

جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم

كلية العلوم الاقتصادية والحجازية وعلوم التسيير

قسم العلوم الإقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

شعبة العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي.

الموضوع:

فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاقتصادية

بورصة الجزائر (2014-2020)

تحت إشراف الأستاذ:

ودان بو عبد الله

مقدمة من طرف الطالبة:

رزيقة أسماء

أعضاء لجنة المناقشة :

الجامعة	الرتبة	الاسم اللقب	الصفة
جامعة مستغانم	أستاذ التعليم العالي	مخفي أمين	رئيسا
جامعة مستغانم	أستاذ محاضر (أ)	ودان بو عبد الله	مشرفا
جامعة مستغانم	أستاذ محاضر (ب)	خالدي علي	مناقشا

السنة الجامعية: 2019-2020.

شكر و تقدير

""ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي وأن أعمل صالحا ترضاه

وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين"- صدق الله العظيم-

.الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى سيّدنا ونبينا محمد صلى الله

عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين.

نشكر الله ونحمده حمدا كثيرا مباركا على هذه النعمة الطيبة والنافعة، نعمة العلم

والبصيرة.

يشرفني أن أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان إلى أستاذنا الفاضل المشرف على هذا العمل

"ودان بو عبد الله" على مجهوداته الكريمة التي بذلها والتوجيهات التي قدّمها

والثقة التي وضعها في شخصنا والتي كانت حافزا لإتمام هذا العمل المتواضع، وإلى كافة أساتذة

وإطارات المركز الجامعي بمستغانم.

وإلى كلّ من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

الإهداء

نحمدك ربي حمدا يليق بجلال وجهك و عظيم سلطانك الذي قدرنا على إتمام هذا العمل المتواضع

و أتمنى من الله عز و جل أن نكون قد وفقنا في ذلك و أهديه

إلى أعز من أملك في هذا الوجود إلى من رباني على مكارم الأخلاق و أحاطاني برعايتهما و حبهما و

والديّ الغاليين حفظهما الله و رعاهما و أطال في عمرهما

أمي الحبيبة

إلى من رعاني و انتعشت به أيامي في الشدة و الرخاء وكان السند الوافي لي في مواصلة درب الدراسة

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم

أبي العزيز

إلى من ترعرعت في وسطهم و تذوقت حلو الحياة و مرها بجانبهم

إلى إخوتي و أخواتي إلى كل عائلة

وشكر خاص إلى أختي الغالية سمية .

I	الشكر.
II	الإهداء.
II-IV	فهرس المحتويات
III	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال
أ-ج	المقدمة العامة.
1	الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية.
1	تمهيد
2	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للأسواق المالية.
2	المطلب الأول : نشأة و تطور الأسواق المالية.
5-2	المطلب الثاني : مفهوم السوق المالي
5-3	المطلب الثالث : تنوع السوق
5	المبحث الثاني : عناصر وأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية.
7-5	المطلب الأول : أركان و عناصر الأسواق المالية و النقدية
10-7	المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد
10	المطلب الثالث : الأدوات المالية في سوق المال
11	المبحث الثالث : كفاءة الأسواق المالية و المؤشرات المالية للاقتصاد
11	المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية
12-11	المطلب الثاني : مقياس كفاءة السوق المالي
14-13	المطلب الثالث : أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد
14	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : آليات تمويل المشاريع الاقتصادية
15	تمهيد
16	المبحث الأول : ماهية التمويل و قراره
22-16	المطلب الأول : تعريف التمويل
21	المطلب الثاني : مصادر التمويل المتاحة أمام المشروع الاقتصادي
22	المطلب الثالث : اتخاذ قرارا التمويل
22	المبحث الثاني : عموميات حول الاستثمار
24-23	المطلب الأول : ماهية الاستثمار
27-24	المطلب الثاني : أنواع الاستثمار
27	المطلب الثالث : الاستثمار في الأوراق المالية

28-27	المبحث الثالث : المشاريع الاقتصادية و القرار الاستثماري
29-27	المطلب الأول : ماهية المشاريع الاقتصادية
31-29	المطلب الثاني : مراحل تمويل المشاريع
34-32	المطلب الثالث : قرار الاستثمار
35	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع
36	تمهيد
37	المبحث الأول : تنظيم سوق رأس المال بالجزائر
42-37	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر و الهيئات المنظمة لها
45-42	المطلب الثاني : إدراج المؤسسات ببورصة الجزائر
47-45	المطلب الثالث : الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر
47	المبحث الثاني : تطور سوق المالي في الجزائر
49-47	المطلب الأول : تقسيمات بورصة الجزائر و الشركات المدرجة فيها
53-49	المطلب الثاني : تقييم سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر
53-54	المطلب الثالث : تقييم سوق سندات الدين لبورصة الجزائر
54	المبحث الثالث : معوقات بورصة الجزائر و أفاق تفعيلها
54-55	المطلب الأول : معوقات بورصة الجزائر
55-56	المطلب الثاني : أفاق تفعيل بورصة الجزائر
57	خلاصة الفصل.
58-59	خاتمة عامة
62-60	قائمة المراجع
63	الملخص.

قائمة الجداول:

رقم	المحتوى	الصفحة
(1-1)	البنوك العمومية المشاركة في المؤتمر المركزي للسندات	41-40
(2-1)	الشركات المدرجة في سوق رأس المال	48
(3-1)	الشركات المدرجة في سوق المؤسسات الغير و المتوسطة	59
(4-1)	قيمة المعاملات المتبادلة للأوراق المالية	50
(5-1)	حجم المعاملات المتداولة في بورصة الجزائر	51
(6-1)	عدد المعاملات في بورصة الجزائر	52
(7-1)	نشاط في السوق الثانوية OTA	54

قائمة الأشكال :

رقم	المحتوى	الصفحة
(1-1)	عناصر السوق المالي	6
(2-1)	خطوات عملية اتخاذ القرار	22
(3-1)	أنواع المخاطر النظامية و غير النظامية في الأوراق المالية	27
(1-2)	تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر	49

فهرس المحتويات

50	قيمة المعاملات المداولة	(2-2)
51	قيمة المعاملات للشركات المدرجة في السوق الرئيسية	(3-2)
52	تطور حجم المعاملات في البورصة	(4-2)
52	تفاصيل تداول الأوراق المالية لمختل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	(5-2)
53	عدد المعاملات للشركات المدرجة في بورصة الجزائر	(6-2)
54	تطور الخزينة العمومية لبورصة الجزائر	(7-2)

مقدمة عامة

مقدمة عامة :

تزايد في الآونة الأخيرة اهتمام العالم بأكمله بالأسواق المالية لعدة أسباب كان من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التنموية إضافة إلى عدم قدرة الأفراد على توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الاقتصادية الكبيرة التي تحتاج إلى رؤوس أموال وفيرة مما أصبح يتطلب البحث على إيجاد وسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول التنموية و بما يعود على المستثمرين الأفراد بأرباح أكبر و بما لا يعرضها لمخاطر كبيرة .

فالدول كانت تعتمد على إرادتها السيادية متمثلة بالضرائب و فائض القطاع العام و الاقتراض من اجل تمويل متطلبات التنمية الأساسية فيها. وكان المستثمرون يعتمدون على مدخراتهم ما يمكن الحصول عليه من الاقتراض في تمويل مشاريعهم الاستثمارية .

ومن أجل التوصل إلى بعض الحلول المتعلقة بتمويل عمليات التنمية الأساسية للدول و حصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة أخذت تحتل فكرة الأسواق المالية مركزا حيويا في معظم دول العالم وخاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام و الخاص في تجميع رأس المال وأخذت الأسواق المالية تلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات وإعادة وتضيفها بما يخدم عمليات تفعيل المشاريع الاقتصادية .

وبناء إلى ما سبق سنقوم بطرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاقتصادية ؟

لإحاطة بالموضوع من جميع جوانبه نقوم بطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية المتمثلة فيما يلي:

- هل تتأثر المشاريع الاقتصادية بالأسواق المالية ؟
 - ما هي المصادر المتاحة أمام المشروع الاقتصادي ؟
- فرضيات البحث :

من اجل حصر الموضوع و يهدف الإجابة على التساؤلات المطروحة تم وضع مجموعة من الفرضيات كالآتي:

- الأسواق المالية تساهم ايجابيا في تمويل المشاريع الاقتصادية؛
 - لا تحتاج المشاريع الاقتصادي لتحقيق فعاليتها إلى قراري التمويل و الاستثمار ؛
 - تعتبر بورصة الجزائرية فتية، ومنه فإن مساهمتها في تمويل المشاريع الاستثمارية ضئيلة جدًا أو مهملة؛
 - هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر فعالية في تمويل الاقتصاد.
- أسباب اختيار البحث :

يمكن حصر أهم أسباب الدافعة في اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- بحكم التخصص يفرض علينا الاهتمام بمثل هذه الدراسة ؛
- الميول الشخصية لدراسة المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية ؛
- نظرا لأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية ؛
- أهداف البحث :

إن الغرض من تناول هذه الدراسة لا يخرج من كونه محاولة تحقيق الأهداف التالية:

- معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية ؛
- معرفة ما مدى قدرة الأسواق المالية على تفعيل المشاريع الاقتصادية ؛
- الرغبة في تقديم إسهامات لتطور الأسواق المالية ؛

● أهمية الدراسة:

- إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبين الدور الذي تؤديه الأسواق المالية كونها من بين أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الوحدات الاقتصادية في نشاطها، وفضلا عن هذا فإن عملية تمويل المشاريع عن طريق السوق المالية أصبحت من الأمور المهمة التي تقتضيها الضروريات الاقتصادية.

● منهج الدراسة :

بالنظر إلى طبيعة الموضوع و لبلوغ الإجابات المنشودة لفك غموض التساؤلات المطروحة من خلال هذه الدراسة اتبعنا ما يلي :

- أ. تم الاعتماد على المنهج الوصفي : نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولنا فيها الجوانب النظرية للأسواق المالية من مفهوم و أقسام و أدوات المالية المتبعة' بالإضافة إلى كفاءة الأسواق المالية
- ب. منهج التحليلي :و ذلك عند تحليل البيانات و التطورات الخاصة بالبورصة وتبيان انعكاساتها على السوق .
- ج. المنهج التاريخي :من اجل سرد وعرض المراحل التاريخية نشأة الأسواق المالية وعرض مسار ومفهوم النمو الاقتصادي .

● صعوبات البحث :

- صعوبة الولوج إلى المكتبات
- صعوبة الحصول علي معلومات كافية حول بورصة الجزائر.

● هيكل البحث :

لبلوغ الغاية محل الدراسة اتبعنا الخطة التالية : الفصل الأول عالجنا فيه المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية حيث قسمناه إلى ثلاثة مباحث قدمنا في المبحث الأول مختلف الجوانب من حيث النشأة و

التعريف بالأسواق المالية مع ذكر الأنواع الأسواق. أما المبحث الثاني تناولنا فيه عناصر و الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية. والمبحث الثالث تطرقنا إلى كفاءة الأسواق المالية والمؤشرات المالية والأهمية الاقتصادية للأسواق المالية .

وفي الفصل الثاني تكلمنا عن آليات تمويل المشاريع الاقتصادية حيث قسمنا الفصل إلى ثلاثة مباحث ، بحيث تطرقنا إلى ماهية التمويل و مصادره المتاحة أما المشروع الاقتصادي لان يكون مدخلا للمبحث الثاني حول مفاهيم الاستثمار و أنواعه أما في المبحث الثالث تكلمنا عن ماهية المشاريع الاقتصادية مراحل تمويلها .

في حين أشرنا في الفصل الثالث بوجه خاص إلي بورصة الجزائر حيث قسمنا الفصل إلى ثلاثة مباحث: المبحث الأول تعرفنا على تنظيم سوق رأس المال بالجزائر و المبحث الثاني: تطور السوق المالي في الجزائر، أما المبحث الثالث تضمن معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها.

• دراسات سابقة :

توجد العديد من الدراسات التي تتقاطع مع موضوع بحثنا ، أهمها ما يلي .

1- حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، سنة 2014/2015 وفي هذه الدراسة تناولت الباحثة إشكالية : ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية في تمويل المشاريع الاستثمارية؟ أهم نتيجة توصلت إليها الباحثة : السوق المالي هو أحد ركائز النظام المالي وهو قناة من قنوات التمويل، يتسم بكونه طريقا مباشرا وسريعا للحصول على الموارد المالية وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى. أن الأسواق المالية العربية تعاني من ضيق في نشاطها لعدد الشركات المدرجة فيها، بما أثر سلبيًا على حجم التداول فيها، ويساهم في محدودية الأدوات المالية المتداولة في إطارها، مما جعلها أسواقًا منقوصة السيولة لا تحقق عمقها المالي .

2- فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية دراسة حالة Cap-Ti للخدمات الاستشارية، وهي عبارة عن مذكرة ماستر ،مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة ، سنة 2011-2012. حيث تناولت الباحثة ثلاثة فصول تتمثل فيما يلي: المشاريع الاستثمارية، الفصل الثاني تمويل احتياجات المشاريع الاستثمارية، أما في الفصل الثالث: تناولت دراسة حالة شركة Cap-Ti للخدمات الاستشارية- الجزائر العاصمة. ومن أهم النتائج المتوصل إليها خضع قرار التمويل إلى دراسة معمقة من طرف أصحاب المشروع وهذا ما جعل المدة الفاصلة بين بزوغ فكرة المشروع وتطبيقه علا أرض الواقع تمتد إلى أكثر من سنة.

الفصل الأول

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

تمهيد:

تعد الأسواق المالية هيكلًا تتدفق فيه الأموال، إنها بمثابة القنوات التي تتدفق منها وإليها الأموال، تصنف الأسواق تصنيفات كثيرة منها أنها تكون أسواق مالية أولية و أخرى ثانوية، وهناك ما يصنفها كونها أسواقا مالية نقدية و أخرى رأسمالية.و على الرغم من ذلك هناك ما يوحد هذه الأسواق المالية سواء من حيث بيئة تعاملها أو الأدوات المالية التي تضمها و غيرها. و من هذا المنطلق سيتم التعرف علي مختل مفاهيم الأسواق المالية كالآتي :

المبحث الأول: الإطار المفاهيم للأسواق المالية؛

المبحث الثاني:عناصر و الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية؛

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية .

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، وللتطرق إلى موضوع الأسواق المالية، يتطلب تحديد نشأة ومفهوم هذه الأسواق وتحديد وظائفها، وسنحاول في هذا المبحث أولاً الوقوف على إشكالية التعريف بالأسواق المالية، ثم عرض مكوناتها وأشكال أدائها، ووظائفها.

المطلب لأول: نشأة وتطور الأسواق المالية :

لقد أدى انتشار الشركات المساهمة و إقبال الحكومات على الاقتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالصفكوك المالية مما أسهم في ظهور بورصات الأوراق المالية والتي سميت فيما بعد سوق الأوراق المالية، كان التعامل بالصفكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في البلدان الكبرى في فرنسا وأمريكا تم استقرار التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة التي تسمى الآن الأسواق المالية .ففي فرنسا ظهرت أول سوق مالية عام (1724) بموجب أمر ملكي وفي بلجيكا كان التجار يجتمعون أمام القصر عائلة بورسيا ويتبادلون الصفقات التجارية فيما بينهم ، وأصبحت كلمة بورصا تدل على عملية تداول الأوراق المالية بين التجار إلى أن أخذت تطلق هذه الكلمة على سوق تداول الأوراق المالية . وتم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية عام 1773 بعد كان التجار يجتمعون في مقاهي معينة ، وأصبح التداول في الأوراق المالية يجري بشكل رسمي ،وتطور السوق كان يتم بصورة طوعية وعفوية من غير تدخل الدولة، وفي أمريكا تم إنشاء أكبر سوق في العالم 1792 وهو سوق نيويورك و هذا المكان هو مقر البناية الحالية (Wall street).

ولقد عرفت البلدان العربية التعامل في السوق المالية عن طريق الاستعمار الأوروبي ،ففي القاهرة بوشر العمل في سوق الأوراق المالية عام 1890 أما في الأردن فتمتد الجذور التاريخية لنشوء سوق عمان المالي إلى عام 1948 حيث اتسمت بوجود أدوات مالية محددة من حيث العدد والغرض من جهة من حيث انتشارها من بين المستثمرين من جهة أخرى لكن مع تطور الاقتصاد الأردني تطور السوق نحو الأحسن وتزايدت أهميته في النشاط الاقتصادي نتيجة توفر مجموعة من القوانين الاقتصادية التي ساعدت على توفر المناخ الاستثماري الملائم لبناء هيكل للبنى التحتية للسوق وبما يعمل على تفعيل دورها في الاقتصاد الوطني.¹

المطلب الثاني: مفهوم السوق المالي .

تطور المفهوم العام للسوق المالي نتيجة لتطور وسائل الاتصال ،انه لم يعد هناك حصرا لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق . ولا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط السوق المالي ،مع انه يعتبر من الأمور الفعالة (معرفة شكل و حجم مكان المتعاملين يمثل هذا النوع من الأسواق).
بالتالي قبل الوصول إلى تعريف حقيقي وفعال للسوق المالي لا بد من الإشارة إلى أن السوق المالي "هو السوق الذي تباع وتشتري به الأدوات المالية " التي سنستعرض بعض منها لاحقا . ومع انه يعتبر من الأسواق الحديثة

¹د.حسني علي خربوش، الأسواق المالية: المفاهيم و التطبيقات، الجامعة الهاشمية، دار زهران للنشر 1998، ص ص 12-13.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

مقارنة مع أسواق السلع الأخرى، إلا أنها أظهرت نوعاً من التنظيم، والإمكانات العالية، يعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق.¹

ومن خلال النظرة السابقة لمفهوم السوق المالي يمكن تعريفه :

السوق المالي :

هو ذلك الإطار الذي يجمع الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الانتماء السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة.² إذ نلاحظ وجود سوق مالي، في أي لحظة يمكن أن توجد وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين. سواء كان اللقاء تم بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق. وليس شرطاً أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم من بين فئة المالكين للأوراق المالية بل يمكن أن تكون أيضاً من قبل فئة تقوم بعمليات التنظيم وإدارة عمليات التبادل بين البائعين والمشتريين، ودعم وتوفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل، ويمكن أن نطلق على هذه الفئة اسم (الوسطاء - السماسرة - الوكلاء).

المطلب الثالث: تنوع الأسواق.

تتعدد التصنيفات المعايير المستخدمة في عمليات التصنيف ونذكر على سبيل المثال المعايير التالية:

أ. معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيما²

1. أسواق أولية .

2. أسواق ثانوية.

ب. معيار غرض التمويل .

1. أسواق النقد .

2. أسواق رأس مال.

ج. معيار الحقوق الالتزامات المترتبة .

1. أسواق الدين .

2. أسواق الملكية .

د. معيار أسلوب التمويل .

1. أسواق قروض .

2. أسواق أوراق مالية.

¹د.حسني علي خربوش، الأسواق المالية: المفاهيم و التطبيقات، مرجع سبق ذكره.

²د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع -عمان 2012م الطبعة الأولى 2088، ص ص 16-17.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

سيتم التركيز على معيارين هما معيار غرض التمويل وذكر كل من تعريف وخصائص أسواق النقد و أسواق رأسمال. والمعيار الثاني هو معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها ونذكر كل من تعريف ومفهوم الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية.²

1-2 تصنيف الأسواق حسب معيار غرض التمويل :

1-1-2 (السوق النقدي :

هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل مثل : أذونات الخزينة – أوراق التجارية – شهادات الإيداع .

خصائص السوق النقدي :

1. يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير و يتمتعون بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء و السماسرة .
2. أدوات الاستثمار المستخدمة في الأسواق تعتبر عالية السيولة .
3. يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع بالاستثمارات قليلة المخاطرة . لان مخاطرة المدين على السداد تكون شبه معدومة . لان أدوات الدين في هذا السوق غالبا تكون مصدرة من قبل الحكومة .

2-1-2 (سوق رأس المال :

هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل : (الأسهم – الكافلات و التعهدات- الخيارات و السندات) .

أ- خصائص سوق الأوراق المالية² :

1. سوق الوراق المالية هي سوق من الأوراق المنتظمة .
2. التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسطاء .
3. التداول في الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب العرض لتحديد السعر .
4. تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة يتم بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء من العالم .
5. تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق تطورا وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح .
6. يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة .

ب- وظائف سوق الأوراق المالية² :

1. إيجاد حلقة اتصال بين البائعين و المشترين .
2. تشجيع الادخار بفتح أبواب أمام صغار المدخرين .

²دوليد صافي، الأسواق المالية و الدولية ،مرجع سبق ذكره ،ص ص 20-23.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

3. توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة .
4. يساعد هذا السوق في رسم السياسة النقدية و المالية للدولة .
5. المساعدة في توفير المعلومات البيانات .

المبحث الثاني : عناصر والأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية .

في السوق المالي و بشقيه السوق النقدي و سوق رأس المال تتداول عدة أنواع من الأوراق يختلف في عدة معايير من حيث كونها صك ملكية أو دين ، وكذلك ورقة قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وتتدخل في ذلك فئات أو ما يسمى عناصر الداخلة في أركان الأسواق المالية بطريقة مباشرة و غير مباشرة، و هذا ما سيتم توضيحه في هذا المبحث.

المطلب الأول : أركان وعناصر الأسواق المالية و النقدية .

نلاحظ في أغلب الأوقات المؤسسات المالية أن تدفقاتها النقدية الداخلة أو التدفقات النقدية الخارجة يوجد بها اختلافات. فقد تكون الإيرادات التي هي تمثل يتدفق نقدي داخل أو اقل من التدفقات النقدية الخارجة التي هي تمثل المصاريف.

ولذلك فهي تسعى دائما للاحتفاظ غالبا ما يترتب عليه تكاليف إضافية تتحملها هذه المؤسسات المالية إما عن طريق الفائدة المدفوعة لاقتراضهم للأموال، أو الفائدة الضائعة للأموال التي يتم اقتراضها في حالة ضياع فرصة الإقراض .

ولذلك حاول هذه المؤسسات مواجهة هذه المشكلة "للتكاليف الزائدة" من خلال محاولة الاحتفاظ بأصول ذات وسيلة عالية إمكانيات بيعها شرائها دن تحمل خسائر و تكاليف إضافية. وطبعا هذا السوق هو السوق النقدي الذي يتم به تداول أدوات استثمار قصيرة الأجل .

بالتالي من خلال هذا المفهوم سنقوم بالتركيز على عملية انسياب الأموال ممن يمتلكونها إلى من هم بحاجة لها، يتم هذا الانسياب إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة موضحين ذلك من خلال الرسم².

وبالتالي سنقوم بشرح للفئات الثلاث الداخلة في أركان السوق المالي الفئات هي :

(1-4) فئة المقترضين المستثمرين .

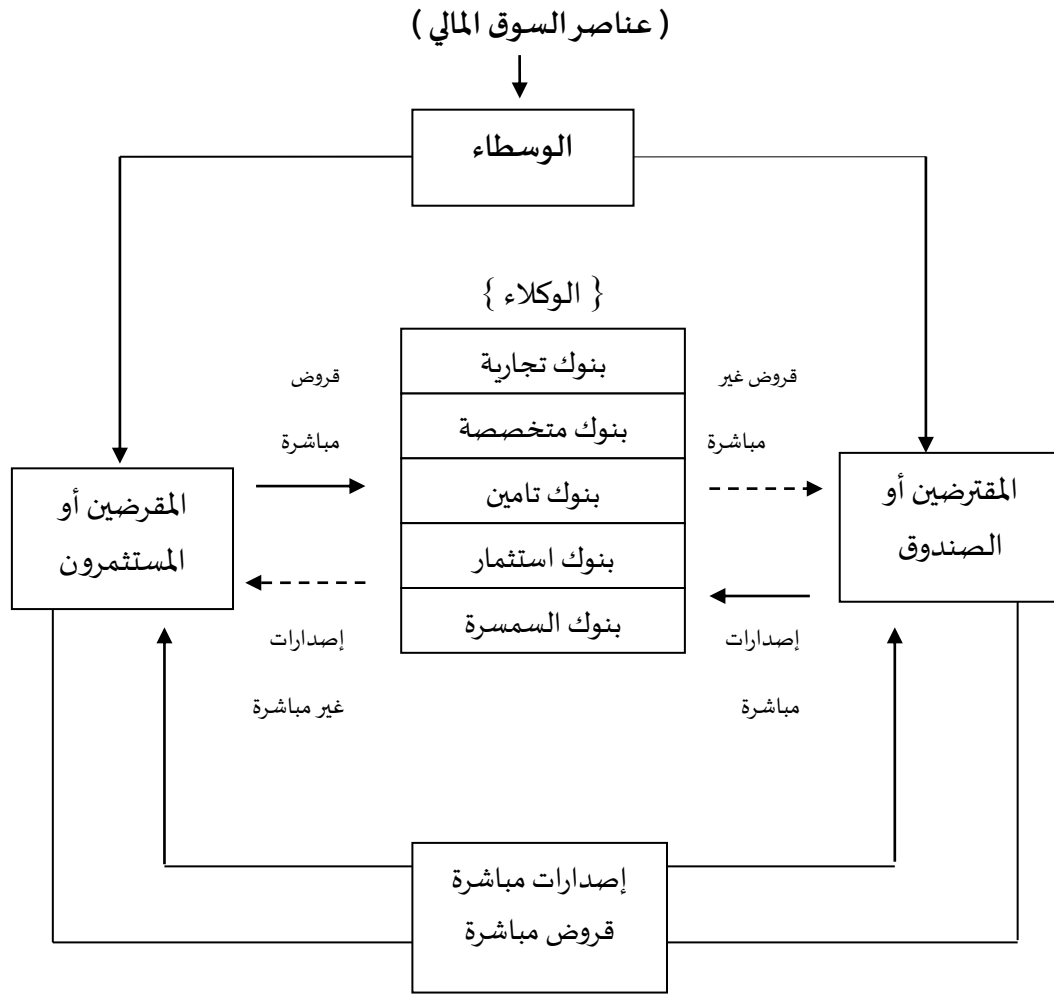
(2-4) فئة المصدرين المقترضين .

(3-4) فئة الوسطاء .

²د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

و يوضح هذه العلاقة من خلال الشكل رقم (1-1)²



المصدر: د. وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية.

(1-4) فئة المقرضين المستثمرين :

وهي تمثل مصدر الأموال في السوق المالي، وتشمل هذه الفئة على الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فتتطلب في توظيف مدخراتها في السوق المالي . وذلك من خلال عمليات الإقراض المباشرة أو في المتاجرة بالأوراق المالية .

نلاحظ أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيس للاستثمار ذلك بدون النظر إلي المؤسسات المالية و البنوك التجارية المتخصصة و شركات التأمين و الاستثمار.

وذلك لأن الفوائض النقدية المجتمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها. مهما كانت طبيعة المستثمر أو القرض فانه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها :

²د. وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره .

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

معدل العائد المتوقع - عامل الأمان - عامل السيولة - تاريخ الاستحقاق.

(2-4) فئة المقترضين أو المصدرين :

وهي تمثل فئة الأفراد التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك الأغراض التوسع .

ويمكن الحصول على الأموال في الأسواق المالية إما بطريقة الاقتراض المباشر كما هو موضح بالشكل رقم (1-1) أو عن طريق إصدار الأوراق المالية .

ويمكن أن يكون المقترض هنا فرد أو مؤسسة ، ولكن يجب أن تثبت في العقد المبرم بين المقرض و المقترض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمته الاسمية ومدته، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ سداد القرض، ويمكن أن نذكر بإيجاز عن عمليات إصدار الأوراق المالية باعتبارها المصدر الرئيسي للتمويل في الأسواق المالية ،ويمكن أن تتخذ لإصدار في هذه الحالات وهي الإصدار من قبل جهات حكومية بأخذ لشكل صورته السندات أو أذونات الخزينة .

كما يمكن أن يكرن المصدر شركة أهلية ويتخذ الإصدار في هذه الحالة إما صورة السندات أو صورة الأسهم العادية أو الممتازة.

(3-4) فئة الوسطاء :

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة و الجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى و قد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته² .
وسيتم ذكر بإيجاز دون توسع الخدمات، وتنقسم إلى:
(1-3-4) السماسرة:

وتميزها عدة أشكال من الأوامر خاصة "السمسار" وهي :

(أمر سوقي - أمر محدد - أمر توقف - أمر فوري - أمر مطلق - أمر محدد بزمن) .

(2-3-4) خدمات صانعو السوق.

(3-3-4) خدمة متعاهد تغطية الإصدارات الأولية.

المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.

² د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية ،مرجع سبق ذكره.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

يعتبر سوق النقد مصدر للتمويل قصير الأجل فهو يوفر فرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل ، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة.²

• وبجانب القروض المباشرة قصيرة الأجل تتوفر في سوق النقد مجموعة أخرى من أدوات الاستثمار أهمها ما يلي :

1. شهادات الإيداع المصرفية قليلة التداول.

2. القبولات المصرفية.

3. أدونات الخزينة .

4. الأوراق التجارية.

5. اليورو دولار (الدولار الأوروبي).

• وسنذكر أدوات دين أخرى متداولة ولكنها أدوات طويلة الأجل يتعامل بها في سوق رأس المال وسوق النقد وهي:

6.السندات.

• وسنورد الآن الأنواع و الأدوات المتعددة كأدوات دين مستخدمة في سوق النقد:

1. شهادات الإيداع المصرفية قليلة التداول.

ويقصد بها شهادات غير شخصية تصدرها المصارف التجارية يمكن لحاملها التصرف فيها، بالبيع أو التنازل ، ويمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون و المسجل على الشهادة. وغالبا تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات اكبر من مثيلهما من الشهادات الشخصية غير قابلة للتداول في السوق مع ملاحظة إن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرديا مع تاريخ الاستحقاق²

ولأن هذه الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل ،فانه لا يجوز استرداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فان الطريقة الوحيد للتصرف بها قبل تاريخ الاستحقاق بعرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يشمل على ما يسمى ببيوت السمسرة، المصارف التجارية ، وجميع المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.

2. القبولات المصرفية :

تمثل الكمبيالات المصرفية تعهدا كتابيا بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من احد المصارف و يمكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الاستحقاق ، كما يمكنه بيعه لشخص آخر وبيعه بدوره لطرف ثالث..وهكذا.

²د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية ،مرجع سبق ذكره.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي)، وإذا فشل في ذلك يحق له بالعودة إلى المصرف الذي قبل التعهد من البداية.² ويمكن أن يكون لهذه الكمبيالات سوق ثانوي يتمثل في المصارف التجارية و بيوت السمسرة.

3. أذونات الخزينة :

تمثل أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة تتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية ، فالأذن عادة ما يباع بخصم أي (بسعر أقل من قيمته الاسمية). وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على أذن الخزينة. ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر إذا ما قرر حامل الأذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق فإنه يضمن على الأقل (استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه).²

4. الأوراق التجارية:

تتمثل هذه الأوراق في كمبيالات تتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. ونعتبر هذه الأوراق التجارية فقط (الكمبيالات) التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم . وغالبا تحصل هذه المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض المصارف التجارية، وبالتالي هذه ميزه تعطي هذه الأوراق القوة.²

5. الدولار الأوروبي 'اليورودولار' :

يرمز هذا المصطلح (اليورودولار) إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الأخص المصارف الأوروبية. وتتكون من عدد من المصارف الكبيرة في لندن، وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار. بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، وتمتاز القروض التي تقدمها تلك المصارف بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق.

ولم يعد الأمر قاصرا على الدولار إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازيا لسوق الدولار الأوروبي، ويمكن أن تلجا إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض. وتعتبر المصارف التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثانوي الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض. ويوجد العديد من مستجدات أدوات المديونية الدولية الحديثة و المتجددة تطور على هذه الأدوات ويمكن أن نذكر بعض هذه الأدوات على سبيل المثال لا الحصر.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

(اتفاقيات إعادة الشراء – شهادات المديونية – كمبيالات الخزنة – قرض فائض الاحتياطي الإلزامي).
وسنورد النوع و الأدوات الوحيدة المستخدمة في سوق رأس المال كأداة من أدوات الدين (المديونية).²

6. السندات:

هي عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة و تطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمسة سنوات، وتتعهد الشركة بموجب هذا "سداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار".

وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال.²

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق المالي.

إن التركيز هنا لأدوات الملكية مرتكز على بعض الأنواع داخل سوق رأس المال، ويمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع أساسية (أدوات) كملكية في هذا السوق وهي : (التعهدات – الخيارات – الأسهم).

1. التعهدات:

هو صك تصدره الشركة المساهمة في السوق الولي مرفقة بإصدارها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الأسهم الممتازة و السندات) وهذا بهدف الترويج لهذه الأوراق هن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها . ويعطي التعهد للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للشركة المصدرة بسعر محدد وذلك خلال مهلة محددة من تاريخ الإصدار ويسقط حق المستثمر في استخدامها بعد انقضاء مهلتها المحددة.²

2. الخيارات:

تختلف الخيارات عن التعهدات ببعض النواحي مثلا إن الخيارات تصدر من متعهدي إصدار هذه الأوراق و ليس من شركات مصدرة للأوراق المالية. ومتعهدي إصدار الخيارات هم مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة مثل بنوك الاستثمار وغالبا ما تكون مدة الخيار اقصر من مدة التعهد لان الخيار غالبا لا يتجاوز العم الواحد. بعكس التعهد الذي قد يمتد إلى ثلاث أو خمس سنوات ويلاحظ أنه لا يوجد حدود عليا للخيارات التي يمكن إصدارها بعكس التعهدات التي تكون بالغالب محددة بحد أعلى للإصدار.

3. الأسهم:

تعريفه 'هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس مال الشركة'.

²د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره.

²د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

يعتبر السهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة. وتطرح الأسهم للاكتتاب العام ضمن فترة محددة يعلن عنها مع الإصدار لهذه الأسهم.
المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية والمؤشرات المالية للاقتصاد.

كفاءة سوق الأوراق المالية مصطلح يتعلق بالعلاقة بين الورقة المالية و نوعية المعلومة المتوفرة كما سيتم إظهاره أدناه.

المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية .

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لم له تأثير على أسعار الأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، دائما تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي يضمها التأثير على كلفة مصادرة للأموال للشركات، إن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية ويعني أيضا فسخ المجال لبعض القيام في استغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي ، السوق الغير لكفو هو الذي يتضمن تكلفة عالية و توظيف المدخرات.

في أوجه الاستثمارات المختلفة وتنتقل هذه التكلفة إلى مدخرين و المستثمرين متمثلة في العمولات و انخفاض معدلات الفائدة على الإقراض مع ارتفاع تكلفة الاقتراض.³

تعريف كفاءة السوق :

هي تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه و بطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين منه .
وتصبح الأسعار للأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة، ويتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلفة ستؤدي إلى قلب هذه الأسعار .

ويجب توفر شرطين أساسيين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذا الورق المالي كفؤ وهما:

أ. أن تنعكس الأسعار السائدة في السوق جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه.

ب. أن يتم عكس هذه المعلومات وتوفرها بطريقة غير متحيزة.³

المطلب الثاني: مقياس كفاءة السوق المالي .

تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية و يعود ذلك الاختلاف في الإمكانيات المتاحة و المتوفرة للاستخدام من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق.²

1. مؤشرات كفاءة السوق المالي :

(1-1) انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي :

² د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره.

³ د.محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية ، الطبعة الأولى 1993 عمان.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

نقصد بذلك الصفقات المالية، ونذكر هنا هذه الميزة والخاصية في حال توفرها إنما تعبر عن الكفاءة الداخلة للسوق المالي .

(2-2) سرعة التكيف و الاستجابة:

يقصد بها هنا سرعة التكيف، أو استجابة الأسعار السائدة فيه للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه. ونذكر هنا أن هذه الخاصية تعبر عن مستوى (مؤشرا) للكفاءة الخارجية للسوق المالي .

2. شروط خصائص كفاءة السوق المالي :

أن توفر الخاصيتين السابقتين لكفاءة السوق المالي متوقف على توفر الشروط التالية لكفاءة السوق المالي وهي:

(1-2) أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وبالتالي تحقق هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبير من البائعين و المشترين، و أن يكون لهم حرية الدخول و الخروج من السوق.

ويحقق هذا الشرط ما يعرف بخاصية (العمق و الاتساع). وهي تقلل من نشوء ما يسمى بالاحتكار، و كما يمكن أن تظهر لنا خاصية أخرى داخل هذا الشرط و هي الاستجابة و هذه الخاصية كل التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية خاضعة فقط (لعوامل العرض و الطلب) .

(2-2) أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه .

من خلال توفر السيولة يستطيع المستثمر سواء كان بالشراء أو البيع للأوراق المالية بسعر التكلفة و بالوقت و السرعة المناسبة. ويوفر هذا الشرط خاصية (استمرارية الأسعار السائدة) و هي تعمل على تقليل ما يسمى (المضاربة) لأنها تقلل من التقلبات المفاجئة للأسعار.

(3-2) أن تتوفر للسوق المالي وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة .

وغالبا تكون هذه المعلومات خاصة بالسعر أو حجم عمليات التبادل، ومعلومات عن مؤشرات العرض و الطلب سواء كان في الوقت الحاضر أو المستقبل، ونتيجة لذلك ظهرت لنا نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

(4-2) يشترط أن يكون المتعاملين في السوق المالي محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق . ويجب أن تكون هذه الهيئة محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة كافية و أن يتوفر لديهم مجموعات استشارية، وتستمد هذه الهيئة سلطتها من خلال اللوائح و القوانين التي تساعد على توفر جو من الاستقرار داخل السوق يزيد من فعالية السوق المالي.²

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد .

² د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية ،مرجع سبق ذكره.

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

لقد أصبحت أسواق الأوراق المالية في الوقت الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعائمه ، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها صحيح . وللقوف علي أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية، سوف يتم التطرق لأهميتها بالنسبة للإفراد و المؤسسات .

(1) أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد :

تنبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجد هؤلاء الأفراد أسلوباً منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم (مهما بلغ حجمها) بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالودائع والعقارات، و في الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال ، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار أمام كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.⁴ كما أن هذه السوق تمكنهم من الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة ، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفي أسرع وقت ، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابهاً لعمليات السحب ، والإيداع في البنوك التجارية . ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومدخل سليمة لاستثمار المدخرات ، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية ، أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

(2) أهمية سوق الأوراق المالية للشركات :

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات ، من كونها تلعب دورين مميزين ، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر . ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما ، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية ، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي - يفترض أنها متوافر - هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم ، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار ، وهذا يعنى انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار . أما الدور غير المباشر ، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية ، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة.⁵

كما تلخص أهمية السوق المالي في النقاط التالية:

- أ. من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- ب. تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.

⁴ مصطفى رشدي شيخه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، 1992 .

⁵ منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، الإسكندرية : توزيع منشأة المعارف ، 1997 ، ص 663 .

الفصل الأول : مفاهيم حول الأسواق المالية

ج. تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.

خلاصة :

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله، والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، حيث بات وجود أسواق للأوراق المالية داخل أي اقتصاد لا غنى عنه خاصة بالنسبة للدول النامية التي تعاني من شح في الموارد المالية وضعف في الآليات القادرة على تعبئة المدخرات وحشدها . كما تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال قيامها بالعديد من الوظائف التي من شأنها رفع معدلات المشاريع الاقتصادية، ودفع عجلة التنمية، والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة، وتوفير التمويل اللازم للاستثمار باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل في عصرنا الحالي، وهو ما سنتعرض إليه في الفصل الثاني من خلال دراسة أساسيات الاستثمار في تمويل المشاريع الاقتصادية .

الفصل الثاني

تمهيد :

التمويل من الأساسيات التي ينبغي أن تركز عليها المؤسسات كونها تمثل ضمانا لبقائها واستمرارها في مزاولة نشاطها وتحقيق الديناميكية التي تسعى إليها. فإن جناح أي مشروع اقتصادي يتطلب العوامل المؤثرة فيه. باعتبار المشاريع الاقتصادية العمود الفقري ألي تطور اقتصادي وأساس النمو الاقتصادي على المستوى الكلي والجزئي.

وعليه تم تقسيم الفصل الثاني إلى ثلاثة مباحث كالآتي :

المبحث الأول: ماهية التمويل وقراره

المبحث الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية .

المبحث الثالث : المشاريع الاقتصادية و القرار الاستثماري

المبحث الأول : ماهية التمويل وقراره

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المشاريع الاستثمارية في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها .

المطلب الأول : تعريف التمويل .

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقود الأخرين تطورا ملحوظا مما جعلنا نلاحظ تباينا بين تعاريفه عند الاقتصاديين .

فهناك من يعرف التمويل على انه " الحصول على الأموال من مصادر المختلفة فقط، وهو جزء من الإدارة المالية".

كما يعرف على انه " احد مجالات المعرفة وهو يتكون من مجموعة من الحقائق و الأسس العلمية و النظرية التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة و حسن استخدامها من جانب الأفراد و منشآت الأعمال و الحكومات".

ويمكن أن نلخص من التعريفين السابقين إلي أن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاقتصادية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة و استخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع و الخدمات .

ويعتبر الكتاب أن التمويل يهتم بالنقدية حيث أن كل عملية تجارياً تتطلب استخدام النقدية بطريقة مباشرة و غير مباشرة فالتمويل يختص بكل ما يحدث في الشركة .

ويعرف التمويل أيضا بأنه " البحت عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار و تقسم تلك الطرائق و الحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل مناسب كمية و نوعية و احتياجات و التزامات المنشأة المالية".

يعتبر التمويل "عملية تجميع المبالغ المالية ووضعتها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة و مستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهده المؤسسة ، و هذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي." فهو ادن تدبير الموارد للمؤسسة في أي وقت تكون هناك الحاجة إليه. ويمكن أن يكون التمويل قصير و متوسط أو طويل الأجل .⁶

المطلب الثاني : مصادر التمويل المتاحة أمام المشروع الاستثماري .

تعتبر مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية أحد أهم العناصر المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري، ولهذا تفرض أهميتها على القائمين على دراسة الجدوى المالية من أجل دراستها، وتحديد أفضل هذه المصادر وأكثرها ملائمة لظروف المشروع من أجل وضع هيكل تمويلي مناسب للمشروع .

تنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين أساسيان هما الدين والملكية، ويتم التمويل بالدين عن طريق الاقتراض المصرفي (قروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل)، أو بإصدار السندات، أو الاعتماد

⁶الإستاد الدكتور عمر هواري معراج ، التمويل التآجيري: المفاهيم و الأسس ، دار النشر كنوز المعرفة، جامعة غرداية الجزائر ، ص 15 .

الإيجاري، أو الانتماء التجاري، أما التمويل بالملكية أو الأموال الخاصة فيتم عن طريق احتجاز الأرباح و إعادة استثمارها أو إصدار أسهم.⁷

1- مصادر التمويل باستخدام أموال الملكية (الأموال الخاصة)

1-1 (التمويل بالأسهم العادية :

تمثل الأسهم العادية حقًا من حقوق الملكية أو حصة للمساهمين، وهي تمثل المصدر الأول للأموال في الشركات الجديدة، (لقد تناولنا موضوع الأسهم والسندات بأنواعها في الفصل الأول)، وفي الوقت ذاته تشكل المصدر الأساسي للأموال في الشركات القائمة.

وللأسهم العادية كمصدر للتمويل مزايا وعيوب عديدة، يمكن تناول أهمها في الآتي:

أ- مزايا الأسهم العادية كمصدر للتمويل

- إن الشركة غير ملزمة قانونيًا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم؛
- تمثل الأسهم مصدرا دائمًا للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها؛
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الإقتراضية المستقبلية للشركة؛
- سهولة بيع وشراء الأسهم؛
- تعتبر الأسهم العادية من وجهة نظر المشروع مصدرا تمويلًا أقل خطر من الناحية المالية بالمقارنة بالقروض والسندات والأسهم الممتاز.⁷

ب - عيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل :

- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم نتيجة لارتفاع العائد المطلوب من حملة الأسهم إلى جانب أن توزيعات الأسهم لا تعد من قبيل التكاليف الواجبة الخصم من الدخل الخاضع للضريبة، ومن ثم لا يترتب عليها أي فتوراة ضريبية على العكس من القروض والسندات التي تحقق فتوراة نتيجة لاعتبار مدفوعات الفوائد من التكاليف واجبة الخصم وصولاً لصافي الدخل الخاضع للضريبة؛
- يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى على قرارات الشركة، غير أنه يمكن التغلب على ذلك بمنح قدامى المساهمين حق الأولوية في شراء إصدارات جديدة من الأسهم العادية.⁷

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مذكرة ماستر جامعة أم البواقي، 2014-2015، ص 63-

2-1) التمويل بالأرباح المحتجزة :

الأرباح المحتجزة تمثل ذلك الجزء من الأرباح المحققة في نهاية العام والتي لم تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم، وتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها في المشروع .

أ- مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة :

- تكلفة الأرباح المحتجزة صغيرة وتمثل في التكلفة البديلة للاستثمار في مجال آخر (تكلفة الفرصة البديلة)؛
- لا يترتب على التمويل بالأرباح المحتجزة أي ضمانات.

ب - عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة :

- قد لا يحقق المشروع أرباحًا كافية وبالتالي حجم التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة يعتمد على حجم الأرباح المحققة؛
- لا يمكن استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر .

3-1) التمويل بالأسهم الممتازة :

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند تصفية المؤسسة، ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر سندًا للملكية له قيمة اسمية، وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود واستمرار المؤسسة.⁶

أ- مزايا الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل :

- الأسهم الممتازة لا تشارك في التصويت وبالتالي تبقى السيطرة في يد الإدارة السابقة دون أن تخشى تدخل الآخرين؛
- لا يحتاج المشروع إلى رهن أي من موجداته عند إصدار الأسهم الممتازة وبالتالي فإن ذلك يتيح للمشروع الحرية في إصدار السندات ورهن موجوداتها مقابل ذلك؛
- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبلغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد استحقاق معين، ولكن يستطيع المشروع استدعاء الأسهم التي أصدرتها خصوصًا عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق؛¹
- إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، وبالتالي زيادة الطاقة الإقتراضية للمشروع.

كما أن المستثمر أيضًا يحقق عددًا من المزايا من خلال الأسهم الممتازة أهمها:

¹د.حسني علي خربوش، الأسواق المالية: المفاهيم و التطبيقات، مرجع سبق ذكره.

⁶الإستاد الدكتور عمر هواري معراج ، التمويل التآجيري: المفاهيم و الأسس ، مرجع سبق ذكره.

- أنها تحقق له عائد شبه مستقر؛
- أنها تعطي له الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة بحملة الأسهم العادية .

ب - عيوب الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل :

- الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة لا تخصم من الضريبة مما يعني أن إصدار الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى أي وفر ضريبي يعكس السندات والديون؛
- تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة السندات، كون التوزيعات لا تحقق وفرات ضريبية؛
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أعلى من حملة السندات وبالتالي فإنهم سيطلبون بمعدل أعلى.⁷

2- مصادر التمويل باستخدام الاقتراض .

تتمثل مصادر التمويل باستخدام الاقتراض فيما يلي:

1-2 القروض المصرفية

تتمثل القروض المصرفية في الائتمان الذي يحصل عليه المشروع من البنوك، وقد تكون هذه القروض طويلة ومتوسطة الأجل وتشمل تلك القروض التي تفوق مدتها عن سنة، أو قد تكون قصيرة الأجل (مدتها اقل من سنة)، وكمبدأ التغطية يقتضي بأن يتم تمويل الأصول الدائمة بمصادر تمويلية طويلة الأجل تعكس دورة الاستغلال وتمويل الأصول المتداولة بمصادر تمويلية قصيرة الأجل (قروض الاستغلال) وقروض طويلة ومتوسطة الأجل (قروض الاستثمار) وهي كالاتي:⁷

أ - القروض قصيرة الأجل

وهي القروض الموجهة لتمويل نشاط الاستغلال، حيث يقصد بنشاط الاستغلال تلك العمليات التي يقوم بها المشروع خلال فترة لا تتعدى في الغالب السنة، ويمكن تصنيف القروض بالاستغلال إلى ما يلي:

- القروض العامة: توجه هذه القروض لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة وليست مخصصة لتمويل أصل معين، وتتمثل القروض العامة في تسهيلات الصندوق، السحب على المكشوف، قرض الموسم؛
- القروض الخاصة: تهدف هذه القروض لتمويل أصل معين، أي أنها مخصصة لتمويل أصل محدد ومعين عكس القروض العامة والتي لا يتحدد تخصيصها، وتتمثل القروض الخاصة بصفة أساسية في تسبيقات على البضائع، تسبيقات على الصفقات العمومية، الخصم التجاري، الاعتماد المستندي.

ب- القروض المتوسطة وطويلة الأجل

وتتمثل في القروض الموجهة للاستثمار، وتنبع الحاجة إلى هذا النوع من الأموال إما للحصول على وسائل الإنتاج كالمعدات والآلات، أو على عقارات تتطلب رؤوس أموال ضخمة، ويشمل هذا النوع من القروض كل من :

- قروض الاستثمار متوسطة الأجل

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

وهي قروض لا يتجاوز عمرها سبع سنوات، مما يعطي للمشروع الاطمئنان بتوفير التمويل وانخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الأجل، لأن مخاطر الاقتراض قصيرة الأجل عادة ما تكون عالية، ومن بين أشكال القروض متوسطة الأجل ما يسمى بالقرض المباشر، حيث يوجه هذا النوع إلى تمويل وسائل الإنتاج، وتزيد مدة هذا القرض عن سنة ونصف ولا يتعدى خمس سنوات، أما النوع الثاني فيتمثل في القرض غير المباشر والموجه لعمليات التجارة الخارجية والمضمونة من طرف الدولة.⁷

- قروض الاستثمار طويلة الأجل

وهي قروض يحصل عليها المشروع من البنوك أو المؤسسات المالية أو غيرها من المؤسسات والشركات المتخصصة، وتشمل جميع القروض التي يتجاوز فترة سدادها السبع سنوات وقد تصل هذه القروض إلى ثلاثين عامًا، وتتميز هذه القروض في أغلب الأحيان بعدم ثبات معدل الفائدة خاصة إذا كانت هذه المعدلات تتجه نحو الارتفاع، أما بالنسبة لسداد القرض فقد يتم بدفعة واحدة أو قد يتم على أقساط متساوية وذلك حسب الاتفاق بين البنك والمستثمر، والهدف من هذه القروض هو توفير رؤوس أموال بقصد تمويل الاستثمارات، وتمنح عادة هذه القروض مقابل ضمانات عينية.⁷

2-2 السندات

يمكن تمويل استثمارات المشروع جزئيًا من خلال إصدار سندات في شكل صكوك دين قابلة للتداول يعتبر حاملها دائمًا للجهة المصدرة له، ولي حاملها الحق في الحصول على عائد ثابت دون مراعاة العوائد التي يحققها المشروع وذلك إلى جانب إعادة سداد جهة الإصدار لأصل السندات.⁷

3-2 الائتمان التجاري

هو الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم الأخير بعملية الشراء ، أي أن الائتمان التجاري يمكن المشاريع من تدبير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية من الموردين على أن يتم سداد قيمة الشراء في فترة لاحقة.

4-2 التمويل التأجيري :

هو وسيلة أخرى يستطيع المشروع أن يحصل من خلالها على احتياجاته من الأصول الثابتة تتمثل في استئجارها نظير سداد إيجاري دوري، ووفقًا لهذا الأسلوب يمكن للمشروع أن يستفيد من خدمات الأصول المستأجرة زمنية محددة دون الحاجة لشراءها، وثمة أنواع عديدة للاعتماد الإيجاري أهمها: البيع وإعادة الاستئجار، الاعتماد الإيجاري التشغيلي، والاعتماد الإيجاري التمويلي.⁷

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

المطلب الثالث: اتخاذ قرار التمويل .

أولاً : مفهوم قرار التمويل .

يبحث قرار التمويل في الكيفية التي تتحصل المؤسسة أو المستثمر على الأموال الضرورية للاستثمارات وهذا القرار (قرار التمويل) مرتبط ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله وبما أن الموارد المالية محدودة، فيجب على المستثمر أو المؤسسة اختيار المشاريع الاستثمارية التي تضمن مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة والتقليص من أخطار الإفلاس.⁸

ثانياً : خطوات عملية اتخاذ القرار.

إن علماء الإدارة والتنظيم يرون أن عملية اتخاذ القرارات تتطلب ضرورة اتخاذ عدة خطوات علمية والاختصار في هذه الخطوات يؤدي إلى غموضها وإبهامها ويجعلها لا تعطي الحقيقة العلمية بأكملها وتتمثل هذه الخطوات في:⁸

أ - تحديد المشكلة : أول خطوة في عملية اتخاذ القرار هي تحديد المشكلة أو الموضوع الواجب لاتخاذ القرار بشأنه وهذا التحديد على جانب كبير من الأهمية لأنه يحدد بدوره مدى فعالية الخطوات التالية، ففي حالة عدم معرفة المشكلة الحقيقية فإن القرار الذي سيتخذ يكون غير سليم لعدم مواءمته للمشكلة .

ب - تصنيف المشكلة : يعني تصنيفها وتجميع الحقائق فمن الضروري تصنيف المشكلة لغرض معرفة من الذي يجب أن يتخذ القرار، ومن الذي يجب استشارته . وبدون هذا التصنيف يكون من الصعب جدا تحويل القرار النهائي إلى عمل فعال .

ت - تنمية الحلول البديلة : بعد الخطوتين السابقتين يصبح من الضروري تحديد عدة حلول بديلة للمشكلة حتى تتمكن من العثور على الحدود الجديدة لها .

ث - تقييم كل بديل : بعد تحديد الحلول البديلة نقوم بتقييم كل بديل وذلك بتحديد العيوب والمزايا لكل منهم، وهذه الخطوة تستلزم التنبؤ بالمستقبل لأن هذه الأخيرة لا تظهر إلا مستقبلاً.⁸

وهناك من يرى أن الخطوات تكون كالتالي:⁹

1- تحديد الهدف الأساسي .

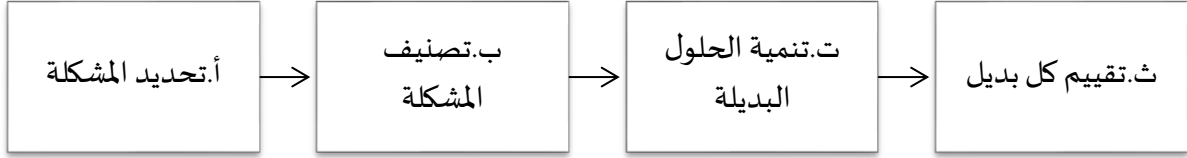
2- جميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار .

⁸فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة للاستثمارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، صص 38-40.
⁹نشنش سليمة، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر للتسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2005، صص 71.

3- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار .

4- اختيار البديل المناسب .

الشكل (1-2) يوضح خطوات عملية اتخاذ القرار.



المصدر: فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة للاستثمارية المشاريع الاستثمارية

المبحث الثاني : عموميات حول الاستثمار.

يستمد الاستثمار أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد وله صلة وثيقة من مجموعة من المفاهيم الاقتصادية بتعدد مجالاته أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله .

المطلب الأول : ماهية الاستثمار.

لقد تعددت التعريفات و المفاهيم المتعلقة بالاستثمار ، عند الكثير من الكتاب و الخبراء الاقتصاديين ، إلا أن هذه التعريفات تتضمن الكثير من التشابه .

فيقوم " الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة ، وليس مجرد تأجيلها فقط ، وذلك أملا في الحصول على إشباع أكثر في المستقبل " ¹⁰.

وعموما يمكن تعريف الاستثمار على انه الجزء المقتطع من وسائل إنتاج و مكائن و معدات رأسمالية ، من اجل خلق سلع و خدمات جديدة، وكادت المحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة و تجديدها ، بهدف تلبية حاجيات المستهلكين، وطالما أن المستثمر مستعد لقبول مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، يكون مستعدا أيضا لتحمل درجة معينة من المخاطرة ¹⁰.

المطلب الثاني : أنواع الاستثمار.

يمكن تصنيف الاستثمار إلى أنواع متعددة وذلك طبقا للهدف، الطبيعة، العائد، الوسائل، المخاطر و الأجل، الأهمية، ومن هذه الأنواع ما يلي: ⁷

⁷ حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

¹⁰ د.خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار و المحافظ المالية، جنارية للنشر و التوزيع ص ص 45-47.

(-1) من حيث الطبيعة القانونية

- استثمارات عمومية

وهي استثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة، ولتحقيق حاجيات المصلحة العامة، مثل الاستثمارات المخصصة لحماية البيئة.

- الاستثمارات الخاصة

ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها من وراء عملية الاستثمار، وهي تنجز من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة.

- الاستثمارات المختلطة

وتتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والخاص لإقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة ولها الأهمية القصوى في انتعاش الاقتصاد الوطني، حيث تلجأ الحكومات إلى رؤوس الأموال الخاصة المحلية أو الأجنبية لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع ب رأسمالها الخاص.

(-2) من حيث المدة الزمنية.

- استثمارات قصيرة الأجل

وهي الاستثمارات التي تقل مدة إنجازها عن السنتين، وتكون نتائجها في نهاية الدورة لأنها تتعلق بالدورة الاستغلالية.

- استثمارات طويلة الأجل

تؤثر هذه الاستثمارات بشكل كبير على المؤسسة بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة، وهي تتطلب رؤوس أموال ضخمة وتكون مدة إنجازها خمس سنوات.

(-3) أنواع أخرى للاستثمار.⁷

- الاستثمار في رأس المال الثابت

ويقصد به الاستثمار في تأسيس المشاريع وتشبيدها بالسلع الرأسمالية كالآلات والمكائن بهدف إنتاج السلع وتقديم الخدمات المختلفة؛

- الاستثمار في المخزون

⁷ حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

ويمثل الاستثمار في أنواع المخزون المختلفة (المواد الأولية، المواد نصف المصنعة، والمواد تامة الصنع) بقصد إنتاج السلع المختلفة من الشركات الصناعية أو الخدمية؛

-الاستثمار العقاري

وهو يمثل الاستثمار في المباني، أما الاستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم والتدريب؛

-الاستثمار في مجال البحث والتطوير

يمثل هذا النوع المباني والأراضي باختلاف أنواعها (الزراعية، الصناعية، السكنية، وغيرها)؛

-استثمار مباشر

وهو الاستثمار في جميع المشاريع الإنتاجية والخدمية الهادفة إلى إنتاج السلع والخدمات؛

-استثمار غير مباشر

وهو الاستثمار في الأوراق المالية باختلاف أنواعها لشركات الأعمال بهدف الربح عن طريق البيع؛

-الاستثمار الأجنبي

وهو الاستثمارات الخارجية التي أصبحت في الوقت الحاضر من مصادر التمويل المهمة في المشاريع الاقتصادية للدول خاصة في الدول النامية.⁷

المطلب الثالث : الاستثمار في الأوراق المالية .

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية توظيف أصل من الأصول المالية كالأسهم والسندات و القبولات المصرفية وغيرها.

1) أسس الاستثمار في الأوراق المالية .

يجب على المستثمر أن يكون على دراية بشؤون السوق ومتابعتها، هذا بجانب اعتماد الأسس الآتية:¹¹

-العائد:

يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخيله عن استهلاكه الحالي أو السيولة النقدية الفائضة، والعائد يتضمن شقين سنوي وقد يكون ثابت مثل فوائد أدوات المديونية، أو متغير مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية وعائد رأسمالي قد يكون ربح أو خسارة.

-المخاطرة:

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

¹¹ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.

هي احتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للاستثمار، أو هي اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع من قبل المستثمر ويحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من آثارها.
-التوقيت:

هي الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية طبقاً لأهداف المستثمر فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة أو قصيرة.

-2) مراحل الاستثمار في الأوراق المالية .

- عملية الاستثمار في الأوراق المالية تتلخص في خمسة مراحل، تتمثل في :
- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية؛
 - تحديد مستوى الخطر الملائم؛
 - تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدا؛
 - تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية؛
 - تقييم ما تم تحقيقه.¹²

-3) مخاطر الاستثمار.

مخاطر الاستثمار بكل بساطة هي عدم التأكد من العائد المتوقع من وراء الاستثمار بل قد تمتد تلك المخاطرة لتشمل المال المستثمر (رأس المال) بالإضافة إلى العائد المتوقع.

-1) مفهوم العائد:

هو عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر.¹³

-2) مفهوم المخاطرة :

تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد، أي درجة عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار، حيث يعتبر العائد أساس قياس المخاطرة.

كما يمكن تعريف المخاطرة على أنها احتمال حدوث خسارة التي تنجر عن انتظار قيمة الأصل في المستقبل.¹³

-3) أنواع المخاطر.

¹² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات أوراق مالية)، دار ومكتبة الحامد للنشر، عمان، 2006..

¹³ الدكتور غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الاردن، 2009، ص65.

¹⁴ دكتور محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الإسلامية، مركز الكتاب الأكاديمي، ص ص 17-19.

عادة تقسم المخاطر إلى قسمين رئيسيين هما :

(1-3) المخاطر النظامية:

وهي المخاطر العامة التي تسري على عمال الاستثمار في السوق، وتنشأ عن البيئة و تتعلق بالنشاط الاقتصادي و بالنظام المالي العام، وتؤثر على كافة المستثمرين دون استثناء ، وان التنوع الاستثماري حيال هذه المخاطر ليس حلا جذريا وإنما يخفف من حدتها ، كما لا يمكن التخلص منها ، أو لا يمكن تجنبها بالكامل مهما زادت درجة تنوع الاستثمارات ومن أمثلتها:¹⁴

- مخاطر أسعار الفائدة .
- مخاطر التضخم.
- مخاطر السوق.

(1-3) المخاطر الغير النظامية

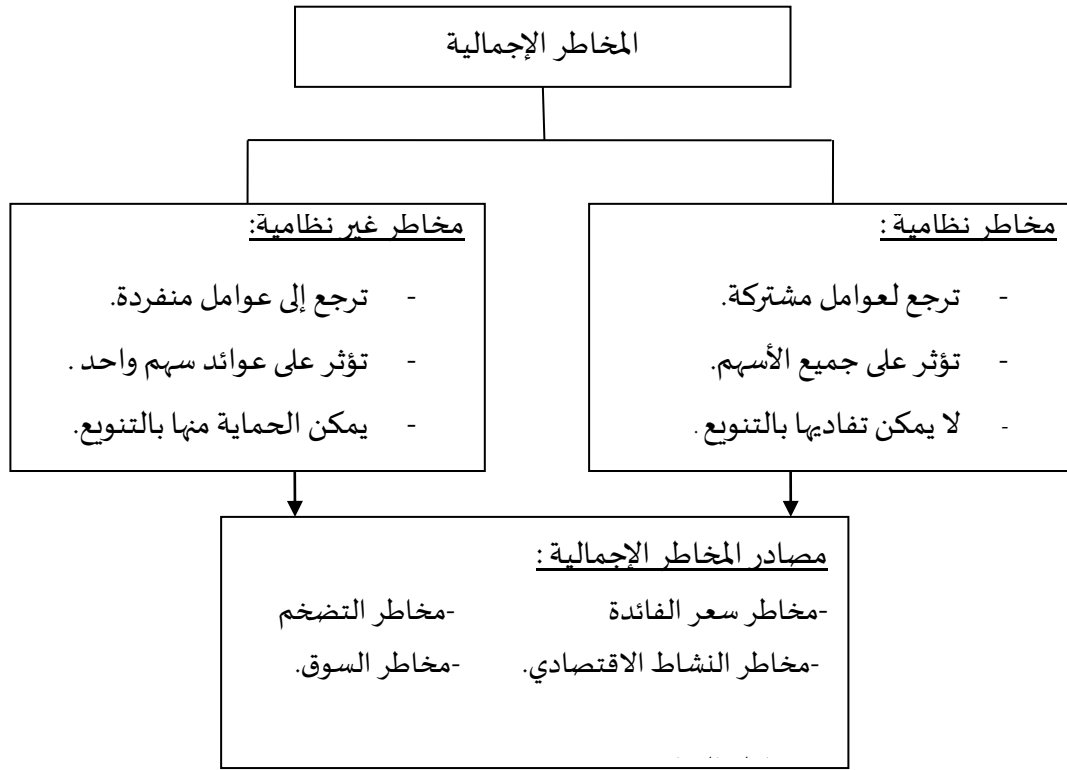
وتعبر عن المخاطر التي ينطوي أثرها على شركة معينة بحيث تكون هذه المخاطر خاصة بشركة دون أخرى، وهنا تكمن فائدة التنوع و الذي يؤدي إلى جعل مخاطرة المحفظة منخفضة ، حيث أن التنوع الجيد الذي يشمل عدد كبير من الاستثمارات يخفف شكل كبير من تركيز المخاطر وبالتالي يقلل من المخاطر غير النظامية للمحفظة. وتشمل المخاطر غير النظامية على ما يلي:¹⁴

- مخاطر الإدارة .
- مخاطر النشاط الاقتصادي .

شكل إيضاحي رقم (1-3) :

¹⁴دكتور محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

مصادر وأنواع المخاطر النظامية و الغير النظامية في الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة.

المبحث الثالث: المشاريع الاقتصادية والقرار الاستثماري.

يعتبر القرار الاستثماري من أهم المفاهيم التي تدخل ضمن الإطار العام لدراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاقتصادية .

المطلب الأول: ماهية المشاريع الاقتصادية .

المشروع هو ذلك الاقتراح الذي يؤدي إلى استثمار مبلغ معين من المال من أجل القيام بمشروع جديد أو القيام بعملية توسعية لمشروع قائم، وذلك من أجل القيام بعملية إنتاج سلع جديدة، أو القيام بزيادة خطوط إنتاج لسلع يتم إنتاجها حالياً، وذلك بهدف تحقيق أرباح أو زيادتها أو من أجل تحقيق أهداف أخرى، وذلك خلال فترة زمنية معينة .

1- تعريف المشاريع الاقتصادية :

يمكننا تعريف المشروع الاقتصادي بأنه: "مجموعة من العناصر البشرية و الوسائل المادية تشكل تنظيماً واحداً لإحداث نتيجة اقتصادية معينة".¹⁵

¹⁵ العوضي، رفعت السيد، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية: الجوانب الاقتصادية للمصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة و النشر، القاهرة، الطبعة الأولى 2009.

كما يمكن تعريفه على انه : "وحدة استثمارية ذات كيان محدد المعالم فنيا ، أي يمكن تمييزها فنيا و تجاريا و اقتصاديا".¹⁶

و أيا كانت التعاريف المعطاة للمشروع الاقتصادي فانه في المحصلة النائية قرار استثماري ذو هدف قد يكون تحقيق عائد مادي و هو الربح (كما هو الغالب في مشروع القطاع الخاص)، أو تعدي ذلك لتحقيق أهداف اجتماعية و اقتصادية .

2- خصائص المشروع الاقتصادي :

يتميز كل مشروع بمجموعة من الخصائص تميزه عن أنشطة المنظمة الروتينية ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:¹⁷

- الغرض : إن المشروع عادة له غرض محدد، ونشاط يحدث لمرة واحدة فقط لتحقيق هدف أو نتائج ملموسة ونهائية خاصة بهذا المشروع.
- دورة الحياة : المشروع له دورة حياة، ومراحل مختلفة خلال هذه الدورة وكل مرحلة من هذه المراحل لها ما يميزها وتحتاج إلى اتخاذ قرارات خاصة بها. فالمشروع يبدأ كفكرة، وبداية عمل بطيئة، ونمو، ونضج، ثم إنهاء لحياة المشروع، مثله مثل الكائنات الحية.
- التدخلات : عادة تتداخل المشروعات في المنظمة مع بعضها البعض، وتتداخل أيضًا مع الأقسام الوظيفية الأخرى في المنظمة من إنتاج وتسويق وتمويل وموارد بشرية... الخ.¹⁷
- الانفرادية : كل مشروع له مزايا وخصائص يميز بها عن أي مشروع آخر. فلكل مشروع خصوصية وأهدافه المتنوعة ووسائله المختلفة لتحقيق هذه الأهداف.
- النزاع : لمشاريع تواجه صراعات مختلفة سواء مع بعضها البعض في المنظمة الأم أو مع الأقسام الوظيفية الأخرى في المنظمة، والسبب في الصراع هو الموارد والإمكانيات المحددة في المنظمة، وكذلك صراعات بين فرق العمل في المشاريع المختلفة أو صراعات متنوعة بين الأطراف ذات العلاقة المهمة بالمشروع من عملاء، وممولين، وموردين والإدارة العليا للمنظمة.. الخ
- القيود: لكل مشروع مجموعة من القيود والمحددات تقف أمام تنفيذه وتختلف هذه القيود باختلاف المشروعات وقدرتها على التكيف والتأقلم ومن هذه القيود ما يلي:¹⁷

- الوقت اللازم لتنفيذ المشروع.

- التكلفة: قيمة التكاليف الخاصة بمشروع معين تختلف عن مشروع آخر.

¹⁶دكتور طلال كناوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، 2008، ص21 .
¹⁷يوسف دمدوم، 2017، ما هي خصائص أي مشروع ما، في بيت كوم، تاريخ النشر 2017 الموقع الالكتروني /<https://specialties.bayt.com/ar/specialties/> تاريخ الاطلاع ماي 2019.

- الجودة: يسعى كل مشروع إلى تحقيق ميزة تنافسية له تجاه المشاريع الأخرى استجابة لرغبات واحتياجات العملاء في المنظمة.
- البيئة: وهي مجموعة المتغيرات المستمرة سواء في البيئة الداخلية أو الخارجية والتي تختلف من مشروع إلى مشروع آخر.
- الثقافة التنظيمية والقيم: فلكل مشروع له قيم وثقافة تنظيمية تختلف عن قيم وثقافة أي مشروع آخر.

المطلب الثاني : مراحل تمويل المشاريع .

إن تطوير أي مشروع يبدأ أولاً بفكرته وينتهي بتنفيذ هذه الفكرة وتشغيله، وتعتبر المراحل لاحقاً حلقات متصلة للوصول إلى الهدف النهائي وهو تنفيذ المشروع، حيث تمر عملية تمويل المشروع بثلاث مراحل أساسية وهي: مرحلة ما قبل المشروع الاستثماري، مرحلة الاستثمار، مرحلة الاستغلال.⁷

1-1) مرحلة ما قبل المشروع

تعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل لدورة المشروع الاستثماري نظراً لأهمية النتائج التي تنجم عنها، حيث نتعرف خلال هذه المرحلة على مختلف مميزات المشروع (تأثير المشروع على الاقتصاد الوطني)، القيمة الإجمالية للمشروع بالعملية المحلية والعملية الصعبة...
وتمر هذه المرحلة بمجموعة من المراحل الجزئية والتي نذكرها فيما يلي:

1-1) مرحلة التحضير

تبدأ هذه المرحلة بالتعرف على أفكار المستثمر المتضمنة في مشروعه، والتي تترجم وتعكس احتياجات أو وفرة الموارد الطبيعية، كما يمكن أن تصدر هذه الأفكار من النتائج المحصل عليها في مخبر البحث، حيث تتضح أهمية استخدام الموارد البشرية والمالية والطبيعية وذلك بعدما تتحدد فكرة المشروع وتظهر جلية للفرز الأولي.⁷

أ- التعرف على أفكار المشروع

الغرض منها هو البحث وفرز فرص الاستثمار، أو البحث عن الأفكار ذات الأولوية اللازمة لتنمية المؤسسة، أما الأبعاد المطروحة لتغطية أفكار المشروع هي الموارد الطبيعية، توفير عوامل الإنتاج، وعدة عوامل أخرى.

ب - دراسة ما قبل الاستثمار

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره

بعد تحديد أفكار المشروع الاستثماري يجب اللجوء إلى دراسة أولية من أجل تحليل شرعية الفكرة ومصداقيتها وتقدير إذا كان من الأفضل التقدم في الإنجاز، حيث أن هذه الدراسة تعطي فكرة أولية على الأسعار، وحجم السوق وتكاليف الاستثمار وتكاليف الإنتاج، والتحليل المالي لأرباح الشركة، ومر دودية المشروع على الاقتصاد الوطني.

ت - دراسة الفعالية

الهدف من هذه الدراسة هو مقارنة ودراسة العوامل وتفصيل المتغيرات المنتقاة في دراسة ما قبل الفعالية، باستعمال كل المعلومات التقنية، الاقتصادية، المالية والتنظيمية الضرورية في القرار النهائي

2-1) مرحلة التقييم

تتضمن هذه المرحلة على الخصوص حصر للمعلومات والبيانات الخاصة بإقرار قابلية المشروع للإنجاز حسب الاهتمامات التالية:

- الاهتمامات المالية الخاصة بأهداف المؤسسة؛

- الاهتمامات الاقتصادية الخاصة بتقييم مزايا كلف المشروع من الأهداف الوطنية.

وتتضمن هذه المرحلة جمع المعلومات و إعداد البيانات والتحليل الخاصة بالعناصر الأساسية التي يبني عليها المشروع الاستثماري وهي⁷:

- حصر الأهداف الداعية لإنشاء المشروع؛

- حصر الأطراف المعنية بحياة المشروع من المنتجين والمستهلكين.

2) مرحلة الاستثمار

في هذه المرحلة يتم تجسيد دراسات المشروع المتعلقة بإنجازه المادي التي تسبق بداية استغلاله، وتبدأ هذه المرحلة بإنجاز قرار المشروع في الاستثمار، وفي هذه المرحلة يمكن التمييز بين ثلاثة مراحل وهي:

1-2) مرحلة التخطيط

وهي مرحلة أولية ممتدة على طول مرحلة الاستثمار وله أهمية بالغة وخاصة عند بلوغ الاستثمار مستوى متقدم من الإنجاز.

إن عملية تنفيذ المشروع، هي التي تشمل على عدد كبير من المتدخلين المتعاملين ذوي إشكاليات مختلفة تهدف إلى تحقيق نفس العمل، ونتيجة هذا التخطيط هو الإنجاز في الوقت المحدد وحسب التكلفة والتطابق الكامل مع مقاييس الأداء والجودة.

وانطلاقاً من هذا المبدأ تترتب ثلاث أسئلة أخرى هي كالآتي:⁷

- كيف تنجز؟
- من الذي ينجز؟

وتتمثل في تحديد الموارد التي توضع تحت تصرفه لإنجاز المشروع، أي تحديد الدراسات الهندسية ومجموعة المهندسين والمستشارين، مؤسسات البناء، المراقبة التقنية والبناء ومراقبة التجهيزات.

- كم تبلغ تكلفة الإنجاز؟

بحيث يجب احترام تكلفة المشروع عند إعداد أي ميزانية تقديرية للمشروع؛

2-2) مرحلة المفاوضات

التفاوض و إمضاء العقود يعرفنا بالالتزامات المتعلقة بالتحويل للمشروع واكتساب التكنولوجيا ونوعية المواد الأولية والتجهيزات؛

2-3) مرحلة الانجاز

تعتبر آخر خطوة لمرحلة الاستثمار وتتضمن كل الخطوات التي تؤدي إلى التجسيد الفعلي للمادي للمشروع، وتتطلب هذه المرحلة عملاً متناسقاً ومتزامناً بين مختلف النشاطات التي تسمح بالتنفيذ الفعلي والانطلاق في الأعمال.⁷

3) مرحلة الاستغلال

وتتضمن هذه المرحلة ثلاث مراحل هي: انطلاق الأعمال، الاستغلال، الصيانة. وفيها تتجسد المراحل السابقة، وفيها كذلك تتم عملية تنفيذ الشرط الأساسي لنجاح المشروع، وفيها تظهر المشاكل المنتظرة والمتوقعة من سوء دراسة المشروع، والتي نذكر منها ما يلي:

أ- مشاكل تحويلية

أي أن التقصير في نفقات الدراسية يمكن أن ينجر عنه عدة صعوبات في الحصول على القروض وصعوبة تقييم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع منها تسديد الأموال المطلوب اقتراضها؛

ب- مشاكل طبيعية

وتتمثل في المشاكل التالية: مشاكل تقنية، مشاكل البيع والتوزيع، ومشاكل زيادة التكاليف، ومشاكل الأسعار والمنافسة.⁷

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

وخلص ما سبق أن المراحل التي يقطعها المشروع الاقتصادي السابق الإشارة لها، تتطلب التمويل اللازم والكافي حتى تسير العملية التمويلية هذه المراحل، ولا تتخلى عن المشروع الاقتصادي في مرحلة من مراحله.⁷

المطلب الثالث: قرار الاستثمار.

القرار الاستثماري مهم بالنسبة لأي مؤسسة، باعتباره قرارات طابع استراتيجي، حيث يتعلق بنشاطها المستقبلي. في معظم الحالات، يكون قرار البدء في المشروع قرار لا رجوع فيه لأن بعض النفقات لن تكون قابلة للاسترداد في حالة توقف المشروع.

أولاً: مفهوم قرار الاستثمار:

يمكن تعريف القرار الاستثماري على أنه: هو القرار الذي يقوم على اختيار البديل الملائم من البدائل المتاحة، فهو القرار الأكثر خطورة لارتباطه المالي الكبير، واعتباره من أهم القرارات المالية التي يمكن اتخاذها، والهدف من هذا القرار هو تحقيق عائد خلال سنوات متتابعة. و يجدر الإشارة إلى أن هناك فرق بين مفهومي القرار و اتخاذ القرار، ففي الوقت الذي يعني مفهوم القرار بأنه الاختيار لبديل واحد من بين بديلين أو أكثر فإن عملية اتخاذ القرار تشير إلى العملية التي يبني علي الدراسة و التفكير الموضوعي للوصول إلى قرار معين في اختيار البدائل.¹⁴

ثانياً: خصائص وسمات القرار الاستثماري :

أن من طبيعة القرارات الاستثمارية أنها ترتبط بالأجل الطويل ، وعادة تحتاج إلى أنفاق مبالغ كبيرة قد يصعب استردادها إذا لم ينجح المشروع ، فالقرارات الاستثمارية تمثل درجة من الخطورة في حياة المشروع ، خصوصاً و إن المستقبل يسوده عنصر المخاطرة وعدم التأكد وفي هذا الجزء سيتم دراسة الخصائص والسمات التي تميز القرارات الاستثمارية ويمكن تبويب هذه الخصائص فيما يلي:¹⁸

1. خصائص ترتبط بالبعد الزمني .
2. خصائص ترتبط بحالات الطبيعة .
3. خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي .

وفيما يلي توضيحاً لهذه الخصائص :

⁷حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مرجع سبق ذكره.

¹⁴دكتور محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الإسلامية، مركز الكتاب الأكاديمي، مرجع سبق ذكره، ص27.

¹⁸الدكتور عبد العال هاشم أبو خشية، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويب المختلفة له، مجلة الإداري، العدد47، عمان، ديسمبر1991.

أ. الخصائص التي ترتبط بالبعد الزمني وتتمثل في :

ترتبط قرارات الاستثمار دائما بالأجل الطويل، أن تخطيط قرارات الاستثمار هو تخطيط طويل الأجل يمتد إلى فترة زمنية طويلة ، فقرارا الاستثمار له أهمية بالغة على مستوى المنشأة.

ب.الخصائص التي ترتبط بحالات الطبيعة وتتمثل في :

- تتضمن عادة قرارات الاستثمار عنصري المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل وبالتالي فان العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث .
- تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة ، لذا يجب أن يخضع اتخاذ القرار الاستثماري لمزيد من الدراسات العلمية المتخصصة والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل.
- تتعرض قرارات الاستثمار لعدد من المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالي المخاطرة وعدم التأكد ، وكيفية معدل العائد عمي الاستثمار ومعدل تكلفة رأس المال.

ج. الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي وتتمثل في :

- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة مما قد يؤثر علي حياة المشروع فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة ، ويتطلب هذا التنبؤ الإيرادات والتكاليف المتوقعة لفترة طويلة .
- يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حاليا بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة . أو زيادة في الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها وذلك عمي أمل الحصول عمي عائد يمتد لفترة زمنية طويلة.
- يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من أموال المنشأة في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة ، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر لتمويل كالاقتراض¹⁸ .

ثالثا : أنواع القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية :

يمكن تحديد أهم أنواع قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بالاتي:¹⁹

(1) قرار الشراء : يتمثل هذا القرار في الرغبة في حيازة أصل مالي ، ويلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما يرى بان القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة أعلا من القيمة السوقية .

¹⁸الدكتور عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويب المختلفة له، مرجع سبق ذكره.
¹⁹م.د. عبدا لناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية، العدد2013، 22، ص232.

(2) قرار عدم التداول : في هذا النوع من القرارات الاستثمارية يكون المستثمر أمام أصل مالي تكون قيمته السوقية المالية تساوي القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة.

(3) قرار البيع : يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة ، في ظل المخاطرة.

رابعا : المبادئ التي يعتمد عليها القرار الاستثماري :

يمكن تحديد أهم المبادئ التي تعتمد عليها قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بالاتي:¹⁹

1. مبدأ الاختيار : يفترض أن المستثمر يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدال من توظيفها في أول فرصة تتاح له.

2. مبدأ المقارنة : إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العوائد والمخاطرة.

3. مبدأ الملائمة : كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر ، الدخل ، والرغبات هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر .

4. مبدأ التوزيع : تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنوع من هذه الأصول ، وذلك من اجل الحد من المخاطرة وزيادة العوائد.

¹⁹ م.د. عبدا لناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية، العدد22، سنة النشر 2013 ، ص232.

خلاصة :

حاولنا من خلال هذا الفصل أن نبين مدى أهمية التمويل و الاستثمار على المشاريع ، حيث أن المشاريع الاقتصادية تعتمد في نموها واستمرارها على المال، ورؤوس الأموال قد يكون توفيرها سهلاً في بعض الأحيان وفي كثير من الأحيان يكون صعباً، وأيا كانت السهولة أو الصعوبة في توفير رؤوس الأموال فإن إدارة هذه الأموال هو أهم ما يشغل بال القائمين على إدارة المشروع، كما يجب أن تكون إدارة جيدة لأموال المشروع لتعود بالنفع على المشروع وأصحابه والاقتصاد القومي ككل. وعليه فإن الاختيار الأمثل لمصادر التمويل وأساليبه يعد ضرورة لا بد منها عند بداية أي مشروع وهذا

لضمان استمراره ونجاحه في المستقبل، كما يمكن حصر القرارات المتعلقة بالمشاريع الاقتصادية في قرارين أساسيين يتمثلان في قرار الاستثمار، قرار التمويل.

الفصل الثالث

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

تمهيد:

يعتبر وجود بورصة الأوراق المالية أمر مهم للغاية لأي دولة باعتبارها الجهاز التنفسي للاقتصاد، ووجود سوق أوراق مالية قادرة على تجميع وتخصيص الموارد اللازمة بكفاءة، من الأمور الضرورية والماسّة للدول خاصة النامية منها، لتحقيق معدلات نمو عالية قابلة للاستمرار والزيادة، ونظراً لأهمية هذه السوق بورصة الأوراق المالية، قامت غالبية الدول العربية نشاء هذا السوق والعمل على تعزيزها، ومن هذه الدول الجزائر التي عملت على إنشاء بورصة أوراق مالية، وكان من أهداف إنشائها خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاقتصادية.

ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا الفصل التعريف ببورصة الجزائر و أدائها في تعزيز المشاريع وعليه قمنا بتقسيمه كالآتي:

المبحث الأول: تنظيم سوق رأس المال بالجزائر؛

المبحث الثاني: تطور السوق المالي في الجزائر؛

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها.

المبحث الأول: تنظيم سوق رأس المال بالجزائر.

كانت هناك ضرورة تستدعي من الدولة الجزائرية تأسيس سوق لرأس المال، وهذا باعتباره مصدر مهم في العملية التمويلية، و باعتبار غياب هذا السوق كمركز اقتصادي مهم للجزائر منذ الاستقلال، وقد بدت ملاح هذا النوع من الأسواق في عام 1988، بشروع جملة من الإصلاحات التي عرفتها الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها.

أولاً : نشأة بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطارا لإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م و في نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأسا مال المؤسسات الاجتماعية والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم، التي توزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون . إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وقد بدأ التحضير الفعلي لإنشاء البورصة في الجزائر ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل كالآتي:²⁰

1. المرحلة التمهيدية: إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد سست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها 32000.00 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة. وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة؛
- مرسوم تنفيذي رقم 177_ 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة، شروط الإصدار من طرف شركات رأسمال؛
- مرسوم تنفيذي رقم 91_ 171 المتعلق للجنة البورصة.

2. المرحلة الأولى : أولى العمليات التي شهدا البورصة قبل البدء في مهامها رسمياً، هي تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93_ المؤرخ في 23/04/1993 م المكمل للقانون التجاري، حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكذا صدور عدة قوانين متعلقة ببورصة القيم المنقولة والتعريف بهذه البورصة، ومن هذه القوانين ما يلي:²¹

²⁰ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في علوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 54.
²¹ ط. عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود ز آليات تفعيلها، الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة أكلي محند أولحاج البويرة، مجلد-2437، 0916، رقم 04، سنة 2018.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

- المرسوم التشريعي رقم 93_10 المؤرخ في 23/05/1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛
- المرسومين التنفيذي رقم 94_175 و رقم 94_176 الصادرين في 31/06/1996م المكملين و المعدلين للمرسوم التشريعي رقم 93_10.

3. المرحل الثالثة: في هذه المرحلة تم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999 م، حيث تم تسعير سهم رياض سطيف وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدال، أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر، وفيما يخص السندات فلقد تم تسعير سند سونطراك في شهر أكتوبر 1999 م، وكانت سونطراك قد طرحت من قبل قرض سندي وذلك في بداية سنة 1998م بفائدة 13%. كما نجد أن الأمر 96_08 بتاريخ 10 جانفي 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM، FCPK، SICAV) قد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات. بينما الأمر رقم 04_01 بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم تسيير و خصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية فهو يرمي إلى تسريع فتح رأسمال المؤسسات الاقتصادية العمومية للخواص المحليين والأجانب، تعيين وتوضيح الأدوار، تسهيل وتبسيط الإجراءات ومعايير القرار.

إن القانون رقم 03_04 بتاريخ 17 فيفري 2003 قد أتى بما يلي:²¹

- أضيف على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية؛
- دعم السلطات القانونية للمراقبة والجزاء للجنة ال COSOB؛
- وسع نطاق وسطاء البورصة IOB ليشمل عدة مجالات مثل ضمان السير الحسن للعمليات المالية وتقديم النصيحة للمستثمرين؛
- توسيع تطبيق نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية؛
- أدخل المؤتمن المركزي (الشركة الجزائرية للحفاظ المركزي للأوراق المالية والتي تحمل تسمية تجارية) (Algérie clearing) كهيئة جديدة للبورصة.

ثانيا : الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر.

في بورصة الجزائر توجد مجموعة من الهيئات تتولى تنظيمها و هي :

(1-2) لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة - COSOB

وهي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين. وتكمن مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال الحرص على: حماية المستثمرين في القيم المنقولة، السير الحسن وشفافية سوق

²¹ ط. عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود ز أليات تفعيلها، الريادة لاقتصاديات الأعمال، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

القيم المنقولة. أنشأت بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93_10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 المعدل والمتمم و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ويتشكل من:²²

- رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات؛

- ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

ومن أجل تمكينها من تحقيق أهدافها لقد زوّد المشرّع اللجنة بسلطات التالية :

أ. السلطة التنظيمية : تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية. وتتعلق الأنظمة التي يتم سنّها على الخصوص بما يأتي:²²

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عن إصدار القيم المنقولة من اجل اللجوء العلني للادخار وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛
- لقواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

ب. سلطة المراقبة والإشراف : وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- لالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- السير الحسن للسوق.

ج. السلطة التأديبية و التحكيمية : تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية

تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل. وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين

واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:²²

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- الوسطاء في عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)؛

²² سلطة ضبط السوق المالي، الموقع الإلكتروني www.cosob.org ، تاريخ الاطلاع 23 ماي 2019.

²² سلطة ضبط السوق المالي، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

- الوسطاء في عمليات البورصة و زبائنهم ؛
- الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة.²²

2-2) شركة تسيير بورصة القيم – SGBV

تقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة ، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. وتتمثل مهامها في :

- التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة؛
- وتنظيم جلسات التداول؛
- وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة من خلال الجريدة الرسمية للتسعيرة وقنوات الإعلام الأخرى: مواقع الانترنت..²³

2-3) المؤتمر المركزي للسندات

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03/4 المؤرخ في 17/02/2003 وهو شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية "الجزائر للتسوية" تخضع للقانون الأساسي وتعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد استطلاع COSOB، يبلغ رأس مال الشركة 240 مليون دينار جزائري و يساهم فيه الشرك العمومية:²⁴

- مؤسسة التسيير الفندقي "شركة فندق الأوراسي"
 - مجمع الصناعات الصيدلانية "مجمع صيدال"
- بالإضافة إلى البنوك العمومية الآتية:

الجدول رقم (1-1) يمثل البنوك العمومية المشاركة في المؤتمر المركزي للسندات.

Banque Extérieure d'Algérie BEA	بنك الجزائر الخارجي
Banque Nationale d'Algérie BNA	البنك الوطني الجزائري
Crédit Populaire d'Algérie CPA	القرض الشعبي الجزائري
Banque Algérienne de Développement BADR	بنك الفلاحة و التنمية الريفية

²³ بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني www.sgbv.dz، تاريخ الاطلاع 23 ماي 2020.

²⁴ الجزائر للتسوية، المؤتمر المركزي للأوراق المالية في الجزائر، الموقع الإلكتروني www.algerieclearing.dz، تاريخ الاطلاع 28 جوان 2020.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

Banque de Développement Local BDL	بنك التنمية المحلية
Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance	الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط "كتاب بنك"

المصدر: الجزائر للتسوية، الموقع، لالكتروني www.algerieclearing.dz تاريخ اطلاق 28 جوان 2020.

- كما قد تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصدة) بالعمليات التالية:²³
- فتح و إدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين؛
 - مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
 - انجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...);
 - التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN): الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛
 - نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وأجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...).

4-2)الوسطاء في عملية البورصة IOB

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.²³

يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي أن بي باريبا الجزائر BNP Paribas El djazair، Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets.

يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية الآتية:²³

- توظيف القيم المنقولة والمتوجات المالية لجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛

²³بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
 - عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
 - وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...
- (5-2) ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC)

هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسير عمليات الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.²⁵

(6-2) هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)

وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير (SIVAC) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)، وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

المطلب الثاني: إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر

أولاً: مراحل إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:²³

- 1- مرحلة ما قبل الإدراج
- 2- مرحلة الإدراج
- 3- مرحلة ما بعد الإدراج

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

أ. القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار.

ب. الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

²⁵د. شقيقب عيسى، أزغار يحيا، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، العدد 07، سنة النشر 2017، ص 58.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

ج. تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

د. اختيار الوسيط في عمليات البورصة المر افق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

هـ. إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومرافقتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

و. إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومرافقتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، علي:²³

-معلومات عامة عن الجهة المصدرة.

- معلومات عن التمويل.

- معلومات اقتصادية ومالية.

- الوثائق القانونية

- طلب القبول.

- محضر الجهة المخولة التي صرّحت بالإصدار.

- مشروع المذكرة الإعلامية.

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

ز. تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.²³

ح. الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.²³

ط. حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...).

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

ك. كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

ل. تسوية العملية: يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2. مرحلة الإدراج :

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

3. مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق.

- عقد السيولة: يُسمح 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 إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه .

ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

ثانيا : شروط إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما و عادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"؛

- تفتح رأسمالها بنسبة 10٪ كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؛

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم 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 الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.²³

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

أولاً: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

يمكن للمتدخلين في بورصة الجزائر من تداول عدة أنواع من الأوراق المالية وهي:²⁶

أ- الأسهم: يحدد القانون التجاري الجزائري الأنواع التالية للأسهم :

- الأسهم العادية؛

- أسهم التمتع؛

- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح؛

- الأسهم ذات أذونات الاكتتاب في أسهم.

ب- السندات: وهي محددة ضمن الأشكال التالية حسب القانون:

- سندات عادية؛

- سندات مشاركة ؛

- سندات ذات المعدل الثابت؛

- سندات ذات معدل متغير .

²² سلطة ضبط السوق المالي، مرجع سبق ذكره

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

²⁶ فتيحة عباسية، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، رسالة ماستر، تخصص مالية و بنوك، جامعة ام البواقي، 2013، صص 80-81.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

إضافة إلى الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات بأنواعها و الأوراق المالية الأخرى مثل شهادات الاستثمار نجد أيضا أوراقا أخرى متمثلة في ما يلي :

ث - صكوك هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM :

تعتبر OPCVM مؤسسات مالية مهمتها : جمع الادخار من المستثمرين لتوظيفه في قيم منقولة وفقا لمعايير

محددة. فذلك يسمح بتشكيل محفظة من القيم المنقولة. إذ تقوم بتشكيل محفظة من السندات لكل مستثمر، و التي يتم تدبيرها على النحو الأمثل من طرف مهني هذا الميدان.

و توجد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على شكلين قانونيين مميزين :

- شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير SICAV : و هي شركات مساهمة حيث كل مستثمر يكتب باسمه يصبح مساهما و يملك الحق في التعبير عن رأيه، فيما يتعلق بتدبير الشركة، خلال انعقاد الجمعيات العامة.

- صناديق التوظيف المشتركة FCP : و هي ملكيات مشتركة للقيم المنقولة، بدون شخصية معنوية، يتم تدبيرها من قبل شركات تدبير صناديق التوظيف المشتركة، الفاعلة باسم حاملها.²²

و يمكن ملاحظة أربع أشكال لهيئات التوظيف الجماعي و ذلك حسب نسبة تكوينها من مختلف الأوراق المالية حسب الشكل التالي:²⁷

- OPCVM ذات أسهم : 60% من الحافطة تتكون من أسهم؛
- OPCVM ذات سندات دين: 60% من الحافطة تتكون من سندات دين و سندات أخرى شبيهة بها؛
- OPCVM "النقدية" : 60% من الحافطة تتكون من أدوات السوق النقدية؛
- OPCVM "المتنوعة" : لا تحدد أية نسبة من السندات المحمولة في الحافطة.

ثانيا : إجراءات إدراج الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

يحدد النظام العام للبورصة القيم المنقولة ثلاثة أنواع من إجراءات التقليدية لإدخال القيم المنقولة:²⁶

- إجراء العادي؛
- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد؛
- إجراء العرض العمومي بسعر أدنى.

(1) إجراء العادي:

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

²⁶ فتيحة عباس، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره.

²⁷ هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، سنة 2004.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

الإجراء العادي هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزعا بما فيه الكفاية على الجمهور، بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق، انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، استنادا إلى شروط السوق.

(2) إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد:

هو الإجراء المتمثل في أن يُوضع تحت تصرف الجمهور، يوم الإدخال، عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده.²⁶

(3) إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر:

هو الإجراء المتمثل في أن يُوضع تحت تصرف الجمهور، يوم الإدخال، عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها. ويتمثل الفرق الرئيسي بين هذين النوعين من العرض العمومي في كون الأول بسعر محدد سلفا بينما أن الثاني يتم بالمزايدة.²⁶

المبحث الثاني : تطور السوق المالي في الجزائر

سنتطرق في هذا المبحث إلى دراسة تطور أداء بورصة الجزائر، من خلال مجموعة من المؤشرات الاقتصادية (القيمة السوقية ، قيمة التداول ، عدد المعاملات المتداولة و حجمها..). تتم فترة الدراسة ما بين (2014-2019).

المطلب الأول: تقسيمات بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوق لسندات رأس المال و سوقا لسندات الدين:²³

1. سوق سندات رأس المال : تتكون من

● السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- مجمع صيدال : الناشط في القطاع الصيدلاني ؛
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشط في قطاع السياحة؛
- أليانس للتأمينات: الناشط في قطاع التأمينات؛

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

²⁶ فتيحة عباس، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

○ أن سي_أ_روبية: الناشط في قطاعات الصناعات الغذائية؛

○ مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني؛

○ أوم أنفست : الناشطة في قطاع السياحة

جدول رقم (2-1): يمثل الشركات المدرجة في سوق رأس المال.

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5 804 511
DZ0000010045	ROUI	أن سي أروبية	الصناعة الغذائية	100	8 491 950
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندق	250	6 000 000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10 000 000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25 521 875
DZ0000010060	AOM	أوم أنفست	سياحة	100	1 159 300

المصدر: www.sgbv.dz

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذا السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 01_12 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل و المتمم للنظام رقم 97_03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق لنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول علي رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير محكمة التنظيم للمستثمرين من اجل توظيف مستثمراتهم.²³
- شركة أوم أنفست (OAM Invest).

جدول رقم (3-1): يمثل الشركة المدرج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

رقم ISIN	الرمز	اسم الشركة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010060	AOM	أوم أنفست	سياحة	100	1 159 300

المصدر: www.sgbv.dz

2. سوق سندات الدين : تتكون هذه السندات من :

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

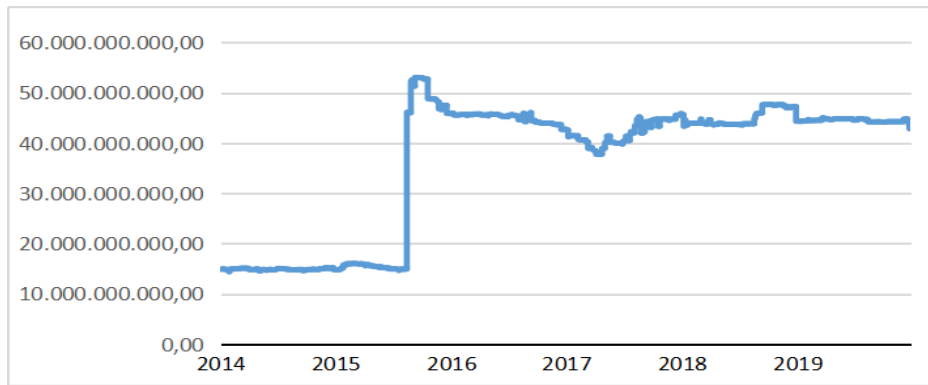
- سوق سندات الدين : التي تصدرها شركات ذات الأسهم و الهيئات الحكومية و الدولة:²³
- سوق سندات الخزينة العمومية (OAT): المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق سنة 2008 و تحصى حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرة في التسعيرة بإجمالي قريب 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول في سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 سنة ، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة و شركات التأمين التي تحوز صفة "المخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمسة حصص في الأسبوع.

المطلب الثاني : تقييم سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر

من خلال عرضنا للأسواق السابقة و الشركات المدرجة في البورصة سيتم دراسة السوق من خلال مجموعة من المؤشرات خلال الفترة (2014-2019) .

أولا: تقييم السوق الرئيسية

شكل رقم (1-2): تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر²³



المصدر: www.sgbv.dz

من خلال الشكل رقم (1-2) نلاحظ ما يلي:

تبلغ القيمة السوقية الإجمالية لبورصة الجزائر 44.777 مليار دينار جزائري سنة 2019 بالمقارنة مع 2018، وارتفعا أيضا مؤشر القيمة السوقية من سنة 2015 ليصل إلي أقصى حد 45778، تم انخفاض في سنة 2017 ليصل إلي 40587، تم عاد ارتفاع من جديد و بقي في استمرار .
ومن هذا التحليل نستنتج أن مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2014 - 2019 كان في ارتفاع متواصل ما عدا سنة 2017 وهذا الارتفاع يرجع إلي أسباب من بينها زيادة عدد الشركات المدرجة و الذي يعني زيادة الاستثمارات وحجم اتساع السوق، و استقراره .

²³ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

1. قيمة المعاملات

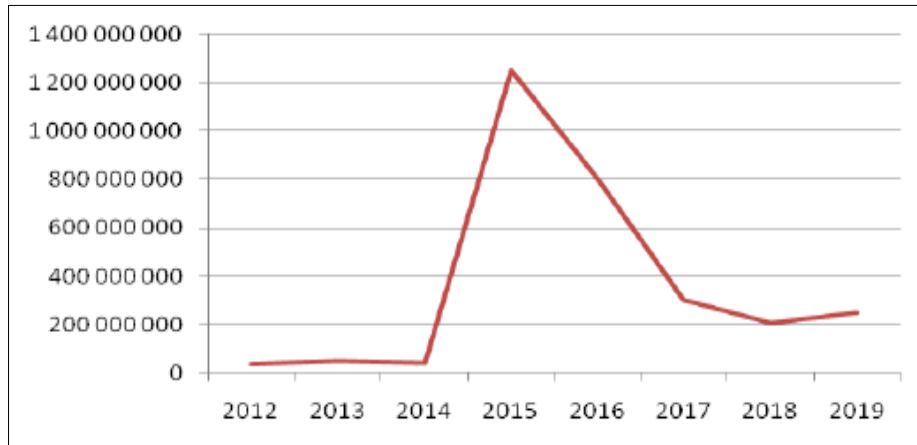
استأنف التداول في قسم الأسهم الاتجاه الصعودي (+ 21٪ في السنة) بعد ثلاث سنوات من الانخفاض في النشاط. يرجع التعافي في النشاط بشكل عام إلى توقعات المستثمرين لأداء الشركات المدرجة في نهاية السنة المالية المحاسبة لعام 2018. الجدول التالي يوضح تاريخ التبادل في الأوراق المالية :

جدول رقم(2-2): يمثل قيمة المعاملات المتبادلة للأوراق المالية²⁸

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
قيمة المعاملات	41.410.340	1.251.956.825	805.500.430	302.261.260	205.797.271	248.990.023

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

شكل رقم (2-2) يمثلًا قيمة المعاملات المتداولة²⁸



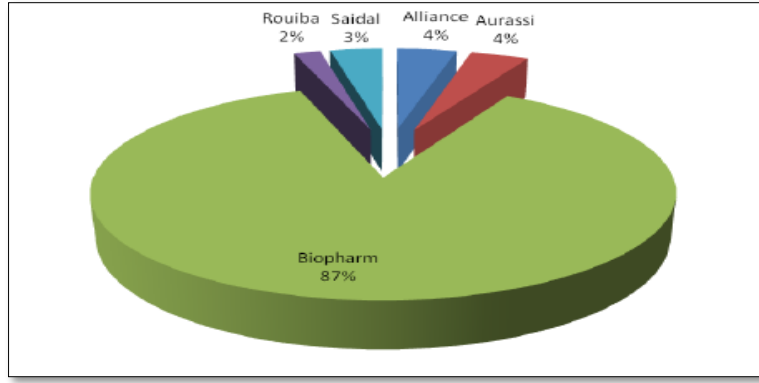
المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

من خلال الشكل رقم (2-2) نلاحظ أن التداول في المعاملات شهد انخفاضاً لثلاثة سنوات على التوالي من الفترة 2012 إلى 2014 ، بعد ذلك ارتفعت لتبلغ الذروة المسجلة في عام بقيمة 12 مليون دينار جزائري سنة 2015. ثم كان هناك انخفاض حاد سنة 2017 مقارنة بالسنوات 2018 و 2019 .

شكل رقم (3-2) يمثل قيمة المعاملات للشركات المدرجة في السوق الرئيسية²⁸

²⁸ التقرير السنوي 2019، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الجزائر.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

من خلال ملاحظتنا للشكلين رقم (2-2) و (3-2) يتبين أن البورصة تركز بشكل أساسي على حصة بيوفارم التي تمثل وحدها 87% من قيمة المعاملات في السوق ، مدفوعة بتنفيذ عقد السيولة ، يليها مجمع ألي انس و الأوراسي مع 4% تم تلها شركة صيدال 3% و 2% للروبية .

3. حجم المعاملات

يؤكد الجدول أدناه حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق حيث استتأنف النشاط في السوق بعد ثلاث سنوات من التباطؤ بين سنتين 2017 و 2018، من 468.145 إلى 225.505 سهم متداول ، (سجلت التجارة في الحجم زيادة + 10.77% في عام واحد).

جدول رقم (1-5): يمثل حجم المعاملات المتداولة في بورصة الجزائر²⁸

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
حجم المعاملات	90.111	2.213.143	788.860	468.145	225.405	249 696

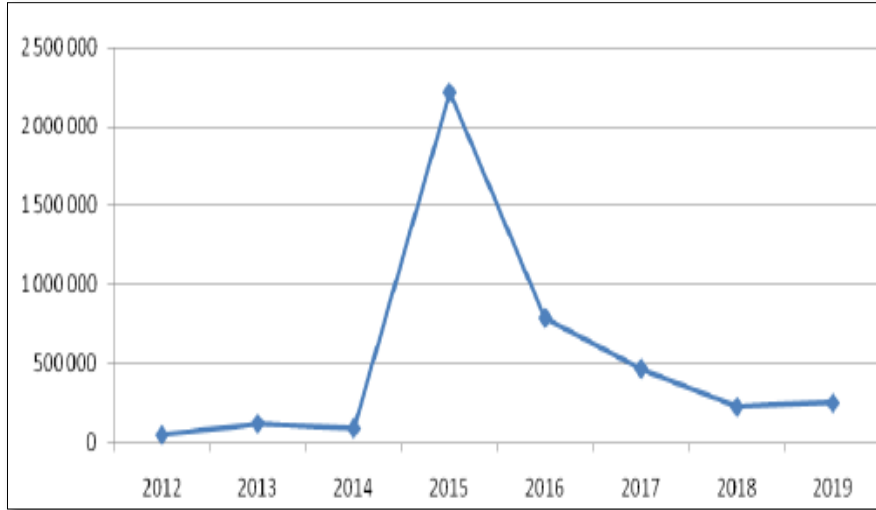
المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

يوضح الرسم البياني أدناه تطور أحجام المعاملات. بحيث 2015 لا يزال العام أفضل عام للسوق ، حيث تجاوز حجم التداول 2.2 مليون سهم.

شكل رقم (2-4): يمثل تطورات حجم المعاملات في البورصة²⁸

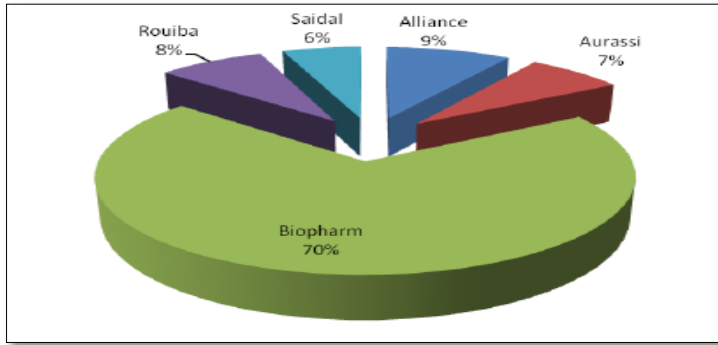
²⁸التقرير السنوي 2019، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

28: تفاصيل حجم تداول الأوراق المالية لمختلف الشركات المدرجة، موضحة في الشكل رقم (2-5):



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

بقي أداء شركة بيوفارم تمتلك الحصة الأكثر بنسبة 70٪ من حجم التداول. ثم يأتي أليانس في المركز الثاني بنسبة 9٪ يليه رويبة و الأوراسي ثم مجمع صيدال بنسبة 6٪.

4. عدد المعاملات

إن عدد المعاملات الموضحة في الجدول أدناه يؤكد استقرار في السنوات السابقة لنشاط السوق، حيث علي مر السنوات كان هناك زيادة في عدد المعاملات .

جدول رقم (1-6) يمثل عدد المعاملات في بورصة الجزائر.²⁸

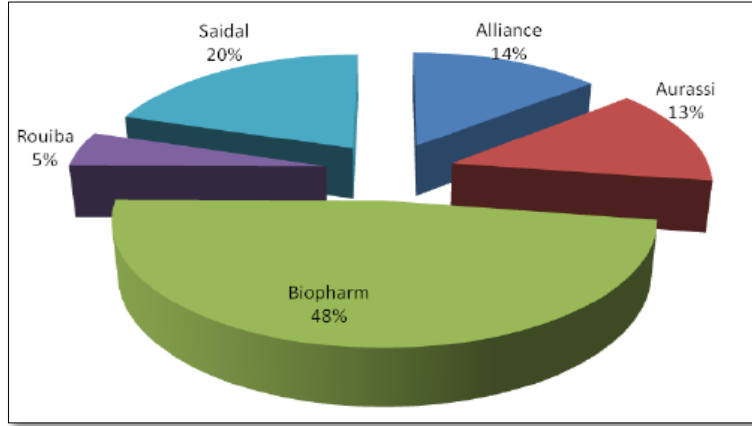
السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
عدد المعاملات	251	256	339	438	440	434

²⁸ التقرير السنوي 2019، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019.

شكل رقم (2-6) يمثل عدد المعاملات للشركات المدرجة في البورصة.²⁸



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019.

يحتل سهم بيوفارم المرتبة الأولى من حيث عدد المعاملات بنسبة (48٪) من المعاملات المنفذة في السوق ، يليها صيدال بنسبة (20٪) وأليانس بـ (14٪) المعاملات، ثم الأوراسي بنسبة (13٪) و رويبة بـ (5٪).

من خلال تحليل الجداول و الإشكال رقم (1) (2) (3) (4) (5) و(6) السابقة نستنتج أن الحجم المتداول و القيمة المتداولة و عدد المعاملات في بورصة الجزائر عرفت تدبدا كثيرة من ارتفاع و انخفاض، مع الإشارة إلي الانخفاض الحاد الذي كان سنة 2017 في القيمة المتداولة و التي قدرت بـ 30 مليون دينار وهذا يرجع إلي عدة أسباب من بينها قلة الاستثمارات و عدد المستثمرين .

ثانيا : تقييم سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يوجد سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر شركة واحدة فقط مدرجة منذ 12 ديسمبر 2018 ، في هذه الحالة ، اعترفت شركة AOM Invest بالتسجيل المباشر التالي طرح 10٪ من رأسمالها مع المستثمرين المؤسسيين. سجلت حصة AOM Invest ، خلال عام 2019 ، ثلاث (03) معاملات فقط تشمل 280 أسهم بمبلغ 117.200 دينار جزائري.²⁸

المطلب الثالث : تقييم سوق سندات الدين لبورصة الجزائر

أولا : تقييم سوق سندات الدين

²⁸التقرير السنوي 2019، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

لم يشهد سوق سندات بورصة الجزائر أي اكتتابات جديدة في عام 2019. استمر هذا الوضع لعدة سنوات حتى الآن. حيث إن إصدار السندات الأخير مدرجة في البورصة ، يعود تاريخها إلى عام 2009 ويعود تاريخ استحقاق آخر إصدار سندات مدرج حتى عام 2016.

ثانيا: سوق سندات الخزينة العمومية (OAT) :

1. معاملات سوق خزينة العمومية

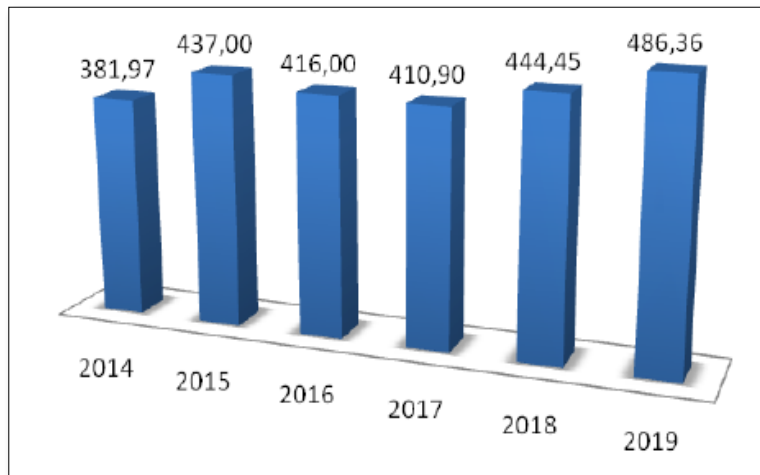
الجدول رقم (7-1) : يتم تلخيص النشاط في السوق الثانوية OAT في الجدول أدناه.²⁸

السنوات	حجم المعاملات	قيمة التداولات	عدد المعاملات
2014	8.215	8.246.328.000	17
2015	16.822	16.978.870.360	28
2016	11.835	11.604.764.510	26
2017	25.263	23.746.484.050	46
2018	40.972	33.491.954.480	56
2019	44.658	41.055.554.357	51

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك تزايد في عدد المعاملات باستمرار ولكنه لا يزال محدودًا للغاية. وارتفاع حجم المعاملات وقيمة التداول بنسب متزايدة .

شكل رقم (7-2) : يمثل تطورات الخزينة العمومية لبورصة الجزائر²⁸



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

²⁸ التقرير السنوي 2019، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

في نهاية عام 2019 ، تم تداول تسعة وعشرين (29) خط OAT المدرجة في البورصة. وبلغ إجمالي قيمتها 486.362 مليار دينار بزيادة 41.912 مليار دينار مقارنة بعام 2018 ، أي + 9.43٪ في عام واحد و + 18.36٪ ، مقارنة بالمبلغ المستحق المسجل في 2017 هو 410.90 مليار دينار، وفي 2016 بلغ 416.00 مليار دينار.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها

تواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شأنها أن تحول دون سيرها العادي و تعرقل تطورها، بالإضافة إلى وجود آليات تتمثل في تطويرها .

المطلب الأول : معوقات بورصة الجزائر

هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر فعالية في تمويل الاقتصاد و تتمثل فيما يلي :²⁹

(1) العوائق الاقتصادية : وتتمثل هذه العوائق فيما يلي :

- الوضعية الصعبة لمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالا لت في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، و هذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم بهذه المؤسسات حيث تعتبر المرودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات و توجيهها نحو الأصول المالية.
- لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة قليلا ما كانت تشمل إعفاءات و هذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة.
- ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين و بالتالي قمة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي و عدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.
- عدم وجود سوق كفاءة و سيطرة السوق الموازية.

(2) العوائق القانونية: و تتمثل العوائق التشريعية عموما فيما يلي:²⁹

عدم تجزئة البورصة، و الشروط القاسية في قبول المؤسسات مع عدم فتح المجال لمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و هي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومياته كل من لجنة التنظيم و مراقبة عملية البورصة، و شركة إدارة بورصة القيم و كذا الوسطاء في عملية البورصة.

(3) العوائق التنظيمية :²⁹

²⁹ عبدة نورة، تطور بورصة الجزائر خلال فترة 2005-2016-المعوقات و الأفاق، مذكرة ماستر تخصص مالية وبنوك، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، ص 54-55.

³⁰ د.حيدوشي عاشور، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة، عدد خاص 02، الجزائر، سنة 2018، ص 140.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

إن الممارسات الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكويننا ماليا و اقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة و تفسيرها و تحليلها واتخاذ القرارات المناسبة و هذه الكفاءة يجب أن تتوفر في جميع العاملين و حتى لدى باقي المتدخلين، و حتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك و المؤسسات المالية و إطارات شركة المساهمة في إدارتها فذا غير كافي.

و يعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سير البورصة فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين يتقنون التحكم في بيع و شراء الأسهم و السندات ويكون لهم من الناحية القانونية الأولوية في ممارسة هذه العملية برغم من كل الجهود المبذولة في هذا المجال.

(4) العوائق الاجتماعية والثقافية:²⁹

يميل الفرد الجزائري نحو حياة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة و درجة الأمان و العائد المضمون و ذلك بفعل تأثير عوامل دينية اجتماعية و ثقافية... كالأمية أو عدم الثقة في هذه الأداة و الخوف من مراقبة مصالح الجباية و غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الثاني : أفاق تفعيل بورصة الجزائر

أولا: ضرورة تفعيل سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كمدخل لتنشيط بورصة الجزائر:³⁰

1. تعتبر السوق كتمويل تكميلي للتمويل المصرفي لهذه المؤسسات؛
2. إتاحة فرصة استثمارية و منفذ لشركات رأس المال الاستثماري؛
3. تغيير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و اعتماد الموارد اللازمة لتنميتها؛
4. عامل يعزز روح الانتماء و مشاعر الفخر لدى عمال المؤسسة و ضمان ولاء الموظف لها من خلال صيغ تتيح له المشاركة في رأس المال؛
5. تحسين سمعة و استدامة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على الصعيدين المالي و التجاري و خاصة إن هذا الأمر من عوامل التي تصفي المصدقية في السوق الوطنية و الدولية.

ثانيا : مقترحات تفعيل بورصة الجزائر و تنشيطها³⁰

1. دعوة القطاع الخاص لتجري البورصة و توفير التسهيلات اللازمة و ذلك لاستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها بما يمكن أن تحققه البورصة من اجل نشر ثقافة الاستثمار في البورصة ؛
2. مكافحة الاقتصاد الغير الرسمي (السوق الموازية) الذي يعتبر قبلة المستثمرين و الذي يمتص مداخيلهم للاستثمار في القيم المنقولة؛

³⁰ د. حيدوشي عاشور، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقترح سبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث : مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع

3. إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها (ند نجد فقط الأسهم و سندات الخزينة العمومية وغياب سندات الدين التي يمن أن تصدرها الشركات إلي تعاني من عجز و تحتاج إلي تمويل)، وذلك لمسايرة التطور و مجال الخدمات المالية؛
4. توفير مناخ استثماري مناسب لاستقطاب رؤوس الأموال للبورصة من خلال تحقيق الاستقرار السياسي و توفير التحفيزات الجبائية و كذا التحكم في معدلات التضخم ؛
5. توفر الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة و التي يمكن أن تتلقى القبول لدى الجمهور.

خاتمة الفصل

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى معرفة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها ، فهي بمثابة أداة تفاعل و مكان التقاء لقوي الاستثمار المختلفة و إعطاء قوة دفع اكبر و أوسع للمشروع الاقتصادي ، وكل هذا بفضل تنظيم البورصة و وضع الشروط اللازمة لإدراج المؤسسات فيها وكذا مراحل الدخول فيها ، كذلك أنها تتضمن سوق سندات رأس المال و سوق سندات الدين ، و انه من بين الشركات التي تدرج ضمنها هي: شركة صيدال، فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات، شركة روية، شركة بيوفارم و أوم أنفست.

وفي الأخير و بعد تحليل بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين (2014-2019) باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر القيمة السوقية ، حجم المعاملات المتداولة ، عدد المعاملات ومؤشر القيمة في كلا سوق رأس المال و سوق سندات الدين تم التوصل إلى أن نشاط البورصة متعلق بالمستثمرين فيها ومدى مساهمة الشركات المدرجة في الاستثمار .

كما استخلصنا أن بورصة الجزائر يرافقها العديد من المشاكل و العقبات التي تجعلها ضعيفة الأداء، لذا قمنا باقتراح جملة من المقترحات لتطوير و تنشيط بورصة الجزائر.

خاتمة عامة

تعد أسواق الأوراق المالية مرآة حقيقية تعكس حالة المشاريع الاقتصادية في أي بلد ما، كونها أداة هامة لتجميع و توجيه الموارد المالية المتاحة أمام المستثمرين من جهة و بين الجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى ، كما تمنح فرص لصغار المستثمرين لتوظيف مدخراتهم، وتسهل للمؤسسات والشركات إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال أدوات مالية عديدة في السوقين : سوق النقد و سوق رأس المال ، تتمثل الأدوات في الأسهم و السندات و التعمدات و غيرها...بحيث تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة و الفعالية ، تكون السوق كفو عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع و ذات جودة بأقل التكاليف .وذلك متوقف على شروط عديدة.

تسعى أسواق الأوراق المالية إلى تمويل المشاريع الاقتصادية حيث إن المشاريع الاقتصادية تعتمد لتمويلها و استمراريتها على المال و رؤوس الأموال، و مر عملية تمويل المشروع بثلاثة مراحل أساسية : مرحلة ما قبل المشروع الاستثماري ، مرحلة الاستثمارات و مرحلة الاستغلال. و نجاح المشاريع الاقتصادية مرهون علي سداة قرار الاستثمار و قرار التمويل .

تعد بورصة الجزائر مصدر مهم في عملية التمويل، و من خلال دراستها تم التعرف علي الهيئات المكونة للبورصة و بعد تحليل سوق السندات الدين و سوق سندات رأس المال باستخدام بعض المؤشرات خلال الفترة ما بين 2014-2019 تم التوصل إلى :

➤ اختبار الفرضيات

من خلال ما تم عرضه سيتم التطرق إلى اختبار الفرضيات الموضوعة التي ذكرناها سابقا :

- تم إثبات صحة الفرضية الأولى التي تنص علي أن الأسواق المالية تساهم ايجابيا في تمويل المشاريع الاقتصادية.
- ثبت عدم صحة الفرضية الثانية التي تنص عليان أن المشاريع الاقتصادية لا تحتاج لتحقيق فعاليتها إلى قراري التمويل و الاستثمار، في حين أن اتحاد القرارين يعتبر أساس نجاح المشروع الاقتصادي.
- تم إثبات صحة الفرضية الثالثة التي تنص علي أن أداء بورصة الجزائر لا زال ضعيفا نظرا لانخفاض معظم المؤشرات بها و هو ما تم ملاحظته خلال فترة الدراسة وبالتالي فإن مساهمتها في تمويل المشاريع الاستثمارية ضئيلة جدًا أو مهملة.
- ثم إثبات صحة الفرضية الرابعة التي نص علي أن هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر فعالية في تمويل الاقتصاد.

➤ نتائج الدراسة :

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج التالي:

- أن السوق المالي أحد أهم مصادر تمويل المشاريع الاقتصادية ، ئد إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الاستثمارات و المشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل.
- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي تتيح فرص استثمارية متنوعة ،تنوع تنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات.
- اتخاذ قرار التمويل يتطلب دراسة معمقة من قيل أصحاب المشاريع هدا ما يكون عائق و مؤخر ي في البدء في تنفيذ المشروع
- إن 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.
- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر .
- عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر قليل وحجم التداول فيها متدبب .
- بورصة الجزائر لا تلعب دورها كما يجب ،كفاعل أساسي في تمويل المشاريع نظرا للسياسة المتبعة إلى حد الآن و القواعد التشريعية و الأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل و تسهل المعاملات فيها .
- يواجه تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر العديد من العوائق و الصعوبات وخاصة في الجاني الثقافي و الديني.

➤ التوصيات

من خلال النتائج المتوصل إليها و من خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات :

- ضرورة انفتاح المستثمر الجزائري و اعتماده علي الأدوات الحديثة في تطوير مشروعه.
- إعادة النظر في طريقة تسيير البورصة، وتركيبها البشرية والإطار القانوني الذي يحكمها، لكي يكون لها دور في التمويل.
- تنوع الأدوات المالية ي بورصة الجزائر مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق المالية التي يرغب فيها و هدا يؤدي إلى زيادة عدد المستثمرين في البورصة.
- ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و ذلك لزيادة نشاطها .
- التركيز على التعامل بالأسهم بدل التعامل الكبير بالسندات.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب:

1. ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.
2. الأستاذ الدكتور عمر هواري معراج ، التمويل التآجيري: المفاهيم و الأسس ، دار النشر كنوز المعرفة، جامعة غرداية الجزائر ، ص 15 .
3. د.حسني علي خربوش، الأسواق المالية: المفاهيم و التطبيقات، الجامعة الهاشمية، دار زهران للنشر 1998، ص ص 12-13.
4. د.خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار و المحافظ المالية، جنارية للنشر و التوزيع، الأردن، ص ص 45-47.
5. د.محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية ، الطبعة الأولى 1993، عمان.
6. د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع -عمان 2012م الطبعة الأولى 2088، ص ص 16-17.
7. دكتور طلال كناوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، 2008، ص 21 .
8. الدكتور غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الاردن 2009، ص 65.
9. دكتور محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الإسلامية، مركز الكتاب الأكاديمي، ص ص 17-19.
10. العوضي، رفعت السيد، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية :الجوانب الاقتصادية للمصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة و النشر، القاهرة، الطبعة الاولي 2009.
11. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات أوراق مالية)، دار ومكتبة الحامد للنشر، عمان، 2006.
12. مصطفى رشدي شيخه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، 1992 .
13. منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، الإسكندرية : توزيع منشأة المعارف ، 1997 ، ص 663.

الرسائل الجامعية:

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في علوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 54.

قائمة المراجع

2. حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، 2014-2015، ص ص 63-69 .
3. عبيدة نورة، تطور بورصة الجزائر خلال فترة 2005-2016-المعوقات و الأفاق، مذكرة ماستر تخصص مالية وبنوك، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، ص ص 54-55.
4. فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة للاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص ص 38-40.
5. فتيحة عباسية، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، رسالة ماستر، تخصص مالية و بنوك، جامعة ام البواقي، 2013، ص ص 80-81.
6. نشنش سليمة، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر للتسيير، المدرة العليا للتجارة، 2005، ص ص 71.

الأوراق البحثية:

المجلات

1. د.حيدوشي عاشور، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييميه لبورصة الجزائر واقترح سبل تفعيلها، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة، عدد خاص 02، الجزائر، سنة 2018، ص 140.
2. د.شقيب عيسى، أزغار يحيى، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، العدد 07، 2016، ص 58.
3. الدكتور عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويب المختلفة له، مجلة الإداري، العدد 47، عمان، ديسمبر 1991.
4. ط.عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود ز آليات تفعيلها، الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة أكلي محند أولحاج البويرة، مجلد 0916-2437، رقم 04، سنة 2018.
5. م.د. عبدا لناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية، العدد 2013، 22، ص 232.
6. هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، سنة 2004

التقارير:

1. التقرير السنوي 2019، لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، 2019.

قائمة المراجع

المواقع الالكترونية:

1. بورصة الجزائر، الموقع الالكتروني www.sgbv.dz، تاريخ الاطلاع 23 ماي 2020.
2. الجزائر للتسوية، المؤتمر المركزي للأوراق المالية في الجزائر، الموقع الالكتروني www.algerieclearing.dz، تاريخ الاطلاع 28 جوان 2020
3. سلطة ضبط السوق المالي، الموقع الالكتروني www.cosob.org، تاريخ الاطلاع 23 ماي.
4. يوسف دمدوم، 2017، ما هي خصائص أي مشروع ما، في بيت كوم، تاريخ النشر 2017 الموقع الالكتروني <https://specialties.bayt.com/ar/specialties/>، تاريخ الاطلاع ماي 2019.

مراجع باللغة الأجنبية:

1. RAPPORT ANNUEL 2019, Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse 2019

تمثل الأسواق الأوراق المالية أداة أساسية من أدوات التمويل في الاقتصاد، إذ تلعب دورا مهما في الوساطة المالية من خلال تعبئة المدخرات للأفراد، و من هذا المنظور ركزت الدراسة علي محاولة تقييم بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين (2014- 2019) و اقترح سبل تفعيلها لكي تصبح أداة أو بديل لتمويل المشاريع الاقتصادية ، نظرا للعجز الذي تعيشه الجزائر من ناحية التمويل و مختلف المؤسسات الاقتصادية إذ تعاني بورصة الجزائر من قلة الشركات المدرجة فيها و وعدم تنوع الأوراق المالية المتداولة فيها التي تقتصر علي الأسهم فقط ، وكذا محدودية حجم المعاملات في السوق الرئيسية ، بينما تعاني الأسواق الأخرى من الركود و عدم النشاط، و تعد سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كمدخل لتنشيط البورصة و جعلها تلعب الدور التقليدي للأسواق المالية ألا و هو التمويل.

الكلمات المفتاحية : سوق الأوراق المالية ، بورصة الجزائر ، المشاريع الاقتصادية ، التمويل.

Resume :

banknote markets is considered as one of the basic tools of financing in the economy, as they play an important role in financial liaison by mobilizing savings for individuals, and from this perspective this study focuses on trying to evaluate the Algerian stock exchange during the period between (2014-2019) and proposing ways to activate it to become a tool or an alternative to financing economic projects, due to the deficit experienced by Algeria in terms of financing and various economic establishments, as the Algerian Stock Exchange suffers from a lack of companies listed in it and the lack of diversification of the banknote traded in it that are limited to shares only, as well as the limited volume of transactions in the primary market. While other markets suffer from inactivity, the market for small and medium enterprises is considered an entry point to activate the banknote market and make it play the traditional role of financial markets, which is financing

Key Words: banknote markets , Algerian Stock Exchange, economic projects, financing.

