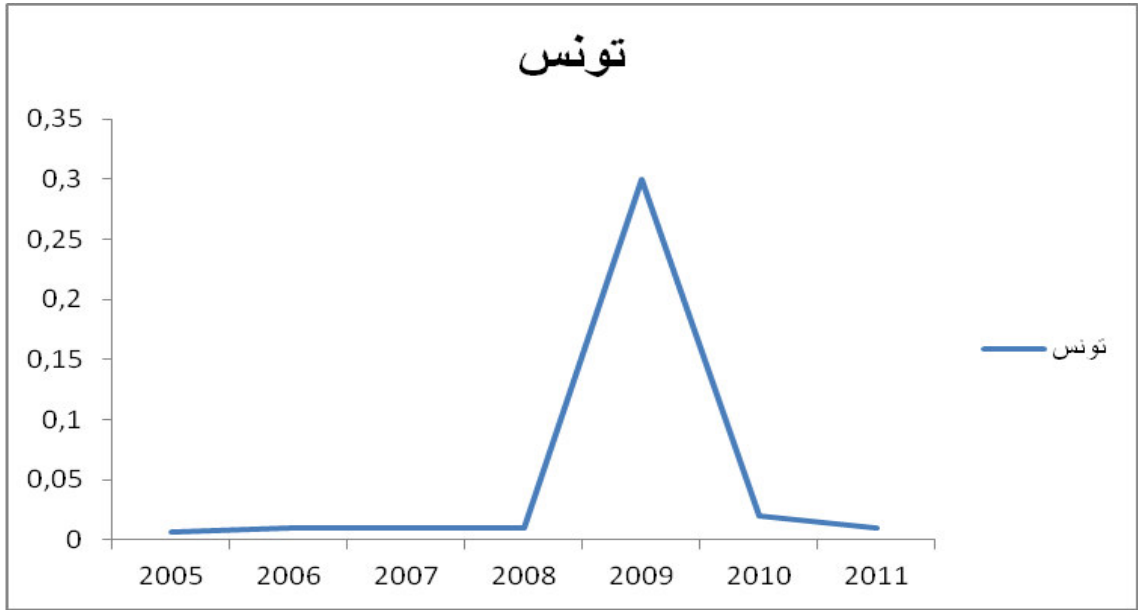
الجدول رقم (8-3) دور السوق الاولي في تونس في تمويل الاستثمار

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
مبلغ الاصدار (مليون دولار)	144,9	374,96	307,47	415,52	7000,16	655,12	377,30
مبلغ الاجمالي للاستثمارات (مليار دولار)	24,941	26,383	24,766	25,928	23,828	23,449	21,679
نسبة تمويل الاستثمار	0,06	0,01	0,01	0,01	0,3	0,02	0,01

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على التقرير الاقتصادي العربي 2008 و صندوق النقد الدولي 2008 .

من خلال الجدول السابق نلاحظ ان نسب تمويل الاستثمار من قبل السوق الاولي لتونس ضعيفة و قد بلغت اعلى نسبة سنة 2010 ب: 0,3 % كما سيبين الشكل التالي :

الشكل رقم (7-3) : تطور نسبة تمويل السوق الأولي لتونس للاستثمار



المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (3-8)

من خلال الشكل السابق نلاحظ ان السوق الاولي لتونس لا يلعب دورا مهما في الحياة الاقتصادية من حيث الضعف الذي يعاني منه في تمويل الاستثمار.

المبحث الثالث : سوق رأس المال للدار البيضاء

تعتبر بورصة الدار البيضاء من اقدم البورصات لظهورها المبكر ، حيث طرأت عليها العديد من الإصلاحات مست مختلف جوانبها التنظيمية ، و سعيا لتحقيق أهداف معينة تخدم الوضع الاقتصادي للمغرب ، وتعتبر المغرب سباقة بإنشاء بورصة مقارنة بالجزائر و تونس .

المطلب الأول :نشأة سوق رأس المال بالدار البيضاء

كانت الولادة الأولى لبورصة الدار البيضاء عام 1929 بمبادرة من القطاع البنكي ، بإنشاء مكتب التصفية في القيم المنقولة بحيث تتم عمليات تداول أسهم الشركات المغربية ، عن طريق المقاصة الحرة بين هذه البنوك و قد تغيرت تسميتها في عام 1948 تحت اسم "مكتب تسعيرة القيم المنقولة" ¹ و قد عرف السوق المالي للدار البيضاء عدة تغيرات نتيجة إصدار مجموعة من اللوائح التي أعطتها إطارا تنظيميا و تقنيا جديدا .

و قد أوجدت بورصة الدار البيضاء لتحقيق مجموعة من الأهداف تسعى لها و من بينها :
 -مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد ، من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين و الجهات المصدرة .
 -تلبية حاجات الفاعلين في السوق من خلال منح المستثمرين سوقا عصرية و سائلة و شفافة .

¹احمد حسين ، تاريخ البورصة المغربية ، نشرة منشورة على موقع المغرب للاوراق المالية ،

-تطوير سوق البورصة .

-احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا.¹

المطلب الثاني: مكونات سوق رأس المال

يتكون سوق رأس المال في الدار البيضاء من سوق اولي و سوق ثانوي

الفرع الأول: السوق الأولي

اتصف السوق الأولي أو سوق الإصدار بضيق معاملاته ، حيث كان إصدار السندات الخاصة يكاد يكون معدوما من طرف المؤسسات الخاصة ، كما أن اغلب الأفراد يفضلون توظيف أموالهم في مؤسسات مالية أخرى للتوظيف قصير الأجل ، لما تميزت به الأوراق المالية في أسواق رأس المال بعدم التنوع و ضعف السيولة .

الفرع الثاني : السوق الثانوي:

تميز بضيق حجمه و معاملاته مما خلق عدم التوازن في العرض و الطلب .
و جراء هذه الأوضاع استلزم الوضع وضع مجموعة من الإصلاحات تهدف إلى:

-تشجيع الادخارات و توجيهها نحو الاستثمارات .

-تفعيل السوق بجعلها تساهم بشكل اكبر في تمويل الاستثمارات .

توزيع الأوراق المالية من خلال وضع منتجات مالية جديدة .

-خلق تحفيزات ضريبية ممتازة للتشجيع على التوظيف في القيم المنقولة .

الفرع الثالث: الهيئات المنظمة لسوق رأس المال

أولاً: مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة

انشأ هذا المجلس فعلا في جويلية 1994 بعد أن تمت المصادقة على القانون 01-93-212 الصادر في 1993 ، و هو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلالية المالية يمثل سلطة السوق و تتمثل مهامه في:

-حماية ادخار المستثمر في البورصة مهما كان شكله أو مصدره .

-مراقبة مدى احترام الإجراءات القانونية و التشريعية في السوق المالية .

-ضمان احترام الشفافية و النزاهة ،الأمان و الحيلولة دون ظهور كل ما من شأنه أن يعرقل السير الامثل للسوق .

-ضمان أعلام المستثمرين من خلال التأكيد بان الأشخاص المعنوية التي تقوم بعرض عمومي للادخار تقوم بنشر كل المعلومات التنظيمية و القانونية و للمجلس وصايته على كل من بورصة الدار البيضاء ،مؤسسات

¹bourse de Casablanca :www.casablanca-bourse.com (13-01-2013)

التوظيف الجماعي، و القيام بتحريات عن المصدرين ، و شركات البورصة و مسيري المحافظ ، و معاقبة الأطراف المعنية في حال حدوث مخالفة.

ثانيا: المؤتمر المركزي

هو شركة خفية تقوم بفتح حسابات جارية للأوراق المالية لصالح المنضمين إليها ، و إدارتها و تم إنشائه عام 1997 و يقوم بمجموعة من المهام التي تخص القيم المنقولة .

المطلب الثالث: الوساطة المالية في بورصة الدار البيضاء

إن القانون المغربي يعطي حق الوساطة بشركات البورصة فقط ، و هذه الشركات لا بد أن تتحصل قبل ممارسة نشاطها من الحصول على ترخيص من الوزير المكلف بالمالية ، بعد موافقة المجلس الأخلاقي للقيم المالية ، و يبلغ عدد الوسطاء في البورصة 17 وسيطا.

الفرع الأول: شركات سوق البورصة

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى القانون الصادر في 21 سبتمبر عام 1993 و تم الترخيص لها من قبل وزارة الاقتصاد و المالية. و هي تؤدي مهام الوسطاء في عمليات البورصة. و يبلغ عددها 17 شركة¹ .

الفرع الثاني: مهام الوسيط في بورصة الدار البيضاء

إن شركات الوساطة بالإضافة إلى بيع و شراء الأوراق المالية تقوم بالمهام التالية :

-مساعدة الشركات الراغبة في إصدار أوراق مالية إلى دخول السوق عن طريق عروض عامة للادخار
-ضمان حفظ الأوراق المالية .

-إدارة المحافظ المالية للعملاء وفق وكالة من طرف هؤلاء الأعضاء.

-عمل استشارات للعملاء و ذلك بتوجيه النصح و التوجيه لاقتناء أو بيع أوراقا مالية معينة في الأوقات

المحددة.

-مساعدة الأشخاص المعنويين المقبلين على عرض عمومي للادخار على تحضير الوثائق و المعلومات

التي تخص الجمهور

-تنشيط القيم المنقولة المسعرة في بورصة القيم .

الفرع الثالث: تنظيم بورصة الدار البيضاء

يمكن دراسة بورصة الدار البيضاء من خلال معرفة مكونات السوق و أسواق التسعير .

أولا: مكونات سوق البورصة

يتكون سوق بورصة الدار البيضاء مما يلي :

¹ bourse de casablanca : www.casablanca-bourse.com (13-01-2013)

1-السوق المركزية : منحت الهيكل الجديدة لسوق الدار البيضاء السوق المركزية دور القائد ،إذ أن أي صفة مالية مسعرة تتم لابد أن تمر بالسوق المركزي،و هي سوق تحكمها الأوامر التي يجمعها الوسطاء و الخاصة بطلبات البيع و شراء الأوراق المالية.¹

2-سوق الكتل : تم إنشاؤها في 02-11-1998 و هي سوق التعامل بالتراضي ،يتم فيها التفاوض علة كتل من الأوراق المالية ذات الحجم الكبير،.و التي لا يمكن تداولها في السوق المركزية و على شروط الأسعار الناشئة في السوق المركزية ،و تخضع العمليات التي تتم في سوق الكتل إلى ما يلي:

إن لا يقل حجم الأوراق المالية عن الحجم الأدنى للكتل و الذي تحدده البورصة حسب الحجم التاريخي للمعاملات .

تنفيذ المعاملات يكون بسعر ضمن السلة المتوسطة لأسعار السوق المركزية ،بالنسبة للقيم المسعرة بنظام التسعيرة المستمرة ،أو يتحدد بناءا على السعر المحدد للافتتاح وهناك نوعين من التسعير:

3-التسعير الثابت : هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول ،يمثل آخر سعر تداول تأشيرتي عند الافتتاح .

2 -التسعير المستمر:و هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على أسعار مختلفة و التي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة².

ثانيا :أسواق الأوراق المالية في سوق رأس المال للدار البيضاء

يوجد في سوق رأس المال للدار البيضاء سوقين للأوراق المالية سوق الأسهم ، وسوق سندات الاقتراض الذي يشترط فيه أن يكون المبلغ الأدنى للشركة 2.2 مليون و أن تقدم حسابين للأنشطة السنوية للشركة و يتكون سوق الأسهم من ثلاثة أسواق و هي السوق الرئيسية ، و سوق التطور ، و سوق النمو و لكل سوق شروط معينة سنبيها من خلال الجدول الآتي :

الجدول رقم (9-3):أنواع الأسواق في المغرب .

نوع السوق	السوق الرئيسية	سوق التطور	سوق النمو
حجم المؤسسات	الشركات الضخمة	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات في نمو متزايد
المبلغ الأدنى الواجب إصداره	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 مليون درهم
الحد الأدنى للأوراق المالية الواجب إصدارها	250000 سهم	100000 سهم	30000 سهم
الحد الأدنى للأموال	50 مليون درهم	-	-

¹ خالد عيجولي ، و طيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية : دراسة مقارنة لدول المغرب العربي ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، جامعة الجزائر ، 2006 ، ص:107.

²رشيد هولي ، مرجع سابق ، ص:25.

			الخاصة
-	50 مليون درهم	-	الحد الأدنى لرقم الأعمال
01	02	03	حسابات الأنشطة السنوية الواجب تقديمها

المصدر: رشيد هولي ، مرجع سابق ، ص: 26.

من خلال الجدول نلاحظ أن السوق الرئيسية للأسهم يتداول فيها أسهم الشركات الضخمة حيث يكون فيها المبلغ الأدنى الواجب إصداره هو 75 مليون درهم، و الحد الأدنى للأوراق المالية الواجب إصدارها هو 250000 سهم ، و يشترط أن تساهم الأموال الخاصة بمقدار لا يقل عن 50 مليون درهم ، كما يشترط على الشركات أو المؤسسات العاملة في هذه السوق أن تقدم 3 حسابات للأنشطة السنوية..

أما عن سوق التطور فتعمل في هذه السوق الشركات المتوسطة الحجم و يشترط 25 مليون درهم كحد أدنى من المبلغ الواجب إصداره و 100000 سهم كحد أدنى للأوراق المالية الواجب إصدارها ، و لا يقل رقم أعمال هذه الشركات عن 50 مليون درهم و يجب أن تقدم 2 من حسابات الأنشطة السنوية الواجب تقديمها .

أما في سوق النمو فتعمل فيه الشركات التي هي في نمو متزايد بحيث يكون المبلغ الأدنى الواجب إصداره هو 10 مليون درهم و يجب أن تصدر ما لا يقل عن 30000 سهم ، و يجب أن تقدم تقريرا كل سنة عن حسابات الأنشطة السنوية لها .¹

يبلغ عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال للدار البيضاء 75 شركة حيث هناك العديد من المخططات التي يقوم بها السوق من اجل زيادة عدد الشركات المدرجة ، من خلال تبسيط شروط الإدراج منذ سنة 2004 و إقامة سلسلة من الحملات الترويجية الوطنية لاستقطاب اكبر عدد ممكن من الشركات المقاولاتية خاصة .

المطلب الرابع: دور السوق الأولي للدار البيضاء في تمويل الاستثمار

الفرع الاول:تطور الإصدار في السوق الاولي للمغرب

لقد سعت السلطات المغربية لإنشاء سوق رأس مال قادر على تمويل الاقتصاد لتخفيف العبء عليها قليلا بسبب سيطرتها على معظم القطاعات الاقتصادية و باشرت بالعديد من الإصلاحات التي مست مختلف الجوانب التي تهتم سوق الإصدار لجذب المدخرين و المستثمرين و الجدول التالي يوضح حجم الإصدار من الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 .

¹رشيد هولي ، مرجع سابق ، ص:25.

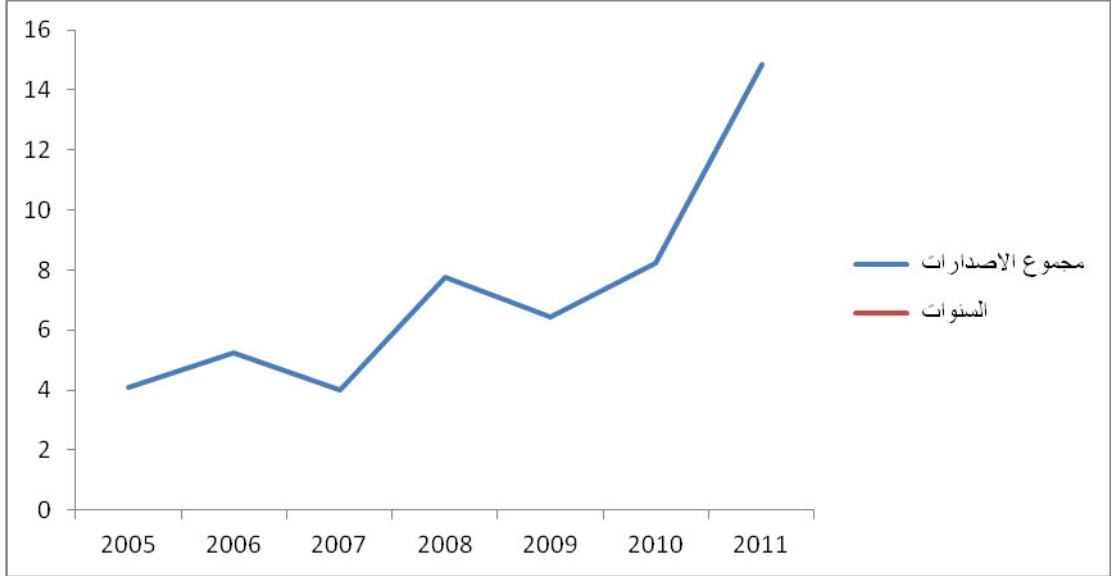
جدول رقم (10-3) تطور مبالغ الإصدار للسوق الأولي المغربي من سنة 2005 إلى 2011

السنة	عدد الشركات المصدرة للسندات	عدد الإصدارات	مبلغ الإصدارات امليار درهم	عدد الشركات المصدرة للأسهم	عدد الإصدارات	المبلغ امليون درهم
2005	5	5	1,780	3	3	2,325
2006	4	4	2,925	10	10	2,334
2007	4	4	2,675	6	6	1,314
2008	9	9	3,242	12	12	4,510
2009	5	5	1,5	3	3	4,961
2010	10	11	1,593	9	10	6,630
2011	7	7	8,8	11	11	6,067

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء 2005-2011 .

من خلال الجدول التالي يتضح لنا أن الإصدار في السوق الأولي للدار البيضاء يتميز بالارتفاع و الانخفاض من سنة لأخرى خاصة فيما يخص إصدار الأسهم التي تميزت بتذبذب حاد خلال سنوات الدراسة ، أما فيما يخص سوق السندات فنخفض مبلغ الإصدار من سنة 2005 إلى سنة 2006 وعاود الارتفاع من 2006 إلى 2010 و انخفض انخفاضا طفيفا في سنة 2011 و نستنتج أن سوق السندات يساهم في تمويل الاستثمار بنسبة اكبر من سوق الأسهم لأنه يتميز بارتفاع إصداراته سنة عن سنة على عكس سوق الأسهم التي تتميز إصداراتها بالتذبذب ما يوضح عدم اللجوء الدائم إليه و الاعتماد عليه في تمويل الاستثمارات كما سيبين لنا الشكل التالي :

الشكل رقم (8-3) : تطور حجم الإصدار للسوق الأولي المغربي



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (10-3)

يبين الشكل السابق الانخفاض و الارتفاع في إصدارات السوق الأولي للدار البيضاء ، بما يفسر الاعتماد على سوق دون الآخر ، أيضا محاولة السلطات المعنية باستدراك الوضع و إقامة مخططات و برامج تساعد بتطوير السوق و تنميتها و جذب عدد اكبر من المدخرين و المستثمرين من خلال الإجراءات التحفيزية مثل تخفيض الضرائب على الشركات التي تدخل السوق بهدف التمويل ، و إقامة ملتقيات و ندوات تحسيسية بأهمية سوق رأس المال و دوره الكبير في الاقتصاد من خلال ما يوفره من التمويل اللازم لمختلف المشروعات الاقتصادية ، و محاولة جذب اهتمام اكبر عدد ممكن من الشركات المقاولاتية لدخولها السوق .

الفرع الثاني : تمويل السوق الأولي للاستثمار في المغرب

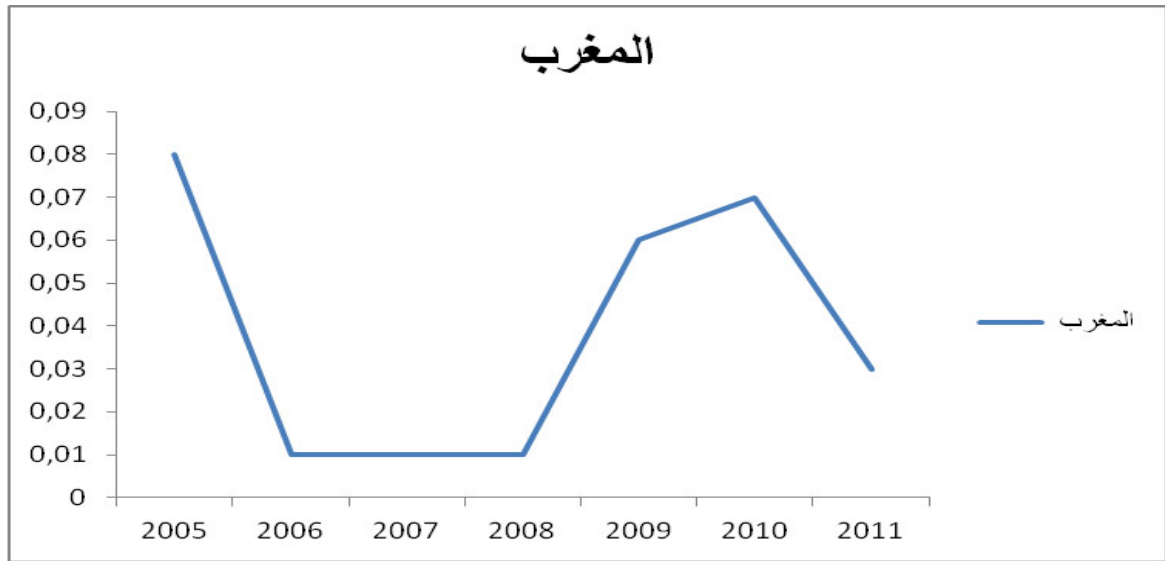
سنبين من خلال الجدول التالي دور السوق الاولي في المغرب في تمويل الاستثمار مقارنة بالمبالغ الاجمالية للاستثمارات من سنة 2005 الى سنة 2011 .

الجدول رقم (11-3) دور السوق الاولي للمغرب في تمويل الاستثمار

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
مبلغ الاصدار (مليون دولار)	230,8	364,3	323,5	424,65	221,54	255,70	1096,04
المبلغ الاجمالي للاستثمار (مليار دولار)	28,79	29,42	32,484	38,116	35,644	35,032	35,953
نسبة تمويل الاستثمار	0,08	0,01	0,01	0,01	0,06	0,07	0,03

المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على الموقع التالي :
www.dollarpricetoday.com(12-05-2013)
www.Economywatch.com(21-05-2013)

الشكل رقم (9-3) تطور نسبة تمويل السوق الأولي للمغرب في تمويل الاستثمار



المصدر : من اعداد الطالبة اعتمادا على الجدول رقم (11-3)

من خلال الشكل السابق نلاحظ ان السوق الاولي في المغرب يساهم في تمويل الاستثمار لكن بمستوى ضعيف حيث نلاحظ انه في سنة 2005 ساهم بنسبة 0,08 و انخفضت في سنة 2006 لتصل 0,01 و تميزت بالثبات الى غاية سنة 2008 ثم ارتفعت لتصل 0,06 سنة 2009 و 0,07 سنة 2010 لتعاود الانخفاض سنة 2011 بنسبة 0,03

المطلب الرابع: مقارنة بين الاسواق الأولية لكل من الجزائر ، تونس ، المغرب

تبين الجداول التالية تطور مبالغ الاصدار في كل الجزائر و تونس و المغرب و تطور حجم الاستثمارات الاجمالية لها ايضا و نسبة تمويل كل سوق للاستثمار .

من خلال الجداول رقم (3-12) و (3-13) و (3-14) نلاحظ ان مبلغ الاصدار في السوق للجزائر يفوق كل من تونس و المغرب من سنة 2005 الى غاية سنة 2006 اما في سنة 2008 فبلغ حجم الاصدار في الجزائر 598 مليون دولار و من ثم تأتى المغرب بمبلغ 424 مليون دولار ثم تونس بمبلغ 415,52 مليون دولار حيث تميزت بمبالغ الاصدارات في الفترة 2009 الى 2011 بالتغير حيث تحتل تارة تونس المرتبة الاولى و تارة المغرب وهي على العموم تمتاز بالانخفاض في الدول الثلاث مقارنة بالمبلغ الاجمالي للاستثمارات حيث تبين ان الاسواق الاولية للدول المغاربية تساهم بشكل جد ضعيف في تمويل الاستثمار حيث يمكن ان يصنف السوق الاولي للمغرب في المرتبة الاولى و تونس في المرتبة الثانية و الجزائر في المرتبة الثالثة من حيث مساهمة اسواقها الاولية في تمويل الاستثمار حيث نلاحظ ان اعلى نسبة للسوق الاولي في المغرب هي 0,07 سنة 2010 و تونس بلغت اعلى نسبة لها سنة 2009 بنسبة قدرت 0,3 اما الجزائر فبلغت نسبة 0,09 سنة 2010 .

و على العموم نستنتج ان الاسواق المغاربية لازالت تتسم بالضعف الكبير في اداء وظائفها الاساسية و هي تعبئة الادخار و تمويل الاستثمار و يمكن ان يرجع الضعف الى الاسباب التالية :

التشابه في التشريع الجزائري و التونسي و المغربي حيث اصبح سوق راس المال في المغرب يسير بموجب نظام مزدوج حيث يخضع للقانون العام و الخاص ، و قد جاء ذلك تماشيا مع التوجه الجديد لخصخصة عدد من القطاعات و العمل على تحديث نظم التسيير بالمرافق العامة بالاستعانة بالقطاع الخاص اما عن طريق التسيير المفوض او في اطار عقود الامتياز او من خلال نظام الاقتصاد المختلط ايضا نظام المؤسسة العمومية الذي يخضع له كل من سوق راس المال في الدار البيضاء و في تونس لم يساهم في تطوير ادائها و تميز بالطابع البيروقراطي .

النقص الكبير في عدد الشركات التي تلجا إلى سوق رأس المال في الجزائر من اجل التمويل ، و غياب و أضح لشركات القطاع الخاص حيث بلغ عدد الشركات التابعة للقطاع الخاص التي لجأت إلى السوق الأولى للتمويل من الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 أربعة شركات فقط في الجزائر، مما يعني تفضيل القطاع البنكي

غياب ثقافة التمويل عن طريق سوق رأس المال و الجهل بها ، و حوزة بعض القطاعات العائلية على شركات المقاوله حيث يكون رب العائلة هو المسؤول على الشركة و يكون التمويل داخلي دون الاعتماد على أسواق رأس المال .

ضعف الأطر القانونية و التشريعية و عدم قدرة بعض الشركات على تحقيق معايير أسواق رأس المال و بالتالي اللجوء إلى البنوك للتمويل .

يتميز النظام الجبائي في الجزائر بتعدد انواع الضرائب من جهة و ارتفاع معدلاتها من جهة اخرى فمثلا نسبة الضريبة على ارباح الشركات تعادل 30 % من الأرباح و هي تؤدي الى تخفيض نسبة الارباح القابلة للتوزيع على المساهمين زيادة عن الضريبة على الدخل الاجمالي التي تخضع لها اخرى التوزيعات عند تحويلها

الى حسابات المساهمين كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الاموال المستثمرة في الاوراق المالية و تؤثر على السلوك الادخاري و الاستثماري .¹⁷¹

غياب القطاع المالي بشكل كبير في السوق الأولي من حيث الإصدار ، و توجيه معظم الإصدارات للبنوك و المؤسسات المالية و عدم إشراك الجمهور في عمليات الاكتتاب هذا لضمان تصريف الإصدارات من قبل الشركات المصدرة مما يؤدي إلى الجهل بثقافة الاستثمار و الحد من انتشارها للنهوض بالسوق في الجزائري تعقد الإجراءات و فرض العديد من الشروط قبل المباشرة في عملية التمويل و ارتفاع تكلفة التمويل في أسواق رأس المال .

مازالت حجم الإصدارات الأولية من الأسهم و السندات للشركات القائمة تتسم بالضآلة ، و ذلك من خلال نسبة الإصدارات ، خاصة السوق الأولي الجزائري الذي لم يشهد أي اصدارات من سنة 2005 الى سنة 2010 و يمكننا أن نرجع ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم و عدم إخضاعها لرقابة السلطات و بالتالي التزامها بقواعد الشفافية و الإفصاح و كذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية و كذلك غياب شركات الترويج و ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها، ناهيك عن افتقار اسواق رأس المال للدول المغاربية إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات الجديدة و هو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظرا لعدم تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

مازال سوق رأس المال المغاربي يعاني من نقص فادح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال حيث تسيطر الأسهم و وسائل التمويل التقليدية على التعاملات و على الرغم من اعتماد الحكومة في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة إلا أن النمط المؤسسي لتملك السندات قد حال دون تداولها في السوق ، إذ نلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك و شركات التأمين .

خلاصة الفصل :

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة سوق رأس المال لكل من الجزائر تونس و المغرب و دور كل سوق و مساهمته في تمويل الاستثمار بالاعتماد على العديد من المؤشرات من بينها معرفة عدد الشركات التي تتوجه إلى سوق رأس المال لتمويل استثماراتها ، و مبلغ الإصدار و تطوره في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 و

¹⁷¹ رشيد بوكساني ، مرجع سابق ، ص: 10 .

إجراء مقارنة بين الأسواق الثلاثة بمقارنة تطورات مبالغ الإصدار لكل سنة ، و استنتجنا أن سوق رأس المال للجزائر اضعف سوق مقارنة بتونس و المغرب ، من خلال تدهور قيمة الإصدارات و غياب كلي لسوق الأسهم عن تمويل الاستثمار خلال فترة الدراسة 2005-2011 .
و تم الوقوف على أهم الصعوبات التي يعاني منها سوق رأس المال للجزائر و أهم معوقاته التي حالت دون تطوره رغم مرور فترة كافية عن إنشائه .

الخطبة

الخاتمة العامة

اصبحت اسواق راس المال تحتل مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف و ادوار هامة من حيث توفير التمويل لأصحاب العجز ، و استثمار الفوائض لأصحابها و مساهمتها في حل الكثير من مشكلات الشركات الراغبة في التمويل خاصة طويل الاجل للمشروعات ذات فترات الاسترداد الطويلة و التي كانت تواجه مشكلة من قبل البنوك لانها تبحث دائما عن السيولة و لأهميتها الكبيرة قامت معظم الدول العربية بإنشاء اسواق راس مال خدمة لاقتصادياتها و البحث الدائم لتطويرها من خلال الاصلاحات التي قامت بها غير ان هذه الاصلاحات ل تصل الى الحد المرغوب به ، حيث مازالت معظم اسواق الدول العربية تتشابه فيما بينها من خلال ضعف الاطر التشريعية ، و التنظيمية ، و ضيق نطاق السوق ، و ضعف التنوع في الاوراق المالية الامر الذي ادى بها الى عدم قدرتها على تمويل الاستثمارات او على جذب المدخرين و المستثمرين ، و الجزائر على غرار كثير من الدول مازال سوق راس المال فيها لم يرقى الى المستوى المطلوب مقارنة بتونس و المغرب و لا يزال دوره ضئيلا جدا ، ما جعلها تحتل مركزا متأخرا من بين الدول العربية .

نتائج البحث:

- يعتبر سوق راس المال احد القنوات الهامة في الاقتصاد لإحداث التوازن و تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها .
- مازال سوق راس المال للجزائر يعاني الضعف و هذا بارز من خلال عدد الشركات التي تلجا الية للتمويل
- يعتبر سوق راس المال في الجزائر سوق سندات لان اغلب الاصدارات كانت في سوق السندات حيث لم يشهد سوق الاسهم منذ بداية فترة الدراسة أي اصدار إلا في سنة 2010
- سوق راس المال للدار البيضاء اكثر نشاطا من سوق تونس و الجزائر من حيث عدد عمليات الاصدار و لجوء المؤسسات او الشركات فيه الى التمويل اكثر من مرة في سنة واحدة

قائمة المراجع

أولاً : الكتب باللغة العربية

1- الكتب

- عاطف وليم اندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، شباب الجامعة ، مصر ، 2005 .
- هوشيار معروف ، الاستثمارات و الاسواق المالية ، دار صفاء ، الأردن ، 2003 .
- طارق عبد العال حماد ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الدامعية ، مصر ، 2005 .
- جميل الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي ، دار وائل ، الأردن ، 1999 .
- احمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل ، عمان ، 1999 .
- عماد صالح سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة ، أبو ظبي ، 2002 .
- زياد رمضان ، ميادئ الاستثمار و الحقيقي ، دار وائل ، عمان، 2005.
- عبد الغفار حنفي، البورصات و المؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، مصر، 2002.
- طاهر فاضل البياتي ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل للنشر، الأردن ، 1999 .
- حسين هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، ادواتها المشتقة ، دار الكندي ، 2002 .
- رسمية زكي قرياقص ، البورصات و المؤسسات المالية ، الدار الجامعية للنشر، مصر ، 2002 .
- أسامة محمد الفولي ، زينب عوض الله ، اقتصاديات النقود و التمويل ، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر ، 2005 .
- منير إبراهيم هندي و رسمية قرياقص ، الأسواق و المؤسسات المالية ، منشات المعارف ، مصر ، 1997 .
- نوزاد الهيبي ، مقدمة في الأسواق المالية ، طرابلس أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية ، 1998 .
- خليل الهندي ، أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية والسوق المالية ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، لبنان ، 2000 .
- خالد وهيب الراوي ، الاستثمار ، مفاهيم تحليل و إستراتيجية ، دار المسيرة ، عمان .
- عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 ، ص:21.
- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق المال ، المكتب العربي ، مصر ، 2009 .
- ناظم محمد نوري الشمري ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل ، الأردن ، 1999 -20 عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى ، النقود و المصارف و الأسواق المالية ، الأردن ، دار الجاسر ، 2004 .
- منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشات المالية ، منشاة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 2002 .

- 22 - مروان عطوان ، الأسواق المالية والنقدية : البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثالثة ، الجزائر ، 2003.
- محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، دار الشروق ، الأردن ، 2005 .
- جبار محفوظ ، تنظيم و ادارة البورصة ، دار هومة ، الجزائر ، 2002 .
- جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال : الهياكل الادوات و الاستراتيجيات ، دار الهدى ، الجزائر ، 2010
- سعيد عبد الحميد مطلوع ، الأسواق المالية ، دار وائل ، الأردن ، 2001.
- محمد تقي العثماني ، الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة ، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة العشرون ، 2010 .
- محمد صالح الحناوي ، تقييم و تحليل الأسهم و السندات ، لدار الجامعية ، مصر ، 2005 .
- احمد بوراس ، أسواق رؤوس الأموال ، مطبوعات جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2002-2003 .
- قطب مصطفى سانوا ، الاستثمار أحكامه و ضوابطه ، دار النفائس ، الأردن ، 2000 .
- محمد الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، مبادئ و أساسيات الاستثمار ، المكتب التجمعي الحديث ، 2006.
- عليوش قريوع كمال ، قانون الاستثمارات في الجزائر ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1999.
- زياد رمضان ، الاستثمار المالي و الحقيقي ، دار وائل ، الأردن ، 1998.
- عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة ، مصر ، 2003 .
- عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية ، دار أسامة ، الأردن 2007 .
- قادري عبد العزيز ، الاستثمارات الدولية ، دار هومة ، الجزائر ، 2004 .
- ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي وآخرون ، أساسيات الاستثمار العيني و المالي ، دار وائل ، الأردن ، 1999.
- عمر سخري ، التحليل الاقتصادي الكلي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1994 .
- مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، أسس الاستثمار ، دار وائل ، 1999.
- عبد الله عبد الكريم عبد الله ، ضمانات الاستثمار في الدول العربية ، دار الثقافة للنشر ، عمان ، 2008 .
- محمد الحناوي ، نهال فريد مصطفى ، الاستثمار في الاوراق المالية و ادارة المخاطر ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2007.
- احمد صلاح عطية ، محاسبة الاستثمار و التمويل في البنوك التجارية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2002 .
- حامد العربي الحضيبي ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب العلمية ، مصر ، 2000 .
- محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل ، الأردن ، 2005 .
- فلاح حسن الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان الدوري ، إدارة البنوك مدخل كمي و استراتيجي معاصر ، دار وائل ، الأردن ، 2000 .

- حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2001 .
- محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، دار حامد ، الأردن ، 2006 .
- سعيد عبد العزيز عثمان ، دراسة جدوى المشروعات ، الدار الجامعية ، مصر ، 2006 .
- عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2007 .
- منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، مصر 1998 .

2- المذكرات و الرسائل :

- خالد عيجولي ، وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية : دراسة مقارنة لدول المغرب العربي ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، جامعة الجزائر ، 2006 .
- عمار صايبي ، محددات الاستثمار المحفظي و اثاره على أسواق الأوراق المالية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، تخصص اقتصاديات المالية و البنوك ، جامعة بومرداس .
- هوارى السوسي ، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر ، 2007 - 2008 .
- زرفة زهية ، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية : دراسة حالة الجزائر مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر 1999-2000 .
- رفیق مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات : دراسة حالة سوق الاسهم السعودي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد دولي ، قسم العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة باتنة ، 2006-2007 .
- رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة : دراسة مجموعة دول المغرب العربي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، إدارة مالية ، جامعة قسنطينة ، 2010 .
- عبد القادر بابا ، سياسة الاستثمارات في الجزائر و تحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003 .
- وليد احمد صافي ، سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية : دراسة حالة سوق عمان المالي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1997 .

3- المجلات و الجرائد

- رياض دهل ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة جسر التنمية ، العدد السابع و العشرون ، الكويت ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس ، 2004 .

- محمد زرقون ، اثر الائتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة ، دراسة تحليلية لمؤسسة فندق الاوراسي ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، 2008-2009 .

- رشيد بوكساني ، نسيمة أوكيل ، مقومات تطوير بورصة الجزائر ، مجلة حوليات جامعة قالمة للعلوم الاقتصادية ، جامعة قالمة ، العدد 05 ، 2010 .

- زيدان محمد ريمة عمري و اخرون ، أسواق رأس المال :اداة لتمويل التنمية الاقتصادية ام قناة العدوى الأزمات المالية ، حوليات جامعة بشار ، العدد 08 ، 2010 .

4- الملتقيات و المؤتمرات

-محمد تقي العثماني ، الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة ، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة العشرون ، 2010 .

- محمد براق ، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي ، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية -الأوروبية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 8-9 ماي 2004 .

- محمد زيدان ، نوردين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر: المعوقات و الآفاق الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، جامعة بسكرة ، قسم العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، يومي 21-22 نوفمبر 2006 .
-اشرف محمد دوابه ، نحو سوق مالية عربية ، بحث مقدم لمؤتمر التجارة العربية البنينة و التكامل الاقتصادي العربي ، خلال الفترة الممتدة من 20 ، 22 سبتمبر ، الأردن ، 2004 .

5- المواقع الالكترونية :

احمد حسين ، تاريخ البورصة المغربية ، نشرة منشورة على موقع المغرب للأوراق المالية ،

[http //www .mbendi.co.za/exch/14p005.htm](http://www.mbendi.co.za/exch/14p005.htm) 2002

[-www.memoironline.com](http://www.memoironline.com)

[-www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

- [http / www /analysès 9org/course.api- arab](http://www/analysès9org/course.api-arab)

-www.bvmt.com

-www.casablanca-bourse.com

-<http://www.syriaall.com/new>

-www.economywatch.com

-www.dollarpricetoday.com

6- التقارير:

- صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي العربي الموحد - 2007 .
- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، التقرير السنوي ، 2005 ، 2010 .
- هيئة السوق المالية ، التقرير السنوي ، 2005 ، 2011 .
- بورصة دار البيضاء ، تقرير سنوي ، 2007-2008-2011 .

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية :

1- الكتب باللغة الفرنسية

Belletante.B, La bourse : son fonctionnement .son rôle dans la vie économique hatier.Paris.1992 ,P 9

Paul jacques lehman, la bourse de paris, paris dunod 124125 1991pp 124- 125

2-التقارير

- Rapport annuel 2011 cosob
- Annual report 2005-2006 Casablanca STOCK EXCHANGE
- Rapport annuel 2009-2010 bourse de Casablanca

