

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم :العلوم الاقتصادية

الموضوع

سوق رأس المال ودوره في تمويل
الاستثمار

دراسة حالة بورصة - الجزائر -

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص :اقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذة المشرفة :

قسوري انصاف

اعداد الطالبة :

خوناش سامية

الموسم الجامعي :2019 - 2020

شكر و عرفان

(رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والداي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين) (سورة النمل: آية 19) .

الحمد لله الذي وفقنا لهذا العمل الصالح ولم نكن لنصل اليه لولا فضل الله علينا أما بعد:
أتقدم بالشكر الجزيل الى كل من بذل كل جهد وعطاء لكي أصل الى هذه اللحظة الوالدة
والزوج الكريم فلقد كان لهما الفضل الكبير في تقديم كل المساعدات.
كما أتقدم بالشكر الجزيل الى الأستاذة المشرفة الدكتورة قسوري انصاف على قبولها
الاشراف على هذا البحث، وعلى ما قدمته من توجيهات.
كما أسجل شكري وتقديري لكل من قدم لي يد المساعدة، من قريب أو بعيد في انجاز هذا العمل.
الى كل هؤلاء أقول: شكرا جزيلا.

الاهداء

الى روح سيدنا وحبیبنا، وشفیعنا، وقائدنا، وامامنا، ونبیننا، ورسولنا حبيب الله ورسوله

محمد صلى الله عليه وسلم

الى أعظم امرأة بين نساء الكون

الى من حملتني وهنا على وهن جنينا

وسقتني لبن التوحيد مع الأخلاق رضية

وعلمتني صغيرة ورافقتني بدعائها كبيرة

اليك..... اليك يا أمي أطال الله في عمرك وألبسك ثوب الصحة والعافية

الى روح أبي الطاهرة .

الى سندي المتين وأنيسي المعين .

زوجي الكريم .

الى أبنائي الأعراف هاجر، أحمد أمين، يوسف، أريج ورتاج.

الى أخي محمد اسلام وأختي سليمة .

الى كل من عرفني وسيعرفني انشاء الله .

الطالبة : خونايش سامية

| الصفحة | المحتوى |
|--------|--|
| أ - ث | المقدمة العامة |
| 3 | الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال |
| 3 | المبحث الأول: الاطار النظري للسوق المالي |
| 3 | المطلب الأول: نشأة ومفهوم السوق المالي |
| 6 | المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية |
| 7 | المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية |
| 7 | المبحث الثاني: أساسيات حول سوق رأس المال |
| 8 | المطلب الأول: تعريف سوق رأس المال وخصائصه |
| 8 | المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية |
| 10 | المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة فيه |
| 12 | المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال |
| 12 | المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال |
| 18 | المطلب الثاني: أدوات التحليل في سوق رأس المال |
| 18 | المطلب الثالث: التعاملات في سوق رأس المال |
| 22 | الفصل الثاني: تمويل الاستثمار |
| 22 | المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار |
| 22 | المطلب الأول: تعريف الاستثمار |
| 23 | المطلب الثاني: أنواع الاستثمار ومحدداته |
| 24 | المطلب الثالث: مجالات الاستثمار |
| 25 | المبحث الثاني: أساسيات حول الاستثمار في سوق رأس المال |
| 26 | المطلب الأول: أدوات الاستثمار |
| 27 | المطلب الثاني: أهمية و أهداف الاستثمار |

| | |
|----|---|
| 28 | المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار المالي |
| 32 | المبحث الثالث: دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار |
| 32 | المطلب الأول: التمويل عن طريق سوق رأس المال |
| 33 | المطلب الثاني: آلية التعامل في السوق الأولي |
| 35 | المطلب الثالث: مراحل الإصدار في السوق الأولي |
| 38 | الفصل الثالث: بورصة الجزائر |
| 39 | المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر |
| 39 | المطلب الأول: سوق رأس المال للجزائر |
| 39 | المطلب الثاني: نشأة بورصة الجزائر |
| 40 | المطلب الثالث: أسواق بورصة الجزائر |
| 40 | المبحث الثاني: المحاور الأساسية لبورصة الجزائر |
| 41 | المطلب الأول: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر |
| 43 | المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر |
| 46 | في بورصة الجزائر المطلب الثالث: القيم المنقولة المتداولة |
| 49 | المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010 - 2018 |
| 49 | المطلب الأول: أداء البورصة الجزائرية |
| 54 | المطلب الثاني: المعوقات لبورصة الجزائر |
| 56 | المطلب الثالث: الأفاق لبورصة الجزائر |
| هـ | الخاتمة |

قائمة الأشكال والجداول :

1 - قائمة الأشكال :

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|-------------------------------------|-------|
| 06 | يوضح تقسيمات السوق المالية | 01 |
| 34 | يوضح هيكل اصدار القرض السندي | 02 |
| 51 | تطور القيمة السوقية لبورصات الجزائر | 03 |
| 52 | تطور حجم التداول لبورصة الجزائر | 04 |

2 - قائمة الجداول :

| الصفحة | عنوان الجدول | الرقم |
|--------|---|-------|
| 49 | تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر | 01 |
| 50 | تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر | 02 |
| 51 | تطور حجم التداول لبورصة الجزائر | 03 |

الملخص:

أصبحت أسواق رأس المال بصفة عامة تمثل أداة فعالة لتمويل الاستثمار ولمشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الهام الذي تقوم به عبر تحريك وجذب الادخارات من المدخرين المحليين والأجانب نحو طالبي رؤوس الأموال من الأشخاص المعنوية التي تدعو الى الاكتتاب العام في سنداتها و أصولها المالية ، حيث تتمثل أهم الأهداف المتوخاة من هذا البحث في تحديد الاطار النظري للسوق المالية ،و بالأخص سوق رأس المال من خلال ماهيته ،تنظيمه ،وظائفه وتحديد معنى الاستثمار وربطه بألية عمل السوق الأولي .

والقاء الضوء على سوق رأس المال للجزائر ودورها في تمويل الاستثمار من الفترة الممتدة من 2012 الى 2018.

وقد أظهرت النتائج أن سوق رأس المال أحد القنوات الهامة في الاقتصاد لإحداث التوازن في الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال الاستثمارات التي تقوم بها لتوفير التمويل اللازم لها ، وأن الدولة الجزائرية مازالت سوقها الأولية تعاني الضعف في تحقيق وظائفها من بينها تمويل الاستثمار . الكلمات المفتاحية: أسواق المالية؛ تمويل؛ استثمار؛ بورصة.

Summary :

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

Hence , This research 's principal objects are to define the theroretical frame of the Financial markets play in mobilizing and drawing domestic and foreign savings stocks and other kinds of securities into initial public pffering .

Hence ,This research 's principal objects are to define the theoretical frame of the Financial markets,Another object of this paper is to define the both investment and finance , and the link between them ,through the work mechanism of the primary market ,Also to shed the light on algerian market , with a reference to the role of each one of them in financing investments during the period of 2012 until 2018

Keywords : Financial markets – Finance – Investment – Stock Exchange.

مقدمة عامة

المقدمة

المقدمة

ان موضوع الاسواق المالية اثار اهتمام العديد من الباحثين سواء الاقتصاديين او الماليين وذلك لدورها الفعال في تجميع و توفير الاموال اللازمة للتنمية و يعتبر السوق المالي مؤشر جد هام لقياس مدى تطور أي اقتصاد من خلال حجم التعاملات التي تتم فيه و مدى اللجوء اليه التمويل العجز او تصريف الفائض. و تعتبر مساهمة هذا السوق في تمويل الاستثمار من خلال الوظائف العديدة التي يقوم بها والتي من بينها تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات و يتوقف هذا الدور على الوعي الاستثماري للنهوض بهذه الاسواق .

تعتبر الجزائر من بين الدول التي سعت الى اعتماد الاسواق المالية كأداة املتتها عليها الظروف الاقتصادية إلا ان المشكل المطروح امامها هو كيفية جعل تلك الاسواق ذات فعالية في التوظيف الامثل للاستثمارات .

اشكالية البحث :من خلال ما سبق يمكننا طرح الاشكالية التالية :

يعتبر سوق راس المال مؤشر هام لقياس مدى تطور اي اقتصاد، ومدى مساهمته في التنمية الاقتصادية من خلال الوظائف العديدة التي يقوم بها و التي من بينها تعبئة الادخارات و تمويل الاستثمارات، ويتوقف هذا الدور على مدى الوعي الاستثماري للنهوض بهذه الاسواق.

ومن خلال ذلك يمكننا طرح الاشكالية التالية : ماهو واقع تمويل الاستثمار في السوق الأولي الجزائري؟ و تندرج تحت هذه الاشكالية التساؤلات الفرعية التالية :

- 1 - هل للوسطاء دور في عملية التمويل؟
- 2 - كيف تتم الية التمويل في السوق الاولي؟
- 3 - هل واجهت بورصة الجزائر عراقيل حالت دون تحقيق أهدافها المسطرة وبالتالي لن تؤدي أي دور في تمويل الاستثمار ؟

الفرضيات :

انطلاقا من التساؤلات الفرعية فان هذا الموضوع يقوم على اختبار الفرضيات التالية :

الفرضية الرئيسية :

- تساهم السوق الاولية للجزائر في تمويل الاستثمار بدرجة ضعيفة ومحدودة .

الفرضيات الثانوية :

- 1 - لا يمكن أن تتم عملية التمويل في السوق الأولي الا بوجود وسطاء ماليين .
- 2 - تطرح الأوراق المالية للشركات الراغبة في التمويل وبمجرد الاكتتاب فيها تدفع الأموال للشركات.

المقدمة

3 - يمكن أن تكون بورصة الجزائر قد واجهت العديد من العراقيل كانت سببا في عدم قيامها بدور كافي تمويل الاستثمار .

أهداف البحث:

تتمثل اهداف البحث في :

- تحديد الاطار النظري للسوق المالي وبالأخص سوق رأس المال من خلال ماهيته و تنظيمه ووظائفه .
- تحديد سوق رأس المال في تمويل الاستثمار .

- القاء الضوء على بورصة الجزائر والصعوبات التي واجهتها .

أهمية البحث: تنبع أهمية الدراسة من خلال اعطاء رؤية علمية تبين الدور الذي تؤديه الأسواق المالية كونها وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة الادخارات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلبي احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين بالإضافة الى أن عملية تمويل الاستثمارات عن طريق السوق المالي أصبحت من الامور المهمة التي تقتضيها الضروريات الاقتصادية .

حدود البحث : هناك حدود مكانية و زمنية لهذه الدراسة نجلها فيما يلي :

اقتصرت الدراسة التطبيقية على سوق رأس المال للجزائر وحددت فترة الدراسة ب:7 سنوات، وقد هدفت الدراسة الى الالمام بأهم الاصدارات وتطورها ومدى مساهمة السوق الاولي الجزائري للجزائر في تمويل الاستثمار من الفترة الممتدة من 2012 - 2018 .

منهج البحث :

قصد دراسة وتحليل الموضوع وبلوغ اهدافه تم الاعتماد على كل من المنهج الوصفي والمنهج التاريخي في سرد المفاهيم العامة المتعلقة بأسواق المال ، والتطورات التي مرت بها والمنهج التاريخي في سرد الاحداث والوقائع الاقتصادية .

الدراسات السابقة :

توجد العديد من الدراسات التي تتقاطع مع موضوع بحثنا، وأهمها ما يلي:
الدراسة الأولى : سامي مباركي ،فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات (دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب وتونس) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد التنمية لجامعة باتنة سنة 2004،حيث تناول الباحث أربعة فصول تتمثل فيما يلي :الفصل الأول تحديد مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر، الفصل الثاني المفاهيم العامة المرتبطة ببورصة الأوراق المالية ،أما الفصل الثالث تناول كفاءة الأسواق المالية وطرق التحليل في البورصات واخيرا الفصل الرابع حول دراسة هيكل وتنظيم الأسواق في الدول المغربية الثلاث .
وأهم النتائج التي توصل اليها الباحث هي :

المقدمة

بالرغم من المراسيم التشريعية والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة الى حد الآن، الا أنه لم يتم التفكير في القيام بالتكامل بين هاته البورصات وعلى مستوى الأسواق الثانوية تتميز البلدان الثلاثة بصغر حجمها، تدني حركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.

الدراسة الثانية : حليلة عطية : دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات (دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة : (2008 - 2013) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية و البورصات لجامعة بسكرة سنة 2014 - 2015 ، و بعد اتمام الدراسة خلصت الطالبة الى النتائج التالية :

يعتبر السوق الأولي لبورصة عمان سوق سندات وذلك لزيادة الأعباء الداخلية للحكومة الأردنية . محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي حيث أن اتساع قاعدة السوق وازدهارها تتطلب عدد كاف ومنتظم من الأوراق المالية .

التجارب السلبية للاستثمار في الأوراق المالية في عدد من الأسواق المالية العربية كأزمة سوق المناخ، أزمة العالمية لسنة 2008 ، وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت الى ضعف ثقة الكثير من المستثمرين في الأوراق المالية .

لعل أهم الوظائف الأساسية لسوق المال الكفء هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع بورصة عمان في حجم سيولتها ويظهر ذلك في انخفاض حجم التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية ، كذلك انخفاض عدد أيام التداول ، فضلا عن انخفاض معدل دوران السهم .

هيكل البحث : بغية الإجابة على اشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة الى ثلاثة فصول رئيسية تسبقهم مقدمة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث واشكاليته وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج التي تم التوصل اليها حيث تناول الفصل الأول الأسس النظرية للسوق المالي ، أما الفصل الثاني تم التركيز فيه على موضوع الاستثمار من تعريفه و أنواعه ومحدداته ومجالاته بالاضافة الى الأدوات والأهمية والأهداف والمخاطر فضلا عن دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار وتم التطرق الى كل من التمويل عن طريق سوق رأس المال و آلية التعامل في السوق الأولي ومراحل الاصدار في هذه السوق ، كما تناول الفصل الثالث دراسة لبورصة الجزائر حول أدائها وما واجهها من عراقيل .

الفصل الأول

الإطار النظري

للأسواق

المالية

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

تمهيد :

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي، كما تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية، وذلك لما لها من دور في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه، وهي تعد ركنا رئيسيا من أركان السوق المالية ومصدرا من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، فسوق الأوراق المالية هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها وأصحاب العجز المالي والتي تبحث عن التمويل بشروط جيدة ومن خلال هذه السوق يقوم الأفراد والمؤسسات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط و اجراءات وطرق خاصة للتعامل .

ولتوضيح هذه الأفكار اخترنا أن نعالج الإطار النظري للأسواق المالية في هذا الفصل معتمدين على مباحث ثلاث هي:

المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي.

المبحث الثاني: أساسيات حول سوق رأس المال.

المبحث الثالث: تنظيم سوق رأس المال.

المبحث الأول :الإطار النظري للسوق المالي

شهدت الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على جميع الأصعدة والمستويات،اذ يعتبر وجود سوق للأوراق المالية من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وهذا ما سنطرق اليه في هذا المطلب

المطلب الأول :نشأة ومفهوم السوق المالي

عموما السوق المالي يستمد مفهومه من السوق، فمصطلح سوق المال يتكون من كلمتين هما: السوق والمال فالسوق هو الاطار أو المجال الذي يجمع الباعين(جانب العرض)والمشتريين (جانب الطلب)لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أونقدي أو لعناصر الانتاج خلال فترة زمنية معينة أو في مكان معين ،أما مصطلح المال فقد جاء معناه في قاموس المحيط بأنه يشمل ما ملكته من كل شيء وفي علم الاقتصاد فان المال هوأي شيء يحقق منفعة ما أو يكون ثمنا أيا كان نوعه أو قيمته فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق و تكون له قيمة يعتبرمالا .

نشأة الأسواق المالية :

لقد أدى التطور في التبادل التجاري الدولي و الانتاج الصناعي الواسع الى الحاجة لتمويل المشاريع

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

الكبيرة مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الانتاجية وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع ومنه فان تاريخ إنشاء الأسواق المالية، يبين أن الأسباب التي أدت الى تكوين هذه الأسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال اصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى الى أنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الامبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة الى مكاتب الصرافة والصرافين في ايطاليا ثم انتقلت الى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر وتحديدا في مدينة بروج البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فاندبورز، حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بواليص التأمين ومن اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لأن اسم بورزيا بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية¹.

تم انشاء أول سوق مالي في بلجيكا وانتقل الى مدينة ليون في فرنسا عام 1639 م ثم الى باريس والى امستردام ولندن في القرن السابع عشر وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890 م بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية حيث أن الاستثمار الكبير في شراء الأسهم بالشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية وعلى أثر ذلك ارتفعت القيمة الاجمالية للسوق المالية في باريس من 4 مليار فرنك فرنسي عام 1850 الى 35 مليار فرنك في عام 1880 م ثم احتلت البورصة في لندن ونيويورك وطوكيو المركز الأول بحجم الأموال المتداولة في السوق².

مفهوم السوق المالية :

لأسواق المالية عدة تعاريف نذكر منها:

- 1 - هي وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها(المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على اتمام عملية التمويل الرأسمالي .
- 2 - هي وسيلة (ينبغي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون الوسطاء المتعاملون الآخرون والاداريون من ذوي الاهتمامات المادية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتمادا على قوانين وأنظمة و تعليمات معتمدة محليا أو دوليا³.
- 3 - السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه و لكن بشرط توفر قنوات اتصال

1 - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، 2003، ص 58.

2 - السيدة عبد الفتاح اسماعيل وعبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، دار الجامعية، 2009، ص 74.

3 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 84 .

4 - حسين هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، دار الكندي، 2002، ص 24 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه ⁴.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالي على أنه عبارة عن فضاء واسع يتم فيه استثمار المدخرات بشكل يساهم في صناعة رؤوس الأموال وتمويل الدورة الاقتصادية .

المطلب الثاني : تقسيمات السوق المالية

يمكن تقسيم السوق المالية تبعاً لمعيار آجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها الى سوقين رئيسيين هما :

أولاً : السوق النقدي ويقصد بسوق النقد تلك السوق التي يتم تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل الأقل من سنة ، وفي بعض الأحيان أقل من سنة ونصف ليتم بذلك الاقتراض والاقتراض بين المتعاملين فيه من دائن يملك الفوائض النقدية ويسمى بوحدة الفائض حيث تكمن لديه رغبة توظيف تلك الفوائض النقدية لمضاغفة نمو أمواله بمبادلتها مع الجهة الثانية التي ترغب في توظيف الأموال وتحقيق الفوائد التي تفيض عن رأسماله الأصلي محققاً بذلك ربحاً لصاحبه والذي يسمى بالمدين . نستنتج من خلال ما سبق أن السوق النقدي هو الاطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة ، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول ، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين مثلما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى .

أما الأدوات المتداولة في سوق النقد فتتمثل في أدوات الاستثمار الآتية: شهادات الإيداع القابلة للتداول ، الكمبيالات المصرفية ، الأوراق التجارية ، أدونات الخزينة ، القبولات المصرفية . وتتميز أسواق النقد بالعديد من المخاطر منها مخاطر عدم القدرة على السداد والتغير المستمر في أسعار الفائدة .

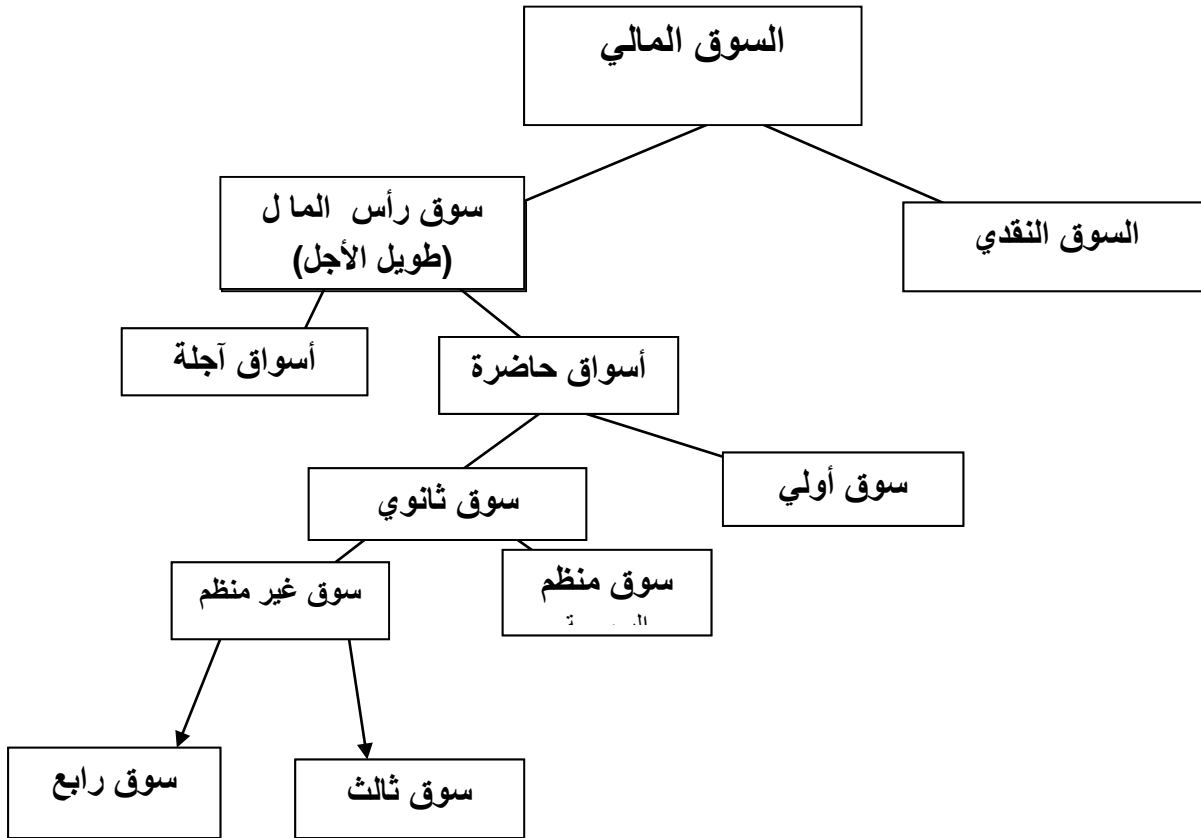
ثانياً : سوق رأس المال ويقصد به ذلك السوق الذي يقوم بتبادل الفوائض المالية مع أصحاب العجز من خلال مجموعة من الأوراق المالية وهي عبارة عن الأسهم والسندات و تنقسم هذه السوق بدورها الى قسمين ، سوق أولية وهي سوق الإصدارات الجديدة التي تقوم بها الشركات الراغبة في الحصول على التمويل لاستثماراتها ، وسوق ثانوية التي يتم فيها تداول الإصدارات الجديدة التي أصدرت في السوق الأولية وينقسم سوق رأس المال بالإضافة الى السوق الأولي والسوق الثانوي الى سوق العقود الآجلة والأسواق الحاضرة (الفورية) ، أما عن تعريفهما :

سوق العقود الآجلة : يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي التي تتعامل بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق وتهدف هذه الأسواق الى تخفيض أو تجنب مخاطر

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

تغير السعر مما يدفع و يشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم¹. أما الأسواق الفورية أو الحاضرة فيقصد بها الأسواق التي يتعامل فيها أيضا بالأسهم والسندات وهنا يتم نقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند اتمام الصفقة وذلك بعد أن تدفع قيمة الورقة أو جزء منها وهي بدورها تنقسم الى قسمين السوق الاولية والسوق الثانوية كما هو مبين في الشكل الآتي :

الشكل رقم (1) يبين تقسيمات السوق المالية



المصدر : من اعداد الطالبة بناء على ما سبق .

المطلب الثالث: أهمية السوق المالي

يحتل السوق المالي أهمية كبيرة في الاقتصاد يمكن اجمالها فيما يلي :

- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فعالا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات من خلال

¹حسين هاني، مرجع سابق، ص32 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

أسواق الأوراق المالية ومن خلال الأسواق النقدية حيث تشجع المدخرين على ادخار أموالهم وتقوم البنوك من خلال هاته المدخرات بتقديم قروض .

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون بغرض تمويل مشروعات معينة وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على اتباع نفس السلوك في الأسواق المالية .

- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل ، بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستعمل جانبا مهما من الأسواق المالية فتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية وهذا ما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال .

تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية¹ .

المبحث الثاني : أساسيات حول سوق رأس المال

سوق رأس المال ماهو الا ذلك الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة مثل الأسهم العادية ، الأسهم الممتازة و السندات، كما تمثل فرصة استثنائية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح وتستفيد الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم وطويل الأجل وهذا ما سنطرق اليه في هذا المبحث .

المطلب الأول :تعريف سوق رأس المال وخصائصه

يعرف سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية بأنه المكان الذي يتم فيه عقد الصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل² .

مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالبيين لها وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية من أصحاب الفائض الى أصحاب العجز المال وفق شروط معينة كما يعمل سوق رأس المال على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل والتي تريد توسيع نشاطها من اجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية بالإضافة أنها تؤمن للدولة موارد اضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية³ .

1 - عاطف وليم اندراوس ،أسواق الأوراق المالية ،الطبعة الأولى ،دار الفكر الجامعي ،الاسكندرية ،2008 ،ص 55.

2 - عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية ، دار أسامة ،الأردن ،2007 ،ص 201 .

3 - محمد أحمد عبد النبي ،الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي) ،دار زمزم للنشر والتوزيع ،الأردن ،2009 ،ص 58 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

أما عن خصائصه فتتمثل في :

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل .
- له دور فعال في تمويل المشروعات الانتاجية طويلة الأجل.
- سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً.
- العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى .
- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال .

المطلب الثاني :تقسيمات سوق رأس المال

يمكن تقسيم سوق رأس المال الى قسمين أساسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية حيث تعتبر السوق الأولية سوق لاصدار الأوراق المالية والسوق الثانوية سوقاً لتداول هذه الأوراق ،ومن خلال هذا الجزء سنتعرف على ماهية كلا السوقين :

أولاً :السوق الأولية ويتم فيه عرض الأوراق المالية المقترح اصدارها أول مرة في السوق الأولي وهي الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثاً ، أو عند زيادة رأسمالها بهدف توسيع أعمالها بعد التأسيس بغرض الاستثمار في الاصول المنتجة ولذلك يسمى بسوق اصدارات الأوراق المالية للشركات التي يتم الاكتتاب باسمها لأول مرة أي أنه سوق البيع الأولي للورقة المالية من قبل المصدر الى عامة المستثمرين أو بسبب توسيع المشاريع القائمة حالياً¹ .

ويدعى كذلك سوق الاصدار وهو السوق الذي من خلاله اصدار الأوراق المالية الجديدة والتي أصدرتها المنشآت و المؤسسات و الوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية .

ثانياً : السوق الثانوي: وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق تداولها في السوق الأولية و بالتالي فان التعامل في هذه السوق لا يعد وأن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر الى آخر كما يسمى هذا النوع من الأسواق سوق التداول وهو المكان المخصص لتداول الاصدارات السابقة وينبغي التأكيد على أن السوق الثانوي هو الذي يشكل موضوع السوق المالي ككل بمعاملاته و مؤسساته وعملياته الحاضرة و الأجلة المنظمة و الغير منظمة حيث تنقسم السوق الثانوية الى نوعين هما

أ - **السوق المنظمة :** بورصة الأوراق المالية وهي أسواق مالية يجري العمل بها وفقاً لقوانين و اللوائح

1 - عصام حسين ،مرجع سابق ،ص202 .

2 - دريد كامل آل شبيب ،الأسواق المالية والنقدية ،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان ،الطبعة الأولى ،2012 ،ص34 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

الحكومية الصادرة بشأنها و تخضع لرقابة الحكومة فيما يتعلق بالأوراق المالية بيعا وشراء أو فيما يتعلق بانتقال ملكيتها ،وتتم تحت اشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أعضاء مختصون مرخص لهم .

ب - السوق الغير منظمة (الموازي) : وتعرف أيضا بالسوق الموازية أو السوق غير الرسمي أو السوق المفتوحة ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية وغيرها من المعاملات التي تجري خارج البورصات ولا يوجد مكان محدد لاجراء المعاملات اذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية بين السماسرة والتجار والمستثمرين ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض ويعتبر كل سمسار في هذه السوق صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة وتجري التعاملات الغير مسجلة في البورصة وجدير بالاشارة أن الصفة الغير منظمة على هذه السوق لايعني أنها لا تخضع لأي رقابة أو اجراءات تنظيمية وفي الولايات المتحدة يشترط أن يكون بيت السمسرة الذي يرغب في التعامل في السوق الغير منظمة عضو في الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية ويأخذ على الأسواق الغير منظمة أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب ويقوم بادارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون².

المعلومات عن الأوراق المالية الغير مقيدة في جدول أسعار الأسواق الرسمية ، وعلى عكس البورصات توفر بيوت السمسرة للمتعاملين في السوق الغير منظمة امكانية خفض تكاليف الصفقات يمنح خصم على العمولة بالاضافة الى الحصول على أفضل الأسعار فضلا عن تنفيذ الصفقات بسرعة فائقة الى تمتعها الى الاعفاء من دفع رسوم العضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة و يتضمن السوق الثانوي الغير منظم مجموعة من الأسواق الفرعية هي السوق الثالثة و السوق الرابعة .

- السوق الثالثة :

يمثل السوق الثالث قطاع من السوق الغير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق و بأي كمية كانت مهما كبرت أو صغرت و تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة أما جمهور العلماء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية اضافة الى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ومن ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالثة ،ومايفسر وجود هذه السوق هو عدم القدرة على التفاوض في العمولة لدى

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

الأسواق الأخرى مما يتيح الفرصة لخفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة لكون العمليات التي تتم محدودة و السماسرة غير ملزمين بعمولة محددة ناهيك عن ميزة عدم دفع بيوت السمسرة للرسوم كما هو الحال في البورصات¹.

- السوق الرابعة :

تنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى²

المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة فيه

يمارس سوق رأس المال عملياته بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر و تتأثر بنشاط السوق اذ بواسطتهم يتحقق لسوق رأس المال استمراريته في أداء نشاطها و اشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة، ويعتبر الامام الكافي بتصرفات و أعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم آلية نشاط السوق .

- المتدخلين في سوق رأس المال

1 - **بنك الاستثمار** : وهو مؤسسة مالية تقوم بتقديم النصح من خلال أنواع الأوراق المالية التي ترغب الشركات في اصدارها أو تقوم بالاكتتاب لها والتوزيع أيضا ، أي تعنى بالشؤون المالية التي تخص الأوراق المالية .

2 - **البنوك التجارية** : هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تضطلع أساسا بتلقي ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير و التعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل ،ويطلق عليها بنوك الودائع .

وهذه البنوك لا تمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المتعارف عليه اذ لا تقوم بتجميع ومنح القروض و التسهيلات المصرفية للمستثمرين و الاشارة الى أنها بنوك استثمار أمر غير دقيق ايضا ،غير أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية ،والتي تضمن اصدارها بصورة دائمة بل أن استثمارها مؤقت وينقضي نجاحها في تصريف الاصدار في أسرع وقت ممكن ، والسرعة هنا أساسية لتحرير أمواله لاعادة شراء اصدار آخر ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء العائد الذي يحققه .

3 - **نوادي الاستثمار**: ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم ما لبثت أن انتشرت في معظم دول أوروبا و الهدف من اقامة هذه النوادي فهو الاستثمار في الأوراق المالية وزيادة الوعي

1 - عبد المنعم السيد علي،نزار سعد الدين العيسى،النقود والمصارف و الأسواق المالية،دار الجاسر،2004 ص ص 76 - 77
2 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق،ص 39 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

الاستثماري فيها وتوجيه أصحاب المدخرات الصغيرة للاستثمار فيها .

4 - صناديق الاستثمار: تعرف بأنها تتعامل مع طبقة خاصة ، تهدف الى تجميع مدخرات الأفراد في

صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية لقاء عمولة معينة ،وقد نشأت هذه الصناديق بسبب حاجة صغار المدخرين للخبرة في اختيار الاستثمارات المناسبة و تطلق عليها تسميات مختلفة¹ .

وقد أثبتت التجربة الأمريكية أن انشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في توجيه المدخرات نحو

الاستثمارات المنتجة وتهدف صناديق الاستثمار الى خدمة نوعين من المستثمرين :

* النوع الأول وهم المستثمرون الذين يصعب عليهم بمفردهم ادارة أموالهم والقيام باستثمار متنوع مبني على تحليل اتجاهات السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق الأرباح المتاحة و لذلك تتجه هذه الفئة الى التعامل مع صناديق الاستثمار.

* النوع الثاني وهم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية مناسبة تناسب حركة السوق صعودا و هبوطا لتحقيق ما يهدفون للوصول اليه .

أولاً: الحكومات:تعتبر الحكومات بوزاراتها و هيئاتها المحلية من بين الأساسيين في السوق الأولي، سيما في أسواق السندات بل يمكن القول أن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين و ذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية ، وغالبا ما يكون لجوء الحكومات الى اصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق جملة من الأهداف يمكن ايجازها فيما يلي :

* - تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية .

* - التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة .

* - التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسب ما تقتضيه الحالة الاقتصادية للبلد .

* - إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة .

ثانياً: الشركات الصناعية والتجارية وتعتبر هذه الفئة من المتدخلين الرئيسيين في سوق رأس المال و الأسواق المالية بصفة عامة فهي تلجأ للأسواق للحصول على الأموال لتمويل استثماراتها و توسيعها ،وذلك من خلال اصدارها للأسهم والسندات .

5 - المستثمرون التأسيسيون : وهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية

1 - محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات)،دار الشروق للنشر والتوزيع ،عمان ،2007، ص 41 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

جمع المدخرات المتدفقة من مختلف القطاعات في الدولة وتوظيفها في شكل أوراق مالية، ونظرا لاستقرار وثبات قدرتها الادخارية و الاستثمارية تعتبر الهيئات من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم مزودي البورصة على الأمد البعيد، وتتكون هذه الفئة من البنوك بفروعها شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الأيداع وشركات الاستثمار الماليين : يعد الوسطاء الماليين أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في أسواق رأس المال لما يقدمونه من خدمات للمتعاملين في هذه الأسواق، فالسمسار يقوم بدور حلقة الوصل بين المستثمرين في الأوراق المالية والجهة المصدرة لها وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الطرفين كذلك ينحصر عمل الوسيط في التكفل بتقديم النصائح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار .

المبحث الثالث : تنظيم سوق رأس المال

يمثل سوق رأس المال مكانا واسعا لتداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها بحيث يتم التعامل بها من خلال الاصدار والبيع والشراء لتحقيق الغرض منها، ويتم تحديد الأسعار لها من خلال مجموعة من الأعضاء يمارسون دور الوساطة المالية .

المطلب الأول : الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

رغم تعدد هذه الأدوات فانها تندرج تحت مظلة التمويل بالدين او التمويل عن طريق الملكية ولكل منها خصائصه وتكلفته لكي يبقى هدفها واحدا ينحصر في توفير الأموال اللازمة لاستثمارات أي مؤسسة بهدف وصول هذه الأخيرة الى تحقيق عائد والى جانب الأدوات المالية التقليدية الأسهم والسندات وقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين الى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور أدوات مالية جديدة أملت التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والحاجة المالية لمثل هذه المنتجات، وسوف يتم التطرق الى أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال¹.

أولا : أدوات الملكية

تلجأ الشركات الى اصدار مجموعة من الأوراق المالية بغرض الحصول على التمويل، ويمكن أن تكون هذه الأوراق اما أسهم عادية أو ممتازة حيث يعرف السهم بأنه صك ملكية يثبت لصاحبه حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال و يتضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح

1 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012 .

2 - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص21 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

الشركة تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من اسهم .
و تعد الأداة الرئيسية لتمويل الشركات وتكون في شكل أسهم عادية وأسهم ممتازة .

1 - الأسهم العادية : ان السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن

حقوق وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية ، ولها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة تصفوية وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات والارباح المحتجزة وقسمة على عدد الأسهم العادية المصدرة ، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية في حين تتمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين ، وحملة الأسهم الممتازة ، والقيمة السوقية للسهم تعتبر هي التقييم الحقيقي للسهم العادي، وهي تتوقف على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية و التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس الا أنه يمكن تخفيضها من خلال مايسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل أو ربما أكثر من ذلك على كل سهم يملكه وهويرتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة وعادة عملية اشتقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الارادية للمنشأة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية وللاسهم العادية العديد من الحقوق منها

* حق البقاء في الشركة ، فلا يجوز فصله ولا نزع ملكية الأسهم دون اركابه ما يستوجب ذلك قانونا لأنه حق معلق على ارادته¹ .

* حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أ بالبريد أو بالتوكيل .

* أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.

* الحق في نقل الملكية بدون موافقة الشركة وباقي المساهمين .

* الحق في الحصول على قيمة السهم أو جزء منه في حالات التصفية بعد الوفاء بالتزامات الدائنين و

أصحاب الأسهم الممتازة اضافة الى الالتزامات الأخرى .

* الحق في التوزيعات من الأرباح المحققة ضمن شروط و سياسات التوزيع² .

- الاتجاهات الجديدة في الأسهم العادية :الى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الاشارة اليها ظهرت في السنوات الأخيرة و أنواعها عديدة في مقدمتها الاسهم العادية للأقسام الانتاجية و الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة و الأسهم العادية المضمونة القيمة .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

أ الأسهم العادية للأقسام الانتاجية : وهي الأسهم التي ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الانتاجية بالشركة .

ب الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : وهي الأسهم العادية التي يجري فيها الخصم للتوزيعات من الايرادات قبل حساب الضريبة .

ج - الأسهم العادية المضمونة : هذا النوع من الأسهم يعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض اذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم الى حد معين خلال فترة محددة عقب الاصدار وهنا يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم ،ولهذا النوع من الأسهم العديد من المزايا منها : حماية بنوك الاستثمار و ضمان التصريف الكامل للاصدار و تعتبر بديلا مرغوبا للسندات القابلة للتحويل وأيضا لتجنب مشكلات أسهم أقسام الانتاج¹

2 الأسهم الممتازة : يطلق عليها بالأوراق المالية المهجنة ، حيث أنها تجمع في خصائصها بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات و هي مستندات ملكية و لهذا المستند قمة اسمية وسوقية ودفترية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم المصدرة بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات و الأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة ، ولحامل السهم الممتاز مجموعة من الحقوق منها :

- حق الحصول على الأرباح بنسبة محددة .

- الأولوية في أموال التصفية وحق تجميع الأرباح المقررة من سنة لأخرى و للأسهم الممتازة العديد من الأنواع منها :

* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة :الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة و تتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناءا على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات ،وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على الأسهم .

* الأسهم الممتازة التي لها حق في التصويت :هي الأسهم الممتازة التي تعطي كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي .

ثانيا : أدوات الدين

تمثل أدوات المديونية احدى الطرق التي تسلكها الشركات و الحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة

1 - السيدة عبد الفتاح اسماعيل و عبد الغفار علي حنفي ، الأسواق المالية (أسواق رأس المال ،البورصات ،البنوك ،صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية ،2009 ، ص 74 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع ، وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرتها ومن أهم أدوات المديونية السندات.

السندات : يمثل عقد السند القانوني الذي بمقتضاه تتحدد التزامات الشركة المصدرة وحقوق حملة السندات ، ومن أهم البنود التي يشملها هذا العقد مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة عند مواعيد سداد تلك الفائدة وتاريخ استحقاق السند على الشركة المصدرة ، والاجراءات القانونية الواجب اتخاذها في حالة الاخلال بأي بند من بنود العقد بالإضافة الى بعض البنود الاجرائية الاخرى الذي يشملها هذا المستند الهام ¹.

والسند هو عقد بين الشركة المصدرة للسند والمستثمر وبمقتضى هذا العقد يقرض الطرف الأول مبلغا محدد للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه ، ولحملة السندات العديد من المزايا منها :

- * الأولوية في الحصول على حقه .

- * له دخل ثابت ويحصل على فائدة ثابتة التي تحسب كنسبة مئوية من القيمة الاسمية .

- * لها آجال محددة ومع ذلك يمكن اطفائها قبل تاريخ الاستحقاق المحدد .

- * ليس لحامل السند الحق في الادارة .

- * ليس لها حق التصويت .

وللسندات أنواع عديدة منها :

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

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

2 - سندات ذات معدل فائدة متحرك : وهونوع استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت الى رفع معدلات الفائدة تماما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات ، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ، ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق .

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

4 - سندات رديئة : استحدثت في الثمانينات لتمويل أملاك مجلس الادارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها ، وذلك باصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في

¹ - نهال فريد مصطفى ومحمد الحناوي، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب المجتمعي الحديث، 2006، ص 18 .

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال

- السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المملوكة بجعل الاستثمار محفوفًا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر .
- 5 - **سندات المشاركة**: تعطي الحق للمستثمر ليس فقط في الحصول على الفوائد الدورية، بل وفي جزء من أرباح المنظمة².
- 6 - **سندات قصيرة الأجل**: يتم تداولها بالقيمة الاسمية مع اضافة العمولات والمصاريف ولأننا نتحدث عن الأجل القصير فان القيم لا تتغير بشكل كبير .
- 7 - **السندات طويلة الأجل**: تزيد آجالها عن خمس سنوات تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل ويمكن للمستثمر تسهيل السند عند حاجته اليه وللسندات طويلة الأجل أنواع مختلفة .
- 8 - **السندات المضمونة**: تصدرها الجهة المعنية بضمانات محددة سواء كانت برهن موجوداتها أو ما الى ذلك من كفالة وضمانة الحكومة للسندات التي أصدرتها بعض المؤسسات العامة التي تشارك الحكومة في ملكيتها¹.
- 9 - **السندات الغير مضمونة**: تصدر السندات في هذه الحالة ولكن دون أي ضمانات، مما يسبب لحامها مخاطرة كبيرة كونها غير مضمونة برهن عقاري أو رهن لبعض الموجودات الا أن ما يبرر اصدار هذه السندات عن شركات أو جهات ذات ربحية تصنيف ائتماني جيد وتحقيق أرباح عالية مما يدفع المستثمرين لشرائها وهي تحمل فائدة أكبر من غيرها .
- 10 - **السندات القابلة للتحويل الى أسهم**: يعطي هذا النوع لحامله الحق في تحويل السندات الى أسهم في رأس مال الجهة المصدرة، وهي عملية تتطلب المهارة والخبرة والفهم الصحيح لوضعية الجهة المصدرة، وأسواق الأسهم والسندات .
- 11 - **السندات القابلة للتديد و السندات القابلة للدفع المسبق**: ففي حالة السندات القابلة للتديد يسمح لحاملها أخذ قيمتها بتاريخ استحقاقها أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لسنوات قادمة، و بنفس سعر الفائدة، أما بالنسبة للسندات القابلة للدفع يعطي المستثمر الحق في تقديمها للجهة المصدرة لدفع قيمتها قبل استحقاقها بعدد من السنوات أو أن يحتفظ لحين استحقاقها .
- 12 - **السندات القابلة للاستدعاء**: حيث يحق للجهة المصدرة شراء جزء من سنداتها أو كلها في السوق بسعرها الاسمي ولو بعد سنين على أن لا يتجاوز ذلك تاريخ الاستحقاق معلوم ،
- 13 - **سندات ذات ضمان بالتملك**: حيث تصدر بقيمة اسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم .
- 14 - **السندات عالية المرودية**: تتميز بمرودية عالية، لأن الجهة التي أصدرتها تتميز بملاءة محدودة وممتازة

1 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، الأردن، 2005 .

2 - طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر ، مصر، 2005 ، ص20 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

15 - السندات المباشرة : تصدر بسعر فائدة ثابت وبتاريخ محدود ،وتستحق السداد في تاريخها الأصلي ¹.

ثالثا :المشتقات المالية :

تعريف المشتقات المالية : وتعد من المستحدثات في الأصول المالية ،وانعكاسا للرغبة في تعظيم العائد ،فضلا عن تقليل المخاطرة لاسيما وأن مدخل العائد للمخاطرة يمثل مرتكزا للمستثمرين في الأسواق المالية ،وبالتالي فان ذلك يستدعي توسيع مكونات المحفظة الاستثمارية ،وإيجاد بدائل ومستحدثات مالية للأصول التقليدية تساعد في تحقيق ذلك .

والمشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد أسهم سندات وكذلك سلع و عملات أجنبية وبالتالي فان أداء العقد المشتق من أداء الأصل المالي ، موضوع العقد .
ونخلص أن المشتقات المالية هي عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد،فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد ² ولها أنواع منها :

أ- عقود الخيار :

ان عقد الخيار هو عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق في أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الأ سهم أو من سلع معينة بسعر تنفيذي معين ،خلال فترة سريان العقد ،ويدفع مشتري الخيار مقابل هذا الحق مبلغا معيناً يسمى ثمن الخيار (العلاوة) وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة وهو ثمن غير مسترد والفكرة الأساسية للخيارات هي أن أحد الأطراف يرغب في تحمل المخاطر والطرف الآخر يرغب في تجنبها .

ب - العقود المستقبلية : هي عقود نمطية ملزمة بين البائع بين المشتري يقتضي بأن يسلم البائع أصل من الأصول الى المشتري ويتسلم منه الثمن المحدد مسبقا وذلك في فترة قادمة متفق عليها في تاريخ استحقاق العقد ³

ج - المبادلات : هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية ،وتحدد وفقا .
له قيمة الصفقة أنيا على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق ،وتقوم على مبدأ الحماية المتبادلة بين المقرض والمقترض (السقف والقاعدة) .

د - الصكوك الإسلامية :هي أدوات مالية موحدة النمط ،ومطابقة للشريعة الإسلامية ومن المبادئ التي تقوم عليها هي تحريم الربا ، وهي تقوم على فكرة المشاركة في الربح والخسارة ،حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ولها شخصية معنوية مستقلة ،وتتولى اصدار الصكوك اللازمة للتمويل وطرحها للاكتتاب العام ،ومن حق كل

1- طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ،ص 43 .

2 - منير ابراهيم هندي ،مرجع سابق ،ص 112 .

3 - نهال فريد مصطفى و محمد الحناوي ،ص 66 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول، ولها أسواق ثانوية للتداول .

المطلب الثاني : أدوات التحليل في سوق رأس المال

ان التعامل في الأسواق مرتبط أساسا بتحليل تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة عن المتغيرات المرتبطة بالأداء المستقبلي، وبالقيمة السوقية للأوراق المالية والتي تتم من خلال التوصل الى أفضل قرارات الاستثمار ومن أبرز وسائل التحليل المستخدمة هي التحليل الأساسي والتحليل الفني .

أولا : التحليل الأساسي ويقصد به تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة إضافة الى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتتمثل تلك المعلومات الأساسية في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة ، حيث يعتمد التحليل الأساسي على تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي تمثل التدفقات النقدية المتوقعة كنصيب للسهم من توزيعات أرباح الشركة والمتوقع الحصول عليها مستقبلا وللوصول الى هذه القيمة يعتمد المحلل الأساسي على تحليل المؤشرات الاقتصادية العامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية¹ ثانيا التحليل الفني : يعتبر من أهم التحليلات السائدة في سوق الأوراق المالية ، ويعتمد هذا التحليل على تتبع تغييرات أسعار الأسهم في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على الأسعار بينما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل الأمر الذي يمكن من تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار لذلك يقال أن التحليل الفني يسمح بالإجابة متى يتم البيع والشراء .

المطلب الثالث: التعاملات في سوق رأس المال .

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق رأس المال، ومن ثم فان دقة سيابقتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لابرار صفقات ناجحة وهناك مجموعة من التعاملات تخص السوق الأولية وأخرى تخص السوق الثانوية، ويمكن ابراز الأوامر فيما يلي :

أولا : الأوامر .

وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون الى وكلاءهم السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد لذلك فان الأوامر تشتمل على حجم الطلب والمدة الزمنية .

* تكلفة الوقت والجهد المبذول من قبل المستثمر في تقييم وتحليل الأوراق المالية محل الاستثمار .

* التكلفة النفسية وهي تلك الحالة من القلق التي تنتاب المتعامل حول الاستثمار، واحتمال تدهور قيمته².

1 - محمود محمد الداغر ،مرجع سابق ،ص45 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

أنواع الأوامر ويمكن تقسيمها الى :

1- الأوامر المحددة بسعر التنفيذ : ويقصد بها تلك الأوامر التي من خلالها يحدد المستثمر سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة

2 - أوامر السوق : وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً ، حيث يطلب المستثمر من السمسار بيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بأفضل سعر ممكن في السوق وقت صدور الأمر ، وهنا يكون السمسار ملزماً ببذل أقصى جهد للتوصل الى أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وعلى الأسعار في حالة أمر البيع ، وفي هذا النوع ممن الأوامر يكون المستثمر شبه متأكد من تنفيذ الصفقة طالما أن هناك مرونة في التنفيذ ، ومن أهم عيوبه عدم التأكد من سعر التنفيذ نظراً للتذبذبات المستمرة صعوداً أو هبوطاً في الأسعار بشكل قد يلحق الخسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر .

3- الأوامر المحددة : طبقاً لهذا الأمر يضع المستثمر للسمسار سعراً محدداً لتنفيذ الصفقة ، فإذا كان الأمر محدد خاص بالشراء فإن السمسار سينفذ على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه .

4 - الأوامر المحددة لوقت التنفيذ : ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها الزمن الحد الفاصل في تنفيذها وقد يكون الأمر مفتوحاً أي لأجل غير محدد ، حيث يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو الغائه وما يميز هذا النوع من الأوامر أن الظروف المحددة لسعر الورقة المالية تتغير من لحظة لأخرى ، وبالتالي على العميل أن يغير أوامره من فترة لأخرى حتى تتناسب مع الأوضاع المتجددة .

5 - الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ : مثل هذه الأوامر تتعدد بتعدد الحالات¹ .

ثانياً : تسوية الصفقات .

بالنسبة لتسوية الصفقات تكون بعد تنفيذ الأمر ، ويقوم السمسار بدوره بتسوية المعاملة ثم يتم تسليم الأوراق المالية للمستثمر وبذلك يصبح المالك القانوني للأصل محل الاستثمار مع دفع قيمة الصفقة والعمولة والرسوم وذلك خلال يوم التسوية ، والتسوية قد تكون نقدية وقد تكون بانتمان بين المستثمر والسمسار أو ما يسمى التعامل بالمكشوف ، أما بالنسبة لشهادة الملكية فيمكن الاحتفاظ بها لدى المستثمر المالك أو ابقائها في بيت السمسرة الوكيل للدلالة على امتلاك هذه الأخيرة أوراق مالية قابلة للتداول والتسويق .

ثالثاً : تكاليف التنفيذ .

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

1 - التكاليف المباشرة : تتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف المعاملات وتشمل على عدة مكونات أهمها عمولة

¹ - منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، مصر ، 2002 ، ص 119 .
2 - مروان شموط كنجو ، عيو كنجو ، أسس الاستثمار ، الشركة العربية المتحدة ، مصر ، 2008 ، ص 226 .

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال

السمسة التي تتحدد بالتفاوض مع السمسار والربح الذي يحققها المتخصص أو التاجر، ويتمثل في الفرق بين السعر الذي أشتري به الورقة وسعر البيع، ويطلق عليه الهامش أو المدى .

2 - التكاليف الغير مباشرة : تتمثل أهم عناصرها فيما يلي :

* تكلفة الفرصة البديلة : والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن الحصول عليه لو لم تم توظيف تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى .

خلاصة الفصل :

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم السوق المالية ومختلف وظائفها وتبين أن هذه السوق مقسمة لنوعين من الأسواق، مختلفة من حيث الأدوات والآجال، حيث سوق النقد هو سوق التمويل قصير الأجل أما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل و متوسط الأجل ، حيث تم ابراز ماهية سوق رأس المال الذي يعتبر ركيزة بحثنا و التعرف على أهم أدواته وآليات التعامل فيها ، وأهم المتدخلين فيها ، وإبراز وسائل التحليل الفني و الأساسي ، حيث أوضحت الدراسة أن سوق رأس المال هي المكان الذي يجتمع فيه البائع والمشتري لنوع معين من السلع هو الأوراق المالية أي الأسهم والسندات ومن خلال هذه العملية يتم تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية ، كما تبين خلال هذا الفصل أن سوق رأس المال تنقسم الى السوق الأولية وهي سوق الإصدارات ويتم فيها طرح الأدوات المالية لأول مرة ويتم الاكتتاب فيها ومن خلال هاته السوق يتم تمويل الاستثمارات الاقتصادية لمختلف الشركات ، كما تسمح هذه السوق للحكومات بطرح أدواتها للحصول على التمويل اللازم لها ، أما السوق الثانوية فهي السوق التي تعطي الاستمرارية للسوق الأولية من خلال تداول هاته الأوراق بيعا وشراء من خلال الاعتماد على العديد من المتدخلين في هذه السوق من سماسرة ووكلاء الذين يشرفون على هذه العملية لحساب زبائنهم ، ولكي يتم البيع والشراء في هاته الأوراق يتم الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقوم بدراسة وضعية الشركة المصدرة ووضعية السوق من خلال التحليل الفني والتحليل الأساسي .

الفصل الثاني

تمويل الاستثمار

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

تمهيد :

يعتبر الاستثمار أحد العناصر الهامة التي تساهم في تحريك عجلة النمو، وهو الطريقة الناجعة لإنشاء ومضاعفة الثروات وبالتالي تحسين الأوضاع سواءا على المستوى الأفراد أو على مستوى المؤسسات وحتى على المستوى الوطني، وهو أداة فعالة لتحقيق جميع الأهداف الاقتصادية للمجتمع، وهذا ما يتجسد في الدور الرئيسي لأسواق رأس المال وبالتحديد السوق الأولي في تمويل الاستثمار فمن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على عموميات حول الاستثمار من خلال تقسيمه الى ثلاث مباحث، فمن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على مراحل تمويل الاستثمار .

المبحث الأول : عموميات حول الاستثمار .

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

المطلب الأول : تعريف الاستثمار .

للاستثمار عدة تعاريف سنقوم بذكرها كمايلي :

أولا : تعريف الاستثمار: لغة وهو مصدر لفعل استثمر، يستثمر وهو مشتق من ثمر الرجل أي تمول ومن ثمر يقال أثمر الرجل ماله، اذن نماء وكثره، ويقال مال ثمر أي مال كثير، وفي معنى الأثر استثمر ويقال استثمر مال أي ثمره، وبناء على ذلك فان استثمار المال يعني طلب ثمره¹.

ثانيا : الاستثمار اصطلاحا : ويمكن تعريفه على أنه استثمار الأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية، على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائدا في المستقبل ومعنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر، ويمكن أن يعرف كذلك بأنه كل اكتساب لأموال من أجل الحصول على منتج أو استهلاكه . ومن جهة أخرى هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة من الزمن، قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي تحتفظ بها لفترة زمنية بقصد الحصول على تدفقات مستقبلية مالية تعوضه عن :

1- د زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة، 2014، ص 213 .
2 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 84 86 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول .
- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم .
- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم الحصول على التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها .
- أو هو ارجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال الى الاستثمار وليس اكتناز، أي
توظيف الأموال بطريقة يتوقع أن تدر دخلا على المستثمر² وعليه أن يراعي مايلي :
- * معرفة البدائل المتاحة له من حيث تكاليفها ومنافعها المتوقعة ومخاطرها .
- * على المستثمر أن يوزع أمواله وينوع استثماراته تخفيفا للمخاطر .
- * البحث على شخص يكون على درجة عالية من النزاهة والجدارة ليقدم له الاستشارات الضرورية ، ويعتبر في نظر الاقتصاديين عملية هادفة لتكوين رأس مال أو الزيادة في ذلك الرأسمال وهو اذن عملية تزيد من الثراء المادي ، ويعرف كذلك على أنه حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) لأدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة محسوبة¹

المطلب الثاني :أنواع الاستثمار ومحدداته .

أولا أنواع الاستثمار :

يمكن تصنيف الاستثمار الى أنواع متعددة ،وذلك طبقا للهدف ،الطبيعة ،العائد ،الوسائل ،المخاطر ،الأجل ،الأهمية ومن هذه الأنواع ما يلي :

1 - من حيث الطبيعة القانونية :

- الاستثمارات العمومية :وهي تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة ، ولتحقيق حاجيات للمصلحة العامة .

- الاستثمارات الخاصة : ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع ربحي الذي يتوقعه أصحابها من عملية الاستثمار ، وهي تنجز من طرف أفراد أو مؤسسات خاصة .

- الاستثمارات المختلطة : وتتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والخاص لاقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة ولها الأهمية القصوى في انتعاش الاقتصاد الوطني ، حيث تلجأ الحكومات الى رؤوس أموال خاصة محلية أو أجنبية لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع برأسمالها الخاص .

2 - من حيث المدة الزمنية :

- الاستثمارات القصيرة الأجل : وهي الاستثمارات التي تقل مدة انجازها عن السنتين ، وتكون نتائجها في نهاية الدورة لأنها تتعلق بالدورة الاستغلالية .

1- قطب محمد سانوا ، الاستثمار أحكامه وضوابطه، دار النفائس،الأردن،2000، ص 15 .
2- زياد رمضان و مروان شموط ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة ،2014 ،الطبعة الثالثة،ص 212 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

- الاستثمارات المتوسطة الأجل : وهي الاستثمارات التي تقل مدة انجازها عن خمس سنوات وتزيد عن السنتين ، وهي التي تكمل الأهداف الاستراتيجية التي تحددها المؤسسة².
- الاستثمارات طويلة الأجل : تؤثر هذه الاستثمارات على المؤسسة بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة ، وهي تتطلب رؤوس أموال ضخمة تفوق مدة انجازها خمس سنوات .

3 - أنواع أخرى من الاستثمارات :

- الاستثمار في رأس المال الثابت : ويقصد به الاستثمار في تأسيس المشاريع وتشبيدها بالسلع الرأسمالية كالألات والمكائن بهدف انتاج سلع وتقديم خدمات مختلفة .
- الاستثمار في المخزون : ويتمثل في الاستثمار في أنواع المخزون المختلفة (المواد الأولية) بقصد انتاج سلع مختلفة من الشركات الصناعية أو الخدمية .
- الاستثمار العقاري : وهو يمثل في الاستثمار في المباني أما الاستثمار البشري فيمثل بالاهتمام بالعنصر البشري .
- الاستثمار في مجالات البحث و التطوير : ويمثل هذا النوع من المباني والأراضي بمختلف أنواعها ، - الاستثمار المباشر : وهو الاستثمار في جميع المشاريع الانتاجية والخدمية الهادفة الى انتاج السلع والخدمات .
- الاستثمار الغير مباشر : وهو الاستثمار في الأوراق المالية باختلاف أنواعها لشركات الأعمال بهدف الربح .
- الاستثمار الأجنبي : وهو الاستثمارات الخارجية التي أصبحت في الوقت الحاضر من مصادر التمويل المهمة في المشاريع الاقتصادية للدول خاصة في الدول النامية¹.

المطلب الثالث : مجالات الاستثمار .

- يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد حصوله ، وبهذا المفهوم فان معنى مجال الاستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الاستثمار فاذا ما قلنا بأن مستثمر ما يوظف أمواله في استثمارات محلية بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في استثمارات أجنبية فان تفكيرنا هنا يتجه نحو مجال الاستثمار .
- أولاً : التمييز الجغرافي لمجالات الاستثمار .
- تبيوب الاستثمارات من زاوية جغرافية الى استثمارات محلية واستثمارات خارجية أو أجنبية .
- 1 - الاستثمارات المحلية : هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في السوق المحلية بغض النظر عن أداة

¹- لموشي راوية ، دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار دراسة حالة الجزائر وتونس والمغرب ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، قسم الاقتصاد ، 2012 - 2013 ، ص 78 .

2 - قطب محمد سنوا ، مرجع سابق ، ص 25 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

الاستثمار المستعملة مثل العقارات و الأوراق المالية و الذهب و المشروعات التجارية .

2 - الاستثمارات الخارجية : هي فرص متاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة ، وتتم هذه الاستثمارات اما بشكل مباشر أو غير مباشر ، وتتم من قبل الأفراد و المؤسسات المالية ولها مجموعة من المزايا :

* توفر للمستثمر مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمار ذات عائد مرتفع .

* توزيع المخاطر من خلال تعدد أدواته .

* تمييز مجالات الاستثمار بوجود أسواق منظمة متخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار المعروفة مثل أسواق الأوراق المالية و أسواق السلع و أسواق الذهب و العقار².

* التداول الالكتروني في الأسواق المالية ، واستخدام تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات بشكل موسع و سهولة والتي توفر البيانات و المعلومات الكافية للمستثمر .

* وجود محللين و خبراء ماليين و سمسرة يمكن الاعتماد على آراءهم لاختيار مجال الاستثمار المناسب

المبحث الثاني : أساسيات حول الاستثمار .

يتمتع الاستثمار بأهمية كبيرة في الاقتصاد و يستخدم المستثمرون عدة أدوات للاستثمار وهي كثيرة و متنوعة و هذا ما سننظر له من خلال هذا المبحث بالإضافة الى أهداف الاستثمار و مخاطره .

المطلب الأول : أدوات الاستثمار .

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

1- أدوات الاستثمار المالي :

- الأوراق المالية : و تعد من أبرز أدوات الاستثمار المتاحة نظرا للمرونة التي تتمتع بها و المزايا التي تحملها وهي على عدة أنواع تختلف من حيث العائد المخاطر و الحقوق ولها العديد من القيم ، فهناك القيمة الاسمية و الدفترية و التصفوية و قيمة الإصدار ، كما أن عوائدها تتنوع وهي على نوعين :

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

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

المستثمر وسمعة السوق المالي¹.

2- أدوات الاستثمار الحقيقي :

أ **العقار** : تحتل المتاجر بالعقارات المركز الثاني بعد الأوراق المالية في عالم الاستثمار، ويتم الاستثمار فيها بشكلين اما بشكل مباشر ، عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلا ، أو بالمشاركة بمحفظة مالية لاحدى صناديق الاستثمار العقاري ، وتصدر هذه المؤسسات أوراقا مالية غالبا ماتكون سندات يحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد لتمويل مباني أو شراء عقارات ويلاقي الاستثمار في العقار اهتماما كبيرا من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو الأجنبي .

ب - **السلع** : تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة لجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أنه أنشئ لها أسواق متخصصة(بورصات) على غرار بورصات الأوراق المالية ، ولذا فقد أصبحنا نسمع بوجود بورصة للقطن في نيويورك و أخرى للذهب في لندن والثالثة للبن في البرازيل ورابعة للشاي في سيريلانكا الخ ، ويتم التعامل بين المستثمرين في أسواق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم المستقبلات أو التعهدات المستقبلية ، وهي عقد بين طرفين هما منتج السلع ووكيل أو سمسار ، وغالبا ما يكون مكتب سمسرة ويتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة من سلعة معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل الحصول على تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد .

ج - **العملات الأجنبية** : تعتبر العملات الأجنبية من بين أهم أدوات الاستثمار في أسواق المال العالمية خاصة في العصر الحاضر اذ أنها أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم ، وتحتل حيزا كبيرا في عمليات البورصة ، فهناك أسواق مالية موجودة في نيويورك ، طوكيو وباريس وفرانكفورت ولندن وغيرها ، ومن أهم مميزات سوق العملات الأجنبية أنه يتأثر بعدة عوامل اقتصادية وسياسية ، كعوامل ميزان المدفوعات ، الفروض الدولية وأسعار الفائدة ، وظروف التضخم ، الانكماش الاقتصادي ، والأحداث السياسية ، وعامل العرض والطلب .

د - **صناديق الاستثمار** : صندوق الاستثمار هو عبارة عن أداة مالية لكونه مؤسسة مالية متخصصة كالبنوك أو شركة استثمار لها دراية وخبرة في مجال تسيير الاستثمارات ، وذلك بهدف تجميع مدخرات الأفراد من أجل استخدامها في مجالات مختلفة للاستثمار ، تحقق للمشاركين في هذا الصندوق ايرادا وفي حدود معقولة من المخاطرة ، وفي هذا المضمار يمكن اعتبار صناديق الاستثمار كأداة استثمار مركبة بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها ، حيث أن القائمين على تسيير شؤون الصندوق ، يمارسون التجارة بأوراق مالية يبيعا وشراءا ، أو متاجرة بالعقارات والسلع الخ ، ومن أدوات الاستثمار المختلفة في

1 - حمودي منى ، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية ، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، 2014 - 2015 ، جامعة أم البواقي .

2 - زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص 43 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

الحالة الأولى : يتلقى البنك ايداعات العملاء ليعاد توظيفها في مجالات استثمار مختلفة، أما في الحالة الثانية : يقوم البنك بأداء وظيفة أمين استثماراتهم وويقوم البنك بإدارة أموال العملاء أو استثمارها لهم سواء كان ذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة .

و- **المشروعات الاقتصادية :** وهي أكثر أدوات الاستثمار انتشارا، وتتمثل في مشاريع صناعية أو تجارية أو زراعية وتنصف مثل هذه الاستثمارات بكونها استثمارات في أصول حقيقية كالمباني والآلات، المعدات ووسائل النقل، وغيرها ومن ميزاتنا أنها تساهم بإنتاج قيمة مضافة للاقتصاد القومي¹ .

المطلب الثاني : أهداف الاستثمار وأهميته .

أهداف الاستثمار : لقد تطورت أهداف الاستثمار في ضوء التطور الذي حصل في الفكر المالي والنظرية المالية، إذ أصبح الهدف الأساسي للاستثمار في هذا العصر هو تعظيم ثروة المستثمر، ويقع ضمن ذلك تحقيق الأرباح الذي يعد هدفا تقليديا للمستثمرين، أي تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطر، ويهدف الاستثمار الى انعاش الاقتصاد وزيادة الرفاهية، وتوظيف الأموال للحصول على العائد بمختلف مفاهيمه (عائد مالي، اجتماعي، اقتصادي.....)، ومن الطبيعي أن يكون هناك اختلاف بين المستثمرين من حيث تفضيل الأدوات الاستثمارية ودرجة المخاطر التي يتقبلونها والتي يجب أن تتناسب مع هدف تحقيق الأرباح، ولا بد من التمييز بين الاستثمارات حسب الأهداف التي يناشدها المستثمر وطبيعته، وقد يكون المستثمر محافظا رشيدا و مضاربا أو مقامرا، فالاستثمار هو الاستعداد لتحمل درجة من المخاطر تتناسب مع العائد المطلوب وتختلف درجة المخاطر التي يقبل بها المستثمر للحصول على العائد حسب طبيعته، فالمستثمر المحافظ هدفه الحصول على العائد دون تحمل مخاطر عالية، والمستثمر الرشيد هو الذي يهدف من استثماراته الى الموازنة بين العائد والمخاطر، أما المضارب فهو الذي يقبل بأقصى درجات المخاطر المدروسة للحصول على الربح مع الاستعداد لتحمل درجة عالية من المخاطر بدون دراسة أي يبني قرار على ضربة الحظ .

وهناك العديد من العناصر التي تؤثر على تحقيق الأهداف للمستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار، ولكن تختلف الأهمية النسبية لهذه العناصر من حيث الحالة المالية، وحجم الفائض من الأموال المتاحة لدى المستثمر والدخل المتوقع تحقيقه من الاستثمار، وطبيعة العائد والثروة التي يرغب المستثمر في تحقيقها، ودرجة تقبل المخاطر التي يتعرض لها رأس المال المستثمر، ومدى الحاجة الى تسهيل الاستثمارات وامكانيات السيولة في الأسواق المالية وكلفة عملية التبادل وطبيعة القوانين والتشريعات فيما يتعلق بتنظيم الاستثمارات ومدى توفر الخبرة والكفاءة وسهولة الإجراءات واستراتيجية المستثمر

1 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 55 .

2 - وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007، ص ص 12 14 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

، وهدف وفترة الاستثمار من حيث كونه قصير الأجل، أو متوسط أو طويل الأجل² .

أهمية الاستثمار : أما عن أهمية الاستثمار وبالعودة الى مفهوم الاستثمار والذي عرضناه فاننا لاحظنا أن الاستثمار ينطوي على :

- 1 - تعظيم المنفعة أو زيادة الموارد .
- 2 - خلق مناصب شغل وبالتالي زيادة الإنتاج ومنه زيادة الاستهلاك المحقق للرفاهية الاجتماعية .
- 3 - يعمل على اشباع الحاجات الأساسية لغالبية السكان ، ثم امتد ليشمل النواحي النوعية والتي تتمثل في - زيادة وتحسين رأس المال والعمل على تحسينها باستمرار .
- تحقيق الاستخدام والتوزيع الأمثل لرأس المال المتاح بين الفرص الاستثمارية المتعددة .
- مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدولة من خلال التوجه الى انشاء المشروعات التي تحقق هذه السياسة .

- مساهمة الاستثمار في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب على الحكومة لكي تقوم هذه الأخيرة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضيات المصلحة العامة و أيضا مساهمة الاستثمار في تحقيق الأمن الاقتصادي للمجتمع¹ .

المطلب الثالث : مخاطر الاستثمار المالي .

ان الاستثمار في الأسهم و السندات محفوف بالمخاطر ولكل ورقة مالية مخاطر خاصة سيتم ذكرها فيما يلي :

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

1 - مخاطر السوق : وتشير المخاطر السوقية الى تحرك عام في أسعار الورقة المالية حيث تتحرك هذه الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية ، هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية ، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق ، حيث نجد أن أحداث خارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها ، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات قصيرة الأجل في سوق الأسهم ، فإذا كانت الحاجة الى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فان المستثمر مضطر للبيع

1 - عبد الغفار حنفي ن مرجع سابق ، ص 23 .

1 - أحلام عكنوش ، مرجع سابق ، ص 10 .

2 - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق ، ص 89 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

بخسارة ، مما يعني أن المستثمر في حاجة الى مدى زمني أطول ، بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم¹ .

2 - مخاطر الإدارة : يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة ، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها ، فقد أدت أخطاء بعض الشركات الى خسائر فادحة ، وعرضت الكثير منها للإفلاس ، و في المقابل فان يقضة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية ، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة ، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المالي ، وبالتالي يؤثر هذا على إيجابيا على أسعار أسهمها . ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة الشركة الى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية ، وفي الأحيان تؤدي الأخطاء غير المعتمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة الى الاقتراب من حالة اشهار الإفلاس ، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي ومن الأخطاء الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف الطارئة كإزمات الطاقة واضرابات العمال ، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان على قدرة الإدارة على تسيير الأزمات² .

3 - مخاطر الصناعة : وتنتج هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة ، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة ، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع ، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث ، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية ، وهناك أيضا تأثيرات متمثلة في التغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة ، فضلا عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة² .

4 - مخاطر الأعمال : تشير مخاطر الأعمال الى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة في أسهمها والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر ، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ، ومتغيرات هذا الأداء ، وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية ، والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين ، والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية ، وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي اليه الشركة ، لهذا فان درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي الى

²- فلاح حسن الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان الدوري ، ادارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر) ، دار وائل ، الاردن ، 2000 ، ص 70 .

2 حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق ، الاردن ، 2001 ، ص 71 .

3 - فلاح حسن الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان الدوري ، مرجع سابق ، ص 170 .

4 - أحلام عكنوش ، مرجع سابق ، ص 55 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

آخر،ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الاعمال فيما يلي :

* التغيير في حجم الطلب على منتجات المنشأة .

* التغيير في أسعار بيع منتجات المنشأة .

* التغيير في أسعار المدخلات ودرجة الرفع التشغيلي² .

5 - مخاطر الرفع التشغيلي والمالي : يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة، التشغيلية، التكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم، أي أن انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي الى انخفاض كبير في ربح التشغيل، أما مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات و الأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة الى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية . وتكمن المخاطرة في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي الى انخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل الى خسائر³ .

6 - مخاطر الإفلاس : تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة التغيير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، تكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم الا بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث يمكن أنه لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة .

ثانيا : مخاطر مرتبطة بالسندات : رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات للمستثمر مثل ثبات العائد، ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي الى خسارته، وأهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات مايلي :

1 - مخاطر سعر الفائدة : تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض و الطلب على الأصول المالية المختلفة، و أيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما اذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب علاقة متعكسة بين أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة، اذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

الحاجة الى بيعها ،وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول و الخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة ¹.

2- مخاطر التضخم : يظهر أثر هذا المصدر في انخفاض القيمة الشرائية للنقود،حيث لايمكن لوحدة النقد أن تشتري الكمية نفسها من السلع و الخدمات التي كان يمكن أن يشتريها الفرد في الماضي عندما كان مستوى الأسعار أقل فعلى المستثمر أن ينتقي الاستثمارات التي يمكن أن تحميه من التضخم ، بينما الاستثمار في الأسهم العادية يشكل حماية للمستثمر من مخاطر التضخم لأن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يصحبه عادة ارتفاع في أسعار المنتجات للشركات المصدرة للأسهم العادية ويترتب على ذلك زيادة حجم الأرباح .

3 - مخاطر استدعاء السند : تصدر بعض الشركات سنداتها مقرونة بشرط الاستدعاء ، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب ،وعادة ما تعتمد المؤسسة الى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق ،اذ في هذه الحال تستطيع المؤسسة أن تعيد شراء تلك السندات واحلالها محل سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل ،هذا يعني أن الاستدعاء ينطوي على بعض المخاطر اذ سيطر المستثمر الى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل ،وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار ².

4 - مخاطر السيولة : يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد ،حيث ،تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصا اذا كانت طويلة الأجل ،لذلك فان المستثمر يتعرض الى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها ، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر وتنخفض مخاطر السيولة الى حدها الأدنى ،وينصح كالمستثمرون في السندات بأخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار : حجم الإصدار وحجم الصفقة وفئة السند ،اذ كلما زاد حجم الإصدار ،وزاد حجم صفقات التعامل وارتفعت فئة السند ،كلما زادت سيولته والعكس بالعكس ¹.

5 - مخاطر الإطفاء السنوي للسندات : يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار ،كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة ، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية ،فيقومون باطفاء السندات القابلة للاطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طيق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات ، لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار

1 - حمزة محمود الزبيدي ،مرجع سابق،ص 111 .

2 - هوشيار معروف ،مرجع سابق،ص 91 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

بعناية ،لوقوف على أبعاد هذا الشرط ،بما في ذلك الطريقة التي تجدد بها السندات المطفأة ،،وللتأكد اذا كان يشمل جميع الإصدار أو جزء منه ،أو يشمل فئة محددة من السندات أم جميع فئاتها دون استثناء .

6 - مخاطر تاريخ الاستحقاق : يقصد به انه كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عدم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية ،فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية تستحق بعد ثلاث سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية التي تستحق بعد ثلاثون سنة ،هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات التي يحل تاريخ استحقاقها بعد وقت طويل ¹.

المبحث الثالث : دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار .

تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات والتي تختلف باختلاف احتياجاتها التمويلية حيث يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أي مؤسسة اقتصادية ، لما له من تاثير فعال وفاعل على جميع وظائف المؤسسات الاقتصادية لأنه بفضل التمويل تستطيع المؤسسات مزاوله نشاطها وتحديد ربحيتها وبالتالي استمراريتها .

المطلب الأول : التمويل عن طريق سوق رأس المال .

من بين الأنماط الرئيسية التي تلجأ اليها المؤسسة لتمويل نشاطاتها الاستثمارية ،هي نمط تمويل عن طريق سوق رأس المال بالتحديد السوق الأولي،وذلك عن طريق اصدار مجموعة من الأوراق المالية . ويمكن تقسيم هذا النوع من التمويل الى قسمين أساسيين هما : التمويل عن طريق الأسهم (أدوات ملكية) ،التمويل عن طريق السندات (أدوات دين)، ولكي يتم هذا النوع من التمويل يجب التعرف أولا على مراحل اصدار الأوراق المالية من قبل الشركات ،وكيف يتم الاكتتاب من قبل المستثمرين بمساعدة الوسطاء الماليين باعتبار أن لديهم خبرة في مجال الإصدار والتعامل مع المستثمرين مقابل عمولة يتلقاها الوسيط من قبل أن يتم طرح الأوراق المالية يجب أن يتوفر في المصدر ² مايلي :

* نشر المعلومات عن الهيئة المصدرة .

* نشر معلومات حول الإصدار (طبيعته ،مبلغه ،الهدف منه ،الأداة المستعملة الخ)

* الترخيص بتسويق الإصدار .

* استيفاء الشروط القانونية والمالية والبشرية لاتمام العملية .

* نشر معلومات تفصيلية حول مجلس الإدارة وأعضاءه و الهيئات الإدارية و الرقابية الأخرى ان وجدت .

¹ - عبد الغفار حنفي ،مرجع سابق ،ص 210 .

² منير ابراهيم هندي ،مرجع سابق ،ص 465 .

² - حمزة محمود الزبيدي ،مرجع سابق ،ص 223 .

² - أسامة محمد الفولي زينب عوض الله،اقتصاديات النقود والتمويل،دار الجامعةالجديدة ،مصر، 2005 ،ص 260 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

المطلب الثاني : آلية التعامل في السوق الأولية .

تعد السوق الأولية مصدرا للتمويل الرأسمالي عن طريق اصدار الأسهم والسندات من قبل شركات اقتصادية بغرض حصولها على التمويل بغية تكوين رأسمالها أو زيادته للتوسع في المشاريع ،فالسوق الأولي يتكون من أصحاب الفائض وهم القطاع العائلي والمؤسسات ذوي القدرة التمويلية التي ترغب في توظيف رؤوس أموالها في شكل أوراق مالية بمساعدة وسطاء ذوي خبرة وتقديمها في شكل قروض لأصحاب والمتمثلون في الدولة والمشروعات ،حيث يتكون سوق الإصدار من مجموعة هيئات راغبة في الأموال والمحتاجة لها وأصحاب الوساطة بين الفئتين السابقتي الذكر ،وعند طرح الأسهم والسندات يتقدم المستثمرون لشراءها عن طريق الاكتتاب ،اما فيما يخص سندات الدولة وسندات الشركة ،وطريقة الاكتتاب تختلف حسب نوع كل سند حيث سندات الدولة أو سندات الخزينة هي سندات تضمن فائدة وتصدرها عادة الدولة لتمويل النفقات العامة ،أما سندات الشركات هي سندات تصدرها الشركات الخاصة أو السلطات المحلية تستحق لحامل السند فائدة تدفع له بشكل منتظم ،إضافة الى قيمة السند الأصلية عند الاستحقاق² .

سيتم التعرف على كيفية الاكتتاب في سندات الحكومة أو سندات الخزينة والاكتتاب في سندات الشركات طرق الاكتتاب في السندات :

هناك نوعين من السندات يمكن أن تطرح في السوق الأولي ، وهي سندات الخزينة وسندات

الشركات وسنتطرق لكيفية الاكتتاب في كل نوع :

أولا - طرق الاكتتاب في السندات : هناك نوعين من السندات يمكن أن تطرح في السوق الأولي ،وهي سندات الخزينة وسندات الشركات وسنتطرق لكيفية الاكتتاب في كل نوع :

أولا - طرق الاكتتاب في السندات الحكومية : تقوم الحكومات بالاكتتاب عن طريق سندات الدين

العام عن طريق :

أ - الاكتتاب العام : وذلك عن طريق اصدار قرض وشروطه ونظام الإصدار وكل ما يتعلق به ،وأیضا الجهات المخولة لاتمام المعلومات ،وغير ذلك من المعلومات الضرورية ،وبذلك العملية تتم بين مكتب ومصدر مباشرة دون وجود وسيط و يتميز هذا الأسلوب بالبساطة غير أنه يتطلب الكثير من الخبرة .

ب - المزايدات حسب هذا الأسلوب تنظم الحكومة مزايدات تفرض من خلالها الحكومة سندات للبيع

وتتم هذه العملية بناءا على أعلى سعر وهذه الطريقة سهلة وسريعة¹ .

ج - الاكتتاب عن طريق البنوك :

وتكلف الحكومة البنوك التجارية العاملة في الدولة لتقوم بدور الوسيط في عملية الاكتتاب وتدفع لها

1- لموشي راوية ،مرجع سابق ، ص 54 .

2 - أحلام عنكوش ،مرجع سابق ، ص 98 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

عمولة مقابل هذه الخدمة وتكون متمثلة في نسبة من قيمة السندات المباعة .

د الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية: حيث تقوم الحكومة ببيع سنداتها مباشرة في البورصة وتكون هذه الطريقة الأمثل عندما يكون الهدف منها هو التأثير على المعروض النقدي في الاقتصاد .

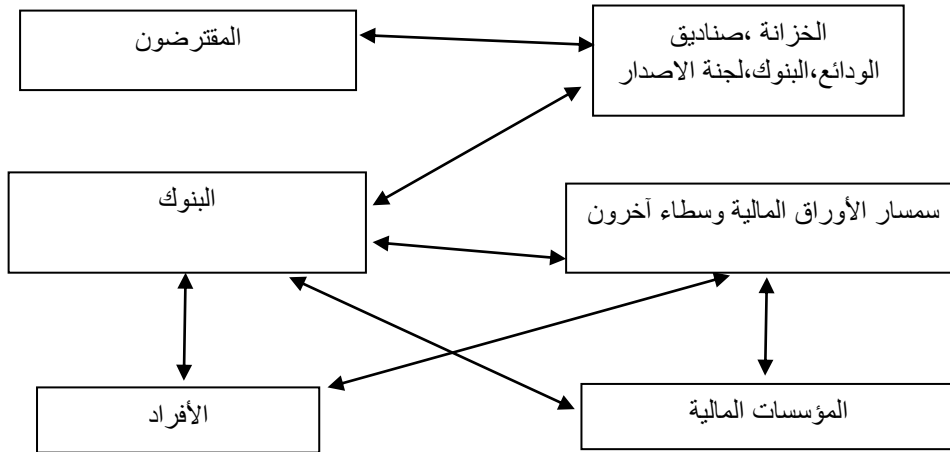
ثانيا - الاكتتاب في سندات الشركات : تصدر الشركات سندات بغرض الحصول على تمويلاتها الاستثمارية ، الأمر الذي يعدل من ناحية المخاطر الاقتصادية للمشروع ، ومن ناحية أخرى قدراته التمويلية والاقتراض ليس فقط تمويل الاستثمار بل هو استخدام القدرة على الاستدانة ، و الذي عن طريقه تنخفض القدرة عليه ، فعقد القروض يؤدي الى خفض الطاقة على قروض جديدة ، وبالتالي كل برنامج للاقتراض يتم تحليله طبقا لانعكاساته على هذه الحاجة المستمرة ، أي طبقا لنوعين من المخاطر وهما : -

خطورة عدم السيولة وهي عدم إمكانية تجديد القدرة على الاقتراض ، فكل مشروع عليه ليس فقط مواجهة تسديد قروضه في الأجل الطويل والمتوسط ، ولكن تمويل استثمارات جديدة ضرورية لنموه ، فانخفاض القدرة على الاقتراض لا يكون ملائما للمشروع لأن هذا يعني أن المشروع يمكن أن يجد نفسه في النهاية مضطرا للتمويل عن طريق رأس ماله في الأجل الطويل و المتوسط .

- خطورة سعر الفائدة : والتي تواجه أي مشروع بصدد اصدار قرض ، اذ يجب على المشروع أن يوقف بين رغبته في تخفيض نفقة الاقتراض وضرورة جذب المدخرات ².

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

الشكل رقم 02 : هيكل اصدار القرض السندي .



الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

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

المطلب الثالث : مراحل الاصدار في السوق الأولي .

قبل أن يتم الاصدار في السوق الأولي من قبل يجب أولا على المصدر مجموعة من الشروط من بينها :

- نشر المعلومات عن الهيئة المصدرة (شركة ، حكومة) .
- نشر المعلومات حول الاصدار (طبيعته، مبلغه ، الهدف منه ، الأداة المستعملة ... الخ) .
- الحصول على موافقة أو مايعرف بالتأشيرة من السلطات المالية .
- الترخيص بتسويق الاصدار .
- استيفاء الشروط القانونية والمالية والبشرية لاتمام العملية .
- نشر معلومات تفصيلية حول مجلس الادارة ان وجدت .

ويتم الاصدار في السوق الأولي عبر عدة مراحل :

أولا : مراحل الطرح الأولي : عملية الاصدار الأولي تمر عبر مراحل مهمة نلخصها فيمايلي :

- أ- مرحلة تهيئة الشركة : أهم خطوة فيها تتمثل في تعيين مستشار أو الوسيط المالي .
- ب - مرحلة التحضير للطرح : أين يتم تقييم الشركة واعداد نشرة الاصدار (نشرة المعلومات)¹ .
- ج - مرحلة الاكتتاب : وقد يكون عاما أو خاصا .

1 - تعيين الوسيط المالي : عموما يكون الوسيط في السوق الأولي بنك الاستثمار، وتقوم مهامه على تغطية عمليات اصدار الأسهم والسندات وادارة محافظ الأوراق المالية ، وعمليات الوساطة في تداول الأوراق المالية ، وفي بداية الأمر كان تسويق العمليات المالية يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المشروعات والجهات التمويلية وهو الأسلوب الذي لا يزال قائما في البلدان النامية ، حيث لاوجود لاستثمارات الكبيرة أو لأسواق مالية ، لكن مع تزايد حجم المشروعات تعقدت عملية التمويل ، ووجدت مجموعات من المتخصصين يساعدون في الحصول على الأموال وتسمى مهنة هؤلاء بالمرشحين ، مهمتهم المساعدة في تدبير الأموال اللازمة للمشروعات ، ويرافق الوسيط المالي المؤسسة ويقدم لها

¹ - حمودي منى ، مرجع سابق ، ص 102 .

الفصل الثاني : تمويل الاستثمار

مختلف النصائح قبل وخلال عملية الاصدار من خلال :

- تقييم المؤسسة .
- انشاء رزنامة للعملية .
- تحديد سعر الورقة المالية .
- التنظيم القانوني و المحاسبي والمالي .
- تحديد تاريخ أول عملية تسعير .
- تحديد واعداد وثيقة معلومات¹ .

خلاصة الفصل الثاني :

حاولنا في هذا الفصل دراسة مختلف الجوانب المتعلقة بالاستثمار بدءا بماهية الاستثمار والتعرف على أنواعه وخصائصه ومحدداته ،أيضا مخاطره والاستثمار في الأوراق المالية وتعرفنا على التمويل من خلال سوق رأس المال من حيث آلية عمل السوق الأولية لأنها هي التي تضمن وجود الاصدارات والاكنتابات التي بفضلها يتم التمويل ،ومراحل الاصدار في السوق الأولي ، بالاضافة الى دور التمويل في حصول المؤسسة على كل ما ترغب فيه من أموال وتصدر المؤسسة الأوراق المالية حسب رغبتها وحسب مزايا كل مصدر تمويلي حيث غالبا ما تلجأ المؤسسات الى اصدار السندات لما لها من مزايا تمويلية تفضلها الشركات .

¹- حليلة عطية ، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات (دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008 - 2013) ،مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ،2014 - 2015 ،جامعة محمد خيضر بسكرة ، ص 150 .

الفصل الثالث
بورصة الجزائر
- دراسة حالة -

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

تمهيد : عرفت الجزائر تحولات هامة بغرض معالجة وتدارك الوضعية الحالية من هيمنة القطاع العام وتذبذبت وتيرة النمو الاقتصادي والتبعية للخارج ،فسارعت بالاصلاحات لتحرير الاقتصاد وتهيئة المحيط ورغبة منها في ربح الوقت رأت السلطات العمومية أنه من المفيد توفير آلية ذات فعالية بالنسبة لنظام اقتصاد السوق ،وهذا ما حدث فعلا وذلك بإنشاء بورصة الجزائر ،اذن أن البورصة تعتبر أداة فعالة ومكان لانتقاء قوى الاستثمار المختلفة ،ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد وتنشيطه اذ يتم اعطاء قوة ودفع أكبر وشمولية أعم وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري . سنحاول في هذا الفصل التطرق الى سوق رأس المال في الجزائر من خلال التعرف على أهم الظروف التي أوجدت انشاء هذا السوق ودراسة مدى قدرة هذا السوق على تمويل الاستثمار من الفترة الممتدة من 2010 الى 2018 .

المبحث الأول :ماهية بورصة الجزائر .

أوجب التحول من الاقتصاد الموجه الى اقتصاد السوق ضرورة وجود بورصة للقيم المنقولة بالجزائر بغرض تطوير الاقتصاد وتمويله كسبيل جديد للبحث عن مصادر أخرى لتمويل اقتصاد الجزائر من خلال استغلال الادخار العام .

المطلب الأول :سوق رأس المال للجزائر .

ان الاصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات أدت الى نشأة صناديق المساهمة والتي ملكت أسهم مؤسسات بأقساط متساوية نتيجة تحول هذه الشركات الى شركات مساهمة ،بعد اصدار قانون جانفي 1988 ،مما استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات . وفي سنة 1990 قامت السلطات بتحضير شروط قيام سوق مالية من خلال سوق مؤهلة تسمى الجمعية العامة لصناديق المساهمة ،التي أنشأت شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة والتي أصبحت فيما بعد تسمى بورصة القيم المنقولة ويتكون سوق رأس المال في الجزائر من :

1 - السوق الأولية :وهي تتضمن مجموعة من البنوك العمومية التي تعمل على مساعدة المؤسسات لدخول البورصة ،وذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق والتوقيت المناسب .

2 - السوق الثانوية :وتتمثل في بورصة القيم المنقولة التي تتداول الأوراق المالية¹.

3 - سوق السندات أو السوق الغير منظمة :وهي سوق يتداول فيها سندات الخزينة العمومية ،حيث بلغت اصدارات سندات الخزينة وأذونات الخزينة أما من حيث جهات الاقراض فان دور القطاع الخاص الغير مصرفي ،في الاستثمار في الأوراق الحكومية مازال ضئيلا مقارنة بالمصارف التجارية².

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

2 - لموشي راوية ،مرجع سابق ،ص 128 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

المطلب الثاني: نشأة بورصة الجزائر .

تندرج فكرة انشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في اطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 ،أما التحضير الفعلي لانشاء هذه البورصة فكان ابتداءا من سنة 1990 كما أن مراحل انشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة بدأت نشاطها بموجب مرسوم تأسيسي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04- 03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000 ،حيث تعرفها المادة 01 كما يلي :تعد بورصة القيم المنقولة اطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة للآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم ،وقد مرت عملية انشاء البورصة بعدة مراحل نذكر منها :

المرحلة الأولى :وتبدأ هذه المرحلة من 1990 الى 1992 وتتميز بانشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة(اس في ام)واصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة¹ .

- المرسوم التنفيذي 91 - 169 في 28 / 5 / 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة .
- المرسوم التنفيذي رقم 91 - 170 في 28 ماي 1991 حدد عشرة (10) أنواع من القيم المنقولة أشكالها وشروط اصدارها وطرق ذلك وتداولها وتحويلها .
- المرسوم التنفيذي رقم 91 - 171 في 28 ماي 1991 و يتعلق بلجنة البورصة .

المرحلة الثانية : 1992 - 1993 : في هذه المرحلة واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها و صدر - المرسوم رقم 93 - 08 بتاريخ 25 / 4 / 1993 المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة والتي يمكن اصدارها .

- المرسوم رقم 93 - 10 بتاريخ 3 / 5 / 1993 حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر ، الواسطة ، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

المرحلة الثالثة : وتبدأ من 1993 - 1995 و في هذه المرحلة تم اصدار نصين تشريعيين :

- المرسوم رقم 94 - 195 بتاريخ 13 / 6 / 1994 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الاقتصاد الوطني ،تجميع رؤوس الأموال ، وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 ،ولها مكان مادي أي مقر بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة² .

1 - بورصة الجزائر ،الموقع الالكتروني WWW.SGBV.DZ تاريخ الاطلاع 24 / 07 / 2020 .

2 شريقي روان ومرزوقي فتحية ،استراتيجيات تفعيل دور الوساطة المالية في البورصة (دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر ، الأردن،مصر،الامارات) ،مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير ،قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة الطاهر مولاي سعيدة ،2018 ،ص 119 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة المطلب الثالث : أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوق لسندات رأس المال وسوق سندات الدين .
أولا : سوق سندات رأس المال .

1 - السوق الرئيسية : وهي سوق موجهة للشركات الكبرى و يوجد حاليا أربعة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي :

- مجمع صيدال : الناشط في القطاع الصيدلاني .

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة .

- أليانس للتأمينات : الناشطة في قطاع التأمينات .

- أن سي أروبية : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية .

2 - سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة : وهي مخصصة لشركات صغيرة ومتوسطة ،وقد تم انشاء

هذه السوق في 2012 بموجب نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01 المؤرخ في 18

صفر 1433 الموافق ل 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم لنظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 17 رجب

1418 الموافق لنوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الصادر في الجريدة الرسمية

رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012 .

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف مستثمراتهم .

ثانيا : سوق سندات الدين .

تتكون هذه السوق من :

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات أسهم والهيئات الحكومية والدولية .

- سوق كتل سندات الخزينة العمومية : وهي مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة

العمومية للجزائر ،وتأسيس هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في

التسعيرة لاجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري ويتم التداول على سندات الخزينة ، وتتنوع فترات

استحقاقها بين 7 و10 و 15 عام ،من خلال الوسيطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز

صفة المختصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع¹ .

المبحث الثاني : المحاور الأساسية لبورصة الجزائر .

يلعب السوق المالي دورا هاما في عمليات التنمية الاقتصادية في الجزائر ،حيث تعد قناة قادرة على

1 - لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها،الموقع الالكتروني WWW .COSOB.ORG تاريخ الاطلاع 24 / 07 / 2020 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

جذب المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المؤسسات الاقتصادية، وبالتالي فهي تعتبر مصدرا هاما للتمويل المتوسط والطويل الأجل .

المطلب الأول : الهيئات المكونة لبورصة الجزائر .

تتمثل هيئات السوق المالي الجزائري في :

أولا - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتتولى اللجنة مهمة التنظيم لسوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها وتتكون من رئيس وستة أعضاء، ويعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربعة سنوات، وتمارس مهمته كامل الوقت وهي تتنافى مع أية انابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الابداع الفني أو الفكري ويعين أعضاء اللجنة لمدة 4 سنوات حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي :

- قاضي يقترحه وزير العدل .

- عضو يقترحه بنك الجزائر .

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة .

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي¹ .

ولقد زود المشرع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها، سلطات تنظيمية وسلطات اعتماد و مراقبة وتحقيق .

1 - السلطة التنظيمية : تقوم اللجنة في اطار التشريع الذي يحكم السوق المالية باعداد أنظمة يخضع

لموافقة الوزير المكلف بالمالية وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي :

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم

المنقولة وعلى ماسكي الحسابات .

- واجبات الاعلام مفروضة على الشركات عند اصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار

أو القبول في البورصة أو العروض العمومية .

- تسيير حافظة القيم المنقولة .

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات .

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة .

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة .

2 - سلطة الاعتماد و التأهيل : تعتمد اللجنة على:

¹- شريقي روان ومرزوقي فتحية، مرجع سابق، ص 123 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

- الوسيط في عمليات البورصة .

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق التوظيف المشترك .

3 - سلطة المراقبة والحراسة والتحقق :و تسمح هذه السلطة للجنة خصوصا التأكد من :

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية و التنظيمية التي تحكم السوق .

- امتثال الشركات التي تلجأ الى الطلب العلني على الادخار لواجبات الاعلام التي تخضع لها .

- حسن سير السوق .

وتؤهل اللجنة من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة لاجراء تحقيقات لدى شركات أو

مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة¹.

ثانيا - شركة ادارة بورصة القيم المنقولة : وتأسست سنة 1993 وهي مسؤولة عن تنفيذ الاجراءات

العملية و التقنية الضرورية للمبادلات على القيم ، وتعرف بأنها شركة ادارة بورصة القيم ، وهي شركة

أسهم مملوكة للوسطاء الماليين حدد مهام هذه الشركة الرسوم التشريعي رقم 93 - 10 الصادر سنة

1993 و المتمثلة في :

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة .

- تسهيل مبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض .

- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة .

- وضع نشرة رسمية للتسعيرة تشمل معلومات عن السوق .

ثالثا - المؤتمن المركزي على السندات : وهو شركة ذات أسهم يساهم فيها الوسطاء المعتمدين (خمسة

بنوك وثلاث شركات مصدرة للقيم المنقولة) ، بالإضافة الى شركة تسيير بورصة القيم و الخزينة

العمومية وبنك الجزائر حيث المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة محددة بمليوني دينار وتمثل وظائفه

في :

- فتح وادارة الحسابات الجارية لأوراق مالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء

من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات .

- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة لأوراق مالية مثل الأرباح و الأسهم و رفع رأس المال .

رابعا - الوسيط في عمليات البورصة : لارسال أمر الى البورصة يجب الاتصال حتما بوسيط في

عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم ومراقبة البورصة ،حيث يجمع أوامر البيع والشراء المتعلقة

بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة ،حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل

تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة اليه ،حيث له دور فعال في تحريك عمليات البورصة ، فالوسيط

هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقد ،حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا

¹ - بورصة القيم المنقولة <http://www.sgbv.dz/ar/SGBV> تاريخ الاطلاع 24 /07/ 2020 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

ماتكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزها، حيث ينحصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه¹.

وقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهامه فيما يلي :

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه .
 - التسيير عن طريق توكيل المحفظة المالية .
 - القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات .
- أما عن الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر : تتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية : بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، بنك التنمية المحلية ، بنك الجزائر الخارجي ، البنك الوطني الجزائري ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ، والقرض الشعبي الجزائري ، و البنكين الخاصين بي أن باريبا الجزائر .
- خامسا - المصدرون : وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للاذخار² .

المطلب الثاني : الإدراج في بورصة الجزائر (الشروط والعمليات)

- شروط الإدراج في بورصة الجزائر .

أولا : السوق الرسمي .

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم .
 - أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري) .
 - أن تكون قد نشرت الكشوفات المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي يتم فيها طلب القبول .
 - أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر .
 - أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة خلال طلب القبول مالم تعفها اللجنة من هذا الشرط .
 - يجب على الشركة احاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج
- اثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وان لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة الى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة، وضمن التكفل بعمليات تحويل السندات .
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين و المؤسسة .
 - العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات .

1 - عادل مزيان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، سيدي بلعباس، 2013، ص 104 ص 109 .
2 - أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2013، ص 69 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج .

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسون (150) مساهكا كحد أدنى لموعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج .

ثانيا - سوق السندات : تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال وسندات مساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين ، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون ، ويجب أن يكون سعر سندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500000000 د ج) وذلك يوم الإدراج ¹ .

ثالثا - سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة : تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيتها لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بانخفاضها ، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن :

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين ،لمدة خمس سنوات ،مستشارا مرافقا يسمى (مركي البورصة) . - تفتح رأسمالها بنسبة 10 % كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة .
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها ، بحيث توزع مالا يقل عن خمسين مساهما أو ثلاث مستثمرين يوم الإدراج وتنتشر كواشفا المصا دقة للعاملين الماضين مالم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط . وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وذلك دون الاخلال بأحكام القانون التجاري المتعلق بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني الى الادخار ، ولا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الانشاء من خلال عملية اللجوء العلني الى الادخار .
- عملية الإدراج في بورصة الجزائر : وتتضمن ثلاث مراحل مهمة هي ² :

أولا - مرحلة ما قبل الإدراج : هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر ، مهما كان شكله قبل عملية الإدراج وتتضمن المراحل التالية :

* القرار باجراء العملية : تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة باصدار قرار القيام باحدى قرارات اللجوء العلني للادخار ، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الادارة أو الادارة الجماعية الا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية .

* الاعداد القانوني للشركة والأسهم : ان ادراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على

1 - بورصة القيم المنقولة <http://www.sgbv.dz/arlISGBV> تاريخ الاطلاع: 24 / 07 / 2020 .

2 - حمودي منى ، مرجع سابق ، ص 109 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

المستوى القانوني ، وذلك لأن الشركة كثيرا ماتلزم باجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة .

* تقييم الشركة : يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين ، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه ، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة ، ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو اصدا الأسهم .

* اختيار الوسيط في عمليات البورصة : ينبغي على الشركة أن تختار وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر مراحل عملية الادخال .

* اعداد مشروع المذكرة الاعلامية : يجب على الشركة تقديم مشروع (مذكرة اعلامية) لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد،السعر،الشكل القانوني ...) .

* ايداع ملف طلب القبول : يجب أن يحتوي ملف طلب القبول ، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 / 98 المؤرخة في 30 أفريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة بالتداول في البورصة على :

- طلب القبول .

- مشروع المذكرة الاعلامية

- محضر الجهة التي قررت أو صرحت بالاصدار ،

- مشروع الدليل .

- معلومات عامة عن الجهة المصدرة .

- معلومات عن التمويل .

- معلومات اقتصادية ومالية .

- الوثائق القانونية .

- تقرير تقييمي لعملية اصدار الأسهم .

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها .

- تملك اللجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف ،وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة .

- الانضمام الى المؤتمر المركزي : قبل اجراء عملية الادراج في البورصة ،يتعين على الشركة

الانضمام الى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأسمالها بأكمله في حالة اصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة اصدار سندات .

* حملة التسويق : سعي لانجاح عملية التوظيف السندات ،تقوم الجهة المصدرة باطلاق حملة تسويقية

من خلال وسائل الاعلام المختلفة (الاذاعة والتلفزيون والصحف) وتوزيع الدلائل والمذكرات

الاعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

* بيع السندات : يتم البيع عموما من خلال الشبكة المصرفية ، اذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك ،الأعضاء في نقابة التوظيف ،من خلال ايداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة .

* كشف النتائج :في حالة استيفاء شروط الادراج في التسعيرة ،يتم الاعلان بأن العرض ايجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور ،وإذا حدث العكس فيتم رفض ادراج السند في التسعيرة .

* تسوية العملية : يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك بغضون ثلاثة أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج .

ثانيا - مرحلة الادراج : وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على اذن (قرار قبول) من لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة، وتنشر شركة بورصة القيم اعلانا في النشرة الرسمية للتسعيرة يوضح تاريخ حصة التسعيرة الأولى للسند وسعر ادخال السند ، كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة .

ثالثا - مرحلة مابعد الادراج : هذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق .

* عقد السيولة :يسمح للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم ،بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة ،ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة ،والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها .

* نشر المعلومات : ما ان يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة باطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات ، يتعين عليها أيضا اطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية ،وكذلك ايداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات .

المطلب الثالث : القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر .

القيم المنقولة هي أدوات ملكية أو دين أسهم وسندات صادرة من أشخاص معنويين عن القطاع العام أو الخاص، بغية جلب المال لتمويل الأعمال ،و تتمثل تلك الأدوات وسيلة الاستثمار بيد حاملها عند تداولها بالسوق الثانوية بانتقالها بين العديد من المستثمرين ¹ .

حيث يمكن اصدار هذه القيم من شركات المساهمة التي تستوفي عددا من الشروط المحددة في القانون التجاري، هدفها هو تقديم أقصى قدر من الضمانات والشفافية المالية في هذه القيم المنقولة وتمكين

1 - مطبوعة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة دليل القيم المنقولة الجزائر أوت 2004 من ص 3 الى ص 14 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

الجماعات المحلية أو الهيئات العمومية التي تتمتع بضمانات من الدولة أن تصدر أيضا قيما منقولة لاسيما منها سندات الدين قصد تمويل مشاريع كبرى مثل الطرق السريعة والسدود ، وتوفر بورصة الجزائر قيما متنوعة معروضة للتداول والاستثمار فيها ،وتتمثل هذه القيم في الأوراق المالية التالية :
أولا - الأسهم : لقد حدد القانون التجاري لسنة 1993 اصنافا مختلفة من الأسهم ،ويمكن تداولها في بورصة الجزائر وهي :

- الأسهم العادية :وهي صكوك يتسلمها المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهمه ،ويشترط لاعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة .

العائد على السهم :ويكون عند تحقيق المؤسسة مصدرة السهم ربحا يحصل المستثمر حامل السهم على جزء من ذلك الربح عند توزيعه سنويا وذلك حسب حصته في رأس المال (مساهمتها) وعند الخسارة لا يأتي له ذلك .

- خطر حيازة السهم : من المتوسط الى المرتفع جدا، فيتم تقييمه حسب حجم المؤسسة و الأرباح التي تجنيها واستقرارها المالي .

ثانيا - السندات : ارتأت مؤسسات اقتصادية أخرى عدم فتح رأسمالها في البورصة الجزائرية لمشاركة الآخرين في الملكية ووضع قرار بها ،فعمدت الى اصدار سندات دين تحمل فوائد لأصحابها وتكون محل التداول بين المستثمرين المهتمين بسوق السندات بالبورصة ،وهي أوراق مالية افتراضية تمثل قيمة معينة من رأس المال أو المبلغ الأصلي قابلة للتسديد في مدة معينة وبفائدة معلومة وبشروط محددة ،وهناك عدة أنواع من بينها :

- السندات ذات النسبة الثابتة : هي سندات دين تصدرها المؤسسات الاقتصادية أو الحكومة في البورصة الجزائرية تتعهد بدفع عائد ثابت طوال مدة الاقتراض وسداد رأس المال المقترض في أجل مسمى حسب الكيفيات المنصوص عليها في عقد الاصدار¹.

- العائد بعد حيازتها : يكون الخطر من حيازة المستثمر للسندات ذات النسبة الثابتة من ضعيف الى مرتفع بناء على قدرة المصدر عن التسديد (الخطر الأكبر يكون في حالة عسر التسديد) وكذا عند ارتفاع معدلات الفائدة ما يخفض سعر هذا السند . - السندات ذات النسب المتغيرة :هي سندات تتغير بنسبة مكافئتها منسنة لأخرى بحسب المؤشر المرجعي،بغية تفادي مخاطر أو تقلبات في أسعار البورصة المترتبة على التغيرات في نسبتها .

* عائد السند ترتبط مكافئته بنسب التوظيف المطبقة بالسوق .

* الخطر من حيازتها :يرتبط هذا الخطر في عدم امكانية السداد لمصدرها أو افلاسه .

- السندات القابلة للتحويل الى أسهم : هي سندات التي يكون لصاحبها امكانية وليست الزامية استبدالها بسندات الملكية المتمثلة في أسهم المصدر نفسه .

1 - لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ،التقرير السنوي ،2010 ،ص 74 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

عوائدها : لها نسبة فائدة ثابتة باعتبارها سند .

مخاطرها : تحتوي هذه السندات نفس خطر السهم باعتبارها قابلة للتحويل اليه بينما لتتأثر الا قليلا بأسعار الفائدة السائدة في السوق .

سندات ذات أدونات اكتتاب بالأسهم : هو سند عادي ذو نسبة ثابتة، يتصل به اذن أو أكثر وتخول هذه الأدونات الحق في اكتتاب أسهم جديدة تصدرها الشركة، وفق شروط وأجال يحددها عقد الاصدار .
* عوائدها : باعتبارها سندات ذات نسبة ثابتة ، فان لها فائدة فانها لها فائدة فضلا عن ربح رأسمالي عند بيعها¹ .

* مخاطرها : عند فك الربط بين السند والاذن فانه يتعرض لنفس الخطر الذي يعترض السندات ذات النسبة الثابتة .

ثالثا قيم منقولة أخرى :

1- اذونات الاكتتاب أو سندات الاكتتاب : وهي أوراق تسمح بشراء أسهم بسعر محدد مسبقا وطوال مدة محدودة ، وتمثل سندات الاكتتاب قيما منقولة للتوظيف تصدرها الشركات أثناء عمليات مالية (الزيادة في رأس المال) وتترتب عليها نشأة أسهم جديدة ، و يمكن فصل أدونات الاكتتاب عن الأسهم وتداولها منفصلة في البورصة² .

2 - حقوق الاكتتاب : وهي مزايا تمنح للمساهمين العاديين بتمكينهم من شراء أسهم اضافية مباشرة من الشركة المصدرة بسعر محدد وطوال مدة محددة وتصدر هذه الحقوق بعدد يتناسب وعدد الأسهم التي بحوزتها كل مساهم .

3 - شهادات الاستثمار : وهي قيم منقولة تشبه الأسهم من دون حق في التصويت وتنتج عن تقسيم سهم عادي الى قسمين متميزين وهما شهادة الاستثمار والحق في التصويت ولا يمكن لحامل شهادة الاستثمار المشاركة في الجمعيات العامة والتصويت فيها ، ولكنه سيستفيد من الحقوق المالية المتصلة بالأسهم الحق في الأرباح في الاعلام في الاكتاب في حالة الزيادة في رأس المال والحق مما تبقى من التصفية .

4 - شهادات الحق في التصويت : تصدر شهادات الحق في التصويت (الاسمية وجوبا) على غرار شهادات الاستثمار بمناسبة الزيادة في رأس المال أو عند تجزئة الأسهم الموجودة ، وتمثل الحقوق غير المالية المتصلة بالأسهم ، وتصدر بالعدد المساوي لعدد شهادات الاستثمار .

5 - صناديق الاستثمار : لا تعرف بورصة الجزائر سوى شركة استثماري متغير واحد وهي شركة سليم التي تم اعتمادها سنة 1998 الا أنها لم تفتح على الجمهور الا في سنة 2006 ، وعليه يتبين لنا أنه لا

1 - لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، التقرير السنوي ، مرجع سابق ، ص 76 .

2 - عطية حليلة ، مرجع سابق ، ص 65 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

يقبل في بورصة الجزائر حاليا سوى صنفان من الأوراق المالية في جدول التسعيرة وهما الأسهم العادية المصدرة من طرف الشركات ذات الأسهم والسندات العادية، وعلى الرغم من أن المشروع قد سمح بإصدار عدة أنواع منها وهي الأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة في الحق في التصويت، الأسهم ذات الأولوية الموزعة دون الحق في التصويت، شهادة الاستثمار مع الحق في التصويت، شهادة الاستثمار دون الحق في التصويت، سندات المراقبة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم، السندات العادية، سندات المساهمة .

المبحث الثالث : أداء البورصة الجزائرية ومعوقات وأفاقها .

المطلب الأول : أداء بورصة الجزائر خلال الفترة 2010 - 2018 .

1 - عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر : على الرغم من اقتراح 30 مؤسسة عامة عند انطلاقة البورصة تم انتقائها من المجمعيات العامة خلال 1999 لفتح رأسمالها للقطاع الخاص، غير أنه من بين هذه المؤسسات لم يتم ادراج سوى شركتي صيدال ورياض سطيف بنسبة 20% من رأسمالها لكل واحدة منها وهو الحد الأدنى الذي يسمح به القانون، ولم يتم قبول ادراج أسهم الأوراسي الا مع بداية سنة 2000 بالرغم أن تاريخ الادراج كان نفسه تاريخ ادراج الشركتين السابقتين، ليصبح عدد الشركات المدرجة 03 شركات، وفي سنة 2010 تقلص العدد الى شركتين بعد شطب أسهم شركة رياض سطيف، وتدرس لجنة ادارة و مراقبة عمليات البورصة ملفات 08 مؤسسات عامة لانعاش البورصة وكلها خدمية، ماعدا الشركة الوطنية للتبغ والكبريت SNTA و الجدول التالي يوضح تطورات عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر :

الجدول رقم (1) تطور عدد الشركات المدرجة بورصة الجزائر .

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| عدد الشركات المدرجة | 02 | 02 | 02 | 02 | 02 | 02 | 02 | 02 | 02 |

المصدر: تقارير نشرات فصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2010 - 2018، الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>.

لقد صنف تقرير لصندوق النقد العربي صدر في سنة 2015 تتميز بورصة الجزائر بالضعف بالنظر الى عدد الشركات المدرجة فيها، وأيضا حجم التداول اليومي للأسهم والسندات فسوق الاصدار بالبورصة الجزائرية والى غاية سنة 2010 يعتبر سوق سندات، ويلاحظ أن هناك انخفاض حاد في مبالغ الاصدار

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

ولكن يلاحظ دخول شركة من القطاع الخاص دخلي لتمويل مجموعة من استثماراتها بمبلغ 8,3 مليار دينار جزائري وكذلك شهدت سنة 2010 دخول شركة من القطاع الخاص هي شركة حداد حيث قامت باصدار قرض سندي بغية تمويل مشاريعها الاستثمارية بمبلغ 6 ملايين دولار، وكذلك تم الرجوع لسوق الأسهم باصدار شركة أليانس للتأمينات بمبلغ 1,4 مليار دولار لتمويل مرافق تابعة لها حيث يلاحظ من خلال المعطيات السابقة اعتماد الشركات الجزائرية على سوق السندات لتمويل الاستثمارات يعتبر مفهوم البورصة دخیل على المجتمع الجزائري وهي كمؤسسة مالية غير واضحة المعالم بالنسبة لغالبية الجزائريين، إذ لا يدركون كيف يتم التعامل فيها، وماهي الأدوات المالية المتاحة فيها، وإذا ما رجعنا إلى المؤسسات الجزائرية فنجدها غائبة تماما عن البورصة فنجد معظم هذه المؤسسات لا تملك من الخصائص والميزات التي تؤهلها للدخول إلى البورصة، وحتى تلك التي تمتلك بعض الخصائص التي تساعد على الدخول إلى البورصة تكون ملك لعائلة، فتجدهم يمتنعون عن فتح أسماها لمساهمين من خارج العائلة هذا من جهة ومن جهة ثانية لا يمكن انشاء بورصة تحركها المؤسسات العمومية فقط، والا فما الهدف من انشائها، كما أن البورصة لا يمكن تنمو وتتطور دون مؤسسات خاصة .

بينما أكد المدير العام لبورصة الجزائر بأن 85% من الشركات الخاصة في الجزائر لا يسمح لها اطارها القانوني ونمط تسييرها بإدراجها في البورصة، مضيفا وأيضا حجم التداول اليومي للأسهم والسندات، إذ أوضح حينها أستاذ الاقتصاد بجامعة البليدة (أن الجزائر لا تملك منظومة صناعية، ولا تجارية تسمح بممارسة النشاط البورصي، بالإضافة إلى أن ثقافة البورصة في العقلية الاستثمارية الجزائرية لم تترسخ بعد، نتيجة ضعف من الدولة التي لم تمكن المجتمع من دخول هذه المنظومة المالية الجديدة) وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى العالمي ككل .

2 - القيمة السوقية لبورصة الجزائر.

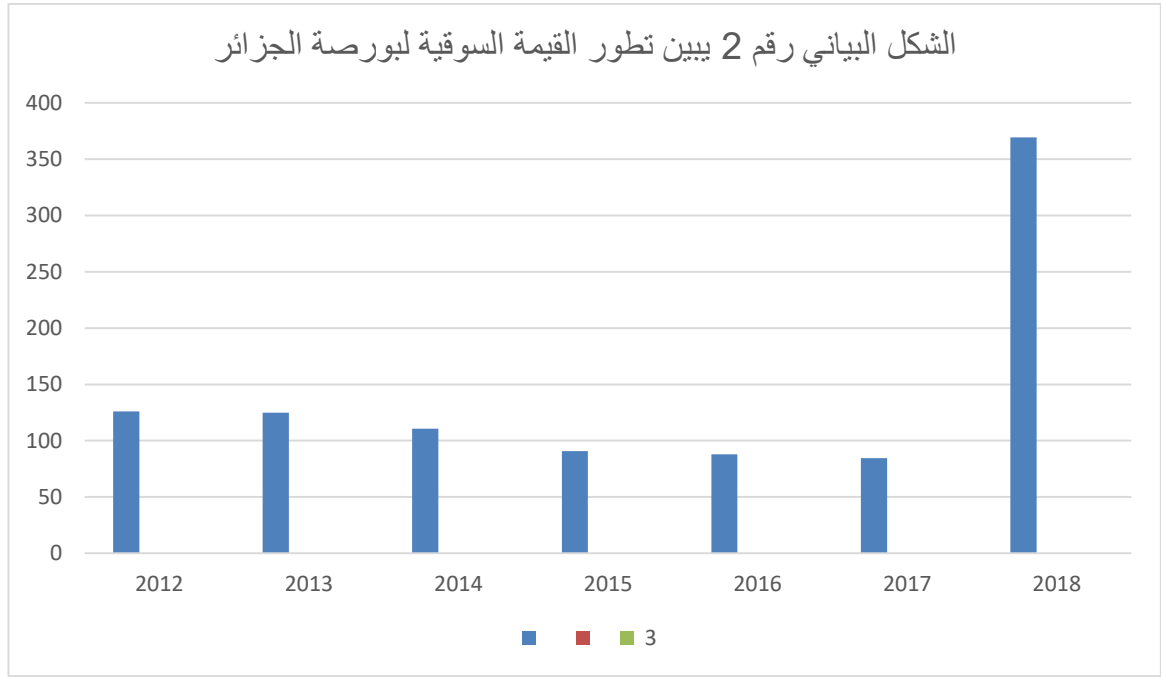
الجدول رقم (2) : تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر من 2010- 2018 .

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|
| القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) | 106,1 | 135,6 | 125,9 | 124,7 | 110,7 | 90,6 | 88 | 84,6 | 369,4 |

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2012 إلى 2020 الموقع الالكتروني :

<http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة



المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على جدول رقم (2) .

ان رأس المال السوقي عرف انخفاضات في أغلب سنوات الدراسة ماعدا الزيادات الوحيدة المسجلة سنة 2018 هذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، كما يعكس عجز البورصة الجزائرية على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمارات، وعجزها عن زيادة الاصدارات الجديدة كما أنها لا تساهم في تنويع المخاطر هذا من جهة ومن جهة أخرى فان تطور معدل نمو رأس المال السوقي يقيس مدى سرعة تطور البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا كما أن اتجاه تطور البورصة سلبي في أغلب السنوات .

ان قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية للمؤسسات المدرجة فيها واذنا مرجعنا الى بورصة الجزائر يتضح أنها أصغر بورصة سواءا بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المسجلة أو بالنسبة لباقي المؤشرات اذ سجلنا ثلاث شركات وهي : شركة الأوراسي ،صيدال ،رياض سطيف¹ .

3 - حجم التداول لبورصة الجزائر .

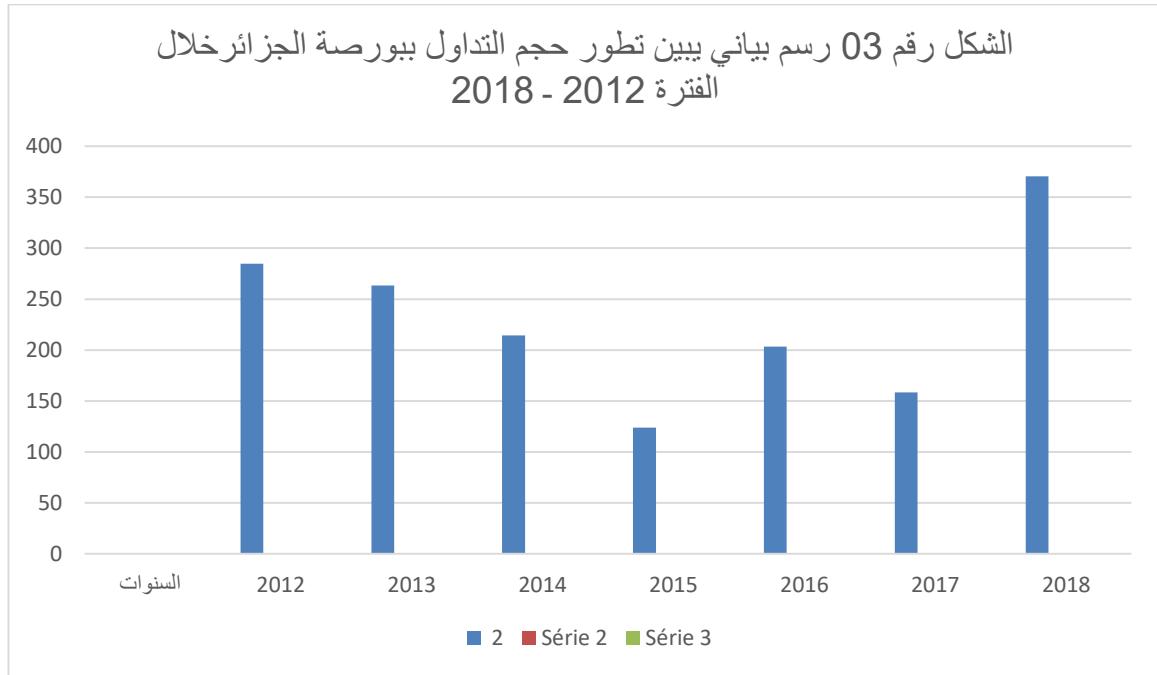
الجدول رقم(3):تطور حجم التداول ببورصة الجزائر .

| السنوات | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| حجم التداول (مليون دولار أمريكي) | 370,4 | 158,5 | 203,3 | 123,7 | 214,5 | 263,4 | 284,9 | 613 | 46,1 |

¹ - الموقع الالكتروني: <http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt> .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

المصدر : من اعداد الطالبة بناء على تقارير نشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2010 - 2018 .



المصدر: من اعداد الطالب استنادا على الجدول 03 .

حسب معطيات الجدول الموضح أعلاه أن حجم التداول متغير من سنة لأخرى وهو يعتبر متدني ، وكذلك تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة وكذلك الى تدني عدد أيام التداول والتي تقتصر على يومي تداول في الأسبوع فقط ، وفي بعض الأحيان يكون حجم التداول معدوما ، وهذا راجع لعدة أسباب منها :انعدام ثقافة الاستثمار و الادخار في الجزائر ، حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أمانا و أقل مخاطرة كالاستثمار في العقارات ، أو ايداع أموالهم في صناديق التوفير... الخ كما عرف حجم التداول تراجع عدد الصفقات المبرمة بالرغم من ادراج شركة ذات أسهم بيوفارم 2016 وأن سي أ رويبة سنة 2013 وما نستطيع ملاحظته هو تراجع حجم الصفقات وهذا لعزوف الشركات للاستثمار في السوق .

وفي الأخير نستنتج أن بورصة الجزائر مازالت بعيدة عن التطلعات و الأهداف المرجوة ، حيث أنها واستنادا لما سبق ذكره من مؤشرات وهذا ما يبين ضعف السوق المالي الجزائري في جذب المدخرات للقيام وبالتالي تمويل الاقتصاد الوطني ، وهذا يضعف من قدرتها على تمويل الاستثمار .

بينما يرى المدير العام لبورصة الجزائر يزيد بن ميهوب أن بورصة بلاده لم يكن لها فرصة للعب دورها كما يجب باعتبارها فاعلا أساسيا في تمويل اقتصاد البلاد لثلاثة أسباب رئيسية أبرزها غياب

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

الوعي و الثقافة بأهميتها لدى جميع الجزائريين سواء المواطنين أو رؤساء المؤسسات والشركات، بالإضافة الى أن الوقت الذي تأسست فيه البورصة خلال فترة صعبة من تاريخ الجزائر (سنوات التسعينات) ولم تكن حينها الشروط متوفرة لبروز ونجاح هذا النوع من المؤسسات المالية المعنية بأسواق الأسهم، وثالث سبب هو أن أصحاب رؤوس الأموال يتوجهون للبنوك عوضا عن البورصة¹.

المطلب الثاني: الشركات المصدرة في السوق الأولي .

1 - مجمع رياض سطيف :

أولى الشركات التي دخلت البورصة انبثقت من عمليات إعادة الهيكلة من سبائك سنة 1983 وحولت الى شركة مساهمة سنة 1990 في اطار الخوصصة من قبل المجلس الوطني لمساهمات الدولة وقد تم تحديد سعر الإصدار 2300 دج، خلال فترة الاكتتاب التي امتدت من 2 نوفمبر 1998 الى 15 ديسمبر 1998 .

2 - مؤسسة تسيير فندق الأوراسي : وتم انشاءه عام 1975 وبهدف تنشيط بورصة الجزائر تم ادخال المؤسسة الى البورصة برأسمال قدره 20 % من رأسماله الاجتماعي، أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم .

3 - مجمع صيدال : يرجع انشاءه الى عام 1998 على اثر إعادة هيكلة المؤسسة العمومية صيدال حددت قيمة العرض العمومي بنسبة 20 % من رأسماله الاجتماعي .

4 - شركة سوناطراك : وتعتبر أكبر شركة في الجزائر تعمل في مجال المحروقات ، ودخلت البورصة بطرحها سندات للاكتتاب العام بمبلغ 5 ملايين دينار و مدتها خمس سنوات .

5 - شركة الخطوط الجوية الجزائرية : وقامت باللجوء الى سوق السندات بطرح سندات للاكتتاب العام في بورصة الجزائر .

6 - شركة الكهرباء والغاز : قامت بطرح سندات عادية لجمهور المستثمرين وذلك الى سنة 2011 وبمعدل فائدة متزايد كل سنة .

7 - المؤسسة الوطنية للحفر : وقد لجأت لاصدار سندات وهي فرع من فروع سونطراك .

8 - سيفيتال : وهي أول شركة تلجأ الى السوق السندية من أجل تمويل قسم من استثماراتها وهو مخطط تطويرها على مدى ثلاث سنوات ويقوم نشاطها على تكرير السكر والزيت .

9 - شركة اتصالات الجزائر : أيضا قامت بإصدار سندات عادية وكان الهدف من الإصدار هو تمويل التطوير لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس .

10 - الشركة العربية للايجار : لجأت الى سوق السندات لتمويل استثماراتها .

1 - حمودي منى، مرجع سابق، ص 77 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

11 - مؤسسة التعليم المهني عن بعد : وهي من القطاع الخاص وكانت اصداراتها موجهة الى البنوك و المؤسسات المالية وهي شركة ذات أسهم تنشط بصورة رئيسية في استغلال خدمات الانترنت .

12 - المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار : وهي فرع من فروع سوناطراك تشتغل في القطاع الشبه البترولي .

13 - المؤسسة الوطنية للحفر : وهي فرع من فروع السوناطراك وتشتغل في القطاع الشبه البترولي ، ولجأت لتمويل استثماراتها .

14 - شركة دحلي : هي أول شركة من القطاع الخاص حيث أصدرت قرضا سنديا موجه للجمهور الواسع وهدفه تمويل الاستثمارات وهي تنشط في قطاع الفنادق والعقارات والترفيه .

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

16 - شركة أليانس للتأمين : أصدرت أسهمها بغرض تمويل استثماراتها التالية : فرع النأمين على الحياة ، فرع الترقية العقارية ، فرع الرأسمال الاستثماري .

17 - شركة الائتمان الأجارى المغربى : لجأت الى سوق السندات لتمويل استثماراتها سنة 2010 .

المطلب الثالث : المعوقات والآفاق لبورصة الجزائر .

1 - معوقات بورصة الجزائر .

اعتبار أن البورصة الجزائرية حديثة النشأة فإنها تعاني من العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة والمطلوبة وبالتالي لن تؤدي أي دور في تمويل الاستثمار وأهم هذه المعوقات ما يلي :

أولا - معوقات تتعلق ببورصة الجزائر :

1 - عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة : أدى تنوع الأوراق المالية في الأسواق المتقدمة الى وجود جمهور كبير من المستثمرين والمتدخلين بالبورصة ، في حين أن بورصة الجزائر لم تعرف هذا التنوع والتعدد للأوراق المالية المتداولة بها ، بل اقتصر الأمر على ثلاث أوراق مالية كما أن حيازة هذه الأوراق من قبل الأعوان الاقتصاديين محددة بسقف معين .

2 - عدم فعالية نظام المعلومات : بالنظر لحدائثة البورصة الجزائرية فان المعلومات عن الأوراق المالية تبقى قليلة ولا تفي باحتياجات المتعاملين وذلك لغياب النشريات والمجلات المتخصصة بمجال المال و الأعمال ومكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال ، اذ يقتصر الأمر الجداول المالية والمحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة وهذا في نهاية السنة المالية ، ولذلك فان نظام المعلومات يبقى ضعيفا ويتطلب الكثير من العمل والجهد (حتى يعمل على الإيقاع بمتطلبات السوق) .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

3 - منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة : أمام الصعوبات التي تعترض بورصة الجزائر وتعد و ضبابية التعامل بها نجد بالمقابل توفر فرص الاستثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال فنجد أن احتكار التجارة الخارجية قد استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة وبالتالي فإن جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت قليلة وعديمة الأثر في غالب الأحوال بسبب صعوبات ومعوقات البورصة .

ثانيا - معوقات تتعلق بمحيط البورصة :

1 - هيمنة القطاع العام : يشمل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية، ويمكن القول أن القطاع العمومي يتكون في أغلبه من مؤسسات سيئة التسيير تمثل بذلك قطاعا محطما للثروة لذلك كان ينبغي حوصلة المؤسسات العمومية وتطهيرها قبل قيدها في البورصة .

2 - التضخم ومعدل الفائدة : بالرغم من التطور الإيجابي لمعدلات التضخم إلا أن الاقتصاد الكلي غير مستقر وخاصة بما أن قطاع المحروقات يساهم بشكل كلي في معدل النمو الاقتصادي في الجزائر وعند ارتفاع معدل التضخم على المستوى المحلي من شأنه التأثير في معدل الفائدة ويشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار وهكذا يمثل التضخم عائقا بالنسبة لنشاط البورصة

3 - الضغط الضريبي : مايميز النظام الضريبي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاعها من جهة أخرى .

4 - ضعف القدرة الشرائية للأفراد : لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور، وتحرير أسعار السلع والخدمات والتسريح الجماعي للعمال ضلع كبير في تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر وتقلص القدرة الادخارية للعائلات ففي هذه الحالات و الأوضاع من الصعب انتظار اقبال كبير من الأسر الجزائرية من الادخار في الأصول المالية وفي غيرها من المجالات .

ثالثا - معوقات اجتماعية وثقافية :

1 - غياب ثقافة البورصة : حيث أن النهج الذي صارت عليه الجزائر منذ الاستقلال قد أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، حيث أن الخزينة أخذت على عاتقها كل الاستثمارات وبهذا فان مثل هذه السوق في الجزائر يواجه بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، وهذا راجع لانعدام ثقافة البورصة في أوساط المجتمع الجزائري ومن ثم عدم تقبل فكرة الاستثمار في

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

البورصة نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذا السوق بصفتها سوق لم يتم التعامل فيها بناتا في السابق .

2 - العوامل التاريخية : المتمثلة في الجهل و الامية وكل ما خلفه الاستعمار وعدم الاقبال على التعامل بقيم البوصة مرده الى عدم الثقة واهتزازها .

3 - العامل الديني : الذي يحرم التعامل خاصة بالسندات ذات العائد المضمون في شكل فوائد محرمة شرعا¹.

المطلب الثالث : آفاق تطوير بورصة الجزائر .

نظرا للمشاكل التي تعاني منها البورصة الجزائرية وبغرض ايجاد حل للبعض منها أو ان أمكن كلها يجب على السلطات الاقتصادية في الجزائر أن تتبع جملة من الاجراءات التي يمكن انجازها فيما يلي :

- تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات و تشجيع الاستثمارات .
- اصلاح قانون الشركات .

- اعادة النظر في هيكله البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف ومحاولة تصحيحها على جميع الأصعدة ، وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة .

- دعم دور البورصة كأداة أساسية لإنجاح عملية الخصخصة .
- وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأوراق المالية كوجود اطار مؤسستي لسوق الأوراق المالية ومراجعة الاطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة ، مع الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر .

- تخفيض سعر الفائدة ومعدل التضخم مع اعادة هيكله الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين .
- التركيز على سلطة السوق ودورها في توفير وزيادة درجة الافصاح في السوق ، الأمر الذي يؤدي الى زيادة ثقة المستثمر في سوق رأس المال .

- العمل على خلق ثقافة الاستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري .

- العمل على محو السوق الاقتصادية الموازية .

- العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة حيث كلما كانت التكاليف منخفضة كلما

كان السوق أكثر كفاءة .

- انشاء مصادر المعلومات المالية لضمان استمرارية البورصة .

- فتح المجال أمام أسواق رأس المال الأخرى وخاصة أسواق رأس المال العربية ، للاستفادة من

تجارتهم في هذا الميدان .

1 - أحلام عكنوش ، مرجع سابق ، ص 65 .

الفصل الثالث: بورصة الجزائر دراسة حالة

- اضافة الى نشر لثقافة بورصيه و البحث عن أدوات مالية جديدة يتوفر فيها العامل الديني .

خلاصة الفصل الثالث :

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة سوق رأس المال للجزائر ودور هذا السوق ومساهمته في تمويل الاستثمار وذلك بالاعتماد على بعض من المؤشرات مثل عدد الشركات التي تتوجه الى سوق رأس المال لتمويل استثماراتها ، وحجم التداول وتطوره في الفترة الممتدة من 2012 الى 2018 ، واستنتجنا أن سوق رأس المال للجزائر يعاني الضعف وهذا بارز من خلال عدد الشركات التي تلجأ اليه للتمويل وبالتالي فان عدم نجاح بورصة الجزائر يعود بشكل كبير الى ما يتواجد في محيطها من معوقات وعراقيل أثرت على أدائها سلبا وهذا مآثم التطرق اليه .

الختامة

الخاتمة

خاتمة :

تحتل أسواق المال عامة والبورصات خاصة مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف و أدوار هامة ، و هي من أهم الأماكن التي تتداول فيها مختلف الأوراق المالية ، والبورصة بمثابة أداة تفاعل هذه الأوراق ومكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة فمقابلة المشتريين بعروض البائعين و التفاوض على هذه الأوراق تطلب الأمر وجود فئة متخصصة داخل هذه السوق تسمى بالوسطاء الماليين ، و الجزائر كغيرها من الدول قامت بإنشاء سوق رأس المال فيها حيث مازال لم يرقى الى المستوى المطلوب وتتميز بالضعف وهذا راجع لعدة أسباب منها : انعدام ثقافة الاستثمار والادخار في الجزائر، حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الاستثمار في مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أمانا وأقل مخاطرة كالاستثمار في العقارات أو ايداع أموالهم في صناديق التوفير .

نتائج البحث :

- يعتبر سوق رأس المال أحد القنوات الهامة في الاقتصاد لإحداث التوازن و تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها .
- يعتبر وجود وسطاء ماليين في سوق الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح هذه السوق .
- يمكن القول أن بورصة الجزائر تبقى عاجزة على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار ، و زيادة الاصدارات الجديدة ، وهذا ما يعني أن بورصة الجزائر لا تملك أدنى مقومات الكفاءة اذن ان البورصة الجزائرية مازالت بعيدة عن التطلعات والأهداف المرجوة حيث لا تكاد تحظى بمؤشر واحد فقط يكون في المستوى المطلوب ، وهذا ما يبين ضعف السوق المالي الجزائري ، في جذب المدخرات ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع وجدنا أن بورصة الجزائر واجهتها مجموعة من المعوقات الاقتصادية والسياسية والتشريعية والتنظيمية وهي كالتالي: المعوقات الاقتصادية ومن أهمها التضخم الذي يرتبط ارتباطا وثيقا بنشاط السوق المال، وضعف الافصاح والشفافية ، وعدم تنويع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر ، أما المعوقات التنظيمية نجد قلة المؤسسات المدرجة وضعف في سير عمل البورصة.
التوصيات والاقتراحات: التي نقدمها والتي نراها مناسبة بالنسبة للجزائر حتى تتمكن من تحسين ورفع أداء بورصتها فنجد : زيادة أيام التداول لتفعيل بورصة الجزائر وزيادة حجم المعاملات بالاعتماد على منظومة التداول لباقي البورصات . تهيئة بيئة استثمارية مناسبة تشجع على جلب الاستثمارات المحلية والأجنبية وكذلك العمل على خلق ثقافة الاستثمار و الادخار لدى الفرد الجزائري ، وذلك ببذل الجهود اللازمة من أجل توعية واعلام الأفراد بمختلف التقنيات المستعملة ، ومن أجل ايصال ثقافة البورصة لدى الأفراد دون أن ننسى الدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه الجامعة في هذا المجال بالتعاون مع الاطارات المختصة من خلال الندوات ، الأيام الدراسية ... الخ .
- تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمارات ، حيث

الخاتمة

أثبتت العديد من الدراسات أن اعطاء أهمية للسندات، وبصورة خاصة السندات الحكومية المتنوعة يسمح بتنشيط حركة التداول في سوق رأس المال، إذ أن الأفراد يفضلون الاستثمار في السندات مقارنة بالأسهم خاصة في الأسواق المالية حديثة النشء.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

1 - الكتب باللغة العربية :

- 1 - هوشيار معروف الاستثمارات والأسواق المالية دار صفاء،الأردن،2003 .
- 2 - السيدة عبد الفتاح اسماعيل وعبد الغفار حنفي،الأسواق المالية الدار الجامعية،2002 .
- 3 - حسين هاني، الأسواق المالية، دار الكندي ،2002 .
- 4 - عاطف وليم اندراوس أسواق الأوراق المالية ،دار الفكر الجامعي،الاسكندرية،2008 .
- 5 - عصام حسين أسواق الأوراق المالية،دار أسامة،الأردن،2007 .
- 6- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية دار زمزم للنشر،الأردن،2009 .
- 7 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية،دار المسيرة،عمان،2012 .
- 8 - عبد المنعم السيدعلي ونزار سعدالدين العيسى،النقود والمصارف والأسواق المالية،دار جاسر،2004
- 9 - محمود محمد الداغر الأسواق المالية دار الشروق ،عمان،2007 .
- 10 - نهال فريدمصطفى ومحمد الحناوي،مبادئ وأساسيات الاستثمار المكتب المجتمعي،الحديث،2006
- 11- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية ،مصر، 2005
- 12 - منير ابراهيم الهندي الأوراق المالية وأسواق رأس المال ،منشأةالمعارف،الاسكندرية،مصر،2002
- 13 - مروان شموط كنجو وعدو كنجو أسس الاستثمار الشركة العربية المتحدة،مصر،2008 .
- 14 - زياد رمضان ومروان شموط الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة،2014 .
- 15 - قطب محمد سانوا،الاستثمار وأحكامه وضوابطه، النفائس، الأردن،2000 .
- 16- فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري،ادارة البنوك،دار وائل للنشر،الأردن،2001 .
- 17 - أسامة محمد الفول وزينب عوض الله اقتصاديات النقود والتمويل دار الجامعة الجديدة، مصر،2005

2 - المذكرات و الرسائل الجامعية:

- 1 - حمودي منى،فعالية الأسواق المالية ودورها في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير،2014 ،جامعة أم البواقي .
- 2- لموشي راوية، دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار دراسة حالة بورصات تونس و الجزائر و المغرب ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية،جامعة محمد خيضر،2013 .
- 3- وليد أحمد صافي سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير،قسم الاقتصاد جامعة الجزائر،2007 .
- 4- أحلام عكنوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية ،مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير جامعة أم البواقي ،2013 .
- 5- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، دراسة حالة بورصة دبي ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد ،جامعة محمد خيضر سكرة ، 2014 .
- 6 - شريقي روان ومرزوقي فتحية ،استراتيجيات تفعيل دور الوساطة المالية في البورصة مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية،جامعة الطاهر مولاي ،سعيدة،2018 . عادل مزيان،الاستثمار في سوق الأوراق المالية مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير،قسم الاقتصاد سيدي بلعباس،2013 .

قائمة المراجع

3 - التقارير:

- تقارير لنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2010 - 2018 .
- تقرير لجنة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها لسنة 2004، 2010 .
- منشورات شركة ادارة بورصة القيم ، SGBV ، 2008 .

4 - المواقع الالكترونية :

1 _[http //www.sgbv.dz/ar/SGBV](http://www.sgbv.dz/ar/SGBV)

2 –<http://www.cosob.ORG>

3 – <http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>