



الموضوع

دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : نقود ومالية

إشراف الأستاذ:

■ عمر قريد

إعداد الطالب:

■ زكرياء جرادي

السنة الجامعية : 2015-2016

أصبحت الأسواق المالية في العصر الحالي تمثل أداة فعالة لتمويل استثمارات و مشاريع التنمية الاقتصادية و الاجتماعية، و بالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة لاستخدام لتلك الأساليب و جعلها مكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

و ما شهده العالم نهاية الألفية الثالثة من تغيرات جوهرية مست جميع الجوانب، جلبت معها آثار إيجابية لم تخلوا من نقائص كبيرة تبلورت في الأزمات المالية، و في ظل هذه التحولات برز دور البورصة في النظام المالي ما جعل العديد من الدول تسعى لخلق هذه السوق أو دعم البورصات القائمة لمسايرة التغيرات التي مست المالية الدولية.

في حين تتمثل أهداف هذا البحث في تحديد الإطار النظري للأسواق المالية و مقوماتها و أنواعها و تحديد معنى كل من التمويل و الاستثمار المالي و خصائصه و من ثم تم الربط بينهما من خلال آلية عمل السوق الأولي و إلقاء الضوء على السوق الأوراق المالية الجزائرية و دورها في تمويل الاستثمارات لفترة ما بين (2010-2014) لذلك أجرينا دراسة ميدانية لبورصة الجزائر.

و على هذا الأساس تبلورت إشكالية هذا البحث في التساؤل التالي:

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية لتمويل الاستثمارات.

و توصلنا في هذا البحث إلى أن سوق رأس المال نظام تجميع و تحويل و تخصيص الموارد المالية حيث يقوم هذا النظام بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفرائض المالية و توزيعها على الوحدات الاقتصادية العاجزة و ذلك بتوفير التمويل اللازم لها. و أن بورصة الجزائر للأوراق المالية عانت الكثير منذ نشأتها حالت دون تقديمها التمويل اللازم لشركاتها، و ذلك بسبب تخوف المستثمرين من هذا النوع من الاستثمار و لنقص الوعي عند المدخرين لثقافة البورصة و كذلك ضعف الهياكل التشريعية و التنظيمية لبورصة الجزائر. كل هذه الظروف حالت دون تطور سوق الأوراق المالية الجزائرية.

الكلمات المفتاحية:

الأسواق المالية - كفاءة الأسواق المالية - التمويل - بورصة الجزائر.

Résumé :

Les marchés financiers sont devenus dans l'ère actuelle représente un outil efficace pour les projets d'investissement de financement et le développement économique et social, malgré ses diverses méthodes, disponibles jusqu'à lors, les meilleurs qui semblent plus adéquats et plus complémentaires présentent un immense défi tout type d'économie.

Le grand rôle qu'a joué l'économie c'est dans ce contexte qu'a émergé le rôle des bourses dans le système financier, le fait qui a incité plusieurs pays à installer ce type de marché au à soutenir les bourses existante afin de s'accommoder avec le flux des changements qui ont touché le système financier mondial.

Le but de cette recherche consiste à déterminer l'approvisionnement et l'investissement financiers et leurs caractéristiques ainsi que le cadre théorique des marchés financiers, leurs éléments constitutants et leurs types ; d'où dresser le lien entre ces deux opérations (approvisionnement/ investissement) par le biais de l'activité primaire du marché en consultant de près le fond financier algérien et son rôle dans l'investissent durant la période étalée du 2010 jusqu'à 2014.

Sur cette base, cristallisé problématique cette question principale de recherche suivante : **Quel rôle peut être joué par le marché financier pour l'approvisionnement des investissements ?**

Dans cette recherche, d'après notre étude sur terrain, on a constaté que le marché du chiffre d'affaires est un système associatif, transitionnel et sélectif. En d'autre terme, il collectionne les chiffres d'affaires des unités économiques ayant des surplus, afin de le distribuer sous firme de son provisionnement strictement nécessaire ; notons par ailleurs que la bourse d'Algérie a connu plusieurs difficultés depuis sa création qui l'ont empêché d'assurer l'approvisionnement à ses sociétés parce que les investisseurs craignaient ce type d'investissement, le manque de sensibilisation des épargnants pour la culture du marché boursier et la faiblesse des structures législatives et réglementaires de la bourse algérienne. Toutes ces circonstances ont empêché le développement du marché boursier algérien.

Mots clés :

Les marchés financiers, la compétence des marché financiers, l'approvisionnement, la bourse d'Algérie.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
I	شكر وعرهان
II	إهداء
IV-III	ملخص الدراسة
IX-VI	فهرس المحتويات
X	قائمة الأشكال والجداول
أ- و	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية	
2	تمهيد
4-3	المبحث الأول: ماهية الاسواق المالية
4	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية
5	المطلب الثاني: مفهوم وخصائص الأسواق المالية
5	الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية
6	الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية
7	المطلب الثالث: أهمية و وظائف الأسواق المالية
7	الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية
9	الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية
11	المطلب الرابع: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي وعوامل نجاحه
11	الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي
14-13	الفرع الثاني: عوامل نجاح السوق المالي
15	المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية والمتعاملون فيها
16	المطلب الأول: سوق النقد
16	الفرع الأول: تعريف سوق النقد
16	الفرع الثاني: أهمية سوق النقد
19-18	الفرع الثالث: خصائص ومزايا سوق النقد
19	المطلب الثاني: سوق رأس المال
20	الفرع الأول: تعريف سوق رأس المال
20	الفرع الثاني: خصائص سوق رأس المال

20	الفرع الثالث: أهمية سوق رأس المال
21	الفرع الرابع: وظائف سوق رأس المال
21	الفرع الخامس: مكونات سوق رأس المال
31-25	المطلب الثالث: المتعاملون في السوق المالي
32	المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالي
32	المطلب الأول: الأدوات المتداولة في سوق النقد
32	الفرع الأول: أدوات الخزينة
32	الفرع الثاني: قبولات مصرفية
33	الفرع الثالث: شهادات الإيداع المصرفية قابلة للتداول
33	الفرع الرابع: الأوراق التجارية
33	الفرع الخامس: إتفاقيات إعادة الشراء
34	الفرع السادس: قروض فائض الإحتياط الإلزامي
34	الفرع السابع: قروض الدولارات الأوربية
35	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
41	الفرع الأول: الأسهم
42	الفرع الثاني: السندات
49-46	الفرع الثالث: الأوراق المالية المهجنة و المشتقات المالية
50	المبحث الرابع: كفاءة الأسواق المالية
50	المطلب الأول: مفهوم الكفاءة و الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفاء
40	الفرع الأول: مفهوم الكفاءة للأسواق المالية
51	الفرع الثاني: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفاء
52	المطلب الثاني: شروط السوق الكفاء وأنواعها
52	الفرع الأول: شروط السوق الكفاء
53	الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي
54	المطلب الثالث: متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها
54	الفرع الأول: متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية
55	الفرع الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية
57	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الإطار النظري للإستثمار	
59	تهميد
60	المبحث الأول: عموميات حول الإستثمار

60	المطلب الأول: ماهية الإستثمار وخصائصه
60	الفرع الأول: ماهية الإستثمار
62	الفرع الثاني: خصائص الإستثمار
63	المطلب الثاني: أهمية الإستثمار
65-64	المطلب الثالث: أهداف الإستثمار
66	المبحث الثاني: المناخ الإستثمار ومصادر التمويل ومحفزات الإستثمار
66	المطلب الأول: مناخ الإستثماري
66	الفرع الأول: مفهوم المناخ الإستثماري
67	الفرع الثاني: أهمية المناخ الإستثماري
67	الفرع الثالث : عناصر المناخ الإستثماري
68	الفرع الرابع : مقومات نجاح المناخ الإستثماري
68	المطلب الثاني: مصادر التمويل الإستثماري
71-70	المطلب الثالث: محفزات الإستثمار
71	المبحث الثالث: الإستثمار، مجالات، محددات، أدوات ، عوائد ،مخاطر
71	المطلب الأول: مجالات الإستثمار
82-75	المطلب الثاني: محددات و أدوات الإستثمار
89-82	المطلب الثالث: عوائد ومخاطر الإستثمار
90	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: تمويل الاستثمار في بورصة الجزائر	
92	تمهيد
93	المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر
93	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها
93	الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر
94	الفرع الثاني: مراحل إنجاز بورصة الجزائر
95	المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
98	المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر ومؤسساتها وأدائها
98	المطلب الأول: شروط الدخول لبورصة الجزائر
98	المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
99	المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر
110	المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر و سبل تفعيلها
110	المطلب الأول:المعوقات الإقتصادية

113-111	المطلب الثاني: المعوقات الإجتماعية و الثقافية و السياسية والقانونية
116-113	المطلب الثالث: مقترحات تفعيل بورصة الجزائر
117	خلاصة الفصل
121-119	خاتمة
127-123	قائمة المراجع

قائمة الأشكال

صفحة الشكل	عنوان الشكل	رقم الشكل
15	تقسيمات السوق المالي	الشكل رقم -1
24	مخطط توضيحي لسوق رأس المال	الشكل رقم -2
105	حجم تداول في بورصة الجزائر 2010-2014	الشكل رقم -3
105	القيم المتداولة في بورصة الجزائر	الشكل رقم -4
107	تطور مؤشر بورصة الجزائر 2010-2014	الشكل رقم -5
108	تطور الاسعار بورصة الجزائر 2010-2014	الشكل رقم -6

قائمة الجداول

صفحة الجدول	عنوان الجدول	رقم الجدول
104	نشاط البورصة الجزائر	الجدول رقم -1
106	تطور المؤشر بورصة الجزائر	الجدول رقم -2
107	تطور الأسعار بورصة الجزائر	الجدول رقم -3

مقدمة

يعرف العالم تطورات و تغيرات جذرية و عميقة حسب جميع البيانات الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية و الثقافية، فإذا كانت الصراعات الأيدلوجية قد انتهت إلى حد ما فإن الصراعات الاقتصادية قد اشتدت، حيث أصبحت العلاقات الاقتصادية الدولية تتميز بإنشاء تكتلات اقتصادية و إقليمية ضخمة، مما أدى إلى عولمة الاقتصاد و شمولية حياة المالية، و ما العولمة إلا دليل على ذلك حيث جعلت العالم كله في شكل قرية صغيرة، شهدت من خلالها الأسواق المالية تطورا سريعا و كبيرا، حيث أصبحت الأسواق المالية ضرورة ملحة في اقتصاديات الدول، باعتبارها مكان يعكس إلى حد بعيد فعالية السير المالي و الإداري لمختلف المشروعات الاستثمارية.

و الأسواق المالية تعتبر من أهم الأدوات التمويلية خاصة في الدول الأكثر تقدما في العالم، جاعلة إياها في قمة الهرم المالي، لذلك سعت كثير من الدول النامية إلى إنشاء أسواق مالية أو بورصات للقيم المنقولة لجلب رؤوس الأموال، و لمواكبة التطورات و التحولات التي يعرفها العالم و كذا للدور الممكن أن تلعبه الأسواق المالية في تمويل الاستثمار.

و نظرا لأهمية الاستثمار في المجال الاقتصادي و المتمثلة أساسا في زيادة الناتج الداخلي الخام و الذي ينعكس على مختلف جوانب الحياة الاجتماعية و السياسية، و جب الاهتمام به و إيجاد مصادر لتمويل فبعدما كانت الدول تعتمد على أساليب تقليدية للتمويل و المتمثلة في إيراداتها الأساسية "الضرائب و فائض القطاع العام". و كذلك التمويل البنكي و التمويل الذاتي، حتى ظهر كمجال جيد للتمويل و المتمثل في الأسواق الأوراق المالية، فالاستثمار في هذا النوع من الأسواق المالية تلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات و إعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية.

و نظرا للدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية في تمويل الاستثمار يمكن طرح و صياغة الإشكالية على النحو التالي:

الإشكالية:

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية في تمويل الاستثمارات؟

و لإثراء الموضوع: و إبراز معالمه و أهدافه تدرجت الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية.

-إذا كانت السوق المالي إحدى الركائز الأساسية لتطور الاقتصاد؛ فما مكانتها ودورها في الحياة الاقتصادية المعاصرة؟

- ما أهم محددات و محفزات الاستثمار في السوق المالي؟

- ما مدى مساهمة بورصة الجزائر في تمويل الاستثمار؟

فرضيات البحث:

✓ تحتل السوق المالية مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة ودورها يتمثل في أنها أداة مهمة لتمويل

متطلبات التنمية الاقتصادية

✓ يعتبر الاستثمار من أهم الركائز الأساسية في دعم النمو الاقتصادي لذا لا بد من توفر مناخ

اقتصادي و اجتماعي ملائم يضمن للمستثمر تحقيق العوائد و الأرباح الموجودة.

✓ يعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية الجزائر محدود و ضيق مقارنة بالدول الناشئة.

أهداف الدراسة:

إن الأهداف الأساسية التي نسعى من خلال هذه الدراسة بلوغها هي:

✓ الإجابة عن الإشكالية المطروحة.

✓ محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية و الفنية لإنشاء سوق مالي فعال.

✓ إثراء رصيد المكتبة الجامعية بمواضيع جديدة و هامة في الأسواق و علاقتها بتمويل الاستثمار.

✓ عرض تجربة بورصة الجزائر و إيضاح نتائج هذه التجربة.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذا البحث في توضيح دور السوق المالي و البورصة خاصة في إيجاد موارد مالية لتمويل

الاقتصاد الوطني و توسيع المشاريع الاستثمارية و ذلك في ظل عجز اقتصاد الاستدانة عن تحقيق ذلك، كما

ترجع أهميته في أنه لا سبيل إلى إقامة مشاريع اقتصادية في اقتصاد تعدد فيه الموارد المالية إلا بإقامة

بورصة فعالة و هو التحدي الذي تشهده الجزائر.

إقبال المستثمرين عليها.

أسباب اختيار الموضوع:

ينطلق اهتمامنا بالموضوع من خلال مجموعة من اعتبارات من بينها:

- ✓ صلة الموضوع باختصاص الدراسة تخصص نفود و مالية
- ✓ رغبتنا في الإطلاع على هذا الموضوع من خلال توفير آليات تمويل جديدة تلبي احتياجات المستثمرين.
- ✓ اعتبار الاسواق امالية وخاصة البورصة اداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية .
- ✓ السعي لترشيد قرارات المسيرين و المستثمرين في البورصة الجزائر.
- ✓ قلة الدراسات التي تناولت الموضوع.

الدراسات السابقة:

من بين الدراسات السابقة التي تعرضت لهذا الموضوع فإنه تم الحصول على البعض منها و المتمثلة فيمايلي:

الدراسة الأولى:

أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه للطالب بوكساني رشيد، تحت عنوان: معوقات أسواق المالية العربية و سبل تفعيلها و عليه و بناءا على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة و محاولة الإجابة على الإشكالية توصل الطالب إلى النتائج التالية:

1/إن عدم توفر الأطر التشريعية و التنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات و التنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.

2/تعاني العديد من الأسواق الأسهم العربية من سوء تخصيص المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، لذا فإن المستثمرين يعتمدون على التقارير السنوية في بناء قراراتهم الاستثمارية.

3/يتضح نقص التطور النسبي في أسواق الأوراق المالية بشكل واضح من حصة الدول العربية من مجموع قيم الرسملة السوقية في العالم، إذ قدرت هذه القيمة لتسعة أسواق عربية عام 2009 م بأقل من 180 مليون دولار في حين قدرة المجموعة الكلي للقيمة العالمية بحوالي 10 تريليون دولار لنفس السنة.

4/من العوامل التي لا تزال تعيق أسواق الأوراق المالية العربية، هو عدم وجود أنظمة استثمارية مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان الأوربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بأسواقهم العربية.

5/ ضيق الفرص المتاحة للتنوع، إذ تتسم جميع البورصات العربية بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمرين للتنوع، ما يضع قيودا على استراتيجيا الاستثمار الفردي أو المؤسسي.

الدراسة الثانية:

وكانت لطالب صايفي عمار. وهي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية حاملة لعنوان محددات الاستثمار المحفظي و آثاره أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة حالة تونس، الجزائر، مصر و بعد إتمام هذه الدراسة توصل إلى أن الاستثمار المحفظي تحكمه عدة محددات و التي يمكن تقسيمها إلى عوامل داخلية و عوامل خارجية، كما ترافق تدفقاته حدوث آثار مهمة على أسواق الأوراق المالية.

كما توصل أيضا إلى أن حصص الدول الثلاث محل الدراسة كانت متفاوتة من دولة إلى أخرى و هي على العموم ضعيفة جدا و تعكس الضعف المسجل في حصة الدول العربية من مجموع صافي تدفقات الاستثمار المحفظي الوارد إلى الدول النامية، هذا الضعف في حصص الدول الثلاث و الذي كان نتيجة ضعف المحددات الداخلية للاستثمار المحفظي، فيها جعل هذا الأخير ضعيفة و غير واضحة في أسواق أوراقها المالية.

الدراسة الثالثة: و كانت لطالبة بوتة نسرين و هي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية دراسة حالة لواقع التجربة المغربية و بعد إتمام هذه الدراسة توصلت إلى النتائج التالية.

تعتبر أن السوق المالية دور كبير في تنفيذ و نجاح استراتيجيات الخصخصة و ذلك من خلال إمكانية استعمال السوق المالي كتنقية تتمتع بمجموعة من مزايا منها توسيع قاعدة الملكية و زيادة عدد المستثمرين و باعتبار الخصخصة عن طريق السوق المالي من أهم أساليب الخصخصة قام المغرب بإدخال إصلاحات تشريعية و تنظيمية لتحسن أداء السوق المالي لأن هناك علاقة طردية متبادلة بين الخصخصة و السوق المالي حيث نجد أن عملية الخصخصة مرهونة بمدى وجود أسواق مالية عميقة و نشطة.

و ذلك أن برامج الخصخصة تساهم في توسيع و تنشيط هذه السوق من خلال زيادة عدد عمليات الإدراج في السوق، إلا أن مساهمة السوق المالي في تنشيط و تفعيل إستراتيجية الخصخصة في المغرب يبقى مقبولا نظرا لمساهمته في خصخصة عدد محدود من المؤسسات العمومية التي مستها برامج الخصخصة نظرا لوجود مشكلة تحديد الأسعار الذي يعتبر أكبر عائق أمام تطبيق برامج الخصخصة و ذلك لصعوبة التقييم الدقيق للمؤسسات المعروضة للخصخصة .

منهج الدراسة:

إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع انطلاقاً من التعرف عليه وصولاً إلى الإجابة عن التساؤلات المطروح في الإشكالية تطلب منا استعمال المنهج الوصفي و التحليلي كركيزتين أساسيتين في هذه الدراسة، حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم و الأسس النظرية للبحث أما المنهج التحليلي سيستخدم في تحليل البيانات المجمعة و هذا تحقيقاً للهدف الرئيسي للبحث.

أدوات الدراسة:

أثناء القيام بإنجاز هذا البحث تم الاعتماد أساساً على الأدوات التالية:

- ✓ اعتماد مراجع من كتب، مذكرات، تقارير.
- ✓ الاستعانة بشبكة الانترنت من أجل الحصول على الدراسات الحديثة التي يتعذر إيجادها في المكتبات.
- ✓ الاتصال بالأساتذة الجامعيين المختصين من أجل الاستشارة و طلب التوجيه.

هيكل الدراسة

من اجل دراسة وافية وحسب اشمل لجميع جوانب الموضوع ؛ تمت الدراسة على ثلاثة فصول سبقتهم مقدمة عامة و ينتهون بخاتمة عامة، حاولنا من خلالها الإجابة على إشكالية المطروحة مستعنين بالفرضيات التي تسهل الى لب الموضوع حيث تطرقنا في .

الفصل الأول الذي يحمل عنوان الايطار النظري الأسواق المالية الذي يحتوى على أربعة مباحث رئيسية المبحث الأول حول ماهية الأسواق المالية الذي تعرضنا فيه إلى نشأة و التطور التاريخي الأسواق المالية مفهوم الأسواق المالية و خصائصها وشروط قيام الأسواق المالية و وظائفها و أهميته الأسواق المالية و عوامل نجاحها

أما المبحث الثاني فهو بعنوان تقسيمات الأسواق المالية و المتعاملون فيها و الذي تعرفنا فيه إلى تصنيفات الأسواق المالية و إبراز أهمية هذه الأسواق أو وظائفها وفي الخير تطرقنا إلى أهم

المتعاملون في السوق المالية، أما المبحث الثالث فهو بعنوان الأدوات المتداولة في السوق المالية حيث قسمنا هذا المبحث إلى مطلبين المطلب الأول فكان الأدوات المتداولة في السوق النقد و المطلب الثاني فكان الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.

المبحث الرابع فهو بعنوان **كفاءة السوق المالية** حيث تطرقنا في هذا المبحث الى ماهية الكفاءة سوق و كيفية تحقيقها أنواع الكفاءة و متطلبات تحقيقها و الصيغ المختلفة للكفاءة ،الفصل الثاني كان تحت عنوان الإطار النظري الاستثمار و فهم إلى ثلاثة مباحث :

المبحث الأول يتضمن مفاهيمية أساسية حول الاستثمار أما المبحث الثاني يتضمن المناخ الاستثماري ومعايير تمويل الاستثمار و محضرات أما المبحث الثالث يتكون من مجالات و محددات الاستثمار عوائد ومخاطرة . الفصل الثالث فخصصناه لدراسة حالة بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاستثمار وذلك بتطرق في الى ماهية بورصة الجزائر من حيث والنشأة و المراحل الإنجاز ثم التطرق إلى أداء بورصة الجزائر وفي المبحث الأخر تطرقنا الى أسباب الضعف بورصة ثم أعطينا الحلول تفعيل بورصة الجزائر و ختمنا البحث بخاتمة عامة تضم الخلاصة العامة والنتائج الدراسة وكذا نتائج اختبار الفرضيات البحث ثم التوصيات المقترحة أخيرا أفاق البحث

فصل الأول
الإطار النظري
للأسواق المالية

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، حيث تحظى هذه الأسواق بأهمية كبرى في الاقتصاديات المعاصرة على الرغم من اختلاف درجة تقدمها و نظمها السياسية، و هذا راجع لما تقوم به من دور هام في تكوين حلقة الوصول بين الوحدات الاقتصادية المقرضة "ذات الفائض" و المقرضة "ذات العجز" بهدف توجيه المدخرات نحو استغلال الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن تحقيق مصالح جميع الأطراف المتعاملة فيه، فقيام النشاط الاقتصادي و توسيعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج و على رأسها عنصر رأس المال لذلك فإن الحاجة للتمويل باعتباره أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة و توسيعها و تدعيم رأس المال الخاص لخطة تمويل رأس المال المنتج، كانت السبب وراء نشوء و تطور الأسواق المالية و التي تعنى بلعب دور الوساطة لاستفادة أصحاب العجز من فائض رأس المال الضروري لضمان الاستثمار و التوسع و الاستمرار و ذلك على اعتبار أنه موقع يتلقى فيه العرض و الطلب و يحدث تبادل الأموال عند السعر التوازني.

لتوضيح هذه الأفكار اخترنا أن نعالج الإطار النظري للأسواق المالية في هذا الفص معتمدين على المباحث التالية:

المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية

المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية و المتعاملون فيها

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية

المبحث الرابع: كفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

أدى التطور في تبادل التجاري الدولي و الإنتاج الصناعي الواسع إلى حاجة إلى تمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد و الجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات و توظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة و توسيع قاعدة الملكية للمشاريع، و تشير الوقائع إلى أن الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي و ذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل و تخفيض التكاليف.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية:

إن تاريخ إنشاء الأسواق يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبطت بتعدد جهات و قيم و أشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من دول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى تبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة و الصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر و تحديدا في مدينة بروج البلجيكية و قامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فاندر بورز حيث كانت تتم عمليات البيع و الشراء و تبادل البضائع و بيع و شراء العملات ثم كتابة بوالص التأمين، و من اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لأن اسم بورز بالفرنسية تعني أسواق الأوراق المالية.

و قد تم إنشاء أول سوق مالي في عام 1339 في بلجيكا و انتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639 ثم إلى باريس و إلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، و انتظمت الأسواق المالية بحدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية و اكتشاف أمريكا الشمالية و الجنوبية و كذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي و تعدد الأسواق المالية الآن مقياسا للتطور و مرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة و الأدوات الاستثمارية المتاحة¹.

¹ دريد كمال آل شيب، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2012، ص34-35.

لقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بخمسة مراحل يمكن تلخيصها

فيما يلي:

المرحلة الأولى: و قد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية و زراعية و عقارية...إلخ. مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية و مما أدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض و ما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى. أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي و هي خصم الأوراق التجارية و تقديم الائتمان وفقاً لقواعد و أوامر البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.¹

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و الطويل مثل البنوك الصناعية و الزراعية و العقارية و بنوك التنمية و الاستثمارات...إلخ. و أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال و لكي تفي بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية و التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول، و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.²

¹ حسني علي خريوش، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للنشر و التوزيع، 2013، ص15-16.

² رستمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعترف للنشر و التوزيع، 2005، ص10.

المرحلة الخامسة: و هي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، و هذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد و تطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.¹

المطلب الثاني: مفهوم و خصائص الأسواق المالية:

يحظى موضوع الأسواق المالية بإتمام بالغ في الدول النامية و المتقدمة على حد سواء ، و ذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات و توجيهها في القنوات الاستثمارية و تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم الأسواق المالية بالإضافة إلى الخصائص التي تتميز بها الأسواق المالية و ذلك على النحو التالي.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية:

الأسواق المالية بنظمها و آلياتها تسهل عملية الالتقاء بين المدخرين أصحاب الفوائد و بين وحدات العجز الذين لا تكفيهم مواردهم الذاتية لإتمام مشاريعهم الاستثمارية. و لتوضيح ذلك سنتطرق إلى مفهوم السوق المالي.

تعريف الأسواق المالية:

أولاً: و تعرف بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة و التي ترغب في الاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة لأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر اتصال فعال.²

ثانياً: يعرف السوق المالي على أنه المكان و السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم و السندات و المشتقات المالية، تنظمه قوانين و لوائح تضمن إتمام المبادلات بيعاً و شراءً بسرعة و سهولة و أمان.

ثالثاً: سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، و معلن عنها على الأوراق المالية و ذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين و متخصصين في هذا النوع من المعاملات

¹ وليد صادقي و آخرون، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل، ص 16.

² عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و المالية، أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، 2010، ص 118-119.

على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.

رابعاً: و يعرف السوق بأنه أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية و التي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات و الثاني توجيه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة.¹

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية :

ومن أهم الخصائص التي تتميز السوق المالي نذكر مايلي:

- 1- ارتفاع حجم المعاملات الخاص بالأدوات الاستثمارية في سوق مالية وطنية و معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل عادي.
- 2- ارتفاع نسبة مساهمة بلد أو عدد من البلدان بشكل عام و أسواق معينة بشكل خاص في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- 3- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات الدولية و متابعة إجراءات تنفيذها و يحظى هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية و كافة الأسواق النظامية و غير النظامية.
- 4- تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية و اللاسلكية.
- 5- إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة و حساسية عالية للشائعات.²
- 6- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني، و مكان للتعاملات الخطيرة.
- 7- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل و يكسب أهمية خاصة في التمويل للمشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويلة.
- 8- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدية وذلك لأن الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية و تنظيمية مختلفة و كذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا مخاطرها كبيرة.
- 9- السوق النقدية يعتبر سوق الجملة و يكون المتعاملون فيه من ذوي الحجم الكبير و يتمتعون بخبرات كبيرة جدا و يعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى و يتم الاعتماد على الوسطاء و السماسرة.

¹ وليد صافي و آخرون، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل، ص 16.

² هوشيار معروف، الاستثمار و الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003، ص 85-86.

- 10- أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة.
- 11- يعتبر سوق النقد من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطر. لأن مخاطر الدين وحده مقدرة المدين على السداد تكون معدومة لأن أدوات الدين في السوق غالبا ما تكون مصدرة من قبل الحكومة.
- 12- سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى، لأن المتعاملين فيها من الوكلاء و المتخصصين.¹

المطلب الثالث: أهمية ووظائف الأسواق المالية

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية لما تقوم به هذه الأسواق من دور واضح تفي دعم عملية النمو و التطور، سنحاول من خلال هذا المطلب أبراز أهمية الأسواق المالية و وظائفها

الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية:

تكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة نذكر منها:

أولاً: تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدي الدولة، و في هذه الحالة بدلا من التجاء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تنقل كاهل الدولة بالديون و ما قد يترتب على هذه الديون من عواقب غير محمودة، تقوم بطرحها بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، بواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية و يكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

ثانياً: إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق و بما يعود عليهم بأرباح عالية و بمخاطر قليلة و خاصة توظيفها في شركات استثمارية أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية و متخصصة.

¹ حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية، دراسة حالة السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتور الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد النقود، البنوك و الأسواق المالية، بسكرة، ص12-13.

ثالثاً: عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط و الطويل الأجل لعدة أسباب من أهمها: مشاكل التضخم و مشاكل المخاطر التي قد تتعرض له هذه البنوك و خاصة عند منحها القروض المتوسطة و الطويلة الأجل إضافة إلى أن هذه القروض غالباً ما تعطي بكميات محددة و وفقاً للقوانين و الأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

رابعاً: تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة و بتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.¹

خامساً: كثيراً ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.

سادساً: إن السوق المالي يعمل على تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل و سهولته و سرعته، مما يضمن سلامة البلاد المالية و حماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ و التوازن بالسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر و بالتالي تنظيم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر و بناءً على قوى العرض و الطلب.²

سابعاً: وضع التشريعات و التعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة و المتداولة من التأثيرات الخارجية و من ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم و السندات و تسعيرها و طرحها من قبل مؤسسات السوق المالي المتخصصة.

ثامناً: تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.³

تاسعاً: تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة و بتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

¹ حسن علي خربوش، مرجع سابق، ص 17-18.

² رستمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 13.

³ هوشيار معروف، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2003، ص 82.

عاشرا: إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة و بدون تحمل أية خسائر أو عناء.¹

الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية:

وجدت الأسواق المالية أساسا لإشباع رغبات و حاجات المتعاملين، و من ثم أصبحت ضرورة حتمية في المعاملات الاقتصادية ، حيث تؤدي الأسواق المالية وظائف تفسر وجودها و أهميتها من خلال هذه الوظائف يتمكن النظام من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية و تحقيق التوازن

أولا: تسهيل انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز: و يتم من خلال الأسواق المالية تجميع و توحيد مدخرات الأفراد، الشركات و الجهات الحكومية التي تتمتع بوجود فائض مالي في موازنتها في قطاعات الأفراد، الشركات و القطاع الحكومي. و من خلال قيام الأسواق المالية بهذه الوظيفة تحصل الوحدات الاقتصادية ذات الفائض على الأوراق المالية التي تقوم بإصدارها الوحدات الاقتصادية ذات العجز في موازنتها المالية.²

ثانيا: المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعد السوق المالية القناة الرئيسية لتنفيذ السياسات الاقتصادية في الاقتصاد حديث، إذ تستطيع الحكومات من خلال تنفيذ سياساتها النقدية و المالية أن تحقق أهداف الاقتصاد الكلية و خصوصا حالة الاستقرار النقدي و المالي، إذ أن وجود مثل هذه الأسواق يساعد في استخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية و على وجه الخصوص عمليات السوق المفتوحة، كما تسهم في تنفيذ أفضل لهذه السياسات، في ضوء ما يمثله منحى العائد على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة التأثير في مستويات الإقراض و الاقتراض و معدلات التضخم المستقبلية و هي بذلك تلعب دورا حيويا في تحقيق الاستقرار المالي و تعميق عمل القطاع المصرفي و المالي و بالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

ثالثا: توفير السيولة: تقوم السوق المالية بوظائف أخرى مساعدة و مكملة لوظائف النقود، فأحدى وظائف النقود هي استخدامها أداة للدفع الحالي و الآجل، و الأسواق المالية هي التي بواسطتها تقوم النقود بهذه الوظائف، فالشيكات التي تستخدم وسيلة للدفع يتم التعامل بها و تصفيتها من خلال المصارف العامة في

¹ جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع، 2002، ص20.

² سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى بالمنصورة، 2001، ص22.

الأسواق المالية، و القروض التي تمنح من لدى المصارف هي جزء من قرص الائتمان الذي توفره الأسواق المالية. و مثلما تقوم الأسواق المالية بتوفير فرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها فإنها في الوقت نفسه توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية لتحويل ومجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة أكبر و بسرعة مع انخفاض تكلفة التحويل، و هكذا فإن السوق المالية توفر للمدخرين فرصتين هما (فرصة الحصول على السيولة و فرصة العائد في آن واحد).¹

رابعاً: تحويل الخطر و تحويل الانتظار: من أكثر الوظائف الاقتصادية للسوق المالية أهمية، هي توفير الحماية للعديد من الأعمال إزاء المخاطر المالية، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراق مالية متنوعة لقطاعات مختلفة و منشآت متنوعة، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، فضلاً عن ذلك يتاح للأسواق المالية فرصة توفير الحماية من أنواع عدة من المخاطر من خلال توفير فرص بيع الأموال المالية المستقبلية و شرائها لتغطية مخاطر تغيير أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات نفسها و التي يطلق عليها عملة التحوط.

خامساً: العدالة في تحديد الأسعار للأوراق المالية: و هي من الوظائف الأساسية و المهمة التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى فيجب أن لا توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك فإنه يحرص أيضاً أن يكون السعر الذي يبيع فيه مناسباً لاستثماراته و بالتالي فإن للسوق دور في تحقيق عدالة الأسعار، و ذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب و العرض معاً، فهي بما لديها من أجهزة و إمكانيات و اتصالات السماسرة ببعضهم و اتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة التي تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبايع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطراً بخسارة، فعملية البيع و الشراء تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية، لتوافر شروط السوق الكاملة بها و تطبيق قانون العرض و الطلب دون تلاعب، و بذلك يمكن الوقوف عند الأسعار الحقيقية و القيم النسبية لكل منهما.²

سادساً: المحافظة على الثروة و تنميتها: إن الأسهم و السندات و غيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو (القوة الشرائية)، حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل

¹ عباس كاظم الدغمي، مرجع سابق، ص 24-27.

² عباس كاظم الدغمي، مرجع سابق، ص 25-26.

فيتم بيعها لاسيما أن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا و بذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يفتتها.

سابعاً: المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: و ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة و المقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور و البنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية لسندات و أدونات خزينة، و يبيعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية و إذا أراد مكافحة الركود (يضخ)، في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات و أوراق و أدوات مالية أخرى.¹

ثامناً: تسهيل الأسواق المالية عمليات الاستثمار قصيرة الأجل: و ذلك بالنسبة للأموال الفائضة، لدى بعض الشركات أو الأفراد لفترة معينة، فتستثمر هذه الأموال الفائضة في الأسواق المالية لتقتهم التامة على قدرتهم ببيع هذه الاستثمارات في الوقت الذي يحتاجون فيه إلى نقد سائل.

تاسعاً: إيجاد سوق مستمرة دائمة: تتضمن تنفيذ العمليات بسعر مقارب لأسعار العمليات السابقة و اللاحقة لنفس الورقة، و يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسهيل أحواله المالية أو جزء منها بسرعة و سهولة و بأدنى تكلفة ممكنة و بأفضل سعر ممكن²

المطلب الثالث: شروط الأسواق المالية و عوامل نجاحها:

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على آليات السوق، حيث تعتبر الأسواق المالية داعما أساسيا لا يمكن أن تكون الاقتصادية المعاصرة من دونها نظرا لما تقوم به من تعبئة وتوجيه المدخرات، و يهدف هذا المطلب إلى تعميق المعرفة بالجوانب التالية.

الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي:

يتطلب لتكون سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها بالآتي:

أولا : زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة :

¹ زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، 200، ص10-11.

² ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، **المتاجر بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الفقه، جامعة محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2005 ص 49-50.

و يرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي و بين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد و التي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد و المستثمرين من أجل إنشاء شركات و مشاريع منتجة و التي تعتبر هذه الشركات و هذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية و التي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي. لذا فإن تشجيع السوق المالي يقترض تشجيع الادخار في القطاع الخاص و التي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة و التي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة ، من هنا يتطلب من هذه المؤسسات ما يلي :

أ تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.

ب رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار.

ج تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي و زيادة عدد فروع و قريبا من عامة الشعب.

ثانيا : تحويل المدخرات إلى استثمارات :

تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة سوق الاستثمار أموال الأفراد و المؤسسات و البنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في سندات و هناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها.

أ- اقتطاعات إجبارية من الموظفين، وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة.

ب- تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيارة البورصات من أجل معرفة عمل البورصة، و تسمى هذه المحاولة بجعل البورصة شعبية في متناول الجميع.

ج- إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار و هي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغ من المال و تقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

ثالثا: إنشاء بورصات للأوراق المالية :

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن. فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد و البنوك التجارية و صناديق التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر

تجميع الأموال، و يتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية و من أهم مهام البورصة المالية ما يلي :

أ- تحويل أموال المدخرات إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في دور التكوين.

ب- تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أموال سائلة عند الحاجة.¹

رابعا : الاهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها:

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر و كل مدخر بالفرصة التي يحتاجها لتوظيف أمواله، و للمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية و يتطلب حذف البيانات الغير صحيحة.

خامسا : وجود حد أدنى للاستقرار السياسي داخل الدولة:

تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال و تحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة و طويلة الأجل، كما أنه يعتبر عاملا مهما لجذب رؤوس الأموال الأجنبية و كذلك توفير التسهيلات للمستثمرين الأجانب و تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج و تحويل رأسمال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

سادسا : ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة و القوانين المالية المعمول بها في الدولة و كذلك تنسيق الأنظمة و القوانين المعمول بها بين الدول :

ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين الدولة و أخرى، مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب بها. و من أهم النظم و القوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات و النظم و القوانين الضريبية، كاتفاقية تجنب الازدواج الضريبي و اتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.²

الفرع الثاني: عوامل نجاح السوق المالي:

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي و لكن لا بد من نجاح هذه السوق و زيادة نشاطها و يقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي و بعضها شكلي.

أولا : الشروط الموضوعية: و تتضمن الشروط الموضوعية العناصر التالية :

¹ حسني خربوش و آخرون، مرجع سابق، ص 19، 20.

² رستمية أحمد أبو موسى مرجع سابق، ص 15.

- 1-تنظيم الأسواق المالية: و يكون ذلك بتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات و خاصة فيما يتعلق:
 - أ-عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين و ذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
 - ب-تنظيم المعاملات التجارية و يكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
 - ج-تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية و ذلك بالتزامها بالأنظمة و القوانين المرعية.
 - 2-إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة: فتمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل مدخر و المستثمر، إذ أن المدخر قد يرغب الاستغناء عن استثماره أو تنويعه ، و بدون سوق مالي فإنه قد يصعب عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول كذلك يكون في قدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت شاء.

ولذلك فإنه لنجاح سوق مالي لا بد من نشر بيانات و معلومات عن الشركات القائمة و الحديثة و بيان أسعار أوراقها المدرجة و التي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها.
 - 3-سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين: عن حياة المؤسسات و هذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.
 - 4-جعل الادخار اختياريا و ليس إجباريا.
- هـ/تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته و ذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضريبة.

ثانيا : العوامل الشكلية:

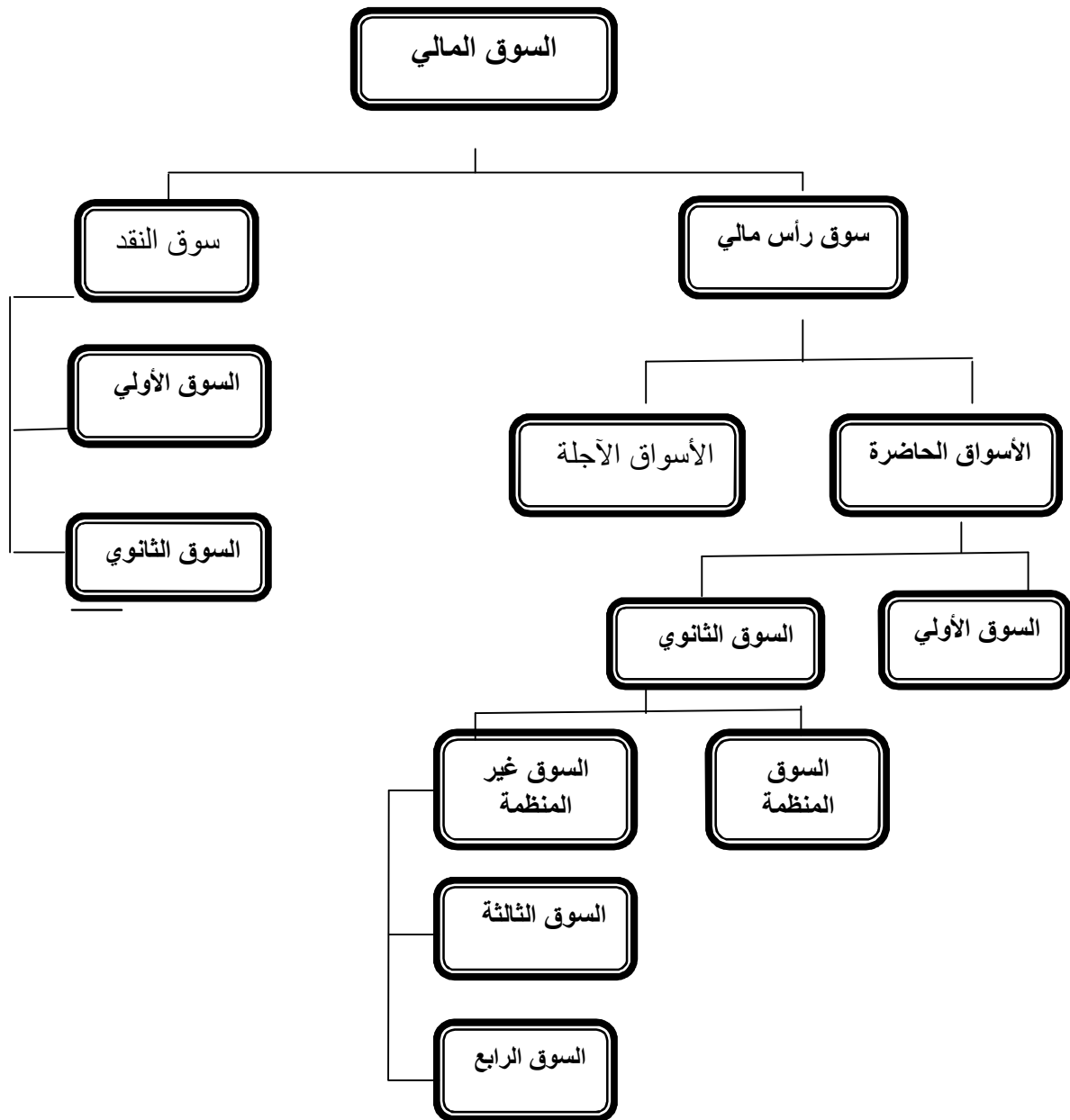
- بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة فإنه يمكن أن نضيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تتلخص بالآتي :
- 1-الوضع الجغرافي: الموقع الجغرافي و مدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.
 - 2-الاهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية و اللاسلكية و المساكن...إلخ.
 - 3-وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار.
 - 4-ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
 - 5-وجود أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.
 - 6-عدم وضع رقابة على الصرف.
 - 7-وجود نظام ضريبي مرن و غير مغالي في الأسعار.¹

¹ حسني خربوش و آخرون، مرجع سابق، ص 23، 24.

المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية والمتعاملون فيها:

تعد السوق المالية النظام الأوسع و لأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية. لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها ما يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية و منها تمويل عمليات التشغيل طبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد و سوق رأس المال. و الشكل التالي يوضح مكونات الأسواق المالية:

الشكل رقم 1- مخطط توضيحي لأقسام السوق المالي



المصدر: دريد كامل أل شبيب ،المرجع السابق:ص47

المطلب الأول: سوق النقد:

تعتبر سوق النقد احد مصادر التمويل الهامة التي تعتمد عليها البنوك التجارية و النشاط الاقتصادي عامة للقيام بالمشروعات و توظيف المدخرات

الفرع الأول : تعريف سوق النقد: يعرف على أنه سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل و القابلة للتداول (أقل من سنة) و هذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص و محدد لإبرام الصفقات، إذ إن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها البعض، و الهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل مشاريع الإنتاجية و مدها بالقروض، و أهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق هي البنوك المركزية و البنوك التجارية و في إطار السوق النقد يمكن أن نميز بين نوعين من الأسواق.

أولاً: السوق الأولية: يتم فيه تبادل الأوراق المالية قصيرة الأجل و التي تصدر لأول مرة، و من ثم فإن هذا السوق يتعامل بالإصدارات الجديدة، إذ يتم فيه البيع الأول للأدوات الإئتمانية قصيرة الأجل، مع الإشارة إلى أن أسعار الفائدة على الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تتحدد بناء على متانة المركز المالي للمدين الذي يصدر هذه و سمعته المالية.

ثانياً: السوق الثانوية: و يتم فيه تبادل الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تم بيعها في السوق الأولي و تتحدد أسعار تلك الأوراق حسب قانون العرض و الطلب، و يحتل هذا السوق أهمية أكبر من السوق الأولي حيث تتجمع فيه كل ما يتراكم من أوراق مالية قصيرة الأجل سبق إصدارها بالتالي فهو يتميز بضخامة الأدوات المالية التي يتم تداولها فيه. و أحيانا يطلق على هذا السوق سوق النقد.¹

الفرع الثاني: أهمية سوق النقد:

ترجع أهمية السوق النقدية إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع و نوجز هذه الأهمية فيما يلي:

أولاً : يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل:

فهو يوفر الفرصة للمقترضين للحصول على القروض قصيرة الأجل و ذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة و تلعب البنوك التجارية دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية

¹ صافي عمارة، محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة تونس، مصر، الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية سنة 2009، ص 4.

التي تؤدي دور الوساطة فيه، أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محددة نسبيا نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.

ثانيا: تخطيط السياسة النقدية:

يلعب هذا السوق دورا أساسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل. و ذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذا السوق كما أنه بالتحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل.

ثالثا : توفير السيولة:

بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل و هذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، و بالتالي يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا¹

رابعا : يسهل المركزية عملية الرقابة :

وذلك من خلال التأثير في كمية و مصادر الأموال السائلة بالتدخل في السوق (بالعرض و الطلب على الأصول المالية) وفقا للسياسة التي يضعها البنك وينفذها، مما ينتج لها التخطيط للسياسات النقدية للبلاد، إذ يتمكن البنك المركزي من خلال السوق المالي أن يمارس دورا فعالا في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل و بالتالي التحكم باحتياطات البنوك التجارية التي بدورها تلعب دورا قياديا في السوق المالية.

خامسا: خلق منافذ لاستهلاك الأموال الفائض للبنوك مؤقتا، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت.²

¹ رستمية أحمد أبو موسى ، مرجع سابق ص 25.

² عباس كاظم الدعوى، مرجع سابق، ص143.

الفرع الثالث: خصائص و مزايا سوق النقد:

أولاً: خصائص سوق النقد: إن للسوق النقد مجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق و تتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

1- تداول أوراق مالية قصيرة الأجل: تتراوح فترات تسديد الأوراق المتداولة في السوق النقدية ما بين يوم واحد في بعض الحالات و سنة واحدة بشكل عام حيث تعتبر هذه السوق مصدر التمويل قصيرة الأجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة.

2- سيولة عالية: حيث تتميز السوق النقدية بسيولة عالية و ذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود و هذا ما دعا الناس إلى تسميتها بالسوق النقدية كما يعتبر سعر الفائدة المؤشر الوحيد فيها و يعتبر ثمن التوازن فيها.

3- ممارسة وظائف البنوك التجارية:

حيث لديها القدرة على تجاوز التكاليف القرضية للفائدة المصرفية و بالتالي هي تستقطب الأموال الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة كما أن البنوك التجارية تلعب دوراً قيادياً في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه.

4- قلة درجة المخاطر فيها:

حيث تعتبر ميدانا للاستثمار قليل المخاطر فدرجة المخاطر النقدية التي تنشأ عندما يرغب المستثمرون تحويل استثماراتهم إلى نقود منخفضة جداً لأن الأدوات الاستثمارية في هذا السوق سريعة التداول و شبه مؤكدة العائد و أيضاً مخاطرة الدين التي قد تنشأ عن عدم قدرة المدين على الوفاء شبه معدومة لأنها عادة تكون صادرة عن الحكومة أو مؤسسات كبيرة ذات مراكز مالية قوية.

5- التعامل بأدوات ذات قدرة كبيرة :

في الغالب تكون سوق جملة لمعاملات كبيرة تتجاوز ملايين الدولارات في حالات عديدة مما يجعل الاستثمار مركزاً فيها على المؤسسات الكبيرة بدلاً من الأشخاص الطبيعيين أو من خلال توسط ممارسة لأن من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة و على أفراد و هذا يقلل من درجة المخاطرة¹.

¹ حمزة محمد الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان، 2004، ص 139-140.

و من خلال الخصائص يمكن أن نستنتج أن للأسواق المالية مزايا يمكن توضيحها فيما يلي:

ثانيا : مزايا سوق النقد

ومن جملة المزايا التي يتميز بها سوق النقد نذكر منها:

1- **المرونة العالية** : و ذلك بسبب فترة الاستثمار قصيرة الأجل و ما يتمتع به من انخفاض لدرجة

المخاطرة، مما أعطاه صفة المرونة و سرعة الاستجابة لمتغيرات الاقتصاديات مما يقلل من الخسائر

و يعظم العوائد.¹

2- **إنخفاض درجة المخاطر** : و يعزى ذلك لسببين هما :

أ- **إنخفاض درجة المخاطر النقدية**: و هي المخاطر التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق

المالية المتداولة فيه، و حيث أن هذه الأوراق تتصف بالآجال القصيرة فإن أي تغيير في أسعار الفائدة

في السوق سوف يكون تأثيره محدودا على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند

موعد استحقاقها شبه مستقرة، و بالتالي فإذا رغب حامل الأوراق بخصمها قبل موعد استحقاقها فإن

احتمال تعرضه لخسائر كبيرة يكون مستبعد.

ب- **تدني درجة مخاطر الدين ذاته** :

والتي ترتبط باحتمال عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه. فنظرا لأن الأوراق المالية المتداولة

فيه "خصوصا في القطاع الثانوي" تكون صادرة من مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية

أو البنوك المركزية أو المؤسسات الحكومية لذلك تكون احتمالات عدم الوفاء منخفضة جدا.²

المطلب الثاني: أسواق رأس المال:

يمثل سوق رأس المال بشكل عام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي لما لها من اثر ايجابي على

النشاط الاقتصادي وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول

اجل التمويل فيها

¹ زياد رمضان ، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد، 2008، ص 45.

² حسني خربوش، مرجع سابق، ص 39.

الفرع الأول: تعريف أسواق رأس المال:

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل و التي عمرها أكثر من سنة، وتعد من الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، و من صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار و هي من الأسواق الحاضرة التي من خلالها تتم تداول الأوراق المالية بيعا و شراء مع تنفيذ عمليات البيع و الشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية كبيع الأسهم و السندات في السوق المالي.

الفرع الثاني: خصائص سوق رأس المال:

- 1- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل
- 2- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية
- 3- سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
- 4- الاستثمار في السوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي و أقل سيولة أيضا.
- 5- العوائد مرتفعة نسبيا للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الحاضرة.
- 6- يشترط توفير سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، و ذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.¹

الفرع الثالث: أهمية سوق رأس المال:

تلعب سوق رأس المال دورا حيويا في تطوير و تمويل خطط التنمية الاقتصادية و تمويلها، إذ تتبع أهمية هذه السوق من خلال الآتي:

- 1- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- 2- لا يساعد وجود سوق رأس المال على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد.
- 3- منح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي.
- 4- تلعب دورا حيويا في تطوير منشآت الأعمال و نموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال، التي تمثل الأسهم بأنواعها و أدوات المديونية طويلة الأجل في هذا السوق.

¹ نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص69.

- 5- إخفاء صفة العمق و الاتساع للورقة و المرونة في تسيلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، فضلا عن أنها توفر استمرارية و قيمة عادلة للورقة المالية.
- 6- التعامل بالعملات القابلة للتحويل يسمح لسوق المال بالتحول في سوق إقليمية إلى دولية، مما يؤدي إلى نمو الحركة الاقتصادية.¹

الفرع الرابع: وظائف سوق رأس المال:

إن الوظيفة الهامة لسوق رأس المال هي العمل على زيادة رأس المال عن طريق الإصدار الجديدة للجمهور و غيره من المستثمرين في الأوراق المالية و الأسهم و السندات، فسوق رأس المال هو أساس سوق الإصدارات الجديدة، و بالتالي فإنه يعتبر الوسيلة التي يتم من خلالها التمويل الصناعة و تدبير حاجتها من رؤوس الأموال الجارية و الثابتة، إن وجود سوق رأس المال في أي اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف أهمها:

- 1- المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني.
- 2- تشجيع الاستثمارات.
- 3- توفير السيولة.
- 4- قياس أو تقدير قيمة الأصل.
- 5- الحماية أو الرقابة من التقلبات الأسعار.
- 6- يحقق أسعار عادلة.²

الفرع الخامس: مكونات سوق رأس المال:

-أولا: الأسواق الحاضرة (الفورية): و هي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) و يتم من خلالها تصفية العملية مباشرة بتسليم البائع للثمن و تسليمه للأوراق المالية للمشتري و بالتالي المتعامل يكون ملتزم بالتسديد الفوري لثمن الأسهم المشتراة أو مستعد للتخلي عنها فور عقد الصفقة و قبض ثمنها و الاسم الشائع للأسواق المالية الحاضرة هو سوق الأوراق المالية "البورصة".

و تنقسم الأسواق الفورية إلى:

- 1- الأسواق الأولية (أسواق الإصدار): و هي سوق الإصدار أي أنها السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة، إذ تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية و المكتتب بها، إذ يتم فيها بيع الأسهم

¹ عباس الدعوى، مرجع سابق، ص144.

² مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود و المال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2000، ص149.

و السندات الجديدة، أما البائع لها فهو الشركة المصدرة لهذه الأوراق، بمعنى آخر تنشأ هذه السوق عن علاقة بين المقرض و المقرض نتيجة مبادلة السائل (النقود) بالموجودات المالية و تنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين:

أ- سوق التمويل المباشرة: و هي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقرضة و تسويقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق (السماسرة و المتاجرين) و من دون تدخل الوسطاء، و تستخدم الشركة المقرضة أي أداة من الأوراق المالية سواء كانت الأسهم أو السندات للقروض طويلة الأجل، و يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايدة و خاصة بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية.

ب-أسواق التمويل غير المباشرة: و يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقرضين و يبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف آخر (أي أن سوق التمويل غير المباشر يتعامل في السوقين الأولية و الثانوية و بتدخل الوسطاء الماليين).

2- الأسواق الثانوية: و يتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتحققة (كبنوك الاستثمار) و يطلق على هذه السوق بالبورصة و بمعنى آخر إن هذه الأوراق متداولة أصلا و محل استثمار قائم و ليست جديدة، و هذا ما يفرق سوق التداول الثانوية عن سوق الإصدار الأولى أي بعد قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية الجديدة يتم تداولها و نقل ملكية هذه الاستثمارات في الأسواق الثانوية، و تقسم الأسواق الثانوية إلى نوعين هما:

أ- الأسواق المنظمة:

وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان ملموس و محدد يلتقي فيه المستثمرين للبيع و الشراء، كذلك تتميز هذه الأسواق بوجود التشريعات و الأنظمة الخاصة التي يجب على الشركة أو المؤسسات استيفاؤها حتى يتم قيد أسسها أو سنداتها في هذه السوق، و تتعلق هذه القواعد و الشروط (بعدد المساهمين و عدد الأسهم إصدار و إصدار تقرير سنوي يتضمن الحسابات الختامية للشركة و المتعاملون في السوق) فضلا عن ذلك هناك وقت محدد للتداول و على هذا الأساس فإن التعامل في هذه السوق يقتصر على الأوراق المسجلة فقط التي يجب

تداولها بواسطة الشركات المرخصة وفقا للقوانين و الأنظمة المحددة لعملية التداول، و يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظمة على أسواق مركزية و أسواق محلية.¹

ب- الأسواق غير المنظمة: يطلق اصطلاحا الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، و التي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، حيث تتولاها بيوت السماسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدول، و لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصال تتميز بالقوة و التشابك و الاتساع و التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين، و تتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة و على الأخص السندات حيث أكثر من 90% العمليات على السندات تتم في الأسواق غير المنظمة.²

3- السوق الثالث: هو قطاع من السوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة و يتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السماسرة خارج أعضاء السوق المنظمة و هذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية و كذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السماسرة هذا التعامل في الأوراق المسجلة في السوق المنظم بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية.

4- السوق الرابع: و هو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السماسرة و مما يسهل هذا الاتصال و جود شبكة قوية من الاتصالات سواء عن طريق الهاتف أو الحاسوب الآلي و بالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العملات التي تدفع للسماسرة. و في هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظمة أو خارجه.

ثانيا: أسواق آجلة "مستقبلية":

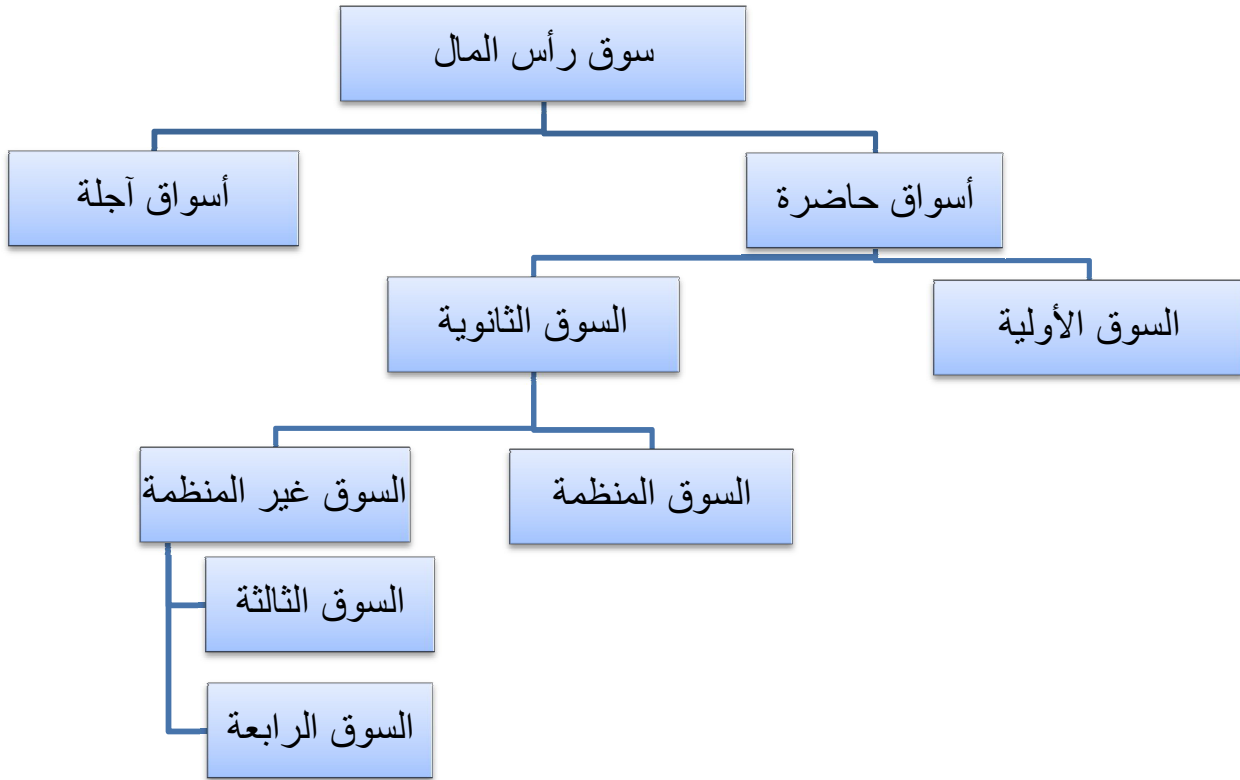
و هي أسواق تتعامل بالأسهم و السندات" من خلال عقود و اتفاقيات تبرم بين المتعاملين من خلال تحديد سعر الأوراق المالية محل العقد و تاريخ مستقبلي لتنفيذه بمعنى أنه يتم عقد العمليات مباشرة و لكن تؤجل تصنيفيتها لموعد لاحق لذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية إلا بعد فترة معينة متفق عليها بين طرفين حيث تشترط أنظمة السوق على المتعاملين بها تقديم تأمين مالي [تغطية]حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا و يختلف

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 147-148.

² لعجالي زكية، الاستثمار في الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود و مالية، سنة 2010، ص13.

حسب نوع العمليات المعقودة و تعرف هذه الأسواق بأسواق المشتقات المالية لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق الأسعار من أدوات الأسواق المالية الرئيسية [الأسهم و السندات] و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يشجع المستثمر المتردد إلى توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية.¹

شكل رقم 2- مخطط توضيحي لسوق رأس المال



من إعداد الطالب بالاعتماد على ما سبق

¹ راشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم و تقديم الأدوات، دار البازوري للنشر و التوزيع الأردن، 2010، ص 106، 107.

المطلب الثالث: المتعاملون في الأسواق المالية:

1) المستثمرون الأفراد:

يمثل ادخار الأفراد أو الجمهور مصدر للتمويل لا يستهان به، حيث يعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية، نظرا لاملاكهم كمية هائلة من السيولة، كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية. و يوجد مستثمرون كبار في سوق الأوراق المالية يتميزون بتوجه جهودهم نحو الحصول على المعلومات و رصد تحركات السوق، لذلك تكون قراراتهم الاستثمارية عادية مبنية على أسس سليمة بينما لا تتوافر مثل هذه الإمكانيات للمستثمر الصغير، و إذا أضفنا إلى ذلك عدم توافر الوعي الاستثماري لدى الكثير منهم، فإن ذلك يوضح ضرورة نشر الوعي بين هذه الفئة و إعطائهم نفس حظوظ المدخرين الكبار و كذا حمايتهم من التلاعبات و ذلك بتوفير جملة من الشروط و التي تتمثل فيما يلي:

- منع إقامة تكتلات و منع احتكار الأوراق المالية لفئة معينة على حساب فئات أخرى.
 - منع التقنيين العاملين بالبورصة من إعطاء معلومات خاطئة عن الأسعار الحقيقية بهدف الحصول على عمولات مرتفعة على الصفقات التي يتم إبرامها.
 - منع أصحاب الأوراق المالية من بيعها بأسعار أقل من سعرها الحقيقي أو بأسعار مرتفعة، حتى لا يقع البائعون الآخرون تحت طائلة الاضطرابات، و من ثم يتم بيع ما يملكون من أوراق بأسعار منخفضة لفائدة البائعين الأوليين الذين يقومون ببيعها وفق سعرها الحقيقي بعدما يتم تحديد الأسعار وفق آليات العرض و الطلب.
 - منع التصريح بمعلومات تمنح امتيازات لفئة معينة على حساب فئات أخرى.
- مما سبق، فإنه من المفيد للمستثمرين الصغار توجيه استثمار أموالهم عن طريق صناديق الاستثمار، الذي بإمكانه ضبط إيقاع السوق و عدم تعرضه لهزات عنيفة.

2/ بنوك الاستثمار:

بنك الاستثمار عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة التي من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على الأموال، فعندما ترغب شركة مساهمة في الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويل الأجل (سندات) أو أدوات ملكية (أسهم) فإنها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل إصدار و بيع أوراقها المالية. و تجدر الإشارة إلى أن بنك الاستثمار ليس بنكا عاديا وسيطا يقبل الودائع و يمنح القروض و إنما هو بنك يقوم بتمويل شراء الإصدار من الشركات بالكامل و إعادة بيعها للجمهور.

و تسمى هذه العملية بالتعهد لضمان الإصدار، ويقدم بنك الاستثمار من خلال هذه العملية عدد من الخدمات إلى شركات المساهمة تتمثل فيما يلي :

- تقديم النصيحة و الإرشاد، باعتبار أن بنوك الاستثمار تتعامل بشكل دائم مع سوق رأس المال و اكتسابها بذلك لخبرة كبيرة في هذا المجال، مما يمكنها من تقديم النصائح للشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية و مساعدتها في اختيار أيهما أفضل، إضافة إلى توقيت الإصدار، و ذلك لان تسعير الأوراق المالية يكون أسهل إذا كان للشركة أوراق مالية متداولة في السوق الثانوية ، بينما عندما تصدر الشركة أوراق مالية لأول مرة من خلال الاكتتاب العام، فإنه يكون أكثر صعوبة في تحديد السعر المناسب لها و يتطلب التسعير في هذه الحالة أن يضع بنك الاستثمار جميع المهارات و الخبرات التي يمتلكها في ذلك.

- مساعدة الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية و إيداع ملف الاعتماد لدى الهيئات المنظمة للبورصة.

- ضمان إصدار الأوراق المالية، حيث يقوم بنك الاستثمار بشراء كامل الإصدار في وقت و تاريخ محدد و عند سعر معين، و بعد ذلك يقوم بإجراءات بيع الإصدار إلى الجمهور عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به الإصدار .

و تجدر الإشارة إلى أن بنك الاستثمار قد يتعرض إلى مخاطر كبيرة عند قيامه بضمان الإصدار، لذلك قد يقوم بنك الاستثمار بإبرام عقد شركته مع بنوك استثمارية أخرى تتعهد بالمساهمة في ضمان الإصدار و بيعه.

3/صناديق الاستثمار: تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية و ليس في السوق الأولية كما هو

الحال في البنوك الاستثمارية، و بالتالي فإن وجودها ينشط سوق الأوراق المالية، حيث يوفر بديلا آخر للمدخرين بدلا من اللجوء مباشرة إلى السوق، و عليه فإن صناديق الاستثمار عبارة عن صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو شركات المساهمة و تديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة و كفاءة، هدفها تجميع الأموال من الأفراد و المؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار و استخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية، بما يحقق التنويع الكفاء و العائد المناسب لحملة الوثائق.

و تحقق صناديق الاستثمار عدة مزايا بالنسبة للمستثمرين و لاسيما المدخرين الصغار باعتبار أن هذا الأخير لا يمكنه توزيع استثماراته في الأوراق المالية بكفاءة، و عدم توفره على الخبرة اللازمة في تكوين محفظة الأوراق المالية، لذلك فإنه يلجأ إلى هذه الصناديق لما تحققه من مزايا الخبرة المهنية مقابل أعباء بسيطة، كما توفر

صناديق الاستثمار سيولة للمستثمر في الوقت الذي يراه، حيث يمكن للمستثمر أن يطلب من هذه الصناديق أن تشتري منه وثائق الاستثمار التي أصدرتها.¹

4/ المستثمرون التأسيسيون:

يمكن تعريفهم بأنهم : الهيئات المالية التي تقوم بجمع موارد ادخارية، و تكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام في شكل قيم منقولة.و يعتبر المستثمرون التأسيسيون من أكبر عارضي السيولة و من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يلعبون دورا أساسيا في تنشيط هذه السوق.

أنواع المستثمرين التأسيسيين: من بين أهم المستثمرين التأسيسيين ما يلي :

-الصناديق ذات الطابع الاجتماعي.

-شركات التأمين.

-صناديق الإيداع و الضمانات.

هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

1-الصناديق ذات الطابع الاجتماعي:

و هي عبارة عن هيئات تقدم لمنحطيتها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من الدخل (أجور، رواتب) حيث يتم تجميع هذه الأموال و توجيهها لشركاء أسهم و سندات و التعامل بها في البورصة قصد تحقيق عوائد، و التي تمكنها من مواجهة و ترقية مصاريفها المتزايدة.

و من أهم الصناديق ذات الطابع الاجتماعي نجد ما يلي :

أ- صناديق الضمان الاجتماعي التي تهتم بفئة الأجراء و غير الأجراء.

ب- صناديق الضمان الاجتماعي التي تهتم بفئة العمال المتقاعدين.

ج- صناديق البطالة التي تهتم بفئة العاطلين عن العمل.

و نظرا للفارق الزمني بين عملية الاقتطاع و عملية تسديد الحقوق التي تمنحها هذه الصناديق فإن هذه

الأخيرة تقوم بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عوائد إضافية.

2-شركات التأمين :

و هي هيئات تقوم بالتأمين على الحياة، كما أنها تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص و تحصل مقابل ذلك على عمولات مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، و المحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.

¹ لعجالي زكية ، مرجع سابق، ص 17-18.

3-صناديق الإيداع و الضمانات:

تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من اللذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل، و هذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عائد مقبول و المحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة.

4- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية:

تلعب هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية دورا هاما في جلب المدخرات، نظرا لما تملكه من خبرة واسعة في مجال البورصة و تتكون هذه الهيئات عموما من:

أ- **شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت:** يسمح هذا النوع من الشركات للأشخاص من استثمار أموالهم فيها، حيث يتولى إدارة محفظة الأوراق المالية شراء و بيعا لفائدة المساهمين بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة.

ب- **شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير:** و هي شركات تتكون رأس مالها من مجموعة حصص المساهمين بها حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغيير بالارتفاع و الانخفاض، و هذا بسبب دخول و خروج المساهمين نتيجة بيع و شراء حصصهم.

ج- **الصناديق الجماعية للتوظيف:** و هي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال، و يتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، و ذلك بهدف جذب الأفراد و العائلات غير المختصة في النشاط بالبورصات باعتبار أن إنشاء هذه الصناديق و تسييرها مضمون من طرف هيئات مالية مختصة.

د- **نوادي الاستثمار:** و هي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية و إدارتها بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب و ظروف السوق و يتم ذلك إما بناء على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصح و المشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض النادي للقيام بذلك و تختلف هذه النوادي عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك بكل عميل محفظة مستقلة خاصة به.¹

5/المتعاملون الآخرون :

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين الآخرين الذين بإمكانهم التدخل في سوق الأوراق المالية و هم :

¹ بوبتة نسرين، الأسواق المالية و دورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة، دراسة لواقع التجربة المغربية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصة، ص45-46.

أ/ المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة: تقوم المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة باستثمار جزء من أموالهم في الأوراق المالية و هذا بغرض استثمار النقدية الزائدة و الفائضة في الخزينة في أوراق مالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل، حيث تعتبر هذه المؤسسات من الأطراف الفاعلة و المؤثرة على اتساع و نشاط سوق الأوراق المالية ، خصوصا من خلال برامج الخصخصة التي قد تجذب عددا كبيرا من المستثمرين و يلقي إقبالا كبيرا عند الطرح للاكتتاب العام.

كما توجد عدة شركات تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في أسواق رأس المال، تأخذ شكل شركات المساهمة أو توصية بالأسهم ، هدفها القيام بعمليات السمسرة، حيث تتولى تنفيذ عمليات شراء و بيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، أو يكون هدفها القيام بعمليات المقاصة و التسوية من خلال توليها عمليات تنظيم استلام و تسليم الأوراق المالية المتعامل بواسطة شركات السمسرة و تسوية الوضعيات المالية الناتجة عن عمليات التداول و عمل المقاصة المترتب عليها.

ب/البنوك التجارية:

تمتلك البنوك خبرة واسعة في الشؤون المالية، و عليه تعد من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية حيث يأخذ تدخل البنوك التجارية في سوق الأوراق المالية أحد الأشكال الآتية:

-ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص ، حيث تقوم بترويج و تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، إضافة إلى المشاركة في المشاريع و تنميتها، كما يمكن للبنوك أن تقوم بالاكتتاب في القروض بسوق السندات.

-ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحساب الغير، و ذلك بإدارة محافظ الأوراق المالية و صناديق الاستثمار مقابل حصولها على عمولات، كما يمكنها القيام بمختلف الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية خاصة إذا كانت هذه الأنشطة تخص سندات تصدرها الدولة أو هيئاتها.

ج/الجمعيات ذات الطابع غير الربحي :

تتكون من الجمعيات و التنظيمات ذات الطابع الاجتماعي و الثقافي و العلمي و الرياضي و التي غالبا ما تكون لهذه الجمعيات سيولة كبيرة بإمكانها أن توظفها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عوائد تساعد في الأخير من أن توسع في أنشطتها.¹

6/الوسطاء و التقنيون بالسوق:

¹ طارق عبد العال حامد، دليل المستثمرين إلى البورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، القاهرة، 2000، ص 43-44.

لتوضيح مختلف أنواع التقنين في البورصة و وظائفهم، فإنه سيتم عرض التقنين الذين يعملون ببورصة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها من أشهر البورصات في العالم، حيث تضم عضوية البورصة خمسة أنواع من أعضاء و هم:

- السماسرة الوكلاء.
- سماسرة الصالة.
- تجار الصالة.
- المتخصصون.
- تجار الطلبات الصغيرة.

1/ السماسرة الوكلاء : يعمل السماسر الوكيل كوكيل لمكاتب السمسرة، كما يمكن أن يعمل لحسابه الخاص و يظل الوكيل في حاجة إلى مكاتب السماسرة نظرا لارتفاع تعاملاتها، حيث تحقق من وراء ذلك عوائد طائلة تتمثل في العمولات المتأتية من مكاتب السمسرة ، و تقدم هذه الأخيرة خدمات عديدة و متنوعة من أهمها :

➤ توفير المعلومات عن طريق التقارير السنوية، و التي تساعد المستثمر على اتخاذ قراره للاستثمار بناء على هذه المعلومات.

➤ تقدم مكاتب السمسرة لعملائها إرشادات في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، و قد يقوم المكتب بإدارة محفظة العميل و اتخاذ القرارات نيابة عنه.

➤ تقديم التسهيلات الائتمانية بتوفير خدمة الاقتراض للعملاء في حالة الشراء من خلال تسهيلات و هو ما يطلق عليه البيع على المكشوف.

➤ توفير الخزائن لحفظ الأوراق المالية للعملاء، و من ثم لا يحتاج العميل إلى نقل الأوراق المالية كل مرة يقوم فيها بالشراء أو البيع، كما يترتب على ذلك قيام المكتب بتحصيل العائد في تاريخ الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن السماسر الوكيل لا يقوم بتقديم هذه الخدمات التي يجب أن يقدمها مكتب السمسرة، و إنما يقدم خدمة الشراء و البيع فقط للعملاء و الحصول على العملة.

2- سماسرة الصالة:

هؤلاء السماسرة يقدمون الخدمة لمن يطلبها و لا يعملون لبيت سمسرة معين، و غالبا ما ينفذون طلبات الوكلاء السماسرة في فترات ذروة نشاط السوق مقابل الحصول على عمولة، و بهذا يمنعون حدوث اختناق في المعاملات، الشيء الذي يتيح للمؤسسات أن تتعامل مع عدد أقل من السماسرة الوكلاء.

و عليه فإن سمسرة الصالة يقدمون الخدمة لأي شخص يطلبها، و على ذلك يقوم بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة ، كما تلجأ أحيانا مكاتب السمسرة لهم لتأدية الخدمة في حالة وجود تعاملات واسعة و عدم قدرة السمسرة الوكلاء على تغطيتها.

3/تجار الصالة: يطلق عليهم التجار المسجلين، و هم يختلفون عن سمسرة الصالة لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط و هم مضاربون يبحثون في الصالة عن فرص بيع و شراء أوراق مربحة و يتاجرون بدون عمولة لأنهم يمتلكون مقاعدهم، و هم في بعض الأحيان يبيعون و يشترون نفس الأسهم في نفس اليوم عدة مرات لكي يحصلوا على ربح ناتج من تغير بسيط في الأسعار، و هذا النشاط يسمى بالتجارة اليومية، و عليه، فإن تجار الصالة يعملون لحسابهم الخاص فقط من أجل تحقيق ربح ولا يستطيعون تنفيذ عمليات لحساب شخص آخر.

4/المتخصصون:

يجمع المتخصصون بين نشاط السمسار و نشاط الاتجار في الأوراق المالية، حيث ينفذ عمليات لصالح سمسرة مقابل عمولة كما أنه يتعامل لحسابه الخاص، و لكنه يتخصص في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، و لا يجوز أن يتعامل مع الورقة الواحدة أكثر من متخصص واحد.

ويلتزم المتخصص وفقا لشروط تسجيله و ممارسته للنشاط، بتحقيق التوازن في السوق بمعنى الحفاظ على هامش ربح صغير، و من ثم يتدخل المتخصص في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس، للحفاظ على التوازن بين العرض والطلب حتى لا تتغير الأسعار بهامش كبير.

وعليه يمكن القول أن بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين باعتبارهم مسئولين على خلق سوق يتصف بالعدالة و الانتظام من خلال التعامل بالأسهم المخصص لهم.

5/تجار الطلبيات الصغيرة:

يقوم تجار الطلبيات الصغيرة بشراء الأوراق المالية و توفيرها للمشتريين بكميات صغيرة و يحصلون على فرق السعر بين البيع¹.

¹ لعجالي ركية، مرجع سابق ص ص 24-25.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالي:

تعد الأدوات المالية المحرك الأساسي لسوق المال باعتبارها السلعة المتداولة في هذه السوق و تختلف هذه الأدوات حسب طبيعة اختلاف تقسيم السوق المالي، حيث تختلف نوع السوق، و هذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث و ذلك من خلال :

المطلب الأول : الأدوات المتداولة في سوق النقد :

يتوقف اتساع السوق النقدية على تنوع الأصول التي تباع و تشتري فيها و على مدى توفر السيولة المناسبة لسد حاجات التعامل، و تتوقف سيولة السوق على مدى سهولة تحويل تلك الأموال إلى نقود عند الضرورة الأمر الذي يعتمد على نشاط التعامل و على مقدار ما يتوفر السوق من موارد و يقتضي ذلك بحث أنواع الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد، و من أهم تلك الأوراق هي :

الفرع الأول : أدونات الخزينة :

هي أدونات دين قصيرة الأجل تستخدمه الحكومة للحصول على أموال تكون بحاجة إليها، و تصدر لأجل تتراوح بين 3 أشهر و سنة، و هذه الادونات لا يترتب عليها مدفوعات فائدة منتظمة و لكنها بدلا من ذلك تباع بخصم و ذلك يعني أنها تباع بمبلغ يكون أقل مما تعدُّ الحكومة بدفعه بتاريخ الاستحقاق، و الفرق بين سعر الشراء و القيمة المدونة على الأذن (القيمة الاسمية) تكون هي العائد على إذن الخزينة.

و تعتبر أدونات الخزينة أكثر أدوات سوق النقد سيولة، و يتم تداولها بكثرة و تعتبر أكثر أدوات السوق أمانا لأنه لا يوجد أي احتمال للاختلاس و الاحتيال، و سبب ذلك أن الأدونات يتم إصدارها عن طريق الحكومات و التي بدورها تلتزم بدفع جميع الديون الموجودة عليها من خلال زيادة الضرائب أو إصدار نقد جديد و تحتفظ البنوك بأكبر قدر ممكن من أدونات الخزينة، أما الأفراد و الشركات المساهمة و الوسطاء الماليون فيحتفظون بنسبة أقل.

الفرع الثاني : القبولات المصرفية:

عبارة عن أمر دفع قصيرة الأجل منخفضة المخاطر تصدره مؤسسة اقتصادية أو صاحب مؤسسة تجارية للبنك الذي يتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية و تتأرجح في حدود (30-180) يوما، و يقوم البنك بالتصديق عليها (قبولها) و الالتزام بدفع قيمتها لحاملها عند تقديمها إلى البنك، و غالبا ما يستخدمها المستورد

عند استيراده بضاعة من الخارج، إذ يتعهد بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق، و تتداول هذه القبولات و بشكل واسع لأغراض تمويل التجارة الخارجية.

الفرع الثالث : شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

وهي عبارة عن أوراق تصدر من قبل المصارف التجارية ، تترتب على حاملها بذمة الجهة المصدرة لها الحصول على الاستحقاقات و التي لا تتجاوز السنة الواحدة و بنسبة مئوية من القيم الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة و التي تحمل هذه الورقة الرمز الشائع في التداول (CDS) و يتم التداول على أساس سعر الفائدة و ليس الخصم (أي أنها لا تباع بخصم القيمة الاسمية كما في أدوات الخزينة دائما يمكن لحاملها أن يحصل على قيمتها في أي وقت مقابل التضحية بجزء من الفائدة التي تخص المدة المستوفية من الاستحقاق).

الفرع الرابع: الأوراق التجارية:

وهي تعهدات غير مضمونة بموجبات مادية تصدرها الشركات ذات المراكز القوية تتراوح آجالها ما بين (30-270) يوما و أحيانا تكون إصداراتها بالأشهر ما بين (2-6) أشهر، و تتسم الأوراق التجارية بالمخاطر العالية نسبيا قياسا بحالات الخزينة، إضافة إلى أنها تصدر بآجال قصيرة، و يتم التعامل بها في سوق النقد الثانوي.¹

الفرع الخامس: اتفاقيات إعادة الشراء:

اتفاقيات إعادة الشراء ما هي إلا قرض قصير بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، إذ لا يترتب على عقد البيع حياة الأوراق المالية المعينة من التاجر إلى المستثمر، بل تبقى في حوزة التاجر و لكن الاتفاق ينص على رهن الأوراق لصالح المستثمر و في بعض الأحيان يطلب المستثمر أن يتم رهن مخزون التاجر من الأوراق المالية و ليس فقط الأوراق المالية محل الاتفاق و ذلك لضمان سداد الأموال المقترضة، و تعد البنوك التجارية حيزا نشطا لشراء صكوك تلك الاتفاقيات و بيعها، و غالبا ما تكون مدة الإقراض يوما واحد أو عدة أيام و لكن هناك بعض الاتفاقيات قد تعطي مدة أطول تصل إلى شهر، و تحتسب المكاسب على الأموال المقترضة بالفرق ما بين عقد البيع و عقد الشراء، و إذا كانت هناك فرصة لإبرام العقدين بالقيمة ذاتها فإن المنافع التي يحصل عليها المستثمر تتمثل بفائدة يحدد معدلها مسبقا.

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 157.

الفرع السادس: قروض فائض الاحتياط الإلزامي:

يمكن للمصارف التي يوجد لديها فائض في الاحتياط الإلزامي أن تقرضه لمصارف أخرى تعاني من عجز فيه، و لا تعد تلك القروض أوراقا مالية بالمعنى المفهوم ذلك أنها تمثل تعهد غير مكتوب، مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي يلتزم فيه المصرف المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتجدد وفقا لقانون العرض و الطلب.

و على الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياط الإلزامي، إلا أنه من الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول، و ذلك عندما يضطر المصرف لاقتراض تلك الأموال لاستخدامها في الاستثمار حينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم، هذا و يؤدي البنك المركزي دور الوسيط بين المصارف المقرض و المصرف المقترض. كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرة بينهما أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.¹

الفرع السابع: قروض الدولارات الأوربية:

وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل و تتمثل في الودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة أو في المصارف الأجنبية داخل الولايات المتحدة، و تستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو فروع المصارف الأمريكية في الخارج، عندما تحتاج إلى موارد مالية.

ويتم تداول تلك الودائع بأحجام كبيرة مما جعل تلك سوق تلك الودائع تعرف يسوق الحجم الكبير وتشمل تلك الودائع قيام البنك الذي يتمتع بفائض نقدي على إقراض هذا الفائض النقدي إلى بنك آخر يعاني من عجز نقدي، و بذلك تنتقل ملكية الوديعة من البنك المقرض إلى البنك المقترض، و عادة يتم هذا الاقتراض طبقا للمعدل العام للاقتراض بين البنوك بلندن و المعروف LBIOR، و عادة يقوم بإضافة مقدار من العمولة إلى هذا المعدل و لما كان معدل الـ: LIBOR، يتغير بصورة مستمرة فإن معدلات العائد على الودائع الدولار الأوربي تتغير أيضا بصورة مستمرة.

¹ حسني خربوش، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا رشيد، مرجع سابق، ص 53.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال:

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق رأس المال، فهي بمثابة السلعة الرئيسية المتداولة في هذه الأسواق، حيث تمثل الأوراق المالية صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول المنشأة ما، أو الحقين معا، و لتوضيح ما سبق سوف يتم التطرق إلى:

الفرع الأول: تعريف الأسهم:

أولا: تعريف الأسهم: يمكن تقديم تعاريف للسهم

1- **التعريف الأول:** الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، و يمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها و الذي يتكون من مجموعة الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.

2- **التعريف الثاني:** الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب و المضاف من قبل المستثمرين، الذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد للشركة، و بالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن و رأس المال الفعلي و رأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي إقتناها المستثمرون.

و من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية و تمثل حق ملكية للمكتتب بها و قابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال لشركة الأموال.¹

ثانيا - القيم المختلفة للسهم: يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم و من أهمها:

1- **القيمة السوقية:** و هي القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في البورصة و قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، و تتحدد هته القيمة على أساس المعلومات المتعلقة بالشركة (المركز المالي، أداء الشركة، الظروف الاقتصادية و السياسية) إضافة إلى التوزيعات السنوية، و تتأثر هذه القيمة بالعرض و الطلب على الأسهم، لذلك فالقيمة السوقية لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم خاصة إذا كانت البورصة غير كفئة.

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص

2- **القيمة الدفترية:** تتمثل في حقوق الملكية، التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية. قد تتساوى القيمة الدفترية مع القيمة الاسمية عند بداية النشاط، و تكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات و تكون أقل في حالة تحقيق خسائر، و تحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المصدرة.

3- **القيمة التصفوية:** تتمثل القيمة التصفوية في حصة السهم من القيمة التصفوية لكل موجودات الشركة، و هذا بعد تسديد الالتزامات، و حقوق الدائنين (قروض، سندات) و حملة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية.

4- **القيمة الاسمية:** و هي القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في البورصة و قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، و تتحدد هذه القيمة على أساس المعلومات المتعلقة بالشركة (المركز المالي، أداء الشركة، الظروف الاقتصادية و السياسية) إضافة إلى التوزيعات السنوية، و تتأثر هذه القيمة السوقية بالعرض و الطلب على الأسهم ، لذلك فالقيمة السوقية لا تمثل القيمة الحقيقية للسهم خاصة إذا كانت البورصة غير كفئة.¹

ثالثاً - العوامل المحددة لقيمة السهم:

عند التحدث عن العوامل المحددة لقيمة السهم، فإننا نشير عادة إلى القيمة الجارية (القيمة السوقية) والتي تتعرض لتغيرات مستمرة، و هذا راجع لكثرة العوامل التي تؤثر عليها، و من أهمها نذكر ما يلي :

- يؤثر المركز المالي للشركة على سعر السهم تأثيراً سلبياً أو إيجابياً و ذلك حسب الوضعية، فكلما تمتعت الشركة بصحة مالية أحسن كلما ارتفع سعر السهم، و كلما تدهورت الوضعية المالية للشركة كلما انخفض سعر السهم.
- معدلات الأرباح الفعلية سواء كانت محققة أو مستقبلية فهي تلعب دوراً كبيراً في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم.
- معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و التوقعات المستقبلية فهي تلعب دوراً في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم.

¹ بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسجلة في بورصة عمان الفترة 1996-2006، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير فرع تسيير المؤسسات ، جامعة منطوري قسنطينة ص 11.

- معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و التوقعات المستقبلية لإتجاهاتها.
- توزيعات الشركة للأرباح نهاية السنة.
- الأوضاع الاقتصادية يزيد الطلب على الأسهم في فترات الاستقرار و الانتعاش الاقتصادي، نظرا لارتفاع الإيرادات مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم. بينما ينخفض الطلب على هذه الأخيرة في أوقات الأزمات و الانكماش الاقتصادي، و يتسبب ذلك في زيادة عرض الأسهم للبيع مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.¹

رابعاً: خصائص الأسهم :

تتميز الأسهم بالخصائص التالية

- السهم أداة حق ملكية و هي حصة من رأس المال لشركة مساهمة و لا يمكن أن تكون حق مديونية.
- ليس له تاريخ استحقاق كونه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية.
- عدم ثبات العائد و تذبذبه ما بين الربح و خسارة و ذلك تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالوحدة الاقتصادية.
- يعطي نوعين من العائد هما عائد رأس المال عند بيع السهم و عائد جاري أي نصيب السهم من الأرباح الموزعة.
- له حق الإدارة : التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب مجلس الإدارة.
- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطا ايجابيا ، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم و حالات الرواج، أي أنه استثمار جيد في جميع الحالات.²

خامسا : أنواع الأسهم:

للسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة تعرضها كما يلي:

1- تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به:

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها أو حسب الشكل الذي يظهر به إلى ثلاث أنواع كالاتي

- أ- **الأسهم الاسمية:** أين يقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، على أن يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد في سجلات المساهمين للشركة المصدرة عند تداول هذه الأسهم في البورصة.

¹ بن عزوزة عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير - قسنطينة - 2016 ص 28.

² محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية و الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون ، 2009 ص 61.

ب- **الأسهم لحاملها:** وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد و ذلك هي تشبه إلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوها، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم الإعلان عن اسم المستثمر، سهولة التداول ، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة و التهرب الضريبي كما أن لها بعض العيوب كتعرضها للسرقة أو الضياع و حملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

ج- **الأسهم الانذنية (السهم الأدنى):** و يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترحا بشرط لأمر أو الإذن وعليه انتقال الملكية عن طريق التظهير و بدون حاجة للرجوع إلى الشركة.¹

2- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى أنواع عدة نذكر منها:

أ- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقدا، و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في مواعيد التي تحددها الشركة.

ب- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن.

ج- **الأسهم المجانية:** تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي، و بالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، و يتم توزيعها على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم في الأسهم الأصلية.²

3- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى نوعين نوجزهما كما يلي:

أ- **الأسهم العادية:** و هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، و التي تعود إلى أسباب و تقييمات متباينة و هكذا

¹ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، ص 122-123.

² محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موافقها من الأسواق، أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لنديا والطباعة و النشر، مصر، 2000، ص 48.

فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، و في حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، و لحاملها حصة ملكية في الشركة و لهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة و السندات المعتمدة، و حسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء و التدخل في الشؤون الإدارية.¹ فإن للمساهم العادي الحقوق التالية:

- يحق للمساهمين العاديين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.
- يحق للمستثمر (حامل السهم) أن يكون مالكا جزئيا لموجودات الشركة، و ذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، و أن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.
- الاطلاع على دفاتر و سجلات الشركة.
- لحملة الأسهم العادية الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكونه حاليا فيها، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.²

ب/ الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز كما يلي: "أنه يمثل سند ملكية و له قيمة اسمية و دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، و السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق و لكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في وقت لاحق، و حامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية و له الحق في التوزيعات السنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. أما إذا لم تحقق الشركة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات.³

و يتمتع حملة هذه الأسهم الممتازة بالحقوق التالية:

¹ السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار على حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصة، البنوك، صناديق الإستثمار)، دار الجامعة للنشر، 2009، ص 90.

² بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 31.

³ السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار على حنفي، مرجع سابق ص 93.

➤ حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها. و هذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الأسهم للحصول على الأرباح.

➤ حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

➤ تمكن الأسهم الممتازة المنشأة المصدرة لها من الاستفادة من مزايا السندات و الأسهم معا، حيث لا تكون المنشأة ملزمة عن دفع الأرباح في شكل توزيعات سنوية (و هي بذلك تشبه الأسهم العادية كما تضمن عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في الإدارة)

و يكمن الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة في العناصر التالية:

❖ يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية و لا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

❖ حاملة السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة

❖ يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح هذا معناه أن حملة الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.

❖ في حالة التصفية فان الأولوية في هذه الأموال تكون لحملة الأسهم الممتازة مقارنة بحملة الأسهم العادية ولكن الأسبقية تكون لحملة السندات في أموال التصفية.

يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الأسهم الممتازة، بحيث تقوم بشراءها من أصحابها، و لا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.¹

سادسا: الاتجاهات الحديثة للأسهم:

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم، و سوف ينصب اهتمامنا على أنواع المستحدثة نستعرض أهمها مما يلي:

أولا: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية:

فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم المستحدثة نستعرض أهمها فيما يلي :

¹ بن عزوز عبد الرحمن ، مرجع سابق ص 33.

1- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية، يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

2- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل الاحتساب الضريبي ، كما نص على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

3- **الأسهم العادية المضمونة:** ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.¹

ثانيا: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة:

كغيرها من الأوراق المالية عرفت الأسهم تحسينات و تحديثات أظهرت إلى الوجود مجموعة من الاضافة تدخل كلها تحت إطار الأسهم الممتازة غير أنها تختلف عنها بخصائص محددة منها.

1- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** عادة ما تكون التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة ثابتة، حيث تحدد بنسبة من القيمة الاسمية للسهم، و في عام 1982 ظهرت فكرة ربط توزيعات الأسهم بالعائد على نوع من أنواع السندات الحكومية، حيث يتم تحويل نسبة التوزيعات لهذه الأسهم على أساس التغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة لهذه السندات، و يقلل هذا التحديث من مستوى المخاطر التي يواجهها المستثمر.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 265-267.

2- الأسهم التي تمنح لحاملها الحق في التصويت: الشائع أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت، إلا أن النظام الداخلي لبعض الشركات قد يمنح حاملي الأسهم الممتازة الحق في اتخاذ القرار عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية خاصة حين يتعلق الأمر بالقرارات الخاصة بالتوزيعات.¹

فرع الثاني: ماهية السندات:

تحتاج الشركات لتمويل مشاريعها بالإضافة إلى الأسهم إلى نوع آخر من التمويل وهو الإقراض. وهذا من أجل بلوغ أهدافها في مواصلة النشاط و توسيعه بأعلى كفاءة و بأكبر مردودية. يتم هذا الإقراض إما بصفة مباشرة من البنوك مقابل دفع فوائد سنوية، أو عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات وجاء هذا المطلب لإلقاء الضوء على هذه الأداة من خلال التطرق إلى العناصر التالية:

- تعريف السندات و خصائصها

- أنواع السندات

- الاتجاهات الحديثة للسندات

أولاً: تعريف السندات :

تعريف السندات: للسند عدة تعاريف أهمها:

التعريف الأول: السند هو عبارة عن عقد أو أداة دين طويلة الأجل، تصدره الشركات أو الحكومات و طبقاً لهذا العقد يقبل المقرض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، و يحمل السند قيمة اسمية و تاريخ استحقاق و معدل فائدة محدد.

التعريف الثاني: السند وعد مكتوب من قبل المقرض (المصدر) يدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حاملة بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة.

التعريف الثالث: يطلق اسم السند على الأوراق المالية التي تعطي لحاملها صفة الدائن حيث يعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقرض) و المستثمر (المقرض)، يتم بموجبه إقراض مبلغ معين من طرف الثاني إلى الطرف الأول، و الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها في تواريخ محددة.²

و من خلال ما سبق يمكن اعتبار السندات أدوات دين أو إقراض تطرح في السوق الأوراق المالية لأجل طويلة و تعتبر عن مديونية بقيمة اسمية و بمعدل فائدة محدود و تاريخ استحقاق أيضاً محدد.

¹ نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، مرجع سابق، ص 79.

² على بو عبد الله، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، بسكرة، 2014، ص 18.

ثانيا: خصائص السندات:

- ❖ يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم ترحح، و يترتب عليها الإفلاس إن عجزت عن دفعها.
- ❖ استقاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- ❖ قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- ❖ تحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند و سعر الفائدة الجاري في السوق.
- ❖ لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- ❖ لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- ❖ تعتبر الفوائد على السندات من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.
- ❖ تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، و بقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عن انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- ❖ صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- ❖ في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة.¹

ثالثا: أنواع السندات

التقسيمات المختلفة لأنواع السندات:

بالاعتماد على مجموعة من الاعتبارات يمكن تقسيم السندات إلى الكثير من الأنواع:

1/ من حيث جهة الإصدار: يمكن أن نميز نوعان:

أ/سندات خاصة (غير حكومية): تصدر عن الشركات المساهمة كالسندات العادية و العقارية و غيرها لتلبية احتياجاتها التمويلية.

ب/سندات حكومية (عامة): و هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام و الخاص، و هذا بهدف تمويل العجز في الميزانية العامة.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص 88.

2/بحسب تاريخ الاستحقاق: و يصنف هذا المعيار إلى:

أ/سندات محددة المدة: في ظل هذا النوع يتم سداد القيمة الاسمية لكافة سندات الإصدار الواحد. في تاريخ واحد.

ب/سندات تسدد على أقساط: و هي تلك السندات التي تم إصدارها في إصدار واحد، و تستحق في تواريخ مختلفة، ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد التزاماتها لحاملي السندات على دفعات.

3/من حيث الضمان: وتقسم إلى:

أ/سندات مضمونة: و هي سندات مضمونة بأصول معينة كالسندات المضمونة بالأسهم أو بالعقارات.

ب/سندات غير المضمونة: و تصدر عادة هذه السندات من طرف الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها و الضمان هنا هو المركز المالي للشركات.

4/ من حيث تسجيل حامل السند: و تصنف إلى:

أ/سندات اسمية: و هي السندات التي يكتب فيها اسم المالك، حيث يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجه السندات، و يستلم المالك الفوائد المستحقة في تواريخها تلقائياً.

ب/سندات لحاملها: لا يسجل على هذه السندات اسم المالك عند الإصدار، و بالتالي فكل من يحملها يعتبر مالكةا، و تدفع القيمة الاسمية و الفوائد المستحقة للشخص الذي يحمل شهادة السند و يثبت ملكيتها.

5/من حيث العائد:

أ/ سندات ذات عائد ثابت: و هي تقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية تاريخ الاستحقاق.

ب/ سندات ذات عائد متغير: و هي سندات يتغير معدل فائدتها حسب معدل الفائدة السائد في السوق.

6/السندات حسب الامتيازات المقدمة لمالكها:

أ/ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: و تتميز بميزة إضافية عن غيرها، و هي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك.

ب/ سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بملغ يفوق سعر إصدارها.

7/ السندات حسب الجنسية:

أ/ محلية: و تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين محليين.

ب/ أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين أجانب و يتم تداولها في الداخل.

8/ سندات حسب ما تحققه الشركة:

أ/ **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحقق الشركة من ناتج نشاطها

ب/ **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، و ما تحققه الشركة من نتائج، و بالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.¹

رابعا: اتجاهات جديدة في السندات:

استحدثت في الثلث الأخير من القرن العشرين أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية نذكر منها:

1- **سندات لا تحمل معدل كويون:** تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يقوم

المستثمر باسترداد القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق و إذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ استحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق.

2- **سندات معدل فائدة متحرك:** حيث يحدد سعر الفائدة مبدئي لهذه السندات، يعاد النظر فيه كل ستة

أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة في السوق و قد استحدثت هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم.

3- **سندات ذات الدخل:** حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق

فيها أرباحاً، إلا أنه قد ينص العقد على تسديد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباح من السنة اللاحقة.

4- **السندات الرديئة:** استحدثت هذه السندات في الثمانينات من القرن الماضي لتمويل و امتلاك أعضاء

مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

5- **سندات المشاركة:** و هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في الحق في جزء من أرباح المنشأة

إضافة إلى الفوائد الدورية.²

¹ ضياء مجيد الموسوي، البورصات و أسواق رأس المال، مؤسسة الشباب الجامعية، القاهرة، 2003، ص 58، 59.

² عبد الغفار حنفي، و رستمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 273-274.

الفرع الثالث: الأوراق المهجنة و المشتقات المالية:

كان الغرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات. خاصة في العقود الأخيرة. هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع و حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر و لقد أخذت هذه الأدوات أشكالاً متعددة، و هو ما سيتم توضيحه في هذا الفرع من خلال العنصرين الآتيين: -الأوراق المهجنة، -المشتقات المالية.

أولاً: الأوراق المهجنة:

و هي تلك الأوراق التي تجمع خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية و بين خصائص السندات التي تمثل حق المديونية و أهم أنواعها هي:

1- **سندات المساهمة:** و هي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة، و تعتبر ديون

أبدية و بمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت و الآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحقق من طرف الشركة المصدرة له، و لا يوجد لها تاريخ استحقاق.

2- **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطى

لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية و في المقابل لا تعطى لحاملها الحق في التصويت و المشاركة في الجمعية العمومية و توجيه سياسة الشركة، و تلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، و بالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

و من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت و لحاملها الحق في الأرباح، و الحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.¹

ثانياً: المشتقات المالية:

يقصد بالمشتقات المالية أن هناك ما يتم اشتقاقه من الأصل، و المقصود هنا بالمشتقات أنها اشتقت من الأوراق المالية الأساسية، و لذلك فهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة من الأوراق المالية. هناك العديد من المشتقات ولكن معظم المستثمرين يركزون على نوعين من المشتقات المالية هما: عقود الخيار (الخيارات المالية) والعقود المستقبلية، و بالإضافة إلى هاذين النوعين فهناك أيضاً مشتقات أخرى مثل عقود المبادلة و سوف يتم التطرق في هذا العنصر إلى المشتقات التالية:

1- عقود الخيار

2-العقود المستقبلية

¹ ين عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 43.

3- عقود المبادلة

1- تعريف عقود الخيار:

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار و بموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلا معينا و في تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق و ذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.

وعقود الخيار قد يكون عقد شراء أو بيع، و يعطى العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة (الخيار الأمريكي)، و تاريخ محدد (الخيار الأوربي) بسعر متفق عليهم قديما، و نظرا لأن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الخيار) مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد و لا تعتبر جزء من قيمة العقد، إذا تمثل قيمة شراء حق الخيار.

إن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة أو ورقة مالية يتم تداولها في السوق المالية و يتذبذب سعرها صعودا و هبوطا مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل أو الالتزام المشتقة منه، و من هنا يتم استخدامه بكثافة في عمليات التحوط أو المضاربة.¹ و بناء على ذلك يمكن أن نستنتج ما يلي:

- ❖ -الاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الخيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعا و شراء أو أن التوقعات المتضاربة، تعد أساس في إنشاء خيار البيع أو الشراء.
- ❖ -تسمى هذه العقود حقوق الخيار نظرا لأنها تعطى لمشتري العقد الحق و ليس إلزامه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.
- ❖ -التنفيذ لا يعني حتما تسليم و استلام الأصل موضوع التعاقد بل قد يتحقق ذلك من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم و الاستلام.²

¹ محمد مطر، فايز نيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى عمان، 2005، ص 256-257.

² بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 45.

أ- أركان عقود الخيار:

أركان عقود الخيار هي:

- 1- مشتري الحق و هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، ويكون لهذا المشتري الحق في تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني و هو محرر حق الخيار.
- 2- محرر الحق و هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.
- 3- سعر التنفيذ و هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.
- 4- السعر السوقي و هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- 5- تاريخ التنفيذ و هو تاريخ إبرام الاتفاق و هو عادة أول يوم لسريان الاتفاق
- 6- تاريخ الانتهاء و هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، و هذا التاريخ آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوربي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد و تاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأمريكي.
- 7- المكافأة و هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون المشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.¹

2- العقود المستقبلية:

العقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع و إما لشراء أصل معين بسعر محدود و بتاريخ مستقبلي محدود أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل و من هنا جاء تعبير المستقبلي لوصفه العقد.

أ- أركان العقود المستقبلية:

1. السعر في المستقبل و هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل.
2. تاريخ التسليم أو التسوية و هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل

¹ محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها، مدخل للتحليل الأساسي و الفني، دار الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 311-312.

3. محل العقد و يقصد به الشيء المتفق علي بيعه و شراءه بين طرفي العقد و الذي يكون بضائع، أوراق مالية، عملات....إلخ.

4. مشتري العقد و هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفعه السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

5. بائع العقد و هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في تاريخ محدد في المستقبل.

من خلال ما سبق يمكن توضيح ما يلي:

تنفيذ عقود الخيار يكون اختيار من قبل المشتري، في حين تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة المكافئة المدفوعة في حالة الخيارات بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلية استرداد الهامش المبادئ الذي تم إيداعه في حالة تنفيذ العقد.¹

3- عقود المبادلة:

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، و من أكثر استخدمتها تغطية مخاطر تغيير سعر الفائدة و تعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة ثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما، و تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية) وعقود المبادلة ملزمة لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات و المدفوعات (الأرباح و الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ. كما يمكن تعريفه بأنه " اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية.²

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص ص 124-128.
²² محد صالح الحناوي، نهال مصطفى جلال، إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 324.

المبحث الرابع: كفاءة الأسواق المالية:

إن مصطلح الكفاءة، مصطلح واسع الانتشار و لقد تم استخدامه في العديد من المجالات العلمية والاجتماعية وكذا الاقتصادية و لقد تم استخدامه في قياس كفاءة المؤسسات الاقتصادية من أجل زيادة الإنتاجية وكذا استخدامه في الأسواق المالية وهذا من أجل الرفع من عوائد المستثمرين و تحسين أداء المستثمرين و كأسلوب يتم من خلاله إعطاء صورة على مستوى و مكانة السوق المالي.

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة و خصائص التنظيمية للسوق المالية الكفاء:

تعكس كفاءة السوق عادة وجهة نظر كل من المستثمر أو من ينوب عنه، من سمسار الأوراق المالية والمحللين من جهة، ونضرة السوق نفسه بالإضافة إلى وجهة نظر المجتمع بالنسبة لدرجة فعالية السوق بالإضافة إلى الخصائص التي يتميز بها

الفرع الأول: مفهوم الكفاءة للأسواق المالية:

أولاً: تعريف أول: و المقصود بكفاءة الأسواق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و خاصة الأسهم و بين البيانات و المعلومات المتاحة و المتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة المتداولة على سعر هذه الأوراق بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، و أن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل و خارج السوق في الوقت نفسه و بنفس النوعية و الكمية و بكلفة منخفضة، و هذه العلاقة يجب أن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل للورقة المالية محل التداول، و السوق الكفاء هو الذي يجعل تخصيص و توجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية.

والسعر العادل هو ذلك السعر الذي تتساوى عنده القيمة الحقيقية للورقة المالية مع القيمة السوقية لها وعلى هذا الأساس فإن الكفاءة تعني توفر البيانات و المعلومات بالكمية و النوعية و الوقت لكافة المستثمرين و انخفاض الكفاءة تعني عدم توفر المعلومات أو البيانات، و تؤدي إلى تحقيق عائد غير طبيعي و غير اعتيادي يزيد عن العائد الذي يتساوى مع درجة الخطر للسوق المالي، و لذلك تسعى إدارة السوق إلى عدم فسح المجال لأي من المستثمرين في الأسواق المالية أن يحقق عائد غير طبيعي أو غير اعتيادي يزيد عن العائد الذي يتناسب مع درجة الخطر على الاستثمارات في الأوراق المالية.¹

¹ دريدي كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 70-78.

الفرع الثاني: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفاء:

- إن من أهم الخصائص التنظيمية الواجب توافرها للسوق المالي للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقولة ما يلي:
- 1- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء و وكلاء يقومون بعمليات للتداول، و يمثلون شركات الوساطة و البنوك و المؤسسات الأخرى التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة.
 - 2- وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة الأسواق المالية و تشرف على تطبيقها، و تعمل على تطويرها باستمرار و تراقب عمليات التداول عن كثب.
 - 3- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية و لاستمرارية و إيقاف هذا الإدراج.
 - 4- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع و الشراء و أسعار الطلب و العرض، التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.
 - 5- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر و تحديد أسعار الصفقات بسرعة، و هناك طريقتان متبعتان في العادة هما طريقة المزيدة و طريقة المفاضلة و يتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم.
 - 6- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع و الشراء مهما كانت صغيرة.
 - 7- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم و تسجيلها و نقل ملكيتها و تسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.
 - 8- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين و المتاجرين المعتمدين اللذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل و يؤمنون سوقا مستمر و نشيطة في الأسهم.

المطلب الثاني: الشروط السوق الكفاء و أنواعها:

هناك مجموعة من الشروط التي يجب ان تتوفر في السوق المالي لتحقيق الكفاءة:

الفرع الأول: شروط السوق الكفاء:

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في السوق المالية من أجل أن تكون هذه السوق كفؤ و أهمها:

- 1- أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة و هذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين و المشترين و تتوفر لهم حرية الدخول و الخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار، وكذلك يجب أن يكون سوق عميق.
- 2- أن توفر للسوق المالية خاصة السيولة للأوراق المتداولة، و بتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أما المستثمرون لبيع و شراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة و بالوقت المناسب و بالسرعة المناسبة.
- 3- أن تتوفر للسوق المالية وسائل و قنوات اتصال فعال توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة و حديثة حول سعر و حجم العمليات التداول و التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض و الطلب.
- 4- توفر عناصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن الأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين و بشكل يحد عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.¹
- 5- توفر التقنيات الحديثة و وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية.
- 6- عدم وجود قيود على الدخول و الخروج من السوق، بالإضافة إلى تخفيض تكلفة عدد الصفقات كلما كانت التكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة و تقاس على أساس نسبتها إلى القيمة المعاملة و تسمى الكفاءة الداخلية.
- 7- سرعة الاستجابة. و يقصد بها وجود رد فعل رشيد للأسعار كاستجابة لتوافر معلومات جديدة خاصة في ظل توافر النظم الالكترونية للاتصال و تشغيل البيانات.
- 8- توفير السيولة: و هي القدرة على بيع و شراء الأصول بسرعة و سهولة (صلاحية الأسهم للعرض في السوق). و بسعر محدد و معروف، أي عدم حصول تغير كبير و فجائي في سعر السهم بين معاملة و أخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة و جوهرية.²

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 19.

² محمد أحمد النبي، مرجع سابق، ص 45.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي:

تشير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، و يرى البعض أن كفاءة لا تكون إلا إذا وجدت فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسع كل منهم الحصول على المعلومات الإضافية و تحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية و بذلك يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة هما:

أولاً: الكفاءة الكاملة: إن مفهوم الكفاءة الكاملة هو أن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بالسرعة و بدون تكلفة حيث تصل إلى المستثمرين بعدالة و في نفس الوقت و أن المستثمر يتجاوب مباشرة لهذه المعلومات فيفترض أن تكون هذه المعلومات محللة و أن المستثمر قادر على اتخاذ القرار حسب هذه المعلومات إن كانت حسنة أو سيئة أو كان لها تأثيرها على سعر السهم إيجابي أو سلبي. بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة و المعلومات متاحة للجميع و بدون تكاليف.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية:

في ظل الكفاءة الاقتصادية فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت من وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

و لكن بسبب تكلفة المعلومات و الضرائب و غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباح غير عادية على المدى الطويل.¹

¹ بونته نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة، دراسة لواقع التجربة المغربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، بسكرة، 2015، ص 78.

المطلب الثالث: متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية و مستوياتها:

الفرع الأول: متطلبات تحقيق كفاءة سوق المالي:

إن كفاءة سوق المالي تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها و عدالة فرص الاستفادة منها و تكاليف الحصول عليها. كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد الأكثر ربحا و يستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

1- الكفاءة التخصّصية: تعبر الكفاءة التخصّصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية

إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، و يرى البعض أن السوق الكفاء هي التي بإمكانها تحقيق تخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، و يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات، وفي هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين الأول المباشر و الثاني غير المباشر. فمن خلال الدور المباشر عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم يشتركون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظرة أن تحققها هذه المؤسسة، و هذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق و تفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها و زيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراض و هي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها.

2- الكفاءة التسعير: تدعى بالكفاءة الخارجية، و في هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق

المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق و كذا تحقق التوازن بين جانبي العرض و الطلب، كما لا يستطيع أي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع و الشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم، فلا يمكن القول إذا ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.

3- كفاءة التشغيل: تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية، و يمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق

التوازن بين العرض و الطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، و بالتالي فإن كفاءة التسعير

تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات و كذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة و بيوت الخبرة و صناعات السوق من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم في السوق، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل و الأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.¹

الفرع الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية:

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي و ليس مطلقا، فقد قام عالما التمويل المشهوران هاري روبرت و يوجين قاما بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات، حيث تحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتاحة و هذه المستويات هي:

أولاً: المستويات الضعيفة: أي أن أسعار الأسهم المتداولة تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم و بمعنى آخر أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية و بلا وجود علاقة بين بعضها البعض و هذا بالتالي يؤدي للاستنتاج بأنه غير ممكن تحقيق أرباح غير عادية في ظل وجود سوق كفؤ و هذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل، و بالتالي فإنه حسب هذه النظرية فإن المستثمرين غير قادرين على الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

ثانياً: المستوى القوي:

فحوي هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي أن المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات و التي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المؤسسة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها، و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته و في ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى و لو استعان بخبرة أفضل مستشاري في السوق، و حتى و لو كان هو رئيس إدارة المؤسسة المصدرة للسهم.

¹ بوثة نسرين، مرجع سابق، ص 82.

ثالثاً: المستوى شبه قوي: و هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية و الحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم و أرباحها و نتائج أعمال الشركات المصدرة و لا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لعدم معرفتهم و تماثل وجودها معهم، و يمكن تحديد الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك مثلاً باستخدام تحليل السلاسل الزمنية.¹

¹ حسني على خريوش و آخرون، مرجع سابق، ص 57.

خلاصة :

من خلال دراستنا لهذا الفصل تم الخروج بمجموعة من النتائج من أهمها ما يلي :

1-إن المقصود بالأسواق المالية هي المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد، إذ أن الاقتصاد يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالي مزدهر و متطور.

2-إن للأسواق المالية دور بارز في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي و الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي.

3-تعد السوق المالية ممول رئيسي لشركات قطاع الأعمال، و هي السبيل المفضل الذي يلجأ إليه المستثمرون و الشركات لتمويل أنشطتهم الاستثمارية.

4-يتكون السوق المالي من عدة أسواق وجدت لتجمع بين بائعي و مشتري الأوراق المالية، فهي الميكانيكية التي أنشأت لتسهيل عملية تبادل الأوراق المالية، و تشمل سوقين : سوق أولي و هو ما يعرف بسوق الإصدار و سوق ثانوي و هو السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف المضاربة لتحقيق الأرباح.

5-يقوم نشاط الأسواق المالية على تداول أدوات طويلة الأجل ، سواء في شكلها التقليدي الذي رافق ظهورها كالأسهم بنوعيتها و كذلك السندات ، بالإضافة إلى الأدوات المالية في شكلها الجديد ممثلة في عقود المشتقات المالية، و هذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظائفها و ذلك من تعبئة للمدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

6-الأسواق المالية العالية الكفاءة تعتبر محفز قوي للمستثمر من خلال ما توفره من أسعار عادلة للأوراق المالية و حماية الأطراف المتبادلة.

فصل الثاني
الإطار النظري
للأستثمار

تمهيد :

لقد أصبحت كل الدول دون تمييز تنظر إلى الاستثمار على انه حتمية و أداة للنمو الاقتصادي و عنصر حساس و أداة فعالة للنهوض بالاقتصاد، بما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية و استغلال للموارد البشرية، إلا أن إدارة و توجيه الاستثمارات الموجهة الضرورية لخدمة التنمية الاقتصادية تعد الأهم لأن الكثير من الدول النامية وجدت نفسها تستثمر في أنشطة و مجالات لم تحقق مفعولها، لذلك يجب تحديد الشروط و تهيئة الظروف الملائمة للاستثمار حتى يكون فعلا في خدمة التنمية الاقتصادية.

و بهدف دراسة الاستثمار بشيء من التفصي تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية

المبحث الاول : عموميات حول الاستثمار

المبحث الثاني : المناخ الاستثماري و مصادر تمويله و محفزات الاستثمار

المبحث الثالث :مجالات و محددات و أدوات و عوائد و مخاطر الاستثمار

المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار:

لقد أصبح ينظر إلي الاستثمار على أنه حتمية و أداة للنمو الاقتصادي، لما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية و استغلال للموارد البشرية، إلا أن إدارة و توجيه الاستثمارات لخدمة التنمية الاقتصادية تعد الأهم و عليه يجب تحديد الشروط و تهيئة الظروف الملائمة للاستثمار، حتى يكون فعلا في خدمة التنمية الاقتصادية المرغوبة.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار و خصائصه:

يعتبر الاستثمار المحرك الرئيسي لاقتصاد أي بلد ذلك أنه يمتص أنه يمتص الأموال المدخرة و يوجهها للنشاط الاقتصادي من أجل تلبية احتياجات الأفراد المختلفة، و مفهوم الاستثمار يختلف من اقتصاد لآخر و من فرد لآخر.

سنحاول التعرض في هذه النقطة إلى مفاهيم أخرى حول الاستثمار و ذلك كما يلي:

الفرع الأول: تعريف الاستثمار: لقد تعددت التعاريف و المفاهيم المتعلقة بالاستثمار، عند الكثير من الكتاب و الخبراء الاقتصاديين، إلا أن هذه التعاريف تتضمن الكثير من التشابه و يمكن التعرض إلى البعض منها:

يمكن تعريف الاستثمار بأنه: "التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة، و ليس مجرد تأجيلها فقط كما هو الحال بالنسبة للدخار و ذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل".

كذلك الاستثمار هو " سلسلة من المصروفات تليها سلسلة من الإيرادات و ذلك في فترات زمنية متعاقبة و هذا الاستثمار، قد يكون مادي كالأراضي، المباني، و الآلات، و على شكل غير مادي كالتقود تحت الطلب كالسندات و الأسهم"¹

كذلك يعرف الاستثمار على أنه " استخدام المدخرات في تمكين الطاقات الإنتاجية الجديدة اللازمة لعمليات الإنتاج السلع و الخدمات و المحافظة على الطاقة الإنتاجية القائمة أو تجديدها.

كما يرى البعض أن الاستثمار يعني " التضحية بمنفعة حالية من إشباع استهلاكي من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي أكبر."²

¹نصر الدينين مسعود، دراسة و تقييم المشاريع الاستثمارية، دراسة حالة شركة الاسمنت بيني صاف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تلمسان، 2010، ص 26.

² عبد العزيز قادي: الاستثمارات الدولية، دار النشر و التوزيع بوزريعة، الجزائر، 2004، ص 11.

كما يمكن تعريف الاستثمار ماليا و محاسبيا و اقتصاديا كما يلي:

أولاً: المفهوم المالي للاستثمار:

يعرف الاستثمار من المنظور المالي على أنه نفقات مالية في مدة معينة مقابل الحصول أو عدم الحصول على إيرادات في المستقبل، أو هو " كل اكتساب للأصول سواء كانت ثابتة أو متداولة، ملموسة أو غير ملموسة، إضافة إلى الاحتياجات المولدة من دورة الاستغلال".¹

كذلك يعرف على أنه تجميد رؤوس الأموال من أجل شراء أصل صناعي أو مالي بغرض تحقيق عائد مستقبلي فهو لا يخص الأصول الثابتة أو المالية بل كل النفقات غير المباشرة المرتبطة بمستقبل المؤسسة (البحث، التكوين).²

و على أساس ذلك يتضح لنا أن الاستثمار من وجهة النظر المالية يتمثل في إكتساب الموجودات المالية المتمثلة في السندات و الأسهم و إلى غير ذلك من أدوات الاستثمار المالي.

ثانياً: المفهوم المحاسبي للاستثمار:

يعرف الاستثمار من المنظور المحاسبي على أنه مجموعة الممتلكات و القيم الدائمة، مادية كانت أو معنوية مكتسبة أو منشأة من طرف المؤسسة، و ذلك من أجل استعمالها كوسيلة دائمة الاستغلال و ليس بهدف بيعها و تحويلها.³

كما يعرف أيضا على أنه عبارة عن كل سلعة منقولة أو عقار، أو سلعة معنوية (خدمة)، أو مادية متحصل عليها أو منتجة من طرف المؤسسة، و هي موجهة للبقاء مدة طويلة و مستمرة في المؤسسة.⁴ و يتضح من خلال ذلك أن مفهوم الاستثمار من هذا المنظور يتمثل في كل ما تملكه المؤسسة سواء مادي (أراضي، مباني، تجهيزات، لوازم) أو معنوي (محلات تجارية، براءات الاختراع).

¹ نصر الدين مسعود، مرجع سابق، ص 27.

² محمد بوتين، المحاسبة العلمية للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 96.

³ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 12.

⁴ حيزية حاج الله، الاستثمارات السياحية في الجزائر، مقدمة لنيل شهادة ماجستير، تخصص نقود و بنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب، البلدة، 2006، ص 20.

ثالثاً: المفهوم الاقتصادي للاستثمار:

يتمثل الاستثمار من وجهة النظر هذه أنه " كل تضحية آنية بالأموال على أمل الحصول في المستقبل على إيرادات أو تدفقات نقدية خلال فترة زمنية معينة، بحيث العائد الكلي أكبر النفقات الأولية للاستثمار .

و في هذا التعريف يوجد ثلاثة عناصر أساسية يجب أخذها بعين الاعتبار و المتمثلة فيما يلي:

1/مدة استرجاع الاستثمار: تتمثل في وقت أو مدة استرجاع المؤسسة أموالها المستثمرة سواء في مدة طويلة أو مدة قصيرة و ذلك حسب البيئة المحيطة بالاستثمار .

2/مردودية الاستثمار: في هذه الحالة لا يمكن اتخاذ قرار الاستثمار إلا إذا تلمح للمؤسسة أو صاحب الاستثمار على أساس الدراسات السابقة أنه هناك إيرادات مستقبلية أكبر من التكلفة الأولية للاستثمار يعني هناك مردودية.

3/المخاطر المستقبلية: يعتبر الخطر من أهم خصائص الاستثمار حيث كذلك لا يمكن اتخاذ قرار الاستثمار من طرف المستثمر بصفة دقيقة إلا إذا قدر أو تتبأ بالمخاطر الممكن التعرض لها في المستقبل. نلاحظ أن مفهوم الاستثمار من وجهة النظر الاقتصادية أكثر توسعا من وجهات النظر الأخرى.¹

الفرع الثاني: خصائص الاستثمار:

هناك مجموعة من الخصائص الأساسية التي تميز الاستثمار و هي:

1/التكلفة المبدئية للاستثمار: و تتمثل في المبالغ المدفوعة من أجل انجاز المشروع و التي من خلالها يتم اقتناء أصول و دفع التكاليف اللازمة لانطلاقه،و العناصر التي يجب مراعاتها عند تحديد كل تكلفة تكمن في الموارد الأولية اللازمة للتشغيل، الأجور، و كذا تكاليف تكوين العمال.²

2/التدفقات النقدية: و تتمثل هذه التدفقات في العوائد السنوية التي تحققها المؤسسة خلال سنوات عمر المشروع بحيث ننتظر من استثمار معين تدفق نقدي ناتج عن كل الإيرادات و النفقات المتعلقة بهذا المشروع و تنقسم هي التدفقات إلى قسمين :

¹محمد بوتين، مرجع سابق، ص 94.

²طاهر حردان، مرجع سابق، ص 14.

أ/تدفقات داخلية: وهي التدفقات أو العوائد ، الناتجة أساسا عن نشاط المشروع و التي يكون التنبؤ بها صعبا نسبيا بالنظر إلى كون هذه الإيرادات تتوقف على عوامل و ظروف خارجية لا يمكن للإدارة التحكم فيها من جهة ، و كذا صعوبة تحديد الإيرادات الخاصة بالمشروع عن الإيرادات الكلية التي تتعلق بنشاط المؤسسة ككل في حالة الاستثمارات التوسعية من جهة أخرى.

ب/تدفقات خارجية: تتمثل في نفقات التشغيل و تنقسم إلى تكاليف استثمارية أولية و تكاليف الاستغلال، حيث أن الأولى تتحملها المؤسسة و تتوقف قيمتها على حجم المشروع و تسمى تكاليف رأسمالية و أما الثانية فهي تكاليف يتحملها المشروع و تضم تكاليف اليد العاملة و المواد الأولية، الإشهار ... إلخ.

3/مدة حياة المشروع: إن الفترة التي تحقق المشروع إيرادات صافية تمثل مدة حياة المشروع الاستثماري، و في مدة الحياة نميز بين العمر الاقتصادي الذي تقصد به الفترة التي يكون تشغيل المشروع فيها اقتصاديا، أي تحقيق أقل تكلفة مع وجود عائد و العمر الإنتاجي هو عبارة عن الفترة التي ينتظر أن يكون خلالها المشروع صالح للإنتاج.

4/القيمة المتبقية من الاستثمار: عند نهاية حياة المشروع الاستثماري، يظهر تدفق في نهاية آخر سنة استغلال قد يستخدم لتغذية مشاريع أخرى أو يعتبر تدفقا نقديا موجبا يضاف إلى آخر تدفق نقدي للاستثمار.¹

المطلب الثاني: أهمية الاستثمار:

يعتبر الاستثمار الركيزة الأساسية للنمو الاقتصادي و إرادة فعالة لتحقيق جميع الأهداف الاقتصادية و الاجتماعية للمجتمع بحيث يؤدي إلى رفع المستوى الاقتصادي فهو يؤدي دورا هاما في تحريك النشاط الاقتصادي و إذا أردنا أن نظهر الأشياء التي تجعل من الاستثمار ظاهرة هامة فإننا نذكر ما يلي:

1/تحقيق عوائد مستقرة أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير منقطعة ، و هنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعينة بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمتها الحقيقية من جانب و تتجاوز التكاليف الفرصية المتأثية عن البدائل الأخرى من جانب آخر.

2/استمرار الدخل و زيادتها بوتائر متصاعدة، و يمثل هذا الهدف من أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية و لتوكيد رغباته في رفع مستويات معيشته و ثم قدراتها الإنتاجية ، و يمكن من خلال ذلك تعزيز المحفظة الاستثمارية بمزيد من النشاطات الجديدة.²

¹ حاج الله حيزية، مرجع سابق، ص 23.

² معروف هوشيار، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع عمان، طبعة 2005 ص، ص 20، 21.

- 3/ مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي و ذلك من خلال إدخال التكنولوجيا الحديثة و المتطورة و تكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.
- 4/ مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة و من ثم محاربة الفقر و الجهل و بعض أشكال التخلف.
- 5/ مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدولة من خلال التوجه إلى إنشاء المشروعات التي تحقق هذه السياسة.
- 6/ مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع، و هذا يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع و الخدمات الأساسية و الكمالية ، كما يساهم أيضا في استخدام الموارد المحلية كالمواد الخام و الموارد الطبيعية.
- 7/ توفير التخصصات المختلفة من الفنيين و الإداريين و العمالة الماهرة.
- 8/ مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين، و هنا يكمن الاستثمار في توظيف هذه المدخرات و تقديم العوائد للمدخرين.

المطلب الثالث: أهداف الاستثمار:

و يكمن أن نجل أهداف الاستثمار رغم تنوعها في المحاور التالية:

1/ الأهداف الاقتصادية:

- زيادة الإنتاج السلي و الخدمي الممكن تسويقه بفاعلية، و بالتالي تحقيق دخول مناسب لعوامل الإنتاج فضلا عن زيادة الدخل الوطني.
- زيادة قدرة الاقتصاد الوطني على تشغيل عامل الإنتاج، و إيجاد فرص التوظيف على القوى العاملة و رأس المال و الأرض و الإدارة، بالشكل الذي يقضي على البطالة في كافة صورها و أشكالها.
- تعظيم الربح لأنه الهدف الذي يسعى المشروع لتحقيقه، كعائد على رأس المال المستثمر و لزيادة نموه و تطوره.
- زيادة قدرة المشروع على استخدام الأكفأ و الأعلى لعوامل الإنتاج خاصة الموارد الخام و الطاقة، باستخدام الطرق التشغيلية و التكنولوجية المتقدمة.

- تقوية بنیان الاقتصاد الوطني بالشكل الذي يعمل على تصحيح الاختلالات الحقيقية القائمة فيه و يعيد توزيع المساهمات و مشاركة القطاعات الإنتاجية المختلفة.
- توفير ما تحتاجه الصناعات و أوجه النشاط الاقتصادي الحالية من مستلزمات الإنتاج و المعدات و الآلات الخاصة بها.
- تعميق التصنيع المحلي للخدمات المحلية و السلع الوسيطة المنتجة محليا، لزيادة قيمتها المضافة و بالتالي زيادة العائد و المردود الاقتصادي.¹

2/ الأهداف التكنولوجية: و تتمثل فيما يلي:

- تطوير التكنولوجيا و أساليب الإنتاج المحلية لتصبح أقدر على الوفاء باحتياجات الدولة و الأفراد.
- تطوير و استيعاب التكنولوجيا و أساليب الإنتاج التي تم استيرادها من الخارج لتصبح مناسبة للظروف المحلية.
- المساعدة في إحداث التقدم التكنولوجي السائد، بتقديم النموذج الأمثل الذي يتم الأخذ و الاقتداء به من جانب المشروعات المماثلة و المناسبة.
- اختيار الأنماط و الأساليب التكنولوجية الجديدة المناسبة لاحتياجات النمو و التنمية الدولية.²

3/ الأهداف الاجتماعية:

- تطوير هيكل القيم و نسق العادات و التقاليد بالشكل الذي يتوافق مع احتياجات التنمية الاجتماعية و الاقتصادية و القضاء على السلوكيات الضارة.
- تحقيق التنمية الاجتماعية المتوازنة، بين مختلف مناطق الدولة عن طريق استخدام المشروع الاستثماري كأداة للإسراع بالتنمية و تطوير مناطق الدولة.
- القضاء على كافة أشكال البطالة، على بؤر الفساد الاجتماعي و الأمراض الاجتماعية الخطرة التي تفرزها البطالة.
- تحقيق العدالة في توزيع الثروة و ناتج تشغيل هذه الثروة على أصحاب عوامل الإنتاج.
- تحقيق الاستقرار الاجتماعي و الإقلال من حالات التوتر و القلق الاجتماعي و ذلك بتوفير احتياجات المجتمع من السلع و الخدمات الضرورية.

¹ آدم مهدي أحمد، الدليل لدراسات الجدوى الاقتصادية، الشركة العالمية للطباعة و النشر، القاهرة، 1999، ص 7.

² منصور الزين، آليات تشجيع و ترقيّة الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2006، ص 24.

إرساء روح التعاون و العمل كفريق متكامل و بعث علاقات متطورة بين العاملين في المشروع الاستثماري.

4/ الأهداف السياسية:

- تعزيز القدرات التفاوضية للدولة مع الدول الأخرى و المنظمات.
- إيجاد قاعدة اقتصادية تعمل على تعميق و تعزيز الاستقلال الوطني بمضمونه الاقتصادي.
- زيادة القدرة الأمنية و أداء النظام السياسي بشكل قوي من خلال توفير أساس اقتصادي قوي يرفع من مكانة الدولة سياسيا في المجتمع الدولي.
- تغيير نمط وسلوكيات البشر و انتظامهم في كيانات و منظمات و مشروعات تجعل منهم قوة فاعلة في المجتمع تؤكد أمن الوطن.
- تغذية القدرات الدفاعية و الحربية للدولة سواء للاستخدام العسكري أو لاستخدام السلم.¹

المبحث الثاني: المناخ الاستثمار و مصادر تمويله و محفزات الاستثمار:

المطلب الأول: المناخ الاستثمار:

يعتبر المناخ الاستثماري نتاج تفاعل العوامل الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية و التي تؤثر على ثقة المستثمر و تعمل على تشجيعه و تحفزه إلى استثمار أمواله في دولة ما دون الأخرى، إلا أن نصيب أي دولة من الاستثمارات يعتمد على عوامل كثيرة أهمها المناخ الاستثماري للدولة الجاذبة للاستثمارات و المحفزة للاستثمار بهذه الدولة.

الفرع الأول: مفهوم المناخ الاستثماري:

- هناك أكثر من تعريف للمناخ الاستثماري، حيث يرى الاقتصاديون أنه "البيئة التي يمكن للقطاع الخاص الوطني و الأجنبي" أن ينمو في رحابها بالمعدلات المستهدفة حيث أن تهيئة هذه البيئة تعد شرطا ضروريا لجذب الاستثمارات"

- كما عرف المناخ الاستثماري بأنه: "مجموعة الظروف و السياسات و المؤسسات الاقتصادية و السياسية التي تؤثر في ثقة المستثمر و تقنعه بتوجيه استثماراته من البلد إلى آخر".

¹صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة تجريبية لجمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 41.

- كما عرف المناخ الاستثماري في دراسة أذرباينه: "مجملة الظروف السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية و الطبيعية المحيطة بأي مشروع استثماري، و التي تؤثر بشكل أو بآخر في اتخاذ المستثمر لقراراته بدءاً من فكرة الاستثمار حتى يجني المستثمر ثمار استثماراته و توسعته".

إن مفهوم المناخ الاستثماري يمكن أن ينظر إليه أنه يتمثل في "ذلك النظام الذي يتفاعل مع بيئة المجتمع بما يحتويه من أفراد و منظمات و قطاعات مختلفة و المتغيرات السياسية و الاجتماعية و الاقتصادية و القانونية و التشريعية و الثقافية و الطبيعية"، هذا بالإضافة إلى العناصر الأساسية المكونة له، و مقومات نجاحه التي تعمل من خلال مجموعة من القوانين و السياسات و المؤسسات الاقتصادية المؤثرة في ثقة المستثمر و الجاذبية له بأقل مخاطر و أعلى عائد محقق. "كما أن المناخ الاستثماري هو "محطة إدارة جيدة للاقتصاد الوطني باستخدام أدوات السياسة الاقتصادية (خاصة المالية و النقدية)، بهدف زيادة معدلات النمو الاقتصادية و إطلاق قدراته التنافسية محلياً و عالمياً.

الفرع الثاني: أهمية المناخ الاستثماري:

ترجع أهمية المناخ الاستثماري الجيد إلى تحقيق الثقة للمستثمر و زيادة عامل الأمان من مخاطر الاستثمار و خاصة انسياب الأموال من الخارج إلى الداخل الدولة و المستثمر بها. و هنا يحقق المناخ بذلك مساهمة فعالة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية و الاجتماعية، و مواجهة المتغيرات العالمية و التكتلات الاقتصادية الدولية و ظاهرة العولمة و ما تحققة من منافسة عالية بالإضافة إلى الثورة التكنولوجية العالية السائدة.¹

الفرع الثالث: عناصر المناخ الاستثماري:

يمكن إيضاحها فيما يلي:

- جهاز مالي قادر على تحقيق الاستقرار في جهاز الأسعار و تحقيق التشغيل الكامل، و ذلك بتحقيق التوازنات المالية بهدف النمو المطلوب و المعتمد على الهيكل الضريبي و تنظيم أولويات الإنفاق الحكومي.

- سلطة نقدية محققة لاستقرار اقتصادي مستخدمة بذلك أدوات السياسة النقدية لتحقيق أهداف النمو و المساهمة في تحقيق استقرار اقتصادي و خلق مناخ استثماري جاذب لرؤوس الأموال الأجنبية.

- سياسة تجارية مرتكزة على التوجه الخارجي لزيادة القدرة التنافسية في الأسواق المحلية، و زيادة قوى الدفع لخلق منشآت قادرة على الابتكار، إضافة للمزايا التنافسية داخل الاقتصاد ككل.

¹ علي لطفى : الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي ،بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية و الإدارة ،جامعة الدول العربية ،القاهرة

-سوق عمل قادرة على تنفيذ السياسات الاقتصادية الكلية بنجاح معتمد على معدل الأجر الحقيقي، حيث يعمل على تخصيص عوامل الإنتاج المحلي في استمرار القدرة التنافسية للوصول إلى العالمية. و يعتبر اجتماع هذه العوامل معا شرطا أساسيا مهما في توفير مناخ استثماري مستقر.

الفرع الرابع: مقومات نجاح المناخ الاستثماري:

و لنجاح المناخ الاستثماري نجد أهمية توافر البنود التالية:

-مكونات المناخ الاستثماري، و ذلك بتوفير استقرار سياسي و اجتماعي و ثقافي و اقتصادي.

-عناصر المناخ الاستثماري، و المتمثلي السياسات الاقتصادية المتبعة داخل الدولة.

-التغلب على معوقات و مشاكل الاستثمار.

-درجة التقدم التكنولوجي المحققة داخل الدولة.

إلا أن فئة من الاقتصاديين ترى أن مقومات المناخ الاستثماري الجيد تعتمد على تحقيق الإصلاح الاقتصادي و الخصوصية، و تركز على ما يلي:

-زيادة الاستثمار في القوى البشرية من تعليم و صحة و علاج و تدريب.

-إيجاد مناخ استثماري مناسب أمام المشروعات جميعا وفقا لأولويات السوق.

-تحرير التجارة الخارجية و فتح مجال أوسع للاستثمارات الأجنبية.

-الإصلاح الاقتصادي للهياكل التمويلية داخل الدولة، و الذي يتطلب التشريعات الاقتصادية أول بأول و تنشيط

سوق المال، و جدولة الديون للشركات الاقتصادية المتعثرة، و استثمار و تطوير البحث العلمي، خاصة الرقابة المالية و الإدارة.¹

المطلب الثاني: مصادر تمويل الاستثمار:

يمكن أن نقسم مصادر التمويل إلى:

1-من حيث الملكية و تنقسم إلى:

أ-التمويل من المالكين أنفسهم و ذلك من خلال عدم توزيع الأرباح أو زيادة رأس المال، و يطلق عليه أموال الملكية.

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة تجريبية لجمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 49،50

ب- التمويل من غير المالكين (المقرضين). و قد يكونون مستأجرين للمنشأة أو بنوك تمويل أو مؤسسات مالية و يطلق عليه أموال الاقتراض.

2- من حيث النوع و تنقسم إلى:

أ- التمويل المصرفي ، و هو الذي نحصل عليه من البنوك و المؤسسات المالية الأخرى.

ب- تمويل تجاري، و هو الذي نحصل عليه من التجار.

3- من حيث المدة (الفترة الزمنية) و تنقسم إلى:

أ- التمويل طويل الأجل، مثل القروض البنكية و السندات ..إلخ، بحيث تكون مدته 10 سنوات.

ب- التمويل متوسط الأجل، و هو التمويل الذي يمتد ما بين السنة و العشر سنوات، مثل القروض المصرفية.

ج- التمويل قصير الأجل، و هو الذي تكون مدته أقل من سنة، مثل القروض البنكية و التمويل التجاري ...إلخ.

و في بعض الأحيان يدمج النوعين الأخيرين في تصنيف واحد.

4- من حيث المصدر و تنقسم إلى:

أ- تمويل داخلي، و يكون مصدره من مؤسسة استثمارية أو مالكيها.

ب- تمويل خارجي، و يكون مصدره خارج المؤسسة و بعيدا عن مالكيها مثل الاقتراض البنكي، التمويل التجاري، السندات ...إلخ.

و إذا ما أردنا أن نحدد أي مصدر من هذه المصادر التمويلية هو الأفضل، فقد لا نستطيع ذلك بالشكل النظري المطلق، حيث إن لكل مصدر ظروفه الخاصة إضافة إلى مميزاته و عيوبه، و الجواب إذا يعتمد على العلاقة التفضيلية ما بين المخاطر و المردود الناشئ.

فالاختيار إذا يعتمد على تقدير الشخص المسؤول، و بالاعتماد على دراسة جدوى الاستثمار لكل مشروع.

و بشكل عام فإنه يوجد محددات تساعد في الاختيار بين المصادر التمويلية، وهي :

- 1- ما يفرضه الممولون من قيود أثناء طلب التمويل.
- 2- ما يفرضه الممولون من مواعيد للتسديد، و مدى مناسبة ذلك للتدفقات النقدية للعوائد أو لا، و تاريخ الاستحقاق كما أشرنا في فترات السداد.
- 3- تحديد تكلفة كل نوع من أنواع التمويل إذا كان لكل مصدر تمويلي تكلفة خاصة به، و لا بد من مقارنة ذلك مع العوائد المتوقعة من الاستثمار ، فيتم اختيار المصدر التمويلي ذي العائد الاستثماري المرتفع و التكلفة المنخفضة.
- 4- حجم الأموال التي ترغب المنشأة أو المستثمر في الحصول عليها، و إمكانية تليبيتها من المصادر المختلفة¹.

المطلب الثالث : محفزات الاستثمار:

إن مجرد توفر فوائض نقدية أو مدخرات، لدي الأفراد و المؤسسات، لا يكفي لكي تنشط حركة الاستثمارات. بل يجب أن يرافق ذلك توفر مجموعة من العوامل التي تخلق حافزا لدي من لديهم مدخرات لتحويلها إلى استثمارات نذكر منها:

- 1/ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد و المؤسسات
لأن مثل هذا الوعي يجعل المدخرين يشعرون بالحس الاستثماري، الذي يجعلهم يقدرون الإيرادات المترتبة عن توظيف مدخراتهم في شراء الأصول المنتجة، و ليس مجرد تجميدها في شكل أوراق بنكية، ربما تتناقص قيمتها الشرائية في المستقبل، بفعل عامل التضخم و الأزمات المالية المحتملة.
- 2/ ينبغي توفير المناخ الاجتماعي و السياسي الملائم لعمليات الاستثمار، و ذلك بتوفير الحد الأدنى من الأمان ، الذي يشجع المدخرين على تقبل المخاطر المصاحبة للاستثمار، و من أهم عوامل توفير المناخ المناسب للاستثمار، خلق قوانين و تشريعات، تنظم و تشجع عمليات الاستثمار، و تحفز و تحمي حقوق المستثمرين، سواء كانوا محليين أو أجنب، و تنظم المعاملات في الأسواق المالية.²
- و ينجر عن توفير جو الاستقرار الاقتصادي و الاجتماعي و السياسي، جعل الطمأنينة و عدم الخوف في نفوس المدخرين و المستثمرين.

3/ من دوافع الاستثمار ، توفر سوق مالي كفؤ و فعال، يوفر المكان و الزمان المناسبين، يعطي للمدخرين فرصة في استثمار أموالهم، و للمقترضين في الحصول على تلك الأموال. و بصفة عامة يعطي فرص

¹ علي لطفى : المرجع السابق، ص40، 41

² صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص

الاستثمار لكل واحد منهم في اختيار المجال المناسب، من حيث أداة الاستثمار، و التكلفة و المخاطرة. و ما يميز السوق المالي من حيث الكفاءة في توفير صيغة الديناميكية، و سرعة الاستجابة للأحداث و توسيع هذا السوق، و التسهيلات المناسبة و قنوات الاتصال النشطة بالإضافة إلى التقنين الخاص بهذه المعاملات المالية في مجال الاستثمار.¹

المبحث الثالث : الاستثمار، مجالات ، محددات ، أدوات ، عوائد ومخاطر:

الاستثمار عنصر حساس للكثير من العوامل المؤثرة، لذلك كان الاستثمار كثير التقلبات و غير مستقر وتفسير هذه التقلبات و التغيرات يعد أمرا بالغ الأهمية في التحليل الاقتصادي، ذلك أنه لو أمكن تفسير هذه التقلبات، فإننا نكون قد قطعنا شوطا كبيرا في تفسير التغيرات المنتظمة في الدخل الوطني. و من خلال ما تقدم قمنا بتسليط الضوء على مجالات و محددات و أدوات الاستثمار من خلال ثلاث مطالب و هي كالتالي :

المطلب الأول: مجالات الاستثمار

المطلب الثاني: محددات و أدوات الاستثمار

المطلب الثالث: عوائد الاستثمار و مخاطره.

المطلب الأول: مجالات الاستثمار:

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. و بهذا المفهوم فإن معني مجالات الاستثمار أكثر شمولاً من معني أداة الاستثمار. فإذا كنا نتحدث مثلا عن الاستثمارات الحقيقية أو استثمارات مالية، فإننا نتجه نحو مجال الاستثمار ، أما إذا وجدنا مستثمرا يوظف أمواله في سوق العقار بينما مستثمر آخر يوظف أمواله في سوق العملات الأجنبية فإن تفكيرنا في هذه الحالة نحو أداة الاستثمار.

وبشكل عام تختلف مجالات الاستثمار، و يمكننا تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، حيث توجد في هذا الصدد عدة تبويبات و لكن نحاول التطرق لأهم هذه التبويبات المتعارف عليها وهي: التبويب الجغرافي النوعي حسب الهدف من الاستثمار، و حسب المدة، و التبويب حسب طبيعة الاستثمار.

أولا : التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار: تنحصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية إلى استثمارات محلية و أجنبية.

¹ عبد القادر باب، السياسة الاستثمارية في الجزائر و تحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2004، ص 37، 38.

1/ استثمارات محلية: ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار، وقياساً على ذلك فإن الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية و مهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع عملات أجنبية، أوراق مالية... إلخ.¹

2/ استثمارات أجنبية "خارجية": و تشمل كل الاستثمارات التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من جلاء المستثمر إلى البلاد المضيفة للاستثمار.

و يمكن تعريفها بشكل آخر : الاستثمارات الخارجية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية، و يكون الاستثمار غير المباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم.

نجد أن للاستثمارات الخارجية عدة مزايا، كما أن لها عيوباً أيضاً، و من أهم المزايا :

- توفر الاستثمارات الأجنبية على مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع.

- تنوع الأدوات الاستثمارية تمنح المستثمر توزيع مخاطر الاستثمارات.

- تتميز مجالات الاستثمارات بوجود أسواق منتظمة و متخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار، أسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، الذهب و أسواق العقارات.

- تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة إضافة إلى خبرات متخصصة من المحللين الماليين.

- توفر العديد من الامتيازات تمنحها الدولة المضيفة للاستثمارات الأجنبية منها مثلاً :

الإعفاءات و الحوافز الجبائية، لكن و مع المزايا المتعددة المشار إليها أعلاه، فإن لهذا الصنف من الاستثمارات بعض الاعتبارات التي لا بد من مراعاتها من قبل المستثمرين، لعل من أهمها:

ارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة باحتمالات تغيير الظروف السياسية و الأمنية خاصة في الدول النامية إلى تغييرات معدلات التضخم إضافة إلى مخاطر أسعار الصرف... إلخ.²

¹حسين على الخربوش و آخرون، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى دار زهران للنشر و التوزيع، 2012، ص 34.

²محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري و التطبيقات العلمية، دار وائل للنشر و التوزيع طبعة 5، 2009 ص 76.

ثانيا : التبيوب النوعي لمجالات الاستثمار: تبوب الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمارات إلى:

1/ استثمار حقيقي أو اقتصادية:

يعتبر الاستثمار حقيقيا إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية ، و يعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، و يترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر و من ثروة المجتمع ، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة. و الاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية و من أمثلة ذلك، المشاريع الاقتصادية، العقارات، الذهب السلع و الخدمات، حيث أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني مباشرة و يسهم في تكوين رأس المال في الدولة لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمار الأعمال أو المشروعات، و نجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة و هو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها :

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة.

- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيا (تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين.....).

- اختلاف درجة المخاطر للاستثمار الحقيقي من أصل لآخر، مع الإشارة هنا إلى أن الأصول غير متجانسة مما يزيد في صعوبة التقييم.

2- الاستثمارات المالية:

تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية و يتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي ، يتخذ شكل حصة في رأس مال الشركة "سهم أو سند" و يتمثل هذا الأصل المالي حقا ماليا يكون لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد بشكل قانوني. هذا الحق يتمثل في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

أما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية عموما لا تنشأ عنها أية منفعة اقتصادية إضافية للناج الوطني، رغم الحادث في أسعار هذه الأوراق، إلا إذا كان إصدار هذه الأسهم يهدف لتمويل عملية توسع لصالح مؤسسة معينة أو خلق مشروع جديد محتمل. فهنا تمثل مساهمة في خلق قيمة إضافية ، و كما هو الحال في الأصول الحقيقية يوجد للأصول المالية مزايا و عيوب، لعل أهمها المخاطر التي تصاحب الاستثمار فيها. لكن

المزايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير، ما جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطاباً لأموال المستثمرين أفراداً و مؤسسات.¹

ثالثاً / التبويب حسب الهدف من الاستثمار:

حيث يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية إلى استثمارات توسعية، إستراتيجية و استثمارات في مجال البحث و التطوير.

1/ استثمارات توسعية: حيث يكون الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية و البيعية للمؤسسة بإدخال أو إضافة منتجات جديدة و زيادة الإنتاج من أجل توسيع المكانة أو الحصة السوقية و زيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحديّة للمنتجات.

2/ استثمارات إستراتيجية: يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء و استمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون نسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى أي استثمار إستراتيجي معين.

3/ الاستثمارات في مجال البحث و التطوير: إن هذا النوع من الاستثمارات يكسبه أهمية خاصة في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة، و نجد أن هذا الاستثمار يهدف أساساً إلى تخفيض التكاليف و تحسين النوعية عبر الزمن و هذا عن طريق تكثيف الآلية و تطوير الجهاز الإنتاجي، و بالتالي القدرة على واجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق.

يمكن الإشارة إلى أنه قد نجد أن استثمار معين يجمع بين عدة أنواع في نفس الوقت، كاستثمارات التوسعية مثلاً: فقد تؤدي أيضاً إلى تحقيق أغراض إستراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث و التطوير.²

رابعاً: التبويب حسب مدة الاستثمار: حيث تصنف الاستثمارات في هذا المجال إلى:

1/ استثمارات قصيرة الأجل:

وهي الاستثمارات التي يتم انجازها و حني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبياً، حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، و نجد أن لهذا الصنف من الاستثمارات عدة أشكال، إلا أن الأكثر انتشاراً في الاستثمارات المالية حيث نجد في هذا الصدد، الودائع الزمنية لمدة أقل من سنتين، التسهيلات الائتمانية القصيرة الأجل.³

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر و التوزيع، طبعة ثالثة 2005، ص 37-38.

² صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 52.

³ حماد سيف الدين، مرجع سابق، ص 30.

2/ استثمارات متوسطة الأجل:

حيث يتم إنجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين و لا تزيد عن سبع سنوات و لهذا الاستثمار عدة أشكال، حيث نجد أن هذه الفئة هي الأكثر انتشارا، مثل مؤسسات النقل، الاستثمارات في السلع و الخدمات.....إلخ.

3/ استثمارات طويلة الأجل:

نجد أن هذا الصنف من الاستثمارات يتم إنجازها في مدة عموما تفوق سبعة سنوات و تشمل الأصول و المشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها و الاستفادة منها لمدة طويلة نسبيا كالمشاريع العقارية التي لا تؤسس لغرض البيع إنما كعقارات للكرء، الفنادق، المباني التابعة للمؤسسة نفسها مثلا مبنى الإدارة، مبنى المخزن.....إلخ.¹

خامسا:التبويب حسب طبيعة الاستثمار: حيث تصنف الاستثمارات في هذا النطاق إلي:

1/الاستثمار المادي:

حيث يعبر هذا الصنف عن موجودات المؤسسة من الأصول المادية الملموسة:العقارات، الآلات، المعدات المستعملة في النشاط.

2/الاستثمار البشري:

يستخدم على هذا الصنف من الاستثمار رأس المال البشري، حيث يعتبر عملية توظيف شخص ذو كفاءة معينة في مشروع أو مؤسسة ما نوعا من الاستثمار، باعتبار أن ما يقدمه هذا الشخص من خدمات لمصلحة المؤسسة يؤدي إلى زيادة الإنتاج و بالتالي الربحية، حيث يجب الإشارة إلى ضرورة مراعاة أن تكون القيمة المضافة لهذا العامل أكبر من تكلفته على المؤسسة.

كما أن تكاليف تكوين و تدريب العمال تعتبر نوعا من أنواع الاستثمار في المجال البشري.²

المطلب الثاني: محددات و أدوات الاستثمار:

نقصد بالعوامل المؤثرة هي تلك المحددات و المعايير التي تؤثر في قرار المستثمر، و على أساسها يتم اتخاذ القرار بالاستثمار من عدمه، كما يمكن النظر إلى أدوات الاستثمار باعتبارها الوسائل التي يقوم المستثمرون من خلالها بتوظيف أموالهم في أسواق الاستثمار، و قد تكون أصولا حقيقية أو مالية، و ذلك بغية تنمية

¹صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 53.

²قاسم نايف علون، إدارة الاستثمار (بين النظري و التطبيقي)، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص 36.

قيمتها وتعظيم العائد على الأموال المستثمرة فيها. من خلال هذه المقدمة قمنا بتقسيم المطلب إلى محورين على الشكل التالي :

أولاً: محددات الاستثمار:

هناك عوامل و محددات يجب مراعاتها حينما يتخذ المستثمر قراره في الاستثمار، و تختلف أهمية هذه العوامل من المستثمر الخاص إلى المستثمر العمومي ، فتعظيم العوائد و الأرباح تحتل الصدارة عندما يتعلق الأمر بالمستثمر الخاص، أما عندما تقوم الدولة باستثمار اجتماعي، فتوفير الخدمات و تحسينها و تحسين المستوى المعيشي للمواطن تكون في المقام الأول.

إن محددات الاستثمار عديدة و متشابكة و لكننا سنبينها في العناصر التالية:

1-متطلبات السيولة:

الأصل السائل هو الأصل الذي يمكن تحويله بسهولة إلى نقد أو أموال جاهزة بقيمة تقارب قيمته السوقية العادلة، و تكتسب الأصول سيولة اكبر عندما تكون في دائرة اهتمام العديد من المستثمرين و المتداولين. إذ تأتي أذونات الخزينة على سبيل المثال على رأس الأصول السائلة. أما العقارات و المشاريع الناشئة فتفتقد صفة السيولة.

2/ المدى الزمني للاستثمار:

هناك علاقة وثيقة بين المدى الزمني للاستثمار و تفضيلات السيولة و القدرة على إدارة عنصر المخاطر فالمستثمر الذي يتبع منهج الاستثمار طويل الأجل لا يسعى وراء السيولة العالية و يميل بالتالي إلى تحمل مخاطر مرتفعة في أصول المحفظة. إذ تعوض الخسائر أو التدفقات السلبية في السنوات اللاحقة بفضل العوائد التي يمكن أن تتولد فيها. في حين يميل المستثمر الذي يفضل الاستثمار في الأجل القصير للأصول عالية السيولة ذات المخاطر المتدنية، إلا أن التخلص من أثر الخسائر في حال تحقيقها في أصعب في الأجل القصير.¹

3/الاعتبارات الضريبية:

تتأثر خطة الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتداول فيه الأصل الداخلى في تكوين محفظة الاستثمارية. فالاعتبارات الضريبية تعقد المسألة عندما تضم المحفظة بين مكوناتها استثمارات أو أصولاً أجنبية ومن المعلوم أن الأرباح أو الخسائر الرأسمالية تنشأ عن التغيرات في سعر الأصول. و هذه النتائج تخضع أيضاً لمعاملة ضريبية تختلف عن معالجة الأرباح الإردادية. إذ تفرض الضريبة على الدخل الإردادي

¹ عقيل جاسم، مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر و التوزيع، مصر، 1999، ص 13.

لحظة تحقيقه، أما الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فلا تدخل في الحسابات الضريبية إلا عند بيع الأصل و إثبات الربح أو الخسارة. كما تعامل الأرباح الرأسمالية غير المحققة فعلا معاملة خاصة، إذ أنها تعبر عن الارتفاع الحاصل في قيمة الأصول الذي لم يتجسد بعد عبر عملية بيع الأصول حيث لا تخضع الأرباح الرأسمالية عادة للضريبة الفعلية إلا بعد بيع الأصل بسعر تتجاوز تكلفة الشراء.¹

4/ الائتمان المصرفي:

إن مدى توفر الائتمان المصرفي فيالسياسة الداخلية للبنوك التجارية أو البنوك المتخصصة لدعم المشاريع أو شركات الأعمال سواء في رأس المال (التشغيلي) أو رأس المال الثابت (الرأسمالي)، يعتبر عاملا محددًا و مؤثرا على الاستثمار، فإن توافر القروض البنكية يساهم في دعم و تشجيع الاستثمار، و بالعكس في حالة تقنين القروض قد يؤدي إلى تحجيم الاستثمار.

5/ النقد الأجنبي:

إن شراء السلع الرأسمالية كالألات التي يتم الاحتياج إليها لغرض الإنتاج و تقديم الخدمات، و التي يتم استيرادها من خارج الدولة و خاصة في الدول النامية، و ينشئ الحاجة إلى النقد الأجنبي لشراء هذه السلع و ربما لا يكون ذلك متاحا لسداد قيمتها، مما يؤثر سلبا على القرار الاستثماري.

6/ عدم الاستقرار الاقتصادي:

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

7/ ارتفاع المديونية الخارجية للدولة:

إن ارتفاع المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي تؤثر سلبا على الاستثمار الخاص من خلال مجالات عديدة منا: استخدام الموارد المتاحة لخدمة المديونية العامة، و ربما يجعل الاستثمار العام يزاحم الاستثمار الخاص كذلك قد يؤدي ارتفاع المديونية إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج بدل ادخارها أو استثمارها في داخل البلاد، (و هذا يؤدي بصورة غير مباشرة إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المطلوب للاستثمار).

و البعض يحدد العوامل التالية التي تؤثر على القرار الاستثماري و هي:

¹صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 54.

أ/سعر الفائدة: حيث يعتبر عملاً مؤثراً على حجم الاستثمار و بشكل عكسي وفق المفهوم الاقتصادي للاستثمار.
 فمعدل الفائدة هو باختصار التكلفة الفعلية مقابل استئانة المستثمر للأموال.
 ب/الكفاءة الحدية لرأس المال المستثمر أو العائد على رأس المال المستثمر.
 ج/التقدم التكنولوجي في اقتصاد الدولة.

د/درجة المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار سواء كانت مخاطر منتظمة أو غير منتظمة.

ه/مدى توفر الاستقرار السياسي أو الاقتصادي اللذين يساهمان في خلق المناخ الاستثماري للدولة.

و/أسعار النفط: و يعتبر هذا العامل من أهم العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، خاصة في البلدان المصدرة للنفط، حيث يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة مستوى عائدات البلد الذي يصرف المزيد من الأموال على المشاريع التنموية للاقتصاد، و هذا ما يؤثر على جميع مفاصل حياة المواطنين، و بالتالي على الاستثمار في الأسواق المالية.

ي/عوامل أخرى: مثل مدى توفر الوعي الادخاري أو الاستثماري لدى جمهور المستثمرين أو مدى توفر الأسواق المالية الكفوة في البلد، و غيرها.¹

هناك العديد من العوامل الاقتصادية المؤثرة في الاستثمار، إلا أن هذه المحددات (العوامل) التي سبق ذكرها تمتاز بشموليتها وتأثيرها المباشر و الواضح في السوق. و من أهم العوامل كذلك الأكثر تأثيراً على الاستثمار و التي لا تبدو للعيان و هما الأمان و الاطمئنان قبل الربحية، و على المستثمر معرفة كيفية تأثير هذه العوامل على نشاط الاستثمار و خاصة سوق الأوراق المالية، و على المستثمر أن يكون متابعاً جيداً للأحداث و المتغيرات البيئية بشكل عام لكي يكون قادراً على تحديد آثارها على الاقتصاد.

ثانياً: أدوات الاستثمار:

يمكن النظر إلى أدوات الاستثمار باعتبارها الوسائل التي يقوم المستثمرون من خلالها بتوظيف أموالهم في أسواق الاستثمار، و قد تكون أصولاً حقيقية أو مالية و ذلك بغية تنمية قيمتها و تعظيم العائد على الأموال المستثمرة فيها. نستعرض أهمها حسب أهميتها في الاقتصاد الوطني و درجة سيولتها و سهولة تداولها كما يلي:

1/ صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدود تكونه مؤسسة مالية متخصصة و ذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات "بنك أو شركة مثلاً" و ذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد و من ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين أو المشاركين فيها عائداً مجزياً و ضمن مستويات معقولة من

¹قاسم نايف علون، مرجع سابق، ص 38-39.

المخاطر عن طريق الاستفادة من مزايا التنويع، و مراعاة ما يعرف بقاعدة الحريص و ذلك في إدارة موجودات الصندوق.

2/ الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية أبرز الاستثمارات 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 للأصل التي تتحدد وفقا للنصوص و التعليمات القانونية، و هذا لا يعني أنها تباع و تشتري بهذه القيمة فقط إذ مع مرور الوقت تتشكل العديد من القيم للورقة المالية كالقيمة السوقية التي تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية والقيمة التصفوية و قيمة الإصدار، كما أن عوائدها تتنوع فقد يكون العائد الجاري يتحقق من توزيع الأرباح أو الفوائد الدورية الجارية، و عائد أو خسارة رأسمالية التي تنتج كنتيجة لارتفاع أو انخفاض سعر بيع الأصل مقارنة بكلفة شراؤه من قبل المستثمر، و تتصف الأوراق المالية بسهولة تحويلها إلى سيولة نقدية لهذا تتصف بانخفاض المخاطر التسويقية، أي مقدرا الزمن اللازم لتحويل الأوراق المالية إلى نقد و لكن تتعرض لمخاطر أخرى، ويحقق الاستثمار في الأوراق المالية هدفه الربحية و السيولة في آن واحد.¹

3/ المعادن النفيسة:

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب و الفضة و البلاتين.... إلخ، مجالا للاستثمارات الحقيقية. و تتواجد للمعادن النفيسة كما للأوراق المالية أسواق منظمة لعل أهمها على التوالي: سوق لندن و سوق زوريخ، ثم سوق هونغ كونغ. و يتخذ للاستثمار في المعادن النفيسة عامة و الذهب على وجه الخصوص صورة متعددة منها:

-الشراء و البيع المباشر.

-ودائع الذهب التي تودع في البنوك و لكن بفوائد منخفضة نسبيا.

-المقايضة أو المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.²

4/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، طوكيو، و باريس، و فرانكفورت، و لندن و غيرها، و من أهم مميزات سوق العملات الأجنبية أنه

¹دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، طبعة 1، 2009، ص 53.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص 91.

يتأثر بعدة عوامل اقتصادية و سياسية، كميزان المدفوعات و القروض الدولية، و أسعار الفائدة، و ظروف التضخم و الانكماش الاقتصادي و الأحداث السياسية، و عامل العرض و الطلب..... إلخ.¹ و يتعرض الاستثمار في العملات الأجنبية إلى ثلاث أنواع من المخاطر:

-مخاطر سعر الفائدة و الناجمة عن التغير في أسعار الفائدة المصرفية.

-مخاطر السيولة و هي تلك المخاطر الناجمة عن عدم توفر السيولة عند حلول موعد الاستحقاق.

-مخاطر الائتمان أو مخاطر التسديد و تأتي هذه المخاطر بسبب عدم تسديد الطرف في عملية الشراء للعملة الأجنبية نتيجة الإفلاس.

و تستخدم وسائل الاتصال و تكنولوجيا المعلومات عند التعامل بها، و لا يوجد سوق مادي فعلي في أي مكان معين يتم تبادل العملات الأجنبية فيه.²

5/العقارات كأداة للاستثمار:

هذا النوع من الاستثمارات يمكن مشاهدته على حقيقته و يعد من الاستثمارات المربحة و المقبولة من قبل مجموعة صغيرة من المستثمرين الخبراء في هذا المجال و تحتاج إلى رأسمال كبير للاستثمار، و يأتي الاستثمار في العقارات بالمرتبة الثانية من بين أدوات الاستثمار الأخرى كون العقارات متاحة بشكل واسع للمستثمرين إضافة إلى المزايا التي يتمتع بها الاستثمار في العقار. و هناك شكلان للاستثمار في العقار.

أ/ الاستثمار المباشر: و نقصد بذلك شراء العقار الحقيقي أي شراء أراضي أو مباني أو شقق من قبل المستثمر مباشرة و يقوم بإدارتها من قبله.

ب/ الاستثمار غير المباشر: عندما يتم شراء سند عقاري صادر عن البنك العقاري أو المشاركة في محفظة مالية لإحدى الشركات التي تتعامل بالعقارات أو الاستثمار في المنتجات السياحية.³ و تتمثل خصائص الاستثمار في العقار بالعناصر التالية:

1- يتسم الاستثمار بالعقار بارتفاع درجة الأمان على الأموال المستثمرة حيث يتم حيازة الأصل و يسجل باسمه و يتمتع بحرية التصرف الكاملة به.

2- لتشجيع الاستثمار في العقارات تمنح أكثر دول العالم مزايا و إعفاءات ضريبية.

¹ عيد القادر بابا، مرجع سابق، ص 64.

² كريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص 60.

³ محمد مطر، مرجع سابق، ص 82.

3- يمكن الحصول على عوائد مرتفعة نسبياً نتيجة الاستثمار في العقار، إذ تم الاستفادة من مزايا المتاجرة بالملكية و كان الاستثمار مبني على دراسات الجدوى الاقتصادية و الفنية و حسن التنبؤ، و يمكن الحصول على إيراد جاري و كذلك ربح رأسمالي إذا كان العقار عمارة سكنية أو تجارية.¹

6/ **المشروعات الاقتصادية:** وهي أكثر أدوات الاستثمار انتشاراً و تتمثل في المشاريع الصناعية أو الزراعية و تتصف مثل هذه الاستثمارات بكونها استثمارات في أصول حقيقية كالمباني و الآلات و المعدات و وسائل النقل و غيرها، و من مميزات أنها تساهم بإنتاج القيمة المضافة للاقتصاد الوطني أي إضافة قيمة جديدة للاقتصاد و تزيد من ثروة المالكين و على مستوى البلد فإنها تؤدي إلى زيادة في الناتج الإجمالي المحلي و في تراكم رأس المال الثابت.²

* خصائص الاستثمار في مثل هذه المشاريع:

- يتضمن العائد بالاستمرارية و المعقولية مقارنة بكلفة الاستثمارية لأنه قائم على أساس دراسات الجدوى الاقتصادية و الفنية للمشروع، و لكون فترة الاستثمار طويلة.

- ارتفاع هامش الأمان و انخفاض درجة المخاطر لاعتماد هذه المشاريع على الدراسات الاقتصادية و المالية التفضيلية لبيئة المشروع الخارجية و العوامل الداخلية و طبيعة الإنتاج و حجم الطلب... إلخ.

- تتميز المشاريع المختارة بدرجة عالية من الملاءمة مع طبيعة المستثمر و ميوله و إمكانياته.

- غالباً ما يقوم المستثمر بإدارة هذه المشاريع بنفسه و خاصة في المشاريع الفردية، أو يستعين بخبرات إدارية كفوءة في المشاريع المساهمة.

- انخفاض درجة السيولة لعدم وجود سوق ثانوي يتعامل بها.

- 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.³

7/ **الاستثمار في السلع:**

تتمتع السلع بمزايا اقتصادية خاصة تجعلها أداة صالحة للاستثمار لدرجة أن أسواقاً متخصصة (بورصات) قد تكونت للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية، لذا أصبحنا نسمع مثلاً عن وجود بورصة للقطن في

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 42.

² دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص 59.

³ دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص 60-61.

مصر أو في نيويورك، و بورصة للذهب في لندن، و بورصة البن في البرازيل، و بورصة الشاي في سيرلانكا و يتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم العقود المستقبلية.¹ و تصنف عملية المتاجرة بالسلع بشكل عام بالخواص التالية:

-درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر في السلع عالية نسبيا بالمقارنة مع أدوات الاستثمار الأخرى. ذلك لأن قابلية السلع للتخزين محدودة و تتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة، و هذا يعرض المستثمر لاحتمالات الخسارة.

-يترتب على ارتفاع درجة المخاطر في المتاجرة بالسلع نمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها. للحد من هذه الظاهرة تضطر بعض الأقطار إلى سن قوانين خاصة تضع بموجبها حدودا دنيا لأسعار السلع لا يسمح بتجاوزها صعودا أو هبوطا في البورصة.

-الأفق الزمني للاستثمار في السلع قصير نسبيا بالمقارنة مع ما هو عليه في أدوات الاستثمار الأخرى، فعمر العقد المستقبلي يحدد في العادة بسنتين كحد أقصى.

-تشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالعقار من حيث توفر الفرص الكبيرة للمتاجرة بالملكية، من هنا و بتوفر الخبرة المتخصصة يمكن لهذه الميزة أن تحقق للمستثمر في السلع عائدا مرتفعا على استثماره.

-لا يتقاضى السمسار في بورصة السلع سوى عمولة واحدة على الصفقة الكاملة أي على عملية البيع و الشراء. و هذا عكس في بورصة الأوراق المالية، حيث يتقاضى السمار عمولتين أحدهما من البائع و الأخرى من المشتري.²

المطلب الثالث: عوائد الاستثمارات و مخاطرها:

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار و الوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الاستثمار، و من القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره. هذا المبدأ العام و هذا هو أيضا المقصود بالمبادلة بين المخاطر و العوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

و من هذا قمنا بتقسيم المطلب إلى عنصرين هما:

¹زياد رمضان، مرجع سابق، ص 43.

²صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 59.

أولاً: عوائد الاستثمار:

1/ مفهوم عائد الاستثمار:

العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر إلى الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائماً إلى استثمار أمواله و ذلك بهدف الحصول على العائد و تنمية ثروته و تعظيم أملاكه، و عرف أيضاً بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحية بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر و ذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة. و يعتبر العائد الهدف الرئيسي من الاستثمار حيث إن الاحتفاظ بأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة و التي تتمثل في العائد الذي كان يمكن تحقيقه على هذه الأموال، و بالتالي فإن العائد يعتبر هو الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محلولا تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع و التخفيف من حدة المخاطر المصاحب للعائد قدر الإمكان.

2/ أهمية العائد الاستثماري:

تكمن أهمية عائد الاستثمار في أهميته للمستثمر ليعرف أين يضع أمواله و ما الذي سيجنيه، فعندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم لإدارة الشركات و القائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو قياس دقيق و سريع لإنجازاتهم و مؤشر يوضح لهم ما إذا كانوا يسيرون في طريق الصحيح أو الخاطئ، كذلك يعتبر مهما لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان¹ سياسياً أم اقتصادياً يؤثر في السوق و بالتالي فإن السوق سيعكس للمسؤول مدى صحة قراره أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني.

3/ أشكال عوائد الاستثمار:

تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة هي:

أ/ **توزيع الأرباح:** إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقاً في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، و حقوقه من حقوق المساهمين.

ب/ **الفوائد:** إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، و قيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة.

ج/ **الأرباح الرأسمالية:** التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي.

¹كاظم محمد الشمري، و آخرون، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، دار النشر و التوزيع، عمان، الأردن، 1999 ص 315.

4/أنواع عوائد الاستثمار:

أ/العائد الفعلي "العائد المتحقق": هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، و يتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الايرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا منها، و تعرف العوائد الايرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم، أما العوائد الرأسمالية فهي التي تنتج عن بيع الأصل للمستثمر، و تلقى العوائد الرأسمالية اهتمام بعض المستثمرين لأنها توفر لهم مصادر دخل جارية بخلاف الدخل الناتج من هذه الاستثمارات، و أيضا لا تخضع للضرائب إلا في حال تحقيقها، حيث لا يدفع المستثمر الضرائب عن الاستثمار الذي ارتفعت قيمته السوقية إلا في حالة البيع.

ب/العائد المتوقع : و هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا عند استثمار أمواله في مشروع معين و لذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل، و يتم قياس العوائد المتوقعة عن طريق ضرب كل عائد محتمل في احتمال حدوثه، ثم جمع النتائج، و تكون النتيجة هي العائد المتوقع و يعبر عنه رياضيا بالمعادلة التالية :

$$\text{العائد المتوقع} = \text{مجموع (العائد المحتمل} \times \text{احتمال حدوثه)}$$

ج/العائد المطلوب :

وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه و بما يتلائم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعرضه المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك و درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، و يقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة ، و سوف يقبل المستثمر في الاستثمار بنوع من أنواع الاستثمار المقترحة أمامه إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه.¹

ثانيا /مخاطر الاستثمار:

هناك عدة مصادر لمخاطر الاستثمار، و لكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطرة التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، و هناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة.

1/مفهوم مخاطر الاستثمار:

ترتبط مخاطر الاستثمار بحالة عدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية الداخلة كعوائد متتابعة الحوادث، و قد تشمل رأس المال إضافة إلى العوائد، فإذا كان العائد المحقق يساوي إلى العائد المتوقع فإن المخاطر تساوي الصفر.

¹قاسم نايف علون، مرجع سابق ص ص 49-59.

كما أن مخاطر الاستثمار تعبر "عن درجة الانحراف في التدفقات النقدية الداخلية عن القيمة المتوقعة له و لذلك كلما ازدادت درجة الانحراف ارتفعت الاستثمار"¹

و ترتبط مخاطر الاستثمار، برغبة المستثمر في الحصول على عوائد سريعة و مؤكدة، من خلال التدفقات النقدية الداخلة المتوقع الحصول عليها مستقبلا و هذا يتطلب دراسة هذه المخاطر كالاتي :

أ/ تتوفر بعض المشروعات الاستثمارية التي توصف بأنها مشروعات آمنة، و لكنها تحقق في نفس الوقت عائدا اقتصاديا محدودا أو متوسطا.

ب/ يفضل بعض المستثمرين المشروعات الاستثمارية التي توصف بأنها استثمارات آمنة التي تصاحبها أقل درجة من المخاطر، و تحقق عائدا اقتصاديا محدودا، بينما يفضل البعض الآخر المشروعات التي تحقق عائدا اقتصاديا كبيرا، و يصاحبها درجة عالية من المخاطر.

ج/ يساعد تصنيف المشروعات الاستثمارية، وفقا لدرجة المخاطر المصاحبة لها و التي تؤثر على العائد الاقتصادي المتوقع منها، على القيام بما يلي :

- اختيار المشروعات الاستثمارية، الذي يحقق عائدا اقتصاديا يتلائم مع رغبة المستثمر و قدرته على تجنب أو قبول المخاطر.

- تحديد المشروعات التي تصاحبها درجة عالية من المخاطر، و يجب تجنبها إذا كانت تهدد كيانه المالي و بقاءه في مجال الأعمال.

- تقدير نوع و طبيعة المخاطر المصاحبة للمشروع الاستثماري و التي يمكن تصنيفها إلى:

* مخاطر الأعمال و هي مرتبطة بالنشاط الإنتاجي وفقا لحالة العرض و الطلب على منتجات المشروع.

* المخاطر المالية و التي ترتبط بالنشاط و بقدرة المستثمر على توفير الأموال المطلوبة من مصادرها المختلفة لتنفيذ المشروع بتكلفة أقل من معدل العائد على الأموال للمستثمر، اخذين في الاعتبار قوى العرض و الطلب في السوق المالي.²

2/ أهمية دراسة مخاطر الاستثمار:

إن جميع المشاريع الاستثمارية تحمل قدرا من المخاطر نتيجة للعديد من العوامل التي تؤثر على ربحية المشروع، حيث لا توجد طريقة لتقدير هذه العوامل تحظى بدرجة تأكيد 100% ، فلا يمكن التنبؤ بدقة متناهية بأسعار الشراء أو البيع أو المصروفات ، و حتى إذا أمكن التنبؤ بها في ظل الظروف العادية، فإنه لا يمكن

¹الزين منصور، مرجع سابق، ص 37.

²صلاح الدين شريط، مرجع سابق، صص 64-65.

التنبؤ بها في ظل ظروف التغير التكنولوجي أو الحروب أو الاضطرابات المحلية و العالمية، و بذلك فإنه من الضروري أخذ هذه التغيرات المحتملة في حساب ربحية المشاريع الاستثمارية. و بناء على ما سبق تبرز أهمية تقييم مخاطر الاستثمار، لأنه من الصعب تجنب هذه المخاطر كلية، و ضرورة اتخاذ قرار الاستثمار باختيار المشروع الذي يساعد في تحقيق أفضل عائد اقتصادي.

3/ قياس و تقييم مخاطر الاستثمار عند اتخاذ القرار الاستثماري:

إن قياس و تقييم مخاطر الاستثمار من أهم العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار المناسب، و لما كانت هذه المخاطر لا يمكن تجنبها كلية فإنه يجب العمل على تقييمها للحد من آثارها على العائد الاقتصادي المتوقع باستخدام العديد من الأساليب التي يمكن من دراسة و تقييم هذه المخاطر لكل مشروع استثماري متاح. و تتضمن هذه الأساليب، مجموعة من الأساليب الإحصائية، و التي يترتب عليها اختيار المشروع أو المشروعات التي يصاحبها أقل قيمة متوقعة و انحراف و معامل اختلاف طبقاً لنمط التوزيع الاحتمالي، على أن تكون من المشروعات صاحبة أقل تباين. كما تستخدم أساليب التوقع الرياضي، المرتبط ببحوث العمليات لتقييم و قياس مخاطر الاستثمار. إلا إذا كان يصعب تقدير احتمالات الحدوث المناظرة للتدفقات النقدية الداخلية، أو تلك التي يتم تقديرها مع عدم المعلومات الكافية التي تستخدم في عملية التقدير.

و تشمل هذه الأساليب على سبيل المثال لا الحصر كل من نظرية المباريات، و أسلوب شجرة القرار، و أسلوب تحليل الحساسية و غير ذلك من أساليب يمكن استخدامها في هذا المجال.¹

4/ أنواع المخاطر المتعلقة بالاستثمار:

ترتبط المخاطر عموماً بعدم التأكد الذي يحيط بنتائج الأهداف المستقبلية و يمكن تقسيم المخاطر الكلية إلى نوعين و هما:

أ/ المخاطر المنتظمة:

¹ محمد عثمان اسماعيل هيد، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية و قياس مخاطر الاستثمار، دار النهضة العربية طبعة 1، 1995 ص 19

و تشمل المخاطر المتعلقة بالظروف الاقتصادية و السياسية و التي لها تأثير على نظام السوق ككل، فأى حالات كساد أو ازدهار اقتصادي أو اضطرابات أو أزمات سياسية لا بد و أن تؤثر في تذبذب أسعار أصول المحفظة الاستثمارية، و ليس أدل على ذلك من انخفاض أسعار الأسهم و السندات و الأراضي و العقارات في المنطقة خلال و إبان أزمة حرب الخليج عام 1991م، و بالرغم من أن كافة أدوات الاستثمار تتأثر بالظروف البيئية و الاقتصادية، إلا أنه قد يكون تأثيرها على أدوات معينة أكثر أو أقل من تأثيرها على أدوات أخرى. و نجد أن المخاطر المنتظمة تتكون من العناصر التالية:

1/ مخاطر القوة الشرائية للنقود:

ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين، مثلاً فيما لو ارتفعت معدلات التضخم و عادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل العائد على الاستثمار و عن المعدل الاسمي لهذا العائد¹

2/ تغير المناخ :

ويقصد به احتمال وقوع بعض الأحداث المهمة أو عالمية، مثل ذلك إجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدولة أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية، أو وفاة إحدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي، فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة، و بالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها.

3/ مخاطر السوق:

هي المخاطر التي تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية و النزولية التي تطرأ على سوق رأس المال نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة و معدل العائد المطلوب على الاستثمار سواء كانت الأسباب المؤثرة في الدولة نفسها أو في دولة أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.

¹قاسم نايف علون، مرجع سابق، ص 65.

مثال على ذلك أحداث سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تعرض مركز التجارة العالمي في نيويورك و مبنى البنناجون في واشنطن لهجوم هز أركان الولايات المتحدة و العالم بأسره و هذه الأحداث لا تتعكس فقط على سوق المال في الدولة المقيمة بل إن آثارها تمتد لأسواق المال في دول أخرى.

كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية و الاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة و الاستماع إلى الإشاعات و المعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة و اتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب و ارتفاع الأسعار.

4/ مخاطر التغيير أو التذبذب في أسعار الفائدة:

إن مخاطر التذبذب في أسعار الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين العوائد الفعلية و العوائد المتوقعة بسبب تغير في أسعار العوائد السوقية خلال مدة الاستثمار.

و على الرغم من مخاطر التغيير في أسعار الفوائد تصنف ضمن مخاطر النظامية أي أنها تؤثر في جميع الأوراق المالية و جميع القطاعات إلا أن هذا التأثير يختلف من أداة لأخرى فيكون هذا الأثر أكبر في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات، و الأسهم الممتازة، و أقل في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية.¹

ب/ المخاطر غير النظامية :

من أهم هذه المصادر ما يلي:

1/ مخاطر الإدارة:

قد تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة بآثار سلبية على نتائج الشركة، و بالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة أو نتيجة التقدير الخاطئ للموقف، قد يؤثر على أرباح الشركة و بالتالي على أسعار أسهمها.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف و عدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة، كإضرابات العمال، أو خسارة مصنع أو حريق بعض المحتويات دون التأمين عليها، أو سبب عدم تأمين حراسة كافية، أو عدم التعامل بحكمة مع جمعيات حماية المستهلك، و غير ذلك من الأخطاء.

2/ المخاطر الصناعية:

¹موسي نوري شقيري و آخرون: أدوات الاستثمار، دار المسير للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2012، ص 48-49.

وهي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف و عوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج القطاع، و من الأمثلة على هذه المخاطر ، الإضرابات العمالية التي تؤثر على الشركات التي يشملها الإضراب بالإضافة إلى زيائنها و مموليها و موردي الموارد الخام لها.

و كذلك ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة و التلوث التي تؤثر على العديد من الصناعات و ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات الملوثة مثل مصافي البترول، أو زيادة الضريبة على صناعة معينة، أو إلغاء إعفاءات ضريبية أو جمركية كانت ممنوحة لها.

ومن المخاطر أيضا، تغيير أذواق المستهلكين أو ظهور اختراعات أحدث تؤدي إلى تحول المستهلكين عن منتجات الشركة ، فبعد ظهور السيارات مثلا كسدت صناعة العربات.

و من المخاطر كذلك إزالة الحماية الجمركية التي تحد من استيراد السلع المنافسة للصناعات المحلية، فإذا قامت الدولة بتخفيض الجمارك أو إلغائها من سلع معينة، فإن السلع المستوردة ستصبح منافسة بشكل أكبر لمثيلاتها المصنوعة محليا.¹

3/ الدورات التجارية الخاصة:

و يقصد بها احتمالتقلب الحالة الاقتصادية الخاصة بالشركة من الكساد إلى الراج، ثم من رواج إلى كساد. أو بضاعة معينة، و تؤثر هذه التقلبات تأثيرا ملحوظا على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للاقتراح الاستثماري و على صافي القيمة الحالية للاقتراح الاستثماري بالتبعية.

و يتضح مما سبق بأن المخاطر غير النظامية هي المخاطر المتبقية غير المفسرة من خلال حركة السوق لذلك لا توجد مخاطر غير منتظمة بالنسبة للسوق ككل. كما لا توجد مخاطر غير منتظمة تقريبا في المحفظة المالية ذات النوع الكبير، و نتيجة لذلك فإن المخاطر غير المنتظمة يمكن القضاء عليها عن طريق تنوع الاستثمارات ، من حيث أدوات الاستثمار كالأسهم و السندات و العقار، أو من حيث القطاعات الممكن الاستثمار فيها كالاستثمار في الأسهم أو في قطاع المصارف أو التامين أو الخدمات أو الصناعة أو من حيث الاستثمار في أدوات محلية أو أجنبية.

أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة فلا يمكن تجنبها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل و ليس بشركة معينة أو صناعة معينة.²

¹ كمال قويدري، السياسة المالية و أثرها على الاستثمار - دراسة حالة الجزائر - مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ، مالية و بنوك - جامعة سعد دحلب البلدية 2006 ص 72.

² قاسم نايف علون ، مرجع سابق، ص 65-66.

خلاصة الفصل :

يعتبر الاستثمار من العناصر الرئيسية في أي نظام اقتصادي، فقد حظي باهتمام العديد من الدارسين و المفكرين الاقتصاديين لأنه يمثل قاعدة أساسية للنمو الاقتصادي.

بعد استعراضنا لمختلف المفاهيم الأساسية حول الاستثمار نستنتج أن الاستثمار يعتبر كأحد المتغيرات الاقتصادية الكبرى، له بالغ الأهمية في التنمية الاقتصادية. و هو متغير خطير إذ لم يحسن استخدامه على أحسن وجه باعتباره مرتبط أشد الارتباط بالدخل الوطني، عن طريق الادخار الذي يعتبر مصدرا مهما له و عن طريق الإنتاج باعتباره مؤثرا فيه، و يمثل من الناحية البنوية الجانب الأكثر أهمية في تراكم رأس المال.

إن الغرض من الاستثمار و مهما كان نوعه هو تحقيق مجموعة من الأهداف التي تختلف باختلاف النظام الاقتصادي السائد في كل دولة، إلا أن هناك مجموعة من المخاطر تحول دون تحقيق هذه الأهداف والتي تنحصر أساسا في المخاطر النظامية و الغير نظامية.

وأخيرا و بشكل عام يعتبر الاستثمار من المواضيع الهامة التي تتبوأ مكانا رئيسا في مختلف الدول المتقدمة و النامية على حد سواء من أجل رفع معدلات تنميتها و تحقيق استقرارها الاقتصادي و العمل على إشباع احتياجاتها الأساسية و تنمية ثرواتها الوطنية.

فصل الثالث

تمويل الاستثمار
في بورصة الجزائر

تمهيد :

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق و ذلك بغرض محاولة السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية، خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا و أمنيا مما قلل من مخاطر الاستثمار، إذ تغيرت التشريعات في هذا الاتجاه و أقرت قانونا جديدا للمنافسة و آخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا و استقرارا من حيث سياسات وأولويات الاستثمار.

أساسه تشجيع القطاع الخاص في كافة المجالات و ضمان الشفافية و المنافسة النزيهة بين المتعاملين و سهلت إجراءات الحصول على تراخيص الاستثمار و التعامل مع الجهات الرسمية. و قامت بفتح بورصة الشيء الذي يزيد من فرص الاستثمار في سوق المال الجزائرية، و ذلك للسماح لها باحتلال مكانة جيدة على المستوى العربي أولا و العالمي ثانيا، و أمام هذا المطلب و جب على الجزائر وضع سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر:

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد و ثقافة بورصة فيها، وغياب الشفافية و الإفصاح، و عدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة، و ضعف المعلوماتية، إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر و مراحل انجازها:

الفرع الأول: 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 أنه منذ الاستقلال إلى نهاية الثمانينات كانت الجزائر تسير وفق النهج الاشتراكي في التنمية، بما أخضع مجموع المؤسسات الاقتصادية إلى سيطرة الدولة باعتبارها مملوكة في رأسمالها و تابعة في قرارها لأجهزة الوصاية خاصة فيما يتعلق بجانبها التمويلي. و بالتالي واجب التحول من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد السوق و مسايرة هذا الاقتصاد 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 واجهت الجزائر بعد الأزمة النفطية لعام 1986، و ما واجهته 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 تليها خطوات أخرى أهمها على الإطلاق إنشاء ما يسمى بصناديق المساهمة و تحول رأسمال مجموعة المؤسسات الوطنية تاليها حصص تساهم فيها تلك الصناديق.

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

و في الواقع هاته الإصلاحات الاقتصادية التي تتبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة و هي 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

1975/09/26 و ذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) و اختيار نظام مركزي.¹

الفرع الثاني: مراحل إنجاز بورصة الجزائر

و لقد مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

1 المرحلة الأولى: 1990-1992:

اتخذت في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها و كذلك صناديق المساهمة و من جملة هذه الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكيل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة و لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية و قد قدر رأس مالها بـ 320000 دج و يديرها مجلس الإدارة المتكون من ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

و قد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

-مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

-مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع و أشكال القيم المنقولة و كذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس مال.

2 : المرحلة الثانية 1992-1999

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقتها 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 و المعدل للأمر المتضمن لقانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماس 1993 المتعلق بسوق 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 تكفلان بمهمة تنظيم و مراقبة 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 هاتان الهيئتان.

¹راويةلموشي، دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر -بسكرة، 2012، ص127.

حيث تم الافتتاح الرسمي لها عام 1997 و تم تدشينها في 4 أوت 1999 بانضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة سهم صيدال رياض سطيف، سهم الأوراسي، سند شركة سوناطراك، و اعتبرت العاصمة المكان الوحيد الذي تتم فيه صفقات الأسهم و السندات الصادرة من طرف الحكومة و شركات المساهمة.¹

المطلب الثاني : الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

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

أولا : لجنة تنظيم و مراقبة عملية البورصة:

نصبت رسميا هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 و هذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم و مراقبة أسواق القيم المنقولة و ذلك بغية حماية المستثمرين و السهر على السير الجيد و على شفافية السوق، و قد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك و حتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي :

1/السلطة التنظيمية و القانونية:

و تعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم و سير سوق القيم المتداولة و ذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات داخل البورصة، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها من وزارة المالية و تنشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة.

حيث أن المضاربات للوسطاء تغلط المستثمرين، حيث أن أي معلومات خاطئة أو دعاية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات السوق ، و تسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق و المراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين.

¹رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص ص 228، 227.

2/ سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوثائق و الأعمال التنظيمية بغية المراقبة و ضمان تنفيذ الأحكام التشريعية و ذلك من أجل التأكد من ما يلي:

احترام إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.

-امتثال الشركات التي تقوم بالإصدار لواجبات الإعلاماتي تخضع لها.

-التأكد من أن التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل.

-إمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة حسابات المؤسسة و لجنة الصلاحيات و الحق في القيام بهذه التحقيقات.¹

3/ سلطة الضبط و السلطة التأديبية و التحكيمية :

عندما يحدث أي سلوك مخالف للأحكام التشريعية أو التنظيمية المعمول بها، و الذي من شأنه أن يلحق الضرر بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، يحق لرئيس اللجنة أن يطلب من المحكمة أن تضع حدا لتلك المخالفات و بأن تصدر أمر للمخالفين بواجب الامتثال للأحكام التشريعية و التنظيمية.²

ثانيا : شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تم إنشاء هذه الشركة بتاريخ 1997/05/25 و هي عبارة عن شركة أسهم مكونة من وسطاء عمليات البورصة و هي المسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية و التقنية و الضرورية للمبادلات على القيم المنقولة و يقدر رأسمالها بـ 24.000.000 دينار جزائري و حسب المادة 18 من القانون 93-10 فإن مهامها تتمثل في:

-تسهيل المبادلات بين الوسطاء و ذلك عن طريق الامتثال للقوانين و القواعد.

¹فتيحة بوضيغ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية - الجزائر - 2015 ، ص ص 97-98.

²زكية تلجالي ، مرجع سابق، ص 162.

-ترقية تجارة القيم المنقولة و ذلك بتطوير السوق و ضرورة إعلام الجمهور بضرورة هذه الهيئة التي يمكن الوثوق فيها.

-التنظيم التطبيقي أو العملي للادخار في البورصة.

-التنظيم المادي لحسابات البورصة و تسيير التفاوض و التسعير .

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و إصدار النشرة الرسمية للتسعير .

-تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة¹.

ثالثا: المؤمن المركزي للسندات:

هي هيئة تأسست بموجب القانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 في شكل شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها المقدر بـ65000.000 دج من مساهمات ستة بنوك عمومية هم الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط بنك الفلاحة و التنمية الريفية،البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي، بنك التنمية المحلية و ثلاث شركات مسعرة في البورصة: مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، 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 بالسوق. ومن المهام المنوطة كذلك بالمؤمن المركزي للسندات، تعيين المدير العام و المسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم المتداولة.²

¹الموقع الالكتروني [www. Cosob.com](http://www.Cosob.com) التاريخ الاطلاع 2016/05/09 على الساعة 12:22.

²ركيةلعجالي: مرجع سابق، ص 164.

المبحث الثاني: شروط الدخول لبورصة الجزائر و مؤسساتها و أدائها:

سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب: في المطلب الأول شروط الدخول للسوق المالي الجزائري، و المطلب الثاني المؤسسات المدرجة فيه، أما المطلب الثالث فخصصناه لأداء السوق المالي الجزائري.

المطلب الأول: شروط الدخول لبورصة الجزائر:

و تكمن هذه الشروط في الخاصة و العامة و هي كالتالي:

أولاً: شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: و هي :

-لابد أن يكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.

-لابد من تحديد قيمة كل سهم.

-القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات، إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعير.

-الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها في البورصة.

-القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم و لا في عدد الملاك.

ثانياً: شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب إدراج:

-الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار.

-إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

-نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

-تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

-أن تكون المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

-إعلان شركة تسيير البورصة في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي بعض الأصول قبل دخولها البورصة.

-تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

—أن تقدم دليلا عن وجود هيئة لرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.¹

المطلب الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر:

سنتناول في هذا المطلب كل من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

أولا: الرياض سطيف:

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

أما 13 سنة 1997 ووفقا للمرسوم التشريعي رقم 95-25 الصادر في سبتمبر 1995 بتسيير رؤوس الأموال المتعلقة بالدولة ، حيث حولت أسهم رياض سطيف إلى الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية حيث كانت ما بين 1995-1997 هناك عدة استثمارات من أجل الزيادة في الطاقة و التي هي في طور الانجاز و قد وصل رقم الأعمال لسنتي 1996-1997 حوالي 21 مليار دينار لكل سنة و الذي يجعل منها واحدة من أكبر المؤسسات الجزائرية.

و كان الإهلاك الرأسمالي الإجمالي لكافة وحداتها 2.525 مليار دينار كما تمتلك رياض سطيف نسبة 20% من أسهم شركة الهندسة و صناعة التجهيزات المحدد رأسمالها بـ 63 مليون دينار التي أنشأت بحصص متساوية بين مؤسسات الرياض الجزائر، قسنطينة، سيدي بلعباس، تيارت، و سطيف، و تشغل رياض سطيف حاليا 3021 عونا 84% منهم وجه للنشاط الرئيسي بينما يشرف على التسيير 326 إطار و يتكون الرأسمال الاجتماعي الأساسي لهذه الشركة من 4000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج ، الذي تم دفعه إلى 5000000 سهم بنفس القيمة الاسمية لتحقيق برنامج استثماري يركز على :

—تتمية إنتاج السميد و الدقيق و العجائن الغذائية.

—إدخال نظام معلوماتي في تسيير الشركات.

¹بورصة القيم المنقولة <http://www.sqbv.dz/on/SGBV> ، تاريخ الإطلاع 02/02/2016، ساعة 18:30.

-مكتب التوظيف و الإرسال على مستوى المطاحن.

دخول رياض سطيف على البورصة :

تقرر دخول رياض سطيف إلى البورصة في إطار خوصصة المؤسسات العمومية المحدد من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة و ذلك في يوم 5 فيفري 1998 على إثر هذا القرار تم اجتماع الجمعية العامة الغير عادية للشركة و ذلك يوم 29 أفريل 1998 حيث قرر رفع رأسمال رياض سطيف باللجوء العلني للادخار.

يخص هذا الارتفاع 1 مليون سهم بقيمة اسمية 1000 دينار للسهم، إن هذه الأسهم الاسمية محررة كليا للاكتساب و قابلة للتنازل، فهي تخول لحاملها حق الانتخابات في الجمعيات العامة، و كذلك الحق في الأرباح وكذلك الحق في الربح الإضافي في حالة التصفية، بهدف تشجيع الشراكة الخاصة، فإن الشراكة القابضة الزراعية الغذائية الأساسية، فقد تنازلت عن حقوقها الامتيازية في هذه العملية.

إن زيادة رأسمال عن طريق إصدار أسهم جديدة لدى الجمهور تهدف إلى زيادة القدرات الإنتاجية و عصرنه التجهيزات المحيطة و التي تسمح للشركة بتحسين ظروف تراكم الأرباح على المدى المتوسط و الطويل. يتكون رأسمال الاجتماعي لرياض سطيف حاليا من 4000000 سهم اسمي بقيمة اسمية تقدر ب: 2000 دج على إثر نهاية إنجاز عملية اللجوء العلني للادخار موضوع هذا الإصدار.

إن الأسهم المعروضة على الجمهور أي 1000000 سهم اسمي بقيمة اسمية 1000 دج تمثل 20% من رأسمال الاجتماعي بعد الزيادة حتى يمكن القبول بالتسعيرة ليستوجب أن تكتتب هذه الأسهم من طرف 300 شخص على الأقل.

قامت بإصدار هذه الأسهم بسعر إصدار بقيمة 2300 دج بما فيها مصاريف العمولات و الرسوم حيث بدأت عملية الاكتتاب في أسهمها في 02 نوفمبر إلى غاية 15 ديسمبر 1998 تم تصريف 50% من الأسهم المعروضة و حصلت شركة رياض سطيف على التأشيرة من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 98/01 المؤرخ في 27/06/1998.¹

¹الموقع الإلكتروني www.riadsetif.dz (منشورات رياض سطيف).

ثانيا: القرض السندي لسونطراك :

في الجزائر أول سند مفاوض أنشأ مع الإصدار السندي لسونطراك هذا القرض لمدة حياة 5 سنوات حيث انتهى في 4 جانفي 2003 يطرح بفائدة سنوية تقدر بـ 13% و هو مسجل بـ 97.5% من القيمة الاسمية للأوراق بـ (10000 دج، 50000 دج، 100000 دج) و يمكن القول أن سند سونطراك وضع أقل من سعره الحقيقي.

1- عملية إصدار القرض السندي :

وفقا لتأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة المحرر تحت 97/001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 أعطيت الموافقة لشركة سونطراك لإصدار قرض سندي بالخصائص و الشروط المتمثلة في :

-المصدر سونطراك

-الضمان : بنك الجزائر الخارجي

-طبيعة الورقة : سندات

-المدة : 5 سنوات ابتداء من 04 جانفي 1998

-فترة الاكتتاب شهرين من 4 جانفي 1998 إلى 28 فيفري 1998.

-تاريخ الحيازة : 1 مارس 1998.

-سعر الفائدة : 13% ثابتة تدفع سنويا

-سعر الإصدار للجمهور : 97.5%

-عدد الأوراق : 1150000 ورقة-التسديد : مرة واحدة في نهاية السنة الخامسة.

2- صعوبات إصدار القرض السندي:

بعد قرار إنشاء بورصة الجزائر طلبت وزارة المالية من وزارة الطاقة و المناجم الاتصال بشركة سونطراك و هذا من اجل القيام بعملية قرض سندي و هذا بهدف إعلان البورصة و الإشهار بها، فكانت شركة سونطراك على القبول رغم المعارضة التي صرح بها مسئولي الشركة و حددت قيمة القرض بـ 50000000000 دج لتمويل المشروعات التي تبلغ قيمة تمويلها ما يقارب 19 مليار دولار لبرنامج استثماري لمدة 5 سنوات، و قد تم اختيار

شركة سونطراك باعتبارها أكبر شركة عمومية من الناحية المالية، لا تعاني من عجز مالي و لديها السيولة الكافية لتحمل أعباء هذه العملية و تحمل الخسارة في حالة وقوعها أي إمكانية تسديد كل مستحقاتها في الآجال المتفق عليها دون أي إشكال.

تم تحديد مبلغ و سعر الفائدة حسب احتياجات السوق هذا يعني أن المبلغ المقترح 05 ملايين دج، اختيار كقيمة ابتدائية ليست أصلية لقيمة الاحتياجات الكلية، أما الفائدة فقد حددت أولاً بنسبة 19% و لكنها لقيت معارضة و هنا خوفا من المنافسة البنكية و بالتالي تم افتراض نسبة 13% كفائدة نهائية لهذا القرض و بما أن شركة سونطراك أكبر شركة على المستوى الوطني و لديها مكانة جد حساسة على المستوى الدولي. و خوفا منها على هذه المكانة و حفظا منها على سمعتها الداخلية و الخارجية فقد عملت جاهدة لنجاح هذه العملية التي تعتبر الأولى من نوعها في حياة الشركة و التي لم تفكر إطلاقا بالقيام بهذه الطريقة الخاصة في السوق الجزائرية.

3- هدف الإصدار :

يهدف هذا القرض السندي الذي يعد كأول عملية من نوعها في الجزائر إلى تغطية الاحتياجات المالية لشركة سونطراك و التي سطرته في برنامج استثماري يتمحور حول ثلاث نقاط :

- التتقيب على حقول جديدة و تطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام.
- استرجاع الحقول المشتركة من حقول البترول و الغاز.
- تطوير الناتج، نقل و تمييع الغاز بغية الاستجابة للالتزامات التعاقدية لتسليم الغاز¹.

ثالثا: مجمع صيدال:

لقد سبقت عملية إدخال صيدال البورصة عدة اجتماعات تمهيدا بين لجنة البورصة و مسؤولي الشركة بغرض تحديد طرق إنجاز هذه العملية، و كان دخولها وفق العملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت دون المرور بالسوق الأولي يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 2 مليار دج إلى 10000000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم، مجموع العرض 20% من رأسمال الاجتماعي للمؤسسة، وحدة العرض بـ 800 دج، مدة الاكتتاب من 15 فيفري إلى 15 مارس².

¹الموقع الإلكتروني <http://WWW.sgbv.dz/an> تاريخ الاطلاع 2016/04/28 على الساعة 09:12.

²فتيحة بوضيعة، مرجع سابق، ص 109.

رابعاً: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

هي مؤسسة خدمية ذات نجوم تم تدشينه في 2 ماي 1975، و في ظل الإصلاحات الاقتصادية بما في ذلك نزل الأوراسي في 12 فيفري 1991، يأخذ شكل مؤسسة ذات أسهم يقدر رأس مالها بـ 2 مليار دج على شكل 6000000 دج سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم، امتدت فترة الاكتتاب من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999 و كانت قيمة الإصدار للسهم 4000 دج.

خامساً: شركة الخطوط الجوية :

قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية باللجوء إلى السوق 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 بـ 6 سنوات و بمعدل فائدة متزايد عل أن يستحق في 1 ديسمبر 2010 و كان الهدف من طرح القرض هو اقتناء أربع طائرات من نوع بوينغ 220-330 لمواكبة أحداث التكنولوجيا في النقل الجوي و المنافسة الشركات الأجنبية الموجودة في الجزائر.

سادساً: شركة اتصالات الجزائر:

أيضا قامت شركة اتصالات الجزائر بإصدار سندات عادية في 17 أكتوبر 2006 بقيمة 20 مليار دج تاريخ استحقاقها 17 أكتوبر 2006، و حددت بمعدل فائدة تصاعدي و كان الهدف من الأرصة هو تمويل التطويري لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس لكسب موقع تنافسي أمام الشركات الأجنبية.¹

سابعاً: أليانس للتأمين:

أليانس للتأمين ، شركة ذات أسهم تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمرية رقم 195-07 المؤرخة في 25 جانفي 1995، و الصادرة عن وزارة المالية و المتعلقة بفتح سوق التأمينات.

بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (رقم 122/05) انطلق نشاط الشركة سنة 2006 بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين و إعادة التأمين. أليانس للتأمينات هي شركة تختص في تأمين جميع الفروع و هي مملوكة من قبل القطاع الخاص. تحظى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن حيث حققت في نهاية 2009 عائد إجمالي قدره 2.8 مليار دينار. و نتيجة صافية قدرها 312 مليون دينار.

¹راويةلموشي، مرجع سابق، ص ص 132-133.

أليانس للتأمينات متواجد في جميع مناطق الجزائر إذ إن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية سمحت لها مع نهاية سنة 2009 بافتتاح 116 مركز إنتاج، مهيكلة تحت مظلة ثمانية وطلالات رئيسية، و 35 وكالة مباشرة و 46 وكيلًا و 27 ملحقة و موزعة على 35 ولاية.¹

المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى دراسة و تحليل أداء بورصة الجزائر لخمس سنوات متتالية (2010-2014)، الجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال خمس سنوات متتالية:

أولاً: قيمة و حجم تداول بورصة الجزائر من 2010-2014

الجدول رقم 01: نشاط بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014

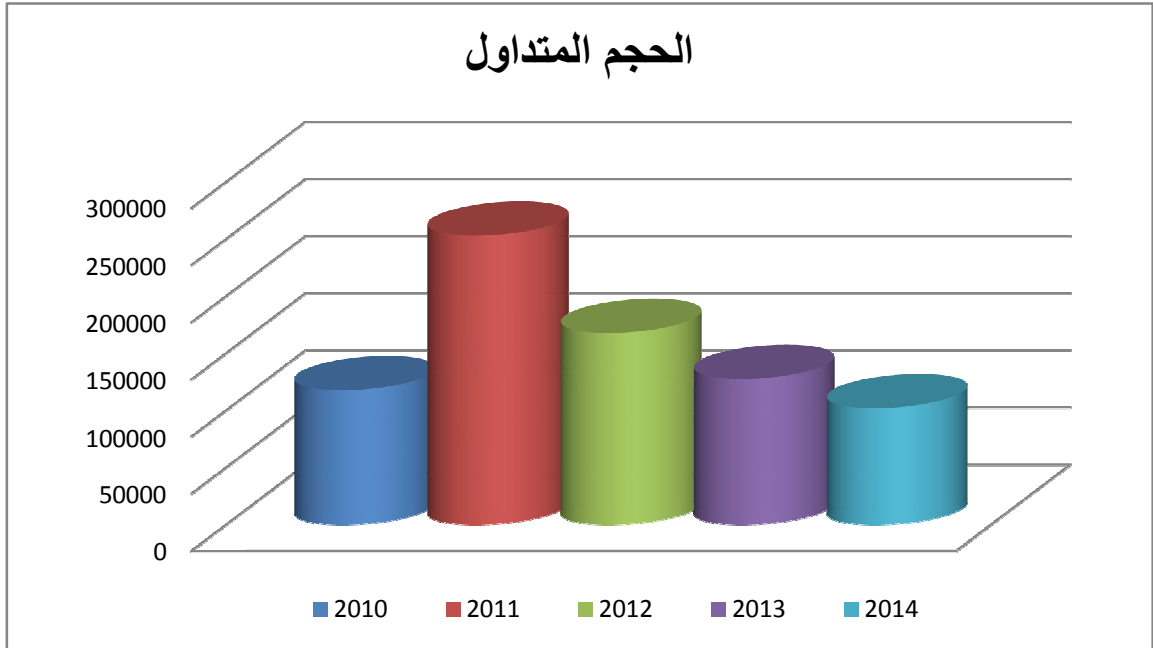
عدد الصفقات	القيمة المتداولة (دج)	الحجم المتداول	حجم الأوامر	عدد الأوامر	السنة
361	670069579	117729	1081977	2632	2010
520	321222985	252954	1370054	2343	2011
277	673186960	167827	2779493	5078	2012
177	101027990	127589	2673065	4271	2013
299	148946340	101950	2964284	3703	2014
1443	191445385000	768049	10868873	18027	المجموع

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

يمثل الجدول الموالي حجم التداول في بورصة الجزائر خلال فترة 2010-2014

¹فتيحة بوضيعة ، مرجع سابق، ص 110.

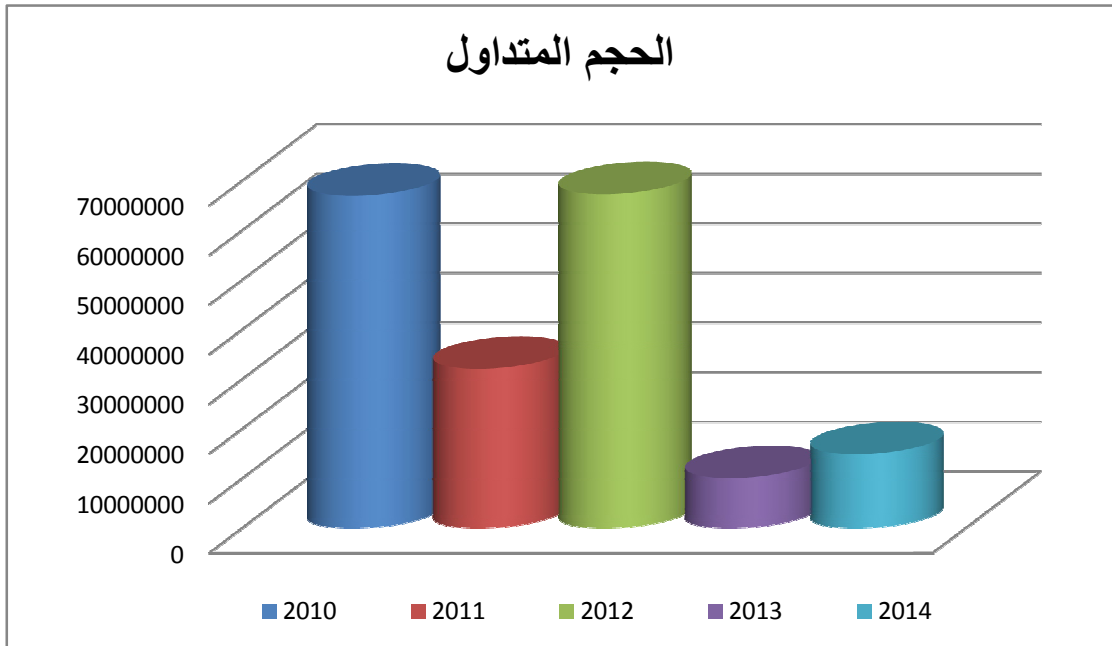
الشكل رقم (03) : الحجم المتداول في بورصة الجزائر من 2010-2014.



المصدر : من إعداد الطالب إعتقادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

يمثل الجدول الموالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال فترة 2010-2014.

الشكل رقم (04) : القيمة المتداولة في بورصة الجزائر من 2010-2014.



المصدر : من إعداد الطالب إعتقادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

نلاحظ من خلال الشكلين السابقين (03-04) و الجدول رقم (01) ما يلي :

-ارتفاع الحجم المتداول من 117729 سنة 2010 و بقيمة 670069579 دج ليصل سنة 2011 إلى 252000 و بقيمة 321222985 دج و التي انخفضت بحوالي نصف القيمة المتداولة في 2010.

-انخفاض الحجم المتداول سنة 2012 إلى حوالي 167827 مع ارتفاع كبير في قيمة التداول و التي تظهر 673186960 دج.

-انخفاض الحجم المتداول في سنتي 2012 و 2014 ليصل 101950 و ذلك بقيمة تداول تمثل 148946340 دج.

- إن القيمة المتداولة في حالة تذبذب (ارتفاع و انخفاض من سنة إلى أخرى) حيث انخفضت بشكل كبير جدا من سنة 2010 (670069579 دج) لتصل سنة 2014 إلى (148946340 دج).

ثانيا : تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010-2014

فيما يلي جدول يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر.

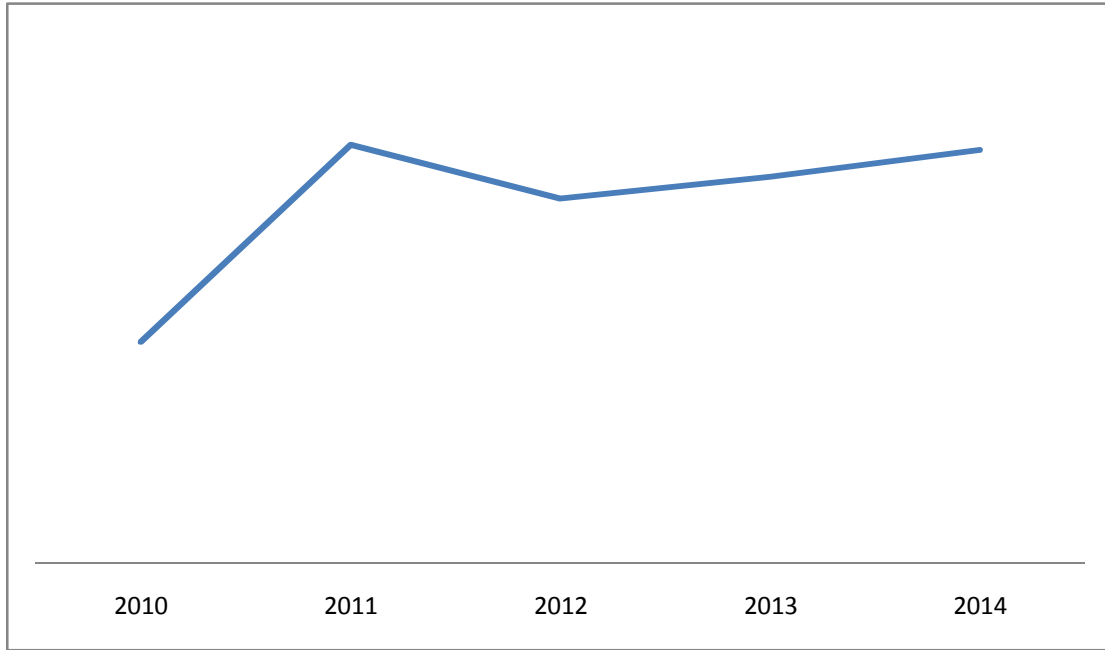
الجدول رقم (02) : تطور المؤشر évolution indice

السنة	2010	2011	2012	2013	2014
المؤشر	7900000000	14967744130	130287211575	13819991460	14793245790

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

فيما يلي مخطط يبين تطور مؤشر بورصة الجزائر

الشكل رقم (05) : تطور مؤشر بورصة الجزائر من 2010 إلى 2014



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

من خلال جدول رقم (02) و الشكل (05) نلاحظ ما يلي :

ارتفاع و تطور المؤشر من سنة 2010 إلى 2011 إلى أن حقق 14967744130، ثم انخفض سنة 2012 حيث بلغ 13028721575، ثم عاد ليرتفع من جديد في السنتين 2013 و 2014 ليصل إلى 1479324579.

ثالثا : تطور الأسعار في بورصة الجزائر من 2010-2014

- فيما يلي جدول يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر

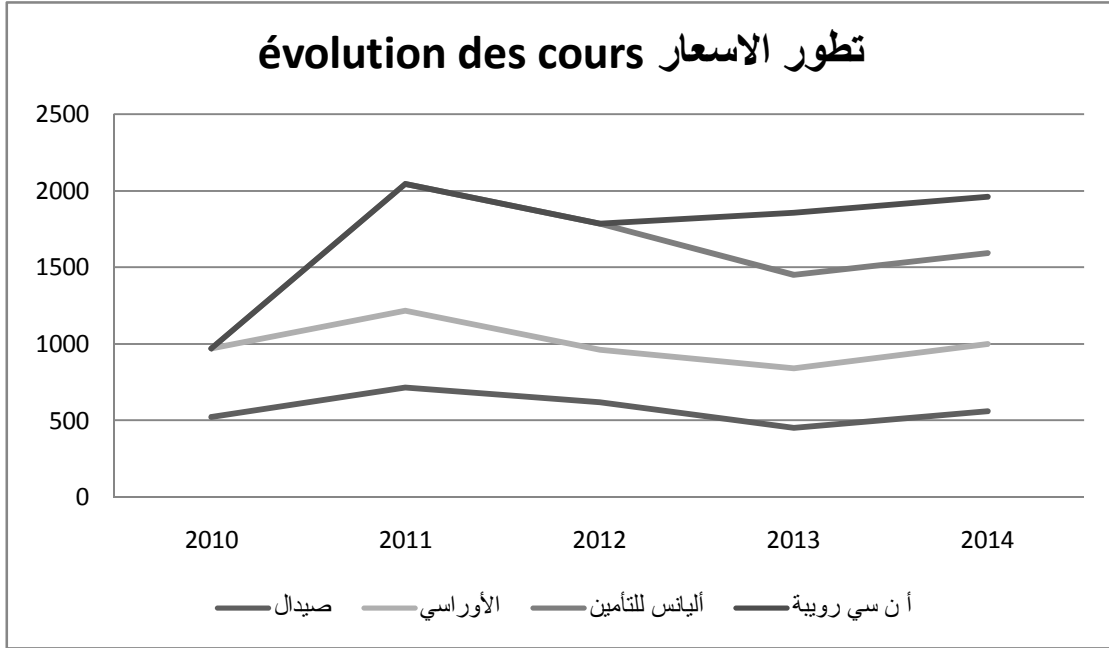
الجدول رقم (03) : تطور الأسعار من 2010 إلى 2014.

السنة / المؤسسات المدرجة	2010	2011	2012	2013	2014
صيدال	520	715	620	450	560
الأوراسي	450	500	340	390	440
أليانس للتأمين	-	830	825	610	595
أن سي رويبة	-	-	-	405	365

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

- فيما يلي مخطط يبين تطورات الأسعار في بورصة الجزائر.

الشكل رقم (06) : تطور الأسعار 2010 إلى 2014



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على معلومات من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

من خلال الجدول رقم (03) و الشكل أعلاه نلاحظ ما يلي :

-بالنسبة لأليانس للتأمين : فقد انخفضت أسعارها على التوالي حيث كانت تمثل 830، 825، 610 و 595.

-بالنسبة لصيدال : ارتفعت الأسعار من 2010 إلى 2011 من قيمة 520 إلى 715 ، ثم انخفضت من سنة 2011 إلى 2013 من قيمة 751 إلى 450 ثم ارتفعت في 2014 إلى أن وصلت 560.

-بالنسبة للأوراسي : ارتفع السعر من 2010 إلى 2011 من قيمة 450 إلى 500 ، ثم انخفض السعر من 2011 إلى 2012 بقيمة 340، فارتفع بعد ذلك من 2012 إلى 2011 من قيمة 340 إلى 440.

-بالنسبة لأن سي رويبة : فلم يكن هناك تطورات لطيلة أربع سنوات من 2010 إلى 2012 ثم بعدها في سنة 2013 إلى 2014 فقد انخفضت القيم من 405 إلى 365.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر و سبل تفعيلها:

هناك العديد من المعوقات تحول التي دون تحقيق الفعالية في دورة بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد و بالتالي ضرورة وضع المتطلبات و الأسس التي بإمكانها فتح الآفاق أمام هذه المؤسسات التمويلية و تفعيل دورها الاقتصادي كما يتضح ذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: المعوقات الاقتصادية:

فيما يلي مجموعة من المعوقات الاقتصادية التي تعرقل سير بورصة الجزائر:

أولاً: السوق الموازية: هو المكان الذي تتم فيه الصفقات غير المصرح بها لدى السلطات الجبائية، مقابل أموال متداولة بدون أي ثر بنكي أو بريدي و الأرباح المحققة في هذه السوق جد هامة، بالتالي توجه العائلات مدخراتها إلى هذه السوق بدل من توجيهها إلى الأصول المتداولة في البورصة.

و تتمثل هذه السوق في الجزائر، قطبا يجذب المستثمرين و المدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه و على النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرصة الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطر باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.

ثانياً: الضغط الجبائي: و يتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين و المصرح بهم لدى مصلحة الضرائب و بخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية و التي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية و تبدو آثار ذلك على مجموعة أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع أو الخدمات، و حتى الأصول المالية.

لامتصاص عجز الميزانية قامت السلطات الجزائرية بإخضاع المستثمرين إلى عدة ضرائب مثل الضريبة على الدخل الإجمالي، الضريبة على أرباح الشركات و هذا ما جعل المؤسسات الجزائرية تتهرب من الضرائب و هذا بدوره يصعب عليها الدخول إلى البورصة نظرا للشفافية و الرقابة الصارمة التي تفرضها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.¹

¹رشيد بوكساني ، مرجع سابق، ص 281.

ثالثا : ضعف الإفصاح و الشفافية

يعاني المستثمرين من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق ، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات شركات أو المديرين التنفيذيين أو المقررين منهم، يحققون مكاسب كبيرة أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات.

أما في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية و عامة مقارنة مع البورصة المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة و تدقيق الحسابات، و كذلك انعدام صناعة التحليل المالي و الاستثمار.

رابعا : التضخم

هو الارتفاع المستمر في الأسعار، و هذا الأخير يؤثر على نشاط البورصة و يؤدي إلى إضعاف المداخيل ولا يسمح للعائلات بشراء الأسهم و الاكتتاب في السندات و هو ظاهرة صعب التحكم فيها.

منذ بداية التسعينات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية مستمرة في الجزائر ، و لقد دار النقاش في معظم الندوات و اللقاءات حول ظاهرة التضخم و أساليب معالجتها، فالبعض اعتبرها ظاهرة ظرفية و اعتبرها البعض الآخر حتمية لا بد منها في المرحلة الانتقالية من الاقتصاد المخطط بشكل إداري إلى نقيضه أي اقتصاد السوق، و من أسبابها نذكر :

-العجز في ميزانية الدولة: حيث أن العجز في ميزانية الدولة يدفعها إلى استخدام سياسة توسعية في مجال الضرائب و الرسوم.

-رداءة تسيير الجهاز الإنتاجي، و يمثل القطاع العمومي في الاقتصاد الجزائري نسبة عالية، و أهم السلبيات التي تميز هذا القطاع ما يلي :

-غياب الأداء الإنتاجي مع عطالة في الطاقة الإنتاجية بنسبة 50% و يد عاملة غير مؤهلة في معظمها.

-دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية و نظام تحفيز الأجور غير فعال مع الإصرار في الكثير من الأحيان على المحافظة على سياسة اجتماعية بخصوص توظيف العمال لا تخدم عملية الانتقال إلى الاقتصاد الحر.

-اختلال التوازن المالي للمؤسسات العمومية و الافتقار إلى الشروط الموضوعية في التعيينات بل إلى اعتبارات شخصية، و لهذا فإن القطاع العمومي يتميز بسوء التسيير مع العلم أن عملية تنفيذ المؤسسات في البورصة تقتضي خصصتها و تطهيرها.

خامسا : نقص الشركات المتخصصة :

بورصة الجزائر تعاني من نقص في أسهم الشركات و المتمثلة في أربع أسهم فقط مسعرة على مستوى البورصة وإن العدد المحدود للسندات المسعرة في بورصة الجزائر لا يقدم للمستثمر أي تنوع في فرص التوظيف الاستثماري و هكذا فإن هذا النقص في تمويل سوق البورصة طوال سنوات عدة أثر عليها تأثير سلبي حيث فقد المستثمر الثقة فيما توفره من توظيف و تطور السوق ككل.

فبورصة الجزائر تنظر دوما إلى إعادة انطلاقتها ، ووصول المؤسسات المخصصة إلى أن هذه الأخيرة ما زالت لم تتم فعليا على مستوى الجزائر على الرغم من البرامج المقررة، و التي تنص على خصصة المؤسسات العمومية إلا أنها ما زالت لم تتجسد على أرض الواقع.

ولهذا يمكن القول أن الاستنتاج بأن نقص الشركات المتخصصة هو المشكل الأكبر في عجز البورصة على النهوض و أن ضرورة توفر هذه الأخيرة هي حاجة لا يمكن التغاضي عنها لإحياء البورصة من جديد.¹

المطلب الثاني : المعوقات الاجتماعية و الثقافية و السياسية و القانونية

سنتناول مختلف المعوقات السياسية و القانونية و هي كالتالي:

أولا : المعوقات الاجتماعية و الثقافية:

إن الانفجار الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء و لباس ، إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط من أجل الحصول على مسكن كل هذا أدى إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر.

إضافة إلى ذلك نجد غياب ثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع، و ذلك لجهل الكثير منهم بماهية البورصة وأهميتها، كما أن الأمة تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيمة المتداولة ، إذ أن أغلبية المواطنين لا يعرفون إلا الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط، كل هذا راجع

¹رشيد بوكساني و نسيم أوكسيل، مقومات تطور بورصة الجزائر، مجلة العلوم التجارية، المعهد الوطني للتجارة، رقم 6 ماي 2006، ص 38.

إلى نقص التوعية عبر وسائل الإعلام و كذلك عدم تخصيص برامج تعليمية تعرف بأهمية البورصة في الحياة الاقتصادية، و عليه فإن عامل غياب ثقافة البورصة يضاف إلى مجموعة العوامل التي أعاققت سير البورصة في تحقيق الاهداف المرجوة منها.

كما يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة لتوجه المدخرات من اجل توظيفها في القيم المتداولة، و تمتع العديد من العائلات من توظيف فوائدها المالية خاصة السندات باعتبار عائدها يعتبر من الربا المحرمة في الإسلام.

ثانيا : العقبات السياسية و القانونية :

إن العائق الأكبر الذي يواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر هو مشكل عدم الاستقرار السياسي هذا الأخير يعتبر الشرط الأساسي الواجب توفره لجلب المستثمرين خاصة منهم الأجانب للاستثمار في البورصة، حيث يستبعد استثمارهم في أوضاع سياسية غير مستقرة، ذلك لان كل مستثمر يسعى للحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماره.

أما من الناحية القانونية فنجد أن أهم تقنيات الخوصصة هي فتح رأس مال المؤسسة العمومية من خلال بيع أسهمها في البورصة، غير أن هذا الأمر لم يؤخذ بشكل جدي في الجزائر و هذا راجع إلى الإطار القانوني الضيق المتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خوصصة المؤسسات العمومية.

ضف إلى ذلك أنه رغم المجهودات التي قامت بها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و كذلك شركة إدارة بورصة القيم من خلال وضع قوانين تسيير نشاط البورصة في الجزائر إلا أنه يلاحظ غموض بشأن المستثمرين الأجانب.

كما ظلت تواجه من غياب المؤسسة القانونية و التشريعية التي تحكم أصول و قواعد العمل في الأسواق المالية الأولية و القانونية، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق و تطورها الموائية للتطورات الحاصلة في أسواق المال الدولية، لذا نرى التردد و الغموض في إصدار التشريعات و النظم القابلة و المستوعبة لفكرة التطوير اللاحق مما أدى إلى تباطأ عملية اندماج أسواق الأوراق المالية في الجزائر بمحيطها الدولي.¹

¹ عيبر بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص ص 126-127.

المطلب الثالث : مقترحات تفعيل بورصة الجزائر

من خلال ما ذكرنا سابقا من معوقات البورصة في الجزائر تظهر إلزامية البحث عن الحلول و إسداء مجموعة اقتراحات من شأنها المساهمة في تفعيل نشاط بورصة بالجزائر و إعطائها دفعة قوية و ظهورها على النحو الذي نضمن به فعاليتها و ممارستها للدور الاقتصادي المنوط بها كونها الركيزة الأساسية لأي اقتصاد رأسمالي و من أبرز الاقتراحات ما يلي :

1/تهيئة المحيط السياسي المناسب : من المعروف أنه من غير الممكن الوصول إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية و النهوض باقتصاد بلد معين من اجل تحقيق التنمية إلا عن طريق وضع سياسة رشيدة و حقيقية لتجنيد الادخار المحلي و كذلك الأجنبي، دون توفر استقرار و أمن سياسي بهذا البلد مهما كانت مقوماته.

فالمستثمر الرشيد دوما يطرح تساؤلات كثيرة قبل الشروع في عمليات الاستثمار أو لا يتعلق بطبيعة المحيط السياسي و مدى استقراره، و هل هذا الاستقرار دائم إن وجد أم لا.

وهذا يبرز دوره الأساسي في جلب و توجيه الادخارات المحلية و الأجنبية نحو القطاعات المنتجة الحاسمة بالبلاد، وعليه ينبغي على حكومتنا اتخاذ تدابير سلمية لأجل تحسين الوضعية الأمنية و السياسية للبلاد و السعي لضمان ديمومتها.

2/العمل على محاربة التعاملات بالسوق الموازية :

إن وجود الاقتصاد الموازي إلى جانب الاقتصاد الرسمي يعتبر من بين العوامل المثبطة للاستثمار في الأصول المالية، كون الأول سوقا غير مراقب للضرائب من طرف السلطة العمومية مما يجعله غير خاضع للمراقبة من طرف مصالح الضرائب ولا تلك الخاصة بالمنافسة و الأسعار و يعتبر السوق الموازي عامل جذب للمستثمرين و المتعاملين نظرا لما يوفره للأطراف العاملة فيه من سرعة في تنفيذ الصفقات و إمكانية تحقيق أرباح خيالية دون عناء كبير.

و انطلاقا من كل هذا يتعين على كل السلطات العمل على القضاء على مثل هذه الشبكات غير الرسمية و متابعة الشركات العاملة بها و إلزامها بالنشاط في إطار رسمي من اجل القضاء على الأرباح غير العادلة و ضمان توجيه المدخرات و الموارد المالية نحو الاستثمار في الأصول المالية و التي تنعكس بدورها على نجاعة مؤسساتنا و نجاحها و من ثم النهوض باقتصاد بلدنا.

3/ضمان الترابط بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي :

ولا يتسنى لنا تحقيق هذا المطلب إلا بالقضاء على تلك الممارسات و المضاربات غير المشروعة و التي تؤثر بشكل سلبي على أسعار الأوراق المالية مما يكون له الأثر على العوائد المحصلة منها دون وجود ما يقابلها من ارتفاع حقيقي للإنتاج و الثروات، و العمل على تنظيم التعاملات في سوق القيم المنقولة وحرص على الالتزام بالقوانين و النصوص التنظيمية الرامية إلى إيجاد التوافق بين الاقتصاد المالي والحقيقي و من ثم تقادي بواذر الأزمات المالية.

إضافة إلى السعي إلى عصرنه القوانين و النصوص التشريعية و جعلها قادرة على التكيف مع المعطيات و المستجدات ذات الطابع السياسي و الاجتماعي.

4/الاهتمام بتطوير ثقافة البورصة

تعتبر ثقافة البورصة في المجتمع أهم مقومات لنجاح مشروع بورصة القيم بالجزائر، كما ذكرنا سابقا أن المجتمع الجزائري يفتقر لأدنى مستويات ثقافة البورصة فإنه على السلطات المعنية السعي جاهدة لأجل نشر الثقافة الادخارية لعامة الجمهور و تشجيعهم على توجيه مدخراتهم نحو البورصة و ذلك عن طريق انتهاج سياسة إعلامية فعالة عن طريق الصحافة و التلفزيون، كذلك شبكة الانترنت.

إضافة إلى السعي إلى ترسيخ ثقافة البورصة عن طريق إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة¹.

5/تكيف البورصة مع التحولات الاقتصادية:

من الضروري أن يكون لسوق الأوراق المالية إطار مؤسساتي و تنظيمي مرن، يسمح لها بالتطور و التكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة، و من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات، و عليه فإن سوق الأوراق المالية الفعالة تستطيع الانسجام مع التغيرات الطارئة، بفضل تنظيمها الجيد و هياكلها المتينة و المرنة.

¹ نبيل بهوري، واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية و متطلبات تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص الاقتصاد والمالية الدولية، جامعة يحي فارس، المدينة، 2011، ص ص 197-198.

6/الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد: لا يمكن الحديث عن جذب مدخرات العائلات دون رفع مستوى الدخل الحقيقي لكل مواطن، مع العلم أنه توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد و توجيه الادخار نحو التوظيف في البورصة.

و عليه فإن رفع المستوى المعيشي للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص و عرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الاستثمار في البورصة و من ثم، فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك، و منه توجيهه إلى الاستثمار.

7/ضرورة التسوية الاقتصادية: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، و ذلك من خلال إتباع فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية و إعطاء دور للقطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية المستدامة، و كذلك تشجيعه و ذلك بتأسيس ضمانات لبقائها¹.

8/وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية سوق الأوراق المالية و نموها، ذلك أن المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة، و من ذلك، قدرتها على تعبئة الادخار و توفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، و كذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية و الطلب الحقيقي عليها. و ينبغي على الجهاز المصرفي أن يتصف بمرونة عالية، و قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية، على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية، و كذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات و العمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

ومن أجل تطوير الجهاز المصرفي الجزائري، ينبغي العمل على إزالة الفارق بين المصارف الأجنبية والمصارف المحلية الناتج عن استخدام التكنولوجيا في توفير الخدمات المصرفية، و البدء بالعمل الإلكتروني و معلوماتية المصارف، و كذا العمل على تحقيق نوع من الاندماج فيما بين البنوك الوطنية، أو الشراكة المصرفية لمواجهة البنوك العملاقة في السوق المصرفية. و بموجب ذلك يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز و الذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية.

¹ خليدة بوخلوف، عوائق تطور السوق المالي في الجزائر - دراسة حالة بورصة الجزائر-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2009، ص 201.

وعليه فإن الجهاز المصرفي يعتبر الدعامة الأساسية لوجود بورصة فعالة، و ذلك لما يختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار و حسن توجيهه.

و في الأخير يمكن القول أنه بتحقيق جملة الشروط سالفة الذكر، و اتخاذ مختلف التدابير و الترتيبات التي تصب في تحقيقها، يصبح حينئذ بالإمكان تصور وجود سوق الأوراق المالية تقوم بدورها على أحسن ما يرام مع تحسن تدريجي في أدائها، و ذلك وفقا لمدى انتشار ثقافة البورصة و الوعي الاستثماري داخل مختلف شرائح المجتمع مع مرور الوقت، على اعتبار أن مجتمعنا حاليا يعرف قصورا كبيرا في هذا الجانب.¹

¹ رابح حريزي، سوق الأوراق المالية (البورصة) و الأوراق المالية محل التداول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون تخصص قانون الأعمال، جامعة منتوري قسنطينة، 2010، ص 249.

الخلاصة:

إن متطلبات الحياة الاقتصادية الواسعة و التطور الاقتصادي الذي تمر به الجزائر جعل الحاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة و كبيرة لتأمين مختلف الفعاليات الاقتصادية و من أجل ذلك أخذت السلطات المعنية كل التدابير من تشريعات و قوانين و توفير الإمكانيات المادية و البشرية من اجل استحداث بورصة الجزائر نظرا للدور الذي تلعبه على المستوى الداخلي و الخارجي، فبورصة الجزائر اليوم تأخذ على عاتقها مهمة خصوصية المؤسسات العمومية و كذا تمويل الاقتصاد الوطني كأولوية داخلية و إعطاء نظرة جيدة على الاقتصاد الجزائري كأولوية خارجية.

بواسطة البورصة فإنه يمكن للشركات أن تمول نفسها عن طريق إصدار سلسلة من الأسهم و غيرها و هذا ما يساعد على تمويلها ذاتيا.

الخلاصة

أصبحت أسواق المالية عامة و البورصات خاصة تحتل مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف و أدوار هامة من حيث توفير التمويل لأصحاب العجز المالي و استثمار الفوائض لأصحابها و مساهمتها في حل الكثير من مشكلات الشركات الراغبة في التمويل و خاصة طويل الأجل للمشروعات ذات فترة الاسترداد طويلة الأجل.

و لأهمية الأسواق المالية قامت الجزائر في فترة التسعينات من القرن العشرين بثورة قانونية في القطاع المالي و الهدف منها إعطاء الأسواق المالية دفعة جديدة نحو تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة حيث تم في هذا الإطار إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر. و لكن رغم الجهود المبذولة من طرف السلطات المعنية لتطوير البورصة الجزائر إلا أن هذه الأخيرة ما زالت تعرف ركودا و جمودا في أدائها.

اختبار الفرضيات

بعد الدراسة ظهرت نتائج الدراسة كالاتي:

- الفرضية الاولى: يعبر سوق رأس المال أحد القنوات الهامة لإحداث التوازن و تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها، و قد تبين من خلال الاستعراض الوصفي و التحليلي للاطار النظري للدراسة أنه من شأن سوق رأس المال التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي تتمثل في توفير القدر الكافي من التمويل اللازم للاستثمار الأكثر إنتاجية و كذا الحوافز المشجعة على تراكم و تعبئة رؤوس الأموال و إتاحة المعلومات و الوسائل المثلى للرصد و الرقابة على أداء الشركات المساهمة فضلا عن توفير السيولة و مزيد من الخيارات أمام المستثمرين لتنويع عنصر المجازفة بما يساهم في زيادة الثروة الوطنية و تحقيق هدف النمو الاقتصادي و هذا ما يدعم صحة الفرضية.
- الفرضية الثانية: الإن توفر الفوائض النقدية أو المدخرات لدى الأفراد و المؤسسات لا يكفي هذا لتنشيط حركة الاستثمارات، بل يجب أن يرافق ذلك توفر مجموعتين من العوامل الأولى و هي محددات التي تساعد المستثمر على إتخاذ قرار الاستثمار من عدمه أما الثانية تتمثل في العوامل التي تحفزها على الاستثمار. و هذا ما ندعوه صحة الفرضية.
- الفرضية الثالثة: يعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الجزائر محدود و ضعيف مقارنة بالدول الناشئة و هذا ما تم تأكيده في الفصل الثالث حيث نرى أنه لغاية يومنا هذا و منذ انطلاق عمل بورصة الجزائر بقي عدد المؤسسات المدرجة فيها ضعيف جدا و يرجع ذلك إلى تخوف كبير من

هذا النوع من الاستثمارات و ذلك يعود لنقص الوعي عند المدخرين و المستثمرين في الأسواق الأوراق المالية و كذلك ضعف الهيكل التشريعي و التنظيمي لبورصة الجزائر و هذا ما يدعم صحة هذه الفرضية.

النتائج:

- ✓ تؤدي السوق المالي وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تعبئة المدخرات و توجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة ، و في أدائها لهذه الوظيفة تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد.
- ✓ تعتبر السوق الأولية (سوق الإصدار) الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها.
- ✓ لا يمكن أن تضطلع هذه السوق (السوق الأولية) بمهمتها التمويلية للاقتصاد و بشكل فعال ما لم تكن السوق الثانوية نشطة و كفوة، حيث توفر هذه الأخيرة السيولة للمستثمرين في السوق الأولية.
- ✓ لقد واجهت بورصة الجزائر منذ نشأتها جملة من العراقيل منها السياسية و التشريعية و الاقتصادية حالت دون تطورها و دون تحقيق الأهداف المرجوة منها.
- ✓ النقص الكبير الذي تعاني منه بورصة الجزائر في مجال نشر المعلومات حول سوق الأوراق المالية مما ساهم في نفور المستثمرين من البورصة.
- ✓ تعرف بورصة الجزائر ضعف السوق الأولية و عدم انضباط حركة الأسعار و ضعف الكفاءة المعلوماتية و قلة المؤسسات العاملة فيها.
- ✓ انخفاض حجم التداول في البورصة و لذلك لقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- ✓ نقص الوعي لدى المؤسسات بأهمية السوق المالي في تمويل استثماراتهم و هذا يعكس العدد القليل جدا من المؤسسات المدرجة في مؤشر بورصة الجزائر، كما نسجل نفصل ثقافة تداول الأوراق المالية لدى المدخرين و هذا معكسه ركود سوق الأوراق المالية.

إقتراحات :

- ❖ تقريب مفهوم البورصة لدى المجتمع الجزائري خاصة المستثمرين و المدخرين، و توسيع المجال الإعلامي بدورها في توظيف المدخرات في مشاريع استثمارية كفؤة.
- ❖ تعزيز الشفافية و الإفصاح و ذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية و أسبوعية و شهرية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن حجم التداول و مؤشرات الأسعار.
- ❖ العمل على تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالي و ذلك بهدف حماية المستثمرين و المساهمين في تحقيق الاستقرار.
- ❖ فتح المجال أمام المؤسسات و المنشآت للانضمام إلى البورصة عن طريق التخفيض من صرامة القوانين.
- ❖ القضاء على السوق الاقتصادية الموازية و محاربة التضخم و ذلك بالعمل الجاد و المتواصل من طرف جميع الهيئات من أجل القضاء على هذه الظاهرة و الحد من مخاطرها و العمل بالموازاة على تشجيع التعامل في السوق الرسمية.
- ❖ إدراج الأوراق المالية الإسلامية و التي لا شك في أنها تسهم في عملية إدراجها في البورصة في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لأسباب دينية مبتعدين عنها و متشككين فيها و ذلك مع توفير الوسائل الفنية و الأطر القانونية و النظامية لإدراجها.
- ❖ العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة.

أفاق البحث:

- ❖ دور السوق المالي الإسلامي في تمويل الاستثمارات .
- ❖ قطاع الخاص ودوره في تنشيط السوق المالي.
- ❖ دور الخصصة على البورصة في الجزائر.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة الكتب:

- 1-دريد كمال آل سبيب، الأسواق المالية و النقود، دار المسيرة للنشر، الأردن، سنة 2012.
- 2-حسنس علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للنشر و التوزيع، 2013.
- 3-رستمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتز للنشر و التوزيع 2005.
- 4-وليد صايفي، و آخرون، الأسواق المالية و النقدية، دار المستقبل.
- 5-عباس كاظم الدعيمي، الأسواق النقدية و المالية، أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، 2010.
- 6- معروف هويشار ، الاستثمار و الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003.
- 7-جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و لتوزيع، 2002.
- 8-سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى بالمنصورة، 2001.
- 9-زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، 2001.
- 10-حمزة محمد الزبيدي، الاستثمار في الأوراق لمالية، عمان، 2004.
- 11-نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 12-مجدي محمود شهاب، اقتصاد النقود و المال، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000.
- 13-راشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم و تقديم الأدوات، دار البازوري للنشر و التوزيع الأردن، 2010.
- 14-طارق عبد العال حامد، دليل المستثمرين إلى البورصة، دار الجامعة، القاهرة، 2005.

قائمة المراجع

- 15- محمد أحد عبد النبي، الأسواق المالية و الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون، 2009.
- 16- وليد صافي، أنس البكري، بورصة الأوراق المالي، مواقفها من الأسواق، أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء للطباعة و النشر، مصر، 2000.
- 17- سيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار على حنفي، الأسواق المالية و أسواق رأس المال، البورصة، البنوك، صناديق الاستثمار، دار الجامعة للنشر، 2009.
- 18- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة ثانية، 2003.
- 19- ضياء مجيدي الموسوي، البورصات و الأسواق رأس المال، مؤسسات الشباب الجامعية، القاهرة 2003.
- 20- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان 2005.
- 21- محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي و الفني، دار الجامعة الإسكندرية، 2005.
- 22- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق المالية و المؤسسات المالية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، دار الجامعة، 2008.
- 23- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الخامسة، عمان، 2002 ص 124-128.
- 24- قادر عبد العزيز، الاستثمارات الدولية، دار النشر و التوزيع بوزريعة، الجزائر، 2004.
- 25- محمد بوتين، المحاسبة العلمية للمؤسسة، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 26- طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2006.
- 27- معروف هوششار، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، طبعة ثالثة 2005.

قائمة المراجع

- 28- آدم مهدي أحمد، الدليل الدراسات الجدوى الاقتصادية، الشركة العالمية و للطباعة و النشر، القاهرة 1999.
- 29- حسين علي الخربوش و آخرون، الاستثمار بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، دار وهران للنشر و التوزيع، 2001.
- 30- محمد مطر، إدارة الاستثمار، الإطار النظري و التطبيقات العلمية، دار وائل للنشر و التوزيع، طبعة الخامسة، 2009.
- 31- قاسم ناين علون، إدارة الاستثمار (بين النظري و التطبيقي)، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2009.
- 32- عقيل جاسم، مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر و التوزيع، مصر، 1999.
- 33- دريد كامل آل شيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان طبعة أولى، 2009.
- 34- كاظم محمد الشمري و آخرون، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، دار النشر و التوزيع، عمان الطبعة الأولى، 2009.
- 35- محمد عثمان إسماعيل هيد، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية و قياس مخاطر الاستثمار، دار النهضة العربية، طبعة أولى، 1995.
- 36- موسى نوري سقيري و آخرون، دار المسيرة للنشر و الطباعة، الأردن، 2012.

قائمة المذكرات والأطروحات الجامعية:

- 1- كمال قويدري، السياسة المالية و أثرها على الاستثمار، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود و مالية و بنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، 2006.
- 2- سيف الدين حماد، السياسة المالية و آثارها على الاستثمار، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، بسكرة، 2015.

قائمة المراجع

- 3-صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012.
- 4-منصور الزين، آليات تشجيع و ترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، 2006.
- 5-حيزية حاج الله، الاستثمارات السياحية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير تخصص نقود و بنوك، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة، سعد دحلب، البليدة، 2006.
- 6-نصر الدين بن مسعود، دراسة و تقييم المشاريع الاستثمارية، دراسة حالة شركة الاسمنت بني صاف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تلمسان، 2010.
- 7-فطوم حوحو، سياسات تفعيل الأسواق العربية، دراسة حالة السوق المالي السعودي، مذكرة مقدمة لنيل الدكتوراه، الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد و نقود، البنوك و الأسواق المالية، بسكرة.
- 8-ياسر بن إبراهيم الخصيري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية، دراسة فقهية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الفقه، جامعة محمد بن الإسلامية، 2005.
- 9-عمار صافي، محددات الاستثمار المحفظي و أثاره على الأسواق المالية، دراسة حالة تونس، مصر، الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، سنة 2009.
- 10-زكية لعجالي، الاستثمار في الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود و مالية، سنة 2010.
- 11-نسرین بوتة، الأسواق المالية و دورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، دراسة الواقع التجريبية المغربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصة.
- 12-رشيد بوكساني، معوقات الأسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

قائمة المراجع

- 13-سمية بلجالية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسجلة في بورصة عمان لفترة 1996-2006، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة.
- 14-عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية فيتنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة حالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، قسنطينة، 2016.
- 15-علي بو عبد الله، اثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، بسكرة، 2014.
- 16-راوية لموشي، دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار، دراسة حالة الجزائر تونس المغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.
- 17-فتيحة بوسقيع ، تقييم مدى فعالية الاسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2015.
- 18-عبير بوضياف ، سوق الاوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS ، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- 19-خليدة بوخليف، عوائق تطور السوق المالية في الجزائر، دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2009.
- 20-نبيل بهوري، واقع اسواق الاوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير تخصص الاقتصاد و المالية دولية،جامعة يحي فارس، المدينة، 2011.
- 21-رابح حريزي، سوق الاوراق المالية و الادوات المالية محل تداول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في قانون تخصص قانون اعمال، جامعة منتوري قسنطينة، 2010.

المواقع الإلكترونية:

1. الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر [www. Cosob.com](http://www.Cosob.com)
2. الموقع الإلكتروني لبورصة القيم المنقولة <http://www.sqbv.dz/on/SGBV>
3. الموقع الإلكتروني لشركة رياض سطيف www.riadsetif.dz