



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي ميلة

الرقم التسلسلي:

معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

ميدان: علوم إقتصادية و تجارية و علوم التسيير

التخصص : مالية

الشعبة: علوم التسيير

مذكرة بعنوان :

سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل المؤسسات الإقتصادية

دراسة حالة أسواق الأوراق المالية المغربية : الجزائر، تونس، المغرب

مذكرة مكملة لنيل شهادة الليسانس ل.م.د في علوم التسيير

تخصص مالية

إشراف الأستاذ :

هبول محمد

إعداد الطلبة :

- صيفي بسمة

- بن عريفة ريان

السنة الجامعية : 2011 - 2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ ربنا لا تؤاخذنا إن نسينا أو أخطأنا ربنا و لا تحمل علينا
إصرا كما حملته على الذين من قبلنا ربنا و لا تحملنا ما لا
طاقة لنا به و أعف عنا و اغفر لنا و ارحمنا أنت مولانا
فانصرنا على القوم الكافرين ﴾

صدق الله العظيم.

(سورة البقرة الآية : 286)

الاهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله و المؤمنون)

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك، ولا يطيب النهار إلا بطاعتك، ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك، ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك، ولا تطيب الجنة إلا برويتك اللهم جل جلالك.

إلى منارة العلم والامام المصطفى إلى الأمي الذي علم المتعلمين إلى سيد الخلق إلى رسولنا الكريم سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى النبيو عالذي لا يمل العطاء إلى منحاكتسعادتي بخيو طمنسوجة منقلبها إلى الدنيا العزيزة.

إلى منسعى وشقى لأنعم بالراحة والهناء الذي لم يبخل بشئ من أجل دفعي بطريق النجاح إلى أبي العزيز.

إلى من كلفه الله بالهبة و الوقار إلى من علمني العطاء بدون انتظار إلى جدّي الغالي.

إلى أخواني فؤاد، شاهين وخطيبته هالة، إلى المدللة آية وإلى كافة أفراد أسرتي (بن عريفة و عنصر)، إلى كل من قدم أو عرض المساعدة عليّ لاتمام هذا العمل المتواضع إلى كل الأصدقاء و الأحباب و أخص بالذكر بسمتي حياتي و الغالي الطاهر، إلى جميع أساتذة قسم العلوم الاقتصادية وعلى رأسهم الأستاذ المشرف هبّول محمد جزاه الله عنا كل خير وله منّا كل التقدير و الاحترام، إلى كل طلبة السنة الثالثة مالية دفعة 2012.

وفي الاخير من طيات هذا العمل نرجوا من الله العلي القدير ان يتقبله منّا خالصا لوجهه الكريم أن نكون قد وفقنا في تقديمه كمرجع في موضوع سوق الاوراق المالية وان ينفع الطلاب به.

إهداء :

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي
فضلهما .

إلى رمز الحب و العطاء إلى القلب الناصع بالبياض أمني الغالية أدامها الله لي
، إلى من علمني قواعد الحياة و غرس في روحي بذرة الإرادة ثم غادر إلى ذمة
الله أبي الغالي رحمه الله .

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة و النفوس البريئة إلى رياحين حياتي إخوتي أحبتي .
إلى من حصدا الأشواك عن دربي ووقف وقفة الأسد إلى جنبي خالاي العزيزان
حفظهم الله .

إلى كل من شاركني حزني و سعادتي من العائلتين (صيفي ، مشري) .
إلى من شاركنتي درب الأخوة و العلم إلى الصديقة الغالية : ريان .
إلى الأستاذ الكريم : هبول محمد ، الذي لم يبخل علينا بشي من حصيلته
المعرفية و كان لنا خير مشرف و خير موجه ، له مني جزيل الشكر و فائق
التقدير و الاحترام ، جزاه الله كل خير .

إلى كل من كتب في صفحات ذكرياتي ، إلى كل من مد لنا يد العون شكرا و
عوضكم الله خيرا .

بسمه

كلمة شكر وعرقان

الحمد لله الذي أنعم علينا بنعمة العقل والتمييز بين الخطأ والصواب
حمداً وشكراً ينبغي لجلال وجهه العظيم وسلطانه الكريم والصلاة و
السلام على أشرف خلق الله، سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.
قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:
" لا يشكر الله من لا يشكر الناس "

فالشكر كل الشكر لله رب العالمين الذي وفقنا لإتمام هذا العمل.
أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف هبول محمد ، والذي لم
ينخل علي بنصائحه وتوجيهاته القيمة طيلة فترة البحث.

أشكر أساتذتي في جميع مراحل الدراسة
أشكر كل من قدم لي يد العون طيلة فترة بحثي
وإلى كل من ساعدوني ولو بكلمة طيبة
جزاكم الله ألف خير.

بسمة ---- ريان

فهرس المحتويات :

	الإهداء كلمة شكر وعرهان فهرس المحتويات
أ - ج	المقدمة:
02	الفصل الأول : المؤسسة الاقتصادية وحاجتها للتمويل
02	تمهيد :
03	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية
03	المطلب الأول : المؤسسة الاقتصادية وخصائصها
04	المطلب الثاني : أنواع المؤسسة الاقتصادية
06	المطلب الثالث : وظائف المؤسسات الاقتصادية
07	المطلب الرابع: تأثير وعلاقة المؤسسة بالمحيط
09	المبحث الثاني : تمويل المؤسسة الاقتصادية
09	المطلب الأول : مفهوم التمويل
10	المطلب الثاني : وظائف التمويل
11	المطلب الثالث: أهمية التمويل و العوامل المحددة لاختياره
12	المبحث الثالث : مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، خصائصها ومخاطرها
13	المطلب الأول : المصادر التقليدية للتمويل
14	المطلب الثاني : الصيغ الإسلامية للتمويل
16	المطلب الثالث : خصائص موارد التمويل
17	المطلب الرابع: مشاكل ومخاطر التمويل

19	خلاصة الفصل :
21	الفصل الثاني : التمويل عبر سوق الأوراق المالية
21	تمهيد :
22	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
22	المطلب الأول : التطور التاريخي للأسواق المالية و مفهومها
23	المطلب الثاني : أنواع الأسواق المالية
25	المطلب الثالث : أركان الأسواق المالية أو (المتدخلون في السوق المالي)
26	المطلب الرابع : العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق
28	المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية
28	المطلب الأول : نشأة و تعريف السوق المالية
29	المطلب الثاني : أقسام بورصة الأوراق المالية
31	المطلب الثالث : أركان سوق الأوراق المالية
33	المطلب الرابع: آلية عمل البورصة
34	المبحث الثالث : أدوات التمويل عبر سوق الأوراق المالية
34	المطلب الأول : السندات
36	المطلب الثاني : الأسهم
38	المطلب الثالث : أدوات مالية لصيقة بالأسهم و السندات
39	المطلب الرابع : آلية تعامل (تداول) الأوراق المالية
40	المبحث الرابع : تقييم سوق الأوراق المالية
40	المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية
41	المطلب الثاني : مزايا و عيوب الإستثمار في الأوراق المالية
42	المطلب الثالث : أزمات البورصات
45	خلاصة الفصل :
47	الفصل الثالث : دراسة حالة أسواق أوراق المال المغربية : الجزائر، تونس، المغرب
47	تمهيد :
48	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية (البورصة) في تونس
48	المطلب الأول : لمحة تاريخية عن بورصة تونس
49	المطلب الثاني : تنظيم سوق البورصة
50	المطلب الثالث : ديناميكية سوق الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد

53	المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية في المغرب
53	المطلب الأول : نبذة تاريخية عن بورصة الدار البيضاء
54	المطلب الثاني : طرق الإدراج والتسعير في بورصة الدار البيضاء
56	المطلب الثالث : ديناميكية سوق الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد
58	المبحث الثالث : سوق الأوراق المالية في الجزائر
58	المطلب الأول : لمحة عن بورصة الجزائر
59	المطلب الثاني : شروط الإدراج
59	المطلب الثالث : معوقات عمل بورصة الجزائر
60	المبحث الرابع : مقارنة في الخصائص والآداء التمويلي للإقتصاد
61	المطلب الأول : عدد الشركات المدرجة ضعيف نسبيا
62	المطلب الثاني : نقص السيولة في السوق
63	المطلب الثالث : ارتفاع تركيز رسملة البورصة و المبادلات
63	المطلب الرابع : ارتباط تفعيل السوق المالية ببرامج الخصخصة
64	خلاصة الفصل :
66	الخاتمة :
69	المراجع :

فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان :	الرقم :
38	أهم الفروق بين الأسهم و السندات .	1-2
61	أهم المؤشرات المتعلقة بالبورصات المغاربية و بعض البورصات العربية خلال سنة 2007	1-3

فهرس الأشكال :

الصفحة	العنوان :	الرقم :
51	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس (1990-2007)	1-3
51	تطور رسملة بورصة تونس (1990-2007)	2-3
53	تطور حجم المبادلات في بورصة تونس (1990-2007)	3-3
56	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء (1993-2007)	4-3
57	تطور رسملة بورصة الدار البيضاء (1993-2007)	5-3
57	تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء (1993-2007)	6-3

المقدمة :

مقدمة:

أصبح تطوير المؤسسات الاقتصادية من الضروريات المعاصرة نظرا للدور البارز الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية لمختلف البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء. ومن التحديات التي ما فتئت تواجهها نجد في مقدمتها مسألة التمويل. إذ مع تطور الحياة المالية الحديثة أصبحت تطرح أمامها العديد من البدائل التمويلية بخصائص مختلفة، الأمر الذي يجعل المفاضلة فيما بينها من الأمور الصعبة، لاسيما وأن البعض منها يؤثر كثيرا على هيكل رأس المال، ناهيك عن تكلفة التمويل التي تتفاوت من صيغة تمويل إلى أخرى تفاوتاً واسعاً.

ومن الصيغ التي لجأت إليها مختلف الدول، السوق المالية الثانية باعتبارها مصدراً من مصادر تجميع الادخار الوطني، وكذا الدولي في ظروف العولمة المالية السائدة، وملجأ المؤسسات الاقتصادية للتزود برؤوس الأموال لتمويل أنشطتها المختلفة، لدى يعتبر قرار تمويل المؤسسة بواسطة البورصة أي سوق الأوراق المالية مهماً يحتاج لكثير من الدراسة و التحليل وهو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين إلى حالة انفتاح لرأس المال.

ومن هذا المنطلق تبرز أهمية التمويل عن طريق البورصة ليتبادر إلى أذهاننا التساؤل الرئيسي التالي:

كيف يتم تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق سوق الأوراق المالية؟

وبغرض توضيح هذا التساؤل ، يمكننا إدراج بعض التساؤلات الفرعية كما يلي :

1- ماهي المفاهيم المرتبطة بالمؤسسة الاقتصادية وحاجتها للتمويل؟

2- ماهي أدوات وآليات تمويل المؤسسات عبر أسواق الأوراق المالية؟

3- كيف تقيّم تجربة البورصة الجزائرية مقارنة بالبورصات المغاربية؟

فرضيات الدراسة:

ولمعالجة الإشكالية السابقة ، فقد اعتمدنا مجموعة من الفرضيات ، نوردتها فيما يلي :

1- المؤسسة الاقتصادية هي نواة الإقتصاد في أي بلد، وحتى تؤدي دورها فهي تحتاج إلى الموارد المالية أين تجدها في مصادر مختلفة .

2- أسواق الأوراق المالية هي أحد المصادر الحديثة للتمويل للمؤسسة الاقتصادية لدى البلدان النامية، والتمويل عبرها يتم من خلال أدوات لعل أشهرها الأسهم والسندات وذلك دوماً وفق شروط وآليات.

3- تتميز البورصات المغاربية بتواضع أداءها مقارنة بالبورصات العالمية، إلا أنها شهدت تطورات منذ نشأتها بفضل الإصلاحات الاقتصادية التي تجرى من حين لآخر، رغم ذلك تبقى البورصة الجزائرية هي الأضعف وفي تراجع بسبب العديد من العقبات وبالتالي ضعف دورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية الوطنية.

أهمية الدراسة :

تكتسي هذه الدراسة أهمية بالغة، من خلال تزايد تعدد دراسة التمويل عن طريق البورصة من الدراسات الهامة، وذلك للاعتبارات التالية:

- أهمية البورصة في الحل الجزئي للمشاكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية.
- حداثة الموضوع خاصة وأن الجزائر خضت مرحلة هامة للانتقال الى اقتصاد السوق.

أهداف الدراسة:

- من خلال دراسة هذا الموضوع ، نسعى للوصول إلى جملة من الأهداف :
- مراجعة المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة ومصادر التمويل.
- التعرف على أدوات وآليات التعامل في أسواق الأوراق المالية.
- تقييم تجربة البورصة الجزائرية في تمويل المؤسسات الاقتصادية.

دوافع اختيار موضوع الدراسة :

- وعن دوافع اختيارنا لهذا الموضوع ، فهي تعود لعدة أسباب :
- رغبة الطالب والأستاذ المشرف في هذا الموضوع .
- علاقة الموضوع بتخصص الدراسة

منهج وأدوات الدراسة :

وحتى نتمكن من الإجابة على إشكالية البحث ، وكذا التأكد من صحة أو خطأ الفرضيات الموضوعية، فقد اعتمدنا في هذه الدراسة على مزيج من المناهج لقد قمنا في عملنا هذا باتباع المنهج الوصفي التحليلي، المنهج الوصفي باعتباره أكثر ملائمة لطبيعة الموضوع، لأنه يقوم على جمع المعلومات و المعطيات ، و المنهج التحليلي لتحليل المعلومات للوصول إلى نتائج موضوعية .

خطة الدراسة :

اعتمادا على المنهجية السابقة ، ومن أجل بلوغ الأهداف النظرية والعملية لهذه الدراسة ، قمنا بتقسيم البحث إلى أربعة فصول رئيسية :

الفصل الأول لمعالجة هذا الموضوع قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة أجزاء حسب الخطة التالي:

الفصل الأول يتناول نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية و التمويل حيث أردنا التعرض من خلاله إلى: ماهية المؤسسة الاقتصادية، التمويل وأهيته ومصادره.

الفصل الثاني وتطرقنا فيه إلى السوق المالي ككل لنخصص البحث في السوق الثانوي من خلال التعرف على مفهوم سوق الأوراق المالية وأدوات وآليات التمويل من خلاله وكذا تقييمه.

أما بالنسبة للفصل الثالث فكان دراسة مقارنة لأسواق الأوراق المالية المغربية عبر التطرق إلى :

بورصة الدار البيضاء (المغرب)، و بورصة تونس لنتهي بدراسة بورصة الجزائر.

وفي الأخير كانت الخاتمة التي تضمنت مختلف نتائج الدراسة، مع تدعيمها بجملة من التوصيات و

الاقتراحات التي نراها مناسبة، و إبراز الآفاق المستقبلية للموضوع.

كما لا يفوتنا أن نذكر بمختلف المصادر التي اعتمدنا عليها في إعداد هذه الدراسة، و قد تمثلت في مختلف : الكتب ، البحوث الجامعية ، الدوريات والتقارير، ملتقيات، والمؤتمرات الدولية، إلى جانب بعض المواقع الالكترونية .

صعوبات الدراسة :

في سبيل إعداد هذا الدراسة واجهتنا بعض المشاكل والعراقيل ، نختصرها فيما يلي :

- شساعة موضوع الدراسة ، لاحتوائه على العديد من الأفكار المترابطة ، ولهذا فقد حاولنا التطرق لأكثر قدر من هذه الأفكار ، محاولة منا للإلمام بمختلف جوانب الموضوع .
- تضارب المعلومات والإحصائيات أحيانا عند اختلاف المرجع ، وفي أحيان أخرى في المرجع ذاته ، مما صعب علينا عملية إختيار المراجع .

إن هذه الصعوبات، وإن كانت شاقة أحيانا، فقد كانت لي الدافع الأساسي لمواصلة البحث، بل واعتبرتها جزءا منه.

الفصل الأول:

المؤسسة الإقتصادية وحاجتها للتمويل

تمهيد :

تعتبر المؤسسات الاقتصادية وحاجتها للتمويل إحدى الموضوعات الهامة التي تشغل أذهان متخذي القرار الاقتصادي لما تتمتع به من أهمية و قدرة كبيرة على دعم التنمية الاقتصادية، وعلى هذا الأساس سنحاول في هذا الفصل تبيان أهمية المؤسسة وكذا الجوانب المتعلقة بتمويلها من خلال ثلاث مباحث أولها يتعلق بمفهوم المؤسسة و أنواعها و علاقتها بالمحيط و الثاني يركز على تعريف التمويل وتبيين وظائفه و مكانته لننتهي بالوقوف على أنواع التمويل وخصائصه و مشكلاته، كما يلي :

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني : تمويل المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث : مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، خصائصها ومخاطرها

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية

قبل التعرض إلى تمويل المؤسسة الاقتصادية، يجدر بنا التذكير ببعض المفاهيم والأفكار الأساسية المتداولة عن المؤسسات الاقتصادية من حيث المفهوم والأنواع والخصائص والوظائف... حتى يسهل علينا في الأخير فهم جوهر عملية التمويل في المؤسسة.

المطلب الأول: المؤسسة الاقتصادية وخصائصها

الفرع الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية

تعددت التعاريف التي قدمها الباحثون للمؤسسة الاقتصادية، وهذا نتيجة لاختلاف الأنظمة الاقتصادية، فهي بالنسبة للاقتصاديين وحدة تقنية للإنتاج تعمل على ضمان استمرارية حياتها، أم بالنسبة لعلماء الاجتماع فهي نظام سياسي يعني مكان للتفاوض المستمر في مختلف الميادين، و سنتطرق إلى أهم التعاريف التي أعطيت لها:

- 1- المؤسسة منظمة تختص في إنتاج، تبادل، و توزيع السلع و الخدمات و تحتوي على إمكانيات مادية، مالية، بشرية، بحيث تعمل من أجل تحقيق الهدف الذي أنشأت من أجله⁽¹⁾.
- 2- كما تعرف المؤسسة على أنها مجموعة عناصر الإنتاج البشرية والمادية والمالية التي تستخدم و تدير و تنظم بهدف إنتاج سلع أو خدمات موجهة للبيع وهكذا بكيفية فعالة تضمنها مراقبة التسيير بواسطة وسائل مختلفة كتسيير الموازنات و تقنية المحاسبة التحليلية، وجداول المؤشرات Tableaux de Bord⁽²⁾.
- 3- و يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها مكان لمزاولة نشاط اقتصادي و لهذا المكان سجلات مستقلة⁽³⁾.

الفرع الثاني: خصائص المؤسسة الاقتصادية

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص الخصائص التالية للمؤسسة الاقتصادية.

أولاً: المؤسسة وحدة إنتاجية

حيث أن النشاط الأساسي للمؤسسة الاقتصادية هو تحويل عوامل الإنتاج(العمل- المواد الأولية - الطاقة- التجهيزات-الإنتاجية-منتجات نصف مصنعة) إلى سلع وخدمات موجهة إلى السوق و تحصل المؤسسة على هذه العوامل بالإضافة إلى المعلومات والموارد المالية التي لا تقل أهمية عن عوامل الإنتاج من الأسواق المختلفة لعوامل الإنتاج(سوق السلع و الخدمات ، سوق العمل، سوق رؤوس الأموال ، سوق المواد الأولية ، سوق تجهيزات الإنتاج).

(1) صالح مرزوقة، محاضرات في مقياس المحاسبة العامة، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 1998-1999، ص : 2

(2) العربي دخموش ، محاضرات في اقتصاد المؤسسة ، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 2001، ص : 3

(3) : عمر صخري ، إقتصاد المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجماعية، الطبعة الثانية الجزائر 1993 ، ص : 24

ثانيا: المؤسسة وحدة لتوزيع المداخل

عندما تباع المؤسسة منتجاتها (سلع و خدمات) تحصل على القيمة المضافة حيث:

$$\text{القيمة المضافة} = \text{قيمة المخرجات} - \text{قيمة المدخلات}$$

تقوم المؤسسة في هذه الحالة بتوزيع الجزء الكبير من القيمة المضافة على بعض المتعاملين الاقتصاديين في شكل:

- الضرائب التي تسدد للدولة و الجماعات المحلية.
- أجور و رواتب العمال.
- اشتراكات مدفوعة للضمان الاجتماعي و صندوق التقاعد.
- أرباح أصحاب المؤسسة.
- فوائد المقرضين.

و يبقى جزء من القيمة المضافة غير موزع و يتمثل في:

- الإهلاكات و المخصصات (التي يمكن من تجديد تجهيزات المؤسسة).
- الاحتياطات (جزء من الأرباح بم يوزع يستخدم للتمويل الذاتي).

ثالثا: المؤسسة خلية اجتماعية

حيث أن المؤسسة تقوم بوظيفة اجتماعية أثناء ممارسة نشاطها، و تتمثل هذه الوظيفة في توفير مناصب شغل لمجموعة من الأشخاص و ما ينجم عن هذا المنصب من إشباع لحاجات المستأجرين) ترقية، تكوين، استقرار في المنصب، مستوى الأجر.....). كما تحدث في بعض الأحيان نزاعات بين العمال أنفسهم أو بين العمال و الإدارة و هي غالبا ما لا تخرج عن نطاق الشغل، الأجور، ظروف العمل.

رابعا: المؤسسة مركز اتخاذ القرارات:

للمؤسسة دورا هاما في اقتصاد السوق، بحيث تعتبر مركز لاتخاذ القرار الاقتصادي فيما يخص طبيعة و كمية المنتجات، أسعارها، الاتصال، التوزيع، المواد الأولية المستعملة في العملية الإنتاجية. و تعمل المؤسسة جاهدة على جعل قراراتها اقتصادية و ذلك من خلال التسيير الرشيد (الاستخدام الأمثل للموارد ، مالية كانت أم مادية المحدودة لتحقيق أهدافها بفعالية) ، و جمع المعلومات الكافية و التي تتيح للمؤسسة المقارنة بين التكاليف و العوائد الناتجة عن قراراتها و هو ما يعرف بالحساب الاقتصادي.

المطلب الثاني: أنواع المؤسسة الاقتصادية

توجد عدة معايير لتصنيف المؤسسات الاقتصادية نذكر منها: معايير الحجم ، نوع النشاط ، طبيعة الملكية ، الشكل القانوني....الخ.

أولاً: **التصنيف حسب معيار الحجم:** و يعتبر من أكثر المعايير شيوعاً، و يضم مجموعة من المؤشرات و التي على أساسها نرتب المؤسسات مثل: رقم الأعمال، عدد العمال، رأس المال المستثمر، حجم الأرباح.... الخ. فالتقسيم على أساس عدد العمال يصنف المؤسسات الاقتصادية إلى:

1- **المؤسسات الصغيرة:** ملكيتها تعود لعائلة أو لشخص واحد و هو المسؤول على أداؤها، يتراوح عدد عمالها من 1 إلى 10 عمال، و غالباً ما ينشط هذا النوع من المؤسسات في المجال الحرفي، التجارة الزراعة.

2- **المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:** و تشغل ما بين 10 إلى 500 عامل، هذا النوع سائد أكثر في البلدان الرأسمالية كونه يتميز بالابتكار و الإبداع في نشاطها الأساسي، و هو ما يدفع السلطات إلى تشجيعها.

3- **المؤسسات الكبيرة:** و تشغل يد عاملة كبيرة تفوق 500 عامل، ملكيتها غالباً ما تعود إلى عدد كبير من الأشخاص، و لهذه المؤسسات أشكال مختلفة من بينها.

أ- **المجمع LE GROUPE:** عبارة عن مجموعة مؤسسات تربطها علاقة مالية و اقتصادية و هي تابعة للمؤسسة الأم، و مثال ذلك في الجزائر: مجمع الرياض، مجمع صيدال..... الخ

ب - **المؤسسات متعددة الجنسيات LA FIRME MULTINATIONAL:** عبارة عن مؤسسات عابرة للقارات و لا تعترف بالحدود الجغرافي، حيث تقيم وحدات إنتاجية في العديد من البلدان، متبعة في ذلك سياسات استراتيجيات عالمية، هذه الأخيرة تختلف من مؤسسة لأخرى، و نذكر من هذه الإستراتيجيات:

إستراتيجية تخفيض التكاليف، و ذلك من خلال إقامة فروع في البلدان التي توفر يد عاملة رخيصة بالإضافة إلى المواد الأولية التي لا تكلفها الكثير في سبيل الحصول عليها.

- توسيع حصتها السوقية على المستوى العالمي، من خلال إنشاء هذه الوحدات الإنتاجية في بلدان مختلفة و هو ما يجنبها الحواجز الجمركية.

ثانياً: **التصنيف حسب نوع النشاط:** و حسب هذا المعيار فإن المؤسسات تنقسم إلى أربعة قطاعات.

1- **القطاع الأولي SECTEUR PRIMAIRE:** و يضم هذا القطاع جميع المؤسسات ذات النشاط المباشر مع الطبيعة كالزراعة الصيد البحري .

2- **القطاع الثانوي SECTEUR SECONDAIRE:** و نجد فيه المؤسسات التحويلية، مؤسسات البناء و الأشغال العمومية.

3- **القطاع الثالث SECTEUR TERTIAIRE:** ضمن هذا القطاع نجد المؤسسات المالية كالبنوك و المصاريف، وكالات التأمين، المؤسسات التي تقدم خدمات النقل و التوزيع.

4- **القطاع الرابع SECTEUR QUARTIAIRE:** هذا القطاع موجود بشكل بارز في البلدان المتقدمة و يضم جميع مؤسسات الاتصال بمختلف أنواعه، وكذا الصناعات المعلوماتية.

ثالثا : التصنيف حسب طبيعة الملكية : حسب طبيعة الملكية تصنف المؤسسات إلى مؤسسات خاصة، عمومية، مختلطة، بالإضافة إلى التعاونيات. (*)

المؤسسات الخاصة : المؤسسة الخاصة هي المؤسسة التي يمتلكها شخص واحد و تسمى المؤسسة الفردية حيث تعتمد في طريقة تمويلها على مالكها، و هو الذي يقوم بإدارتها و تسييرها و تنظيمها و يتخذ القرارات فيها ¹ .

المؤسسة العمومية: و تعود ملكيتها للدولة أو الجماعات المحلية، وهي غالبا ما تكون ذات طابع استراتيجي مثل مؤسسة السكك الحديدية ن صناعة الحديد و الصلب، صناعة الأسلحة....

3- المؤسسات المختلطة: و تأخذ مركز وسط بين المؤسسات السابقة، حيث أن ملكيتها مشتركة بين القطاع العام المتمثل في الدولة و الجماعات المحلية من جهة و القطاع الخاص المتمثل في الأفراد من جهة ثانية.

4- التعاونيات: و هي وحدات إنتاجية يشكلها الأفراد مع بعضهم البعض بغية خدمة أعضائها و خلق روح التعاون و التضامن بين أفرادها.

رابعا : التصنيف حسب الشكل القانوني : تصنف المؤسسات تبعا لهذا المعيار إلى شركات أموال و شركات أشخاص.

- شركات الأشخاص: و فيها يكون الخطر المتعلق بتوظيف الأموال غير محدود، يقوم هذا النوع من الشركاء على الاعتبارات الشخصية للشركاء من معاملة حسنة و ثقة متبادلة، و يتضمن هذا النوع من الشركات: المؤسسة الفردية، شركات التضامن، شركة التوصية البسيطة و شركة المحاصة.

- شركات الأموال:

تقوم شركات الأموال أساسا على الاعتبار المالي بهدف جمع أكبر قدر ممكن من الأموال و يتضمن هذا الصنف على:

الشركات ذات المسؤولية المحدودة - شركات الأسهم - شركات التوصية بالأسهم ² .

المطلب الثالث : وظائف المؤسسات الاقتصادية

للمؤسسة مجموعة من الوظائف التي تكتسي أهمية بالغة للقيام بنشاطها، حيث تتلقى مدخلاتها من المحيط في شكل مواد أولية، طاقة، معلومات... تم تحويلها إلى خرجات في شكل منتجات مادية و خدمات موجهة للسوق، من جهتها ستتطرق إلى أهم الوظائف داخل المؤسسة.

(*) : القطاع SECTEUR هو مجموعة المؤسسات التي تمارس نفس النشاط الأساسي أم الفرع LA BRANCHE هو مجموعة أو أجزاء المؤسسات التي تنتج نفس المنتج -

¹ - مليكة زغيب، أدوات التحليل المالي للمؤسسة العمومية الصناعية، رسالة ماجستير-جامعة منتوري قسنطينة 1997 ص : 9

² - العربي دخمش، مرجع سبق ذكره ص : 12

أولاً : وظيفة الإنتاج : إن الإنتاج هو جوهر نشاط المؤسسة الاقتصادي، إذ يعتبر السابقة اللازمة لكل عملية اقتصادية، فلا يمكن الكلام مثلاً عن استهلاك شيء لم يتم إنتاجه و لا توزيع مدا خيل لم يتم إنتاجهم و لا قرض و لا اقتراض مبلغ لم يتم إنتاجه.

ثانياً: وظيفة التسويق: و فيها يتم عرض المنتجات على المستهلك و دفعه إلى شرائها، و تعتمد المؤسسة في ذلك على المواصفات و الجودة العالية لسلعتها و خدمتها، الأسعار التنافسية خدمات ما بعدة البيع.

ثالثاً : وظيفة الأفراد : و دور هذه الوظيفة يتجسد في:

- تعيين العاملين و تكوينهم.

- ترقيةهم و تحفيزهم و مكافئتهم.

- توفير الخدمات الاجتماعية لعمال المؤسسة.... الخ .

رابعاً: الوظيفة المالية : تعبر عن أوجه النشاط الإداري للمؤسسات المتعلقة بتنظيم حركة الأموال إذ يقع على عاتق هذه الوظيفة توليد المعلومات المالية و التكاليفية اللازمة لأغراض التخطيط و الرقابة بالنسبة لمختلف العمليات و الأنشطة و كذلك تلخيص المعاملات المالية و التجارية على اختلاف أنواعها، بكيفية تناسب المعنيين باستعمالها سواء كانوا من داخل المنشأة أو من خارجها.⁽¹⁾

المطلب الرابع : تأثير وعلاقة المؤسسة بالمحيط

طبيعة علاقات المؤسسة مع المؤسسات الأخرى، لكون المؤسسة تحصل على مدخلاتها من الأسواق وفيها تفرغ مخرجاتها فطبيعة علاقاتها مع المؤسسات الأخرى إما أن تكون تنافسية أو تكاملية.

أولاً: العلاقات التنافسية : تظهر هذه العلاقات في إطار تنافس و له شكلان:

1- التنافس المباشر:تظهر هذه المنافسة عندما تكون السلع متشابهة أو عندما يتصف الزبائن بتقطيع إجمالي(سوق المواد الاستهلاكية العام).

2- التنافس المباشر: تكمن هذه المنافسة في بيع سلع متميزة أو استبدالها بسلع تلبي نفس الحاجيات عند المستهلك.

3- المنافسة في الأسواق الأخرى: تتكون هذه المنافسة في أسواق أعلى أي في:

- سوق اليد العاملة:في إطار التنافس على توظيف العمال و إطارات كفوة.
- سوق رأس المال: يتكون بسبب البحث عن جلب أحسن العروض التي تتوفر فيها شروط مناسبة.
- سوق اليد البسيطة:وهذا للحصول على أحسن نسبة(جودة/أسعار).

(1): محمد رفيق الطيب مدخل للتسيير أساسيات ،وظائف ، تقنيات- الجزء الأول ديوان المطبوعات الجامعية 1993 ص 125

ثانياً: العلاقات التكاملية: وهي علاقات متعددة الأشكال يمكن أن تكون تبادلية أي تبادل السلع و الخدمات فيما بين المؤسسات و يمكن أن تكون اندماجية كالتي تمت بالمؤسسة العمومية الجزائرية في إطار تكوين هولدينغ أو ما يسمّى بالشركات القابضة مع مؤسسات أخرى في إطار اندماج عمومي الشعبة أو اندماج أفقي في إطار التآزر ما بين المؤسسة (كإجراء إعفاءات داخلية فيما بينها) أو تجمع لأغراض اقتصادية أو تجمع لأغراض إستراتيجية.

تأثير المحيط في المؤسسة: يعتبر المحيط المصدر الوحيد لعوامل الإنتاج التي تستهلك المؤسسة لتقديم مخرجاتها، فهذه البيئة هي التي تشمل على الأشخاص الذين يقدمون جهودهم العضلي في صورة عمل أو جهودهم الفكري، من أجل تسيير هذه المؤسسة بالإضافة إلى تعاملهم معها في صورة مستهلكين كما يشكل المحيط الجغرافي مصدرا لمواردها الأولية و هي أيضا تساهم في تكوين وسائل الإنتاج المستعملة و كل هذا يلعب دورا مهماً في حياة المؤسسة.

اثر تكوين الإنسان: يعتبر الإنسان المخلوق الوحيد الذي يستطيع التصرف بمنطق وحكمة وتتحدد نتائج هذا التصرف بكيفية انجازه للمهام المنوطة به وحده، الكيفية ترتبط بدورها بنوعية و تكوين أفرادها تكوينا يسمح لها بالتطور المتوازن و المستمر لتوفير حياة تمتاز بالرفاهية و يمكن لأفراد المجتمع أن يؤثروا في المجتمع بثلاث طرق:

- ❖ بواسطة العامل و يرتبط ارتباطا وثيقا بمشاركته المباشرة في رفع المستوى الإنتاجي للمؤسسة.
- ❖ بواسطة المسير و يعتبر العضو الأساسي في تنظيم و إدارة نشاط المؤسسة.
- ❖ بواسطة المستهلك ومدى تكوينه وتعليمه لإدراك الدعاية و الإشهار ممّا يزيد من مبيعات المؤسسة و رقم أعمالها.

أثر المواد الأولية: هي إحدى العناصر التي يتوقف عليها نشاط المؤسسة فتوفرها بشكل كافي و مستمر و بنوعية يبعد المؤسسة على التوقف في الإنتاج.

اثر التطور التكنولوجي: تستعمل المؤسسة ضمن عوامل الإنتاج آلات ومعدات مختلفة تكون قد أنتجت في مؤسسات أخرى ويتوقف مستوى إنتاج المؤسسة المستعملة لها بمستوى تطورها ومدى كفاءة استعمالها أي بمدى جودة وملائمة التقنيات التكوينية التي تحصل عليها العمال .

تأثير المؤسسة في المحيط : ويمكن أن تفرق بين نوعين من الآثار وهما :

آثار اجتماعية تتلخص في توفير العمل والتأثير على الأجور وتغيير نمط معيشة السكان وكذا التأثير على الاستهلاك والتأثير على البطالة .

آثار اقتصادية تتجلى في دفع عجلة التعمير وظهور منشآت تجارية وكذا التأثير على التكامل الاقتصادي والتأثير على الأسعار .

المبحث الثاني: تمويل المؤسسة الاقتصادية

تمويل المؤسسات الاقتصادية من المصطلحات والمواضيع التي شغلت العديد من الاقتصاديين واخذت حيزا هاما من الدراسات، حيث عرف العديد من التحديتات ، ولأنه كذلك سوف نحاول خلال هذا المبحث الوقوف على حقيقة هذا المصطلح .

المطلب الأول : مفهوم التمويل

لقد ظهر التمويل وتطور بشكل ملحوظ ، وكان ضروريا للتغلب على التحديات المتفاوتة التي تواجهها

الأعمال الاستثمارية ، حيث تكمن تلك المشاكل في حدة المنافسة سواء داخليا أو خارجيا، ازدياد حدة التضخم ، التدخل الحكومي المباشر وغير المباشر في النشاط الاقتصادي وكذا تأثيرات التطور التكنولوجي ومتطلباته.

كل هذه التحديات تحولت إلى أسباب كافية تدفع بالمستثمرين ورجال الأعمال إلى البحث عن

مصادر

تمويل مختلفة ومتعددة ، ومن هنا نستنتج أن كلمة تمويل تتضمن عدة المفاهيم:

النظرة الضيقة يمكن لها أن تعني مجمل وسائل الاقتراض التي تسمح للمؤسسة ضمان استمرارية نشاطها. أما من المنظور الواسع وهو اقرب إلى الواقع والحقيقة فيعتبر التمويل مجموع العمليات التي تبقى من خلالها المؤسسة قادرة على تلبية كل احتياجاتها من رؤوس أموال ،سواء تعلق الأمر بالتخصص البدائي من الأموال والزيادات اللاحقة لعقود القروض بصفة عامة ، أو بالهيكل المالية أو المساهمات الممنوحة من طرف الدولة ، الخزينة العمومية ،الجماعات والخواص ¹ .

ويمكن إعطاء تعاريف أخرى للتمويل :

هو حصول المستثمر على الأموال من مصادر مختلفة لاستعمالها في عملية الاستثمار وحسب المدرسة الكلاسيكية نجد فيها كل من دوقال و قوثمان يعرفان التمويل بأنه : هو الفعالية المتعلقة بتخطيط و تجهيز الأموال و رقابتها و إدارتها في المنشأة.

وحسب المدرسة النيوكلاسيكية ونجد فيها كل من هوارد و ايببتون يريان أن التمويل هو الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد و الرامية لتمكين المنشأة من تنفيذ أهدافها و مواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد لها ² .

¹ - شيخ التهامي حمزة و آخرون: إنشاء و تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ودورها في التنمية الاقتصادية،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس ،المركز الجامعي يحي فارس المدية ،الجزائر،2008،ص42 .

² - فيصل بن تازير و آخرون: مساهمة البنوك في تمويل عملية الاستثمار في الجزائر ، ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس،جامعة منتوري قسنطينة،الجزائر.2005،ص15

التمويل هو حصول المؤسسات المال اللازم لإنشائها أو توسيعها ، التمويل هو توفير مبالغ نقدية لصالح مشروع عام أو خاص¹ .

المطلب الثاني: وظائف التمويل

للتتمويل وظائف مختلفة يمكن إجمالها من خلال وظيفة التخطيط المالي ، ووظيفة الرقابة المالية الحصول على الأموال ، استثمار الأموال وكذا مقابلة مشاكل خاصة، حيث سنتطرق لكل واحدة منها بالتفصيل كالتالي:

التخطيط المالي: وهو نوع من أنواع التخطيط يركز على الأموال ، فهو يساعد في الإعداد للمستقبل حيث أن تقدير المبيعات والمصاريف التشغيلية الرأسمالية توجه تفكير المدير المالي نحو المتطلبات المالية في المستقبل ، حيث يقوم بتخطيط الاحتياجات المالية للمنشآت سواء كانت هذه الاحتياجات قصيرة المدى ، طويلة أو متوسطة المدى ، ويجب الأخذ بعين الاعتبار صعوبة التنبؤ بالمستقبل ، وبأن خطته تقوم على معلومات غير كاملة أو أكيدة ، وهذا لا يعني استبعاد التخطيط جانباً، بل يتطلب ضرورة وضع الخطط التي تتمتع بمرونة كافية تجعلها قادرة على التماشي والظروف غير المتوقعة.

الرقابة المالية: تتألف وظيفة الرقابة المالية من تقييم أداء المنشآت بمقارنته بالخطط الموضوعية لغرض اكتشاف الانحرافات وتصحيح انحراف الأداة وتعديل الخطط نفسها، ثم متابعة التصحيح للتأكد من تنفيذه،

وعند القيام بالتخطيط المالي يجب القيام بتصميم نظام الرقابة المالية حيث تمكن من مراجعة التنفيذ الفعلي مع الخطط الموضوعية ، وبواسطة مقادير الأداء يمكن اكتشاف الانحرافات ، ويستلزم هذا الاكتشاف البحث عن أسباب حدوث هذه الانحرافات وعادة ما تكون الرقابة المالية مسؤولية المراقب المالي الذي عمله الأساسي هو الإشراف على الحسابات وفي معظم المشاريع يكون مسؤولاً أمام المدير المالي وفي بعض المشاريع يكون مسؤولاً أمام المدير العام.

الحصول على الأموال: إن التخطيط المالي يلبي التدفقات النقدية الداخلية والخارجية خلال الفترة التي تشملها الخطة ، ويبين مقدار الأموال التي تحتاجها المنشآت ومواعيد حاجة هذه الأموال ، ولتغطية هذه الحاجة فإن المدير المالي يلجأ إلى مصادر خارجية للحصول على هذه الأموال ، وعليه البحث على الأموال المناسبة والتي تكون بشروط سهلة وتكلفة قليلة.

استثمار الأموال : بعد قيام المدير المالي بإعداد الخطط المالية والحصول على الأموال من مصادرها ، عليه أن يتأكد أن هذه الأموال تستخدم بحكمة وتستخدم اقتصادياً داخل المنشآت ، كما أن عليه أن يتأكد من أن هذا الاستخدام يؤدي إلى الحصول على عائد أكبر للمنشآت ، وذلك من استثمار الأموال في الأصول المختلفة.

¹ - سيد محمد ، غريد حموش ، القروض الموجهة للاستثمار بين تنمية المشاريع ومخاطر الضمانات ، مذكرة مكملة متطلبات نيل شهادة ليسانس ، المركز الجامعي المدية الجزائر 2008 ص11 .

ومن المهم جدا أن تتمكن المنشآت بمرور الوقت من الحصول على أموالها التي استثمرتها في هذه الأصول ، فهي تحتاج إلى هذه الأموال لسداد التزاماتها.

مقابلة مشاكل خاصة: أن الوظائف الأربعة السابقة هي وظائف دورية ودائمة للإدارة المالية والمدير المالي ،ولكن قد تواجه المدير المالي من وقت لآخر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة وغير متكررة وقد لا تحدث خلال حياة المشروع ، وهذه المشاكل تتعلق بتقويم المنشآت كاملة أو تقييم جزء من أصولها ، ويتم ذلك عادة عند تجميع مشروعين أو أكثر في مشروع واحد.

من خلال هذه الوظائف تستنتج أن الوظيفة المالية في المشروع هي من أهم الوظائف حيث أن الموارد المالية⁽¹⁾.

المطلب الثالث : أهمية التمويل و العوامل المحددة لاختياره

الفرع الأول : أهمية التمويل

يعد التمويل ضرورة تحقق التنمية الاقتصادية وترقية التجارة من خلال توفير الموارد الأولية للمشاريع الاستثمارية التي تطلب الإدارة الفعالة تنفيذها قصد تحقيق الحد الأقصى من الربحية إذ تبرز أهميته فيكون هيئو من ويسهل انتقال الفوائض النقدية والشرائية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض التي لها عجز مالي هي التي يزيد إنفاقها على السلع والخدمات عن دخلها، فيحين أن الوحدات ذات الفائض هي التي من زاد دخلها عن إنفاقها للسلع والخدمات كذا تبرز أهميته في هدف تمويل الاستثمارات من تحفيز النمو الاقتصادي من خلال الفعالية من إعداد الإستراتيجية وكفاءة اتخاذ القرارات وحسن تنفيذ سياساته.

إن توفير رؤوس الأموال والسيولة النقدية يحفز أكثر على الاستثمار هذا ما يؤدي إلى خلق مناصب شغل جديدة والقضاء على اكتناز الأموال. تجلي المشاريع الاستثمارية إلى التنمية الاقتصادية ومن ثمر فعال مستوى المعيشي للأشخاص والرفاهية الاقتصادية.

التمويل هو إرادة لتحويل الإدخارات إلى توظيفات استثمارية يستلزم التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال حيث يتم ذلك على مستوى السوق التمويلية التي تجمع بين النقدية المتعلقة بالمعاملات القصيرة الأجل و السوق المالية المرتبطة بالعمليات الطويلة الأجل⁽²⁾.

الفرع الثاني : العوامل المحددة لاختيار التمويل

هناك عدة عوامل تؤثر في تحديد أنواع التمويل نذكر منها على الخصوص:

(1): شيخ التوهامي حمزة ، المرجع السابق،ص44-45

(2): سيد محمد ، فريد حموش: المرجع السابق،ص21

أ- **الملائمة** : يعني هذا الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة و مجمل الأصول التي يتم تمويلها باستعمال تلك الأموال، فمثلا استخدام الأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة المدى ك شراء أصول ثابتة والأموال القصيرة الأجل لتغطية الاحتياجات القصيرة الأجل كاحتياجات الموسمية.

ب- **الدخل** : إن المدير المالي في المؤسسة يستطيع تحسين العائد المحقق على أموال أصحاب المشروع، وذلك عن طريق الاقتراض بكلفة اقل من العائد المحقق على الموجودات حيث يطلق على هذه العملية المتاجرة بالملكية

ج- **الخطر**: المقصود بالخطر هنا هو الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع، و كثرة عدد الأفراد الذين يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل و على الموجودات عند التصفية. يزداد الخطر عند زيادة احتمال عدم بقاء شيء لأصحاب المشروع حيث يأتي هؤلاء بمطالبة حقوقهم بالنسبة للدخل، و عليه فان أي فشل يلحق بالمؤسسة يكون الملاك الباقون هم أول من يتأثرون به.

د- **السيطرة و الإدارة** : إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بالسيطرة على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا هاما في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة، فعادة الدائنين لا يتدخلون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأصول طبيعية، و لكن إذا توسعت المؤسسة في نشاطها و الاقتراض إلى حد عجزها من دفع الفائدة أو تسديد الأصل، فهنا الدائنون قد يضعون أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم، و في هذه الحالة فان الأطراف المسيطرة سوف تفقد جل سيطرا لان المؤسسة ستختفي عن الوجود.

هـ- **المرونة** : وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقصان تبعا للتغيرات الأساسية في الحاجة لهذه الأموال، فان توفر عامل المرونة في المؤسسة يحقق الأمور التالية:
القدرة على استخدام الأموال المتاحة في أي وقت زيادة قدرة المؤسسة في التعامل بمورد محتمل إمكانية الحصول على بدائل عند رغبة المؤسسة في التوسع أو الانكماش في الأموال المستخدمة
و- **التوقيت** : إن هذا العامل يرتبط بالمرونة و هو يعني أن المؤسسة تختار الوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة، و عن طريق اقتراض أموال الملكية تحقق المؤسسة ثروات كثيرة وفق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض و التمويل هذه.

ي- **معايير المديونية** : هناك مستويات محددة لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، و يجب أن لا تشد المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا النمط، لان ذلك يجعل الدائنين يشكون في سلامة الموقف المالي للمقرض¹.

(1) شيخ توهامي وآخرون، المرجع السابق ص 47-48

المبحث الثالث: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، خصائصها ومخاطرها

بعد ضبط الأوجه الاتفاقية من طرف المؤسسة الاقتصادية وسواء كانت أوجه استغلالية أو استثمارية تأتي المرحلة الثانية وهي مرحلة جد مهمة وجد حساسة لدى المؤسسة ، ففي هذه المرحلة تسعى المؤسسة إلى تغطية حاجياتها التمويلية كما ونوعا بحسن اختيار هذه المصادر ، وهي معادلة صعبة، لكن ما يهمنا في هذا المقام هو التعرف على مختلف المصادر المالية التي يمكن أن تلجأ إليها هذه المؤسسة بغرض التمويل وتغطية احتياجاتها

المطلب الأول: المصادر التقليدية للتمويل

الفرع الأول: التمويل الداخلي

يقصد بالتمويل الداخلي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية⁽¹⁾.

ومن هذه التعاريف نستخلص أن التمويل الداخلي هو عبارة عن مصدر تمويلي متولد من نشاط جاري للمؤسسة الاقتصادية، ولها حرية التصرف في استخدامه، دون شرط أو قيد وذلك بتوجيهه لتمويل الاستثمارات المستقبلية أو تمويل رأس المال العامل، ويمكن أن نقول أن التمويل الداخلي هو الضمان الوحيد على وجود المؤسسة الاقتصادية واستمرارها.

يمكن حصر مكونات التمويل الداخلي في العناصر التالية:

أولاً: الأرباح المحجوزة: تتمثل في النتيجة الصافية بعد إجراء توزيعات الأرباح على المساهمين والعمال أي الأرباح غير الموزعة التي تحتفظ بها المؤسسة كإحتياطيات تبقى تحت تصرفها ولهذه الإحتياطيات عدة أنواع أهمها:

- احتياطيات قانونية "Légales" وهي إلزامية ومحددة بقوة القانون.
- احتياطيات تنظيمية "Statutaires" تحددها الجمعية العامة للمساهمين.
- احتياطيات تعاقدية "Contractuelles" تحدد بموجب قوانين تنظيمية وينص عليها في عقد التأسيس.
- احتياطيات اختيارية "Facultatifs" تخضع لإرادة إدارة المؤسسة وتقديراتها لتطور ظروف السوق خصوصا ما يتعلق بأسعار الموارد الأولية وأسعار البيع الناتجة عن تدني قيمة النقود.

ثانياً: الإهلاكات: وهي عبارة عن مبالغ سنوية تخصص لتجديد الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن بفعل الاستعمال أو التلف أو التقادم، وبذلك فهي طريقة لتوزيع تكلفة الأصول الثابتة على

(1): عبد الغفار حنفي: أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة لنشر، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 121.

عمرها الإنتاجي أو على أساس الطاقة الإنتاجية، ويعد مخصص الإهلاك كنفقة تحسم من نتيجة الانتقال سواء كانت موجبة أو معدومة أو سالبة.

ثالثاً: المؤونات: يحدث أن تكون أسعار بعض عناصر المخزون في نهاية الدورة أقل من تكلفة شرائها، ويحدث أن يكون بعض الزبائن في وضعية مالية ويتعذر عليهم دفع جزء أو كل ما عليهم من ديون، وقد تجبر المؤسسة على دفع مبالغ مستقبلاً لما ارتكبته من مخالفات (خسائر، منازعات أمام المحاكم، أخطار محتملة الوقوع)، في جميع الحالات يجب تكوين مؤونة لمواجهة ذلك، وهناك نوعين من المؤونات⁽¹⁾.

- مؤونات تدهور قيم المخزونات وتدهور قيم الحقوق (أوراق مالية، زبائن).
- مؤونات الخسائر والأعباء (مؤونة الأخطار والمنازعات والغرامات، مؤونات صرف العملات الصعبة، ومؤونات واجبة التوزيع على عدة سنوات).

الفرع الثاني: التمويل الخارجي

بما أن التمويل الداخلي بصفة عامة لا يكفي لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، وحتى تحافظ على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى مصادر خارجية للحصول على الأموال، ويتم ذلك بشروط وإجراءات تختلف باختلاف المصدر الذي تلجأ إليه، إذ هناك عدة أشكال يتخذها التمويل من مصادر خارجية يمكن تصنيفها في المصادر التالية:

- التمويل عن طريق البنوك.
- التمويل عن طريق الأسواق المالية.
- الائتمان التجاري.

المطلب الثاني: الصيغ الإسلامية للتمويل

وضع الإسلام صيغا عديدة لاستخدام المال واستثماره بالطرق المشروعة ، سواء بتعاون المال مع المال أو بتعاون المال مع العمل ، وهي ما يمكن تسميتها بصيغ التمويل وسوف نحاول دراسة بعض هذه الصيغ وكيفية تطبيقها.

الفرع الأول: المضاربة

لغة : هي مفاعلة من الضرب في الأرض وهو السير فيها.

جاء في القاموس المحيط : وضارب لها تجر له في ماله وهي القراض.

اصطلاحاً: يعرف بن رشد المضاربة بما يلي " أن يعطي الرجل للرجل المال على أن يتجر به على جزء معلوم بأخذه العامل من ربح المال أي جزء كان مما يتفق أن عليه ، ثلثا ، أو ربعا ، أو نصفاً

(1) بوالحيلة عبد الحليم: مرجع سابق، ص 35.

ويقول تعالى في سورة المزمل : " وآخرون يضربون في الأرض يبتغون من فضل الله " (المزمل) 18).

كيفية تمويل المشروعات عن طريق المضاربة: إن تمويل المشروعات عن طريق المضاربة ينقسم إلى قسمين :

- **المضاربة المطلقة :** هي التي لا تتقيد بشروط معينة يضعها رب المال وذلك من حيث الزمان و المكان وطبيعة النشاط ... الخ.

- **المضاربة المقيدة :** وهي التي تكون في عملية معينة أو مشروع محدد وبشروط خاصة يضعها رب المال على المضارب.

والمضاربة التي كانت تجري في القديم هي صيغة من صيغ التمويل قصير الأجل لأن معظم المعاملات المالية والتجارية كانت تتم آنذاك في الأجل القصير أما حالياً ، فإن المضاربة فيمكن أن تتم في الأجل القصير كما في الأجل المتوسط أو الطويل وهو الأعم والأغلب في تطبيقات المضاربة في الوقت الحاضر.

الفرع الثاني: المشاركة

لغة : المشاركة لفظ مشتق من الشركة.

اصطلاحاً : يعرف الفقهاء المسلمون الشركة بأنها عبارة عن تعاقد بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأعمال أو الأموال أو الواجهة (مراكزهم الشخصية) ليكون الغنم بينهم حسب الاتفاق.

أثر تمويل المشروعات عن طريق المشاركة: إن الطريقة التي ينفرد المصرف الإسلامي في استثمار الأموال المودعة لديه بغرض الاستثمار ، تتلخص في أنه يقوم بتوظيف هذه الأموال في مشروعات يقوم بها بنفسه ، ذلك في إطار محدود أو تمويل المشروعات التي يقوم بها آخرون على نظام المشاركة في التمويل و في العائد وفقاً ما يتم عليه الاتفاق في إطار القواعد الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية. ولا يقتصر نظام المشاركة على تحقيق التوجيهات والتعاليم الإسلامية فحسب، بل أنه يحقق العدل الذي استهدفته هذه التوجيهات كما أنه يحقق عدداً من الآثار الاجتماعية والاقتصادية بعيدة المدى في المجتمع

وعلى سبيل المثال:

مشاركة المصرف للعملاء في نشاطهم الإنتاجي بأن يجند المصرف خبرته الفنية في البحث عن أفضل مجالات الاستثمار ، والبحث عن أرشد الأساليب وبذلك يتعاون رأس المال وخبرة العمل في تنمية الاقتصاد القومي.

تشجيع المسلمين على إيداع أموالهم لدى البنوك الإسلامية ودوام استثمارها بواسطته، وفي ذلك

ربط

المسلمين بعملية تكوين رأس المال كركن أساسي في تدعيم اقتصاديات العالم الإسلامي وإقبالهم على مداومة استثمارها بدلا من اكتنازها.

في توظيف الأموال بنظام المشاركة وتحرير المسلمين من الفائدة المحددة أي الربا التي هي طاغية على معاملاتنا في المجتمعات الإسلامية في الوقت الحالي.

الفرع الثالث: المرابحة

لغة : المرابحة مشتقة من الربح كأن نقول أربحته على سلعته أي أعطيته ربحا.

اصطلاحا : المرابحة هي البيع بزيادة ربح على الثمن الأول ، وهي اشتراك البائع والمشتري في قبول الأرباح بالقدر المحدد.

كيفية تطبيق المرابحة من حيث الأجل :

يتم تطبيق المرابحة من طرف البنوك الإسلامية بإتباع الخطوات التالية:

يتقدم العميل بطلب إلى البنك يحدد فيه مواصفات كاملة عن السلعة التي يحتاجها يقوم البنك بدراسة الطلب المقدم إليه من العميل وفي حالة موافقة البنك على شراء هذه السلعة يوضح للعميل ثمن الشراء والمعروفات المختلفة ثم يتم الاتفاق على السعر النهائي متضمنا الربح ، وتسمى هذه الطريقة وكالة بالشراء:

- يقوم البنك بشراء السلعة لنفسه ويمتلكها بعد استلامها من المورد.

- يقوم البنك بعد ذلك بإبرام عقد البيع بينه وبين العميل بعد فحص السلعة مع تحمل تبعة الهلاك قبل التسليم.

الفرع الرابع: المغارسة

لغة : المغارسة مفاعلة من الغرس

اصطلاحا: عرف ابن رشد (الحفيد) المغارسة كما يلي : وهي عند مالك أن يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيه عدد من الثمار معلوما فإذا استحق الشريكان للغرس جزء من الأرض متفق عليه. أي أن المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغرسة أرض بيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزءا من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك لذلك اعتبرناها نوعا من الإجارة وفيها أيضا وجه شبه بالجعالة.

الفرع الخامس: الزكاة : إن الزكاة مورد ضخم معطل و موقوف ، مقولة الأستاذ فهمي هويدي " إن غياب الزكاة لا يعطل فريضة الزكاة فحسب ، ولكنه أيضا يحجب علينا مررا ضخما لا ينبغي أن يستهان به فهي أحسن معيار محفز للاستثمار وينتج ذلك من خلال الرسم المفروض على الأموال المعطلة يجب على رب المال أن يستثمر وعليه أن يربح ، فحتى لو كان العائد من الاستثمار يتراوح بين هذا العائد و إلا عملت الزكاة مفعولها في إعادة توزيع الدخل القومي.2.5 إلى1⁽¹⁾

(1):الجمعية العلمية: الصيغ الإسلامية للتمويل، نادي الدراسات الاقتصادية ،جامعة قاصدي مرباح الجزائر ص ص: 15- 32

المطلب الثالث: خصائص موارد التمويل**الفرع الأول: ميعاد الاستحقاق**

لكل قرض أجل استحقاق معين متفق عليه بين المنشأة و الجهة المانحة لذلك القرض، ومن ثم ينبغي تسديده في ذلك التاريخ، وتمييز القروض بين بعضها البعض سواء القصيرة منها أو المتوسطة أو الطويلة الأجل على أساس الفترة المحددة في عقد المديونية تختلف على حسب نوعية القرض الممنوح لها.

الفرع الثاني: الدخل

ويتمثل في ثلاث مظاهر تميّز الاقتراض عن الملكية وهي :
الأولوية: يتمتع الدائنون بحق سبق المالك على ما يحققه المشروع من دخل فقبل كل شيء يجب الوفاء بجميع الالتزامات التي تقع على المنشأة نحو دائنها.
التأكد: عندما تتعهد المنشأة برفع فوائد على الأموال التي اقترضتها فيجب دفع هذه الفوائد بغض النظر عما تحققه من أرباح وإلا تعرضت للإجراءات القانونية.
المقدار: ما يحصل عليه الدائنون من دخل يتحدد بمقدار ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي تحققها المؤسسة.

الفرع الثالث: الأصول

إن هدف الدائنين و المالك عادة هو الرغبة في الحصول على الدخل بأشكال مختلفة عندما يستثمرون أموالهم في مشروع معين ولذلك من النادر أن ينفقوا على اقتسام أصوله عندما يصفى المشروع بصفة نهائية وهذا ما لا يمنع أن تصبح الأصول محل اهتمامات الدائنين وملاك المشروع إذا ما واجهت المنشأة متاعب و صعوبات أدت إلى القيام بتصفية أصولها.

الفرع الرابع: الإدارة و السيطرة

لا يوجد ما ينص على اشتراك الدائنين في إدارة المنشأة رغم أنهم قد يشترطون بعض الشروط في عقد الاقتراض مما يقيد نشاط الإدارة فقد يشترطون على المنشأة أن تحافظ على نسبة تداول معينة أو لا يقل حجم النقدية عن المستوى يجب المحافظة عليه ، وحتى لو لم تكن هذه الشروط مدونة في الاتفاقيات المكتوبة فإنه يمكن للدائن تحقيق درجة من السيطرة على مشروع نظرا لأن المنشأة لا تتوقع استمرار مساعدتهم إذا فشلت الإدارة في عملها.⁽¹⁾

المطلب الرابع: مشاكل ومخاطر التمويل**الفرع الأول: مشاكل التمويل**

إن المشكلة الاقتصادية التي تواجه غالبية الدول النامية هي بلا شك انخفاض حجم الاستثمارات بها نتيجة انخفاض قدرتها على التمويل الناجمة عن ضالة معدلات الادخار لهذه الدول و الأمر الذي

(1) : حكيم قسايبي وآخرون: المرجع السابق ص 68-69

يدعوها إلى الاعتماد على الدول المتقدمة للحصول على القروض اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية المتزايدة و المستمرة، و سنحاول هنا ذكر ولو باختصار مشاكل التمويل التي تعاني منها المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية:

1. اقتصار الوظيفة المحاسبية و المالية على أداء المهام المحاسبية البحتة (المحاسبة العامة) مع غياب مصلحة المحاسبة التحليلية التي تعنى بدراسة عنصر التكلفة و كل ما يتعلق بالضبط المالي و المحاسبي خاصة نظام الميزانيات التقديرية الذي يستعمل كأداة فعالة لضغط النفقات و زيادة الإيرادات.
2. نقص موارد التمويل المتاحة خاصة بالعملة الصعبة.
3. التضخم : حيث عندما تم تخفيض قيمة الدينار في 1994 بنسبة 40% أدى إلى خسارة صرف فادحة لهذه المؤسسات.
4. ندرة أدوات التمويل: عدم وجود سوق مالي لتداول الأسهم و السندات أدى إلى انعدام تمويلات متوسطة و طويلة الأجل نتيجة محدودية الموارد الذاتية للمؤسسات.
5. ارتفاع سعر الفائدة : في ظل الاستقلالية أصبحت البنوك تطلب شروط مجحفة في مقدمتها سعر الفائدة المرتفع و هو ما يؤثر كثيرا على سياسة الاستثمار.
6. طول مدة حصول المؤسسة العمومية الاقتصادية على مستحققاتها بسبب طول الإجراءات الإدارية من جانب الزبائن العموميين.
7. تراكم الديون الضريبية و شبه الضريبية قبل إجراء عملية التطهير المالي.⁽¹⁾

الفرع الثاني: مخاطر التمويل

قد تتعرض المؤسسات أثناء عملية تمويل مشاريعها الاستثمارية إلى عدة مخاطر تكون سببا في توقيفها أو تعطيلها أو في زيادة نفقات الانجاز، و التي لم تتوقعها المؤسسة من قبل ، و تكمن هذه المخاطر في:

أ. **الخطر القانوني:** وهو يخص تواجد المشروع ، نشاطه و علاقته مع الأعوان الاقتصاديين و الدولة (صلاحية مسيري السجل التجاري) وهي مخاطر تتمثل في :
التأكد من أن مسيري المؤسسة لديهم صلاحية التعامل مع البنوك لطلب القروض منها وتقديم منح و ضمانات.

يجب أن تكون النشاطات المنصوص عليها في السجل التجاري وهي نفسها المعروف بها في نظام المؤسسة.

ب. **الخطر البشري:** يتعلق هذا الخطر بالوضع الإنتاجية ويمكن حصره فيما يلي:

(1): بوالحيلة عبد الحكيم، مرجع سبق ذكره، ص262.

- توفير وسائل الإنتاج بصفة دائمة ومستمرة.
 - مصادقة المنتج لمتطلبات السوق.
 - توزيع الوظائف بين العمال، فكل الوحدات يجب أن تكون متوازنة.
 - وجوب توفير مصلحة للمراقبة، وذلك لمراقبة عملية الإنتاج و العمال.
- ج. **الخطر التسويقي:** مرتبط بالإدارة الخاصة بتصريف المنتوجات و المحيط الخارجي للمؤسسة لذلك يجب مراعاة السياسة الإعلامية التي يحظى بها المنتج يجب أن تكون فعالة، وكذا توفر الخبرة و الحيوية للقائمين بعمليات البيع وذلك للوصول إلى الأهداف المرجوة.
- د. **الخطر المالي:** وهو متعلق بالموارد المتاحة للمؤسسة و الوسائل الداخلية و الخارجية ألا و المتمثلة في الديون القصيرة و الطويلة المدى ، عجز أو عدم قدرة المؤسسة على تسديد المبالغ إلى أصحابها عند طلبها، و في الأخير يجب أن تتطابق مشتريات المؤسسة مع صفات المنتج.⁽¹⁾

(¹): شيخ توهامي حمزة و آخرون، المرجع السابق ص 49 .

خلاصة الفصل الأول :

تناولنا في هذا الفصل المؤسسة الاقتصادية وحاجتها للتمويل، وقد تبين لنا أن المؤسسة الاقتصادية هي نواة وجوهر أي اقتصاد وطني، وأن لها انواع عدة حس المعايير المعتمد عليها في التصنيف، ولو ان هناك نوع يلقي رواجاً وتشجيعاً كبيراً من قبل الاقتصاديين ألا وهو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما لها من مزايا كبيرة لمختلف الاقتصاديات النامية او المتقدمة، وحتى تؤدي هذه المؤسسات وظيفتها في الإقتصاد الوطني فهي تحتاج إلى العديد من الطاقات ولعل أبرز واهم هذه الطاقات هي الطاقة المالية او التمويل، هذا الأخير الذي يمكن الوصول أو الحصول عليه من مصادر داخلية في المؤسسة أولاً أو من مصادر خارجية، كما يمكن أن نلاحظ ان هذه المصادر منها طويلة الأجل ومنها المتوسطة ومنها القصيرة، ومنها التقليدية ومنها الإسلامية.....المهم أن هذه المصادر تختلف فيما بينها فكل واحدة منها تتطوي على مزايا وعيوب وخاطر، وحتى تستفيد المؤسسة من هذا الاختلاف والتنوع، لا يمكنها الإعتماد على مصدر تمويلي واحد ، وإلا عرفت جملة من المشاكل .

الفصل الثاني :

التمويل عبر سوق الأوراق المالية

تمهيد :

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى بإهتمام بالغة في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء و ذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية و توجيهها في قنوات إستثمارية تعمل على دعم الإقتصاد القومي و تزييد من معدلات الرفاه لأفراده . سنحاول خلال المباحث الأربعة التالية التعريف بالأسواق المالية ثم الوقوف على طبيعة سوق الأوراق المالية خاصة و آلية عمل البورصة و كذا أدوات التمويل عبر هذه السوق لتنتهي بتقييمها ، كما يلي :

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث : أدوات التمويل عبر سوق الأوراق المالية

المبحث الرابع : تقييم سوق الأوراق المالية

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية :

إن الأسواق المالية هي وسيلة ينتقي فيها شرط المكان لقيت تطورا خلال العقود الأخيرة و تنوعا من حيث التنظيمات و الأدوات و الوظائف و هذا ما سوف نتطرق إليه خلال هذا البحث حيث أننا سنقوم بتقديم التطور التاريخي و تعريف للأسواق المالية و أهميتها و إظهار أركانها و أنواعها .

المطلب الأول : التطور التاريخي للأسواق المالية و مفهومها :**• الفرع الأول : التطور التاريخي للأسواق المالية**

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل و تعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق و يعتمد كبر السوق على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية و هذا ما يطلق عليه Allocation Resources و قد إنعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية و هذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية و قد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام و الأداة التي يتم التعامل بها في تلك السوق و قد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود حاليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها :

- **المرحلة الأولى :** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة و إرتفاع نسبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشاريع تجارية و زراعية إلخ مما أدى ذلك إلى إتساع المعاملات التجارية و كبر حجم هذه المشاريع التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة حيث الفرد عاجزا لوحده الشيء الذي دفعه إلى الإقتراض من البنوك¹.

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

- **المرحلة الثالثة :** وقد تميزت بظهور البنوك المتخصصة في القرض المتوسط و الطويل الأجل مثل البنوك الصناعية و الزراعية و العقارية و بنوك التنمية و الإستثمارات إلخ .

و أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لسد إحتياجاتها من الأموال و لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

¹ محفوظ احمد جودة و آخرون: الأسواق المالية (مفاهيم و تطبيقات)، الطبعة الاولى، دار زهران للنشر و التوزيع ،عمان،الأردن 2010،ص22،23

- = **المرحلة الرابعة** : ظهور الأسواق النقدية و في هذه المرحلة إزدادت حركة الأوراق التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول و هذا يعتبر بداية إندماج السوق النقدي مع السوق المالي .
- = **المرحلة الخامسة** : وقد عرفت إندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية و إندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الإتصالات المختلفة و ظهور البورصات المالية و أصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع و شراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم و السندات¹.

• **الفرع الثاني** : مفهوم الأسواق المالية : و هي وسيلة (ينتمي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها (المشترون و البائعون و الوسطاء و المتعاملون الآخرون و الإداريون) من ذوي الإهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية و النقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول و توثيق و تعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية و المالية و النقدية ...) لفترات متباينة (طويلة و قصيرة) إعتقادا على (قوانين و أنظمة و تعليمات) إلى حد ما (عادات و تقاليد و أعراف) معتمدة (محليا أو دوليا) .

المطلب الثاني : أنواع الأسواق المالية : يوجد تقسيمات مختلفة للأسواق المالية يمكننا إيجازها فيما يلي:

- أولاً** : أسواق رأس المال : و تقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هما :
- 1- **الأسواق الحاضرة أو الفورية** : فهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية و الأسهم الممتازة و السندات على مختلف أنواعها و تتضمن الأسواق الحاضرة أو الفورية على الأسواق التالية : الأسواق المنظمة - الأسواق الغير منظمة .
- أ- **الأسواق المنظمة** : هي البورصات التي يتم بها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط و عادة ما يطلق عليها بالأسواق الثانوية و تتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الإكتتاب فيها من قبل ، بين حامل هذه الأوراق و بين آخر بالبيع أو الشراء و تعتبر الأسواق الثانوية من أهم الأسواق الرأسمالية لأنها تشكل الجزء الأكبر من العملية الإستثمارية و أصول إدارة المحافظ إضافة إلى أن الأسواق الأولية مرتبطة إرتباطا وثيقا بنجاح الأسواق الثانوية .
- ب- **الأسواق الغير المنظمة** : ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الإستثمارية و المصارف التجارية و بيوت السمسة ، و عادة ما يطلق عليها بالأسواق الأولية بإعتبارها هي الجهة المتخصصة بإصدار الأوراق المالية و طرحها للبيع لأول مرة و عادة ما يطلق على المؤسسات المصرفية أو بنك الإستثمار الذي يتولى القيام بعملية إصدار الأوراق المالية لأول مرة بنكير أو بنك الإستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة².

¹ - محفوظ احمد جودة و آخرون:المرجع السابق،ص 24,25.

² - محفوظ احمد جودة و آخرون:المرجع السابق،ص26,27.

الأسواق الإحتكارية : تتمثل هذه الأسواق في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في دول معينة حيث يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الإذخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة .

الأسواق المستقبلية : و تتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الإختيار و العقود المستقبلية . لقد بدأ التعامل بحقوق الإختيار في الـ و.م.أ في أوائل السبعينات و كانت بدايات حقوق الإختيار عقود مباشرة بين طرفي التعاقد أما الآن فقد أصبحت عقود الإختيار أكثر تنضيمًا حيث يتم معضمها من خلال مؤسسات تقاصي ، أما بالنسبة للعقود المستقبلية فهي موجودة من حيث تواريخ الإستحقاق حيث يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو بمضاعفاتها .

أسواق النقد : هي عبارة عن الأسواق التي من خلالها تتم عمليات الأقرض أو الإقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية و الأجنبية أو فيما بين البنوك المحلية و المؤسسات المالية المحلية الأخرى تتأثر السوق النقدية بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطابقة ، و تركز على عامل أساسي مهم سعر الفائدة ، و يتحدد سعر الفائدة بناء على العرض و الطلب على أن المعرفة التامة للسوق و العوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن المتعامل من معرفته تحركات و إتجاه أسعار الفائدة كما يجب التنويه على أهمية المؤشرات الإقتصادية و دورها البالغ في حركة إتجاه الأسعار صعودا و نزولا و كذلك طبيعة الظروف السياسية في البلد داته و الوضع الإقليمي و أثر ذلك على ميكانيكية السوق . و بلا شك فإن دور هذه المؤسسات قد يكون واضحا و بارزا في بعض الدول عنها في الدول الأخرى .

تقوم الشركات عادة بتوظيف جزء من سيولتها في أوراق مالية قصيرة الأجل لقرض الإستفادة من العائد الذي تدره هذه الإستثمارات .

إن الإستثمار في هذه الأوراق المالية (محفظة) بشكل مصدر ثانوي للسيولة في الشركة ، فإذا إحتاجت الشركة إلى سيولة إضافية غير متوقعة تقوم ببيع جزء من الأوراق المالية و في السنوات القليلة الماضية حيث كان معدل أسعار الفائدة القصيرة الأجل مرتفعا مما أدى لإزدياد أهمية الإستثمارات القصيرة الأجل و يثار السؤال ما هي العوامل التي يتوقف عليها حجم التوظيف في الأوراق المالية القصيرة الأجل ؟

هناك عوامل متعددة تؤثر في حجم الإستثمار بالأوراق المالية القصيرة الأجل و أهم هذه العوامل هي : معدل الفائدة التي يمكن الحصول عليها خلال فترة الإستثمار و التكلفة المترتبة على عمولات الوساطة في عمليات بيع و شراء الأوراق المالية و كذلك درجة التغيير في التدفقات النقدية للشركة. فإن ساد مثلا معدل الفائدة مرتفع في الأسواق المالية تكون التكلفة البديلة للإحتفاظ بالنقد عالية .

و هذا ما يحفز تحويل جزء أكبر من سيولة الشركة إلى أوراق مالية و بالعكس إذا إرتفعت عمولات الوساطة فإن تكلفة تحويل الأوراق المالية التي نقدية عند الحاجة تكون مرتفعة أيضا ، لذا

فإنه من الأفضل هنا أن تبقى الشركة النقدية مستقرة فإن إحتياطها لسيولة ثانوية صغيرة على شكل أوراق مالية تكون قليلة بخلاف الحال عندما تكون التدفقات النقدية كثيرة التقلب فإن إحتياجها للإستثمار في الأوراق المالية القصيرة الأجل يكون كيبا نسبيا ويكون ذلك يفرض مواجهة إحتياجاتها لنقدية غير متوقعة .

وتركز الشركة على الإستثمار التراكمي في محفظة الأوراق المالية القصيرة الأجل لغايات إستخدامها في تسديد دفعات ثابتة تستحق في أجال مستقبلية محددة به ، فقد ترغب الشركة إستخدام هذا التراكم لتسديد سندات دين أو قرض . أو شراء أصول رأسمالية ، لدفع ضريبة دخل مستحقة أو لتوزيع أرباح على المساهمين .

و يطرح السؤال ما هي العوامل التي يجب مراعاتها في إختيار الأوراق المالية ؟ هناك عوامل عديدة يجب مراعاتها و أهمها خطر التخلف عن الدفع السيولة و معدل العائد بالنسبة لخطر التخلف يحتفظ المدير المالي بتشكيلة من الأوراق المالية تتفاوت في المخاطرة إن أقل هذه الأوراق خطر هو أدوات الخزانة الحكومية القصيرة الأجل و تأتي بعدها تلك الأدوات الصادرة عن مؤسسات بحسب خطر كل منها و فيها يتعلق بالسيولة فإن الشركة ترغب بإقتناء الأوراق المالية التي يمكن تحويلها إلى نقدية بالكمية المطلوبة و يقصد بالسيولة سرعة التحويل إلى نقدية بأقل خسارة ممكنة فإن كانت عملية تسهيل الأوراق المالية تستغرق وقتا طويلا مع تحمل الخسارة في السعر فإن هذه الأوراق المالية لا تعتبر سائلة في هذه الحالة و المحافظة على السيولة بالمستوى المطلوب فإنها تفضل الإستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل فقط لأن الإستثمار بأوراق مالية طويلة الأجل من شأنه أن يعرض المركز المالي للشركة بسبب إحتمال تعرضها لتقلبات واسعة في سعرها السوقي عندما يحدث أي تغيير في معدلات الفائدة .

إن حرص الشركة بالإحتفاظ بأوراق مالية قصيرة الأجل يدفعها بتقبل معدل عائد منخفض ، فالعلاقة بين الخطر و الفائدة هي علاقة طردية بمعنى أنه كلما إزدادت سيولة الإستثمار كلما تبنى العائد على الإستثمار و بالعكس يزداد العائد عندما يكون الخطر عاليا . لذلك فالإحتفاظ بأوراق مالية قصيرة الأجل تحقق عائدا منخفضا هو أهم من الإحتفاظ بالسيولة بشكل نقدي¹ .

المطلب الثالث : أركان الأسواق المالية أو (المتدخلون في السوق المالي)

و يتكون من ثلاثة أركان أساسية هي :

الفرع الأول : فئة المقرضين أو المستثمرين :

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية و نقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن إحتياجهم الإستهلاكية و نقصد بالمؤسسات المالية و هي البنوك و بيوت السمسة و شركات الإستثمار القادرة على إستثمار بعض أموالهم في مشاريع إستثمارية تعود عليهم

¹ - محفوظ احمد جودة و آخرون:المرجع السابق.ص29.

بالنفع الوفير أو بعبارة أخرى تعود عليهم بالفوائد المالية و بمخاطرة ضئيلة هذا و من الجدير بالملاحظة أيضا أنه بمقدور هذه المؤسسات و هي البنوك و شركات الإستثمار و بيوت السمسرة القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما إستطاعت هذه المؤسسات الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان و عامل السيولة و هذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله و المحافظة عليها .

الفرع الثاني : فئة المقترضين أو المصدرين :

و تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال ، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن إحتياجاتهم الإستهلاكية و في هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال و لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن تكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمارية... إلخ
أما بالنسبة للأفراد فيمكن الإقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن تكون هناك عقدا مبرم بين المقرض و المقترض و هو الفرد عادة ما يدون في هذا العقد القيمة الإسمية للقرض و المدة الزمنية للقرض بسعر الفائدة و تواريخ دفع أقساط الفائدة و تاريخ إستحقاقها

و يمكننا القول أن فئة المقترضين ستقتصر في مقامنا هذا على فئة المصدرين للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال و التي عادة ما تقتصر كما سبق و أن ذكرنا على المؤسسات المالية و شركات الإستثمار و بيوت السمسرة كما يتضمن إصدار بعض الأوراق المالية من السندات مثلا على هيئات خاصة و الهيئات الحكومية كالبنك المركزي أو وزارة الخزانة ، و قد تم تقسيم الإصدارات للأوراق المالية مايلي :

إصدارات أهلية و حكومية - إصدارات أولية رسمية - إصدارات دين و ملكية - إصدارات مسجلة و لحامله - إصدارات قصيرة الأجل و طويلة الأجل - إصدارات مضمونة و غير مضمونة - إصدارات محلية و أجنبية .

الفرع الثالث : فئة الوسطاء أو الوكلاء :

فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين المستثمرين أو المقرضين و فئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية ، و عادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي مثل أو معنوي مثل بنك - شركة تأمين - مؤسسة مالية متخصصة و يقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال يمكننا إنجازها بالأتي :

أعمال السمسرة - صناعة الأسواق - التعهد بتغطية الإصدارات - العمل على إطالة فترة إستحقاق الدين - العمل على تقليل المخاطر و التكاليف التي يتحملها المستثمر .

المطلب الرابع : العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق .

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

أ- **الشروط الموضوعية :** تتضمن هذه الشروط العناصر التالية :

1- تنظيم الأسواق المالية : و يكون ذلك بتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومة و خاصة فيما يتعلق بـ عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين و ذلك من أجل المحافظة على إستقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية .

2- تنظيم المعاملات التجارية و يكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية .

3- تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية و ذلك بالتزامات الأنظمة و القوانين المرعية .

4- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدول تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر و المستثمر إذ أن المدخر قد يرغب الإستغناء عن إستثماره أو تنويعه و بدون سوق مالي فإنه قد يصعب عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول كذلك يكون في قدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت يشاء . و لذلك فإنه لنجاح أية سوق مالية لابد من نشر بيانات و معلومات عن الشركات القائمة و الحديثة و بيان أسعار أوراقها المدرجة و التي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها .

5- سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات و هذا بعد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين

6- جعل الإدخار إختياريا و ليس إجباريا .

7- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من إستثماراته و ذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضريبة .

ب) العوامل الشكلية : بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة فإنه يمكن أن نضيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تتلخص بالآتي :

1- الوضع الجغرافي ، أي موقعه الجغرافي و مدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية .

2- الإهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الإتصالات السلكية و اللاسلكية و المساكن ... إلخ .

3- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الإستثمار .

4- إرتفاع نسبة الإدخار عند الأفراد .

5- وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي و الإجتماعي داخل الدولة .

6- عدم وضع رقابة على الصرف .

7- وجود نظام ضريبي مرن و غير مغالي في أسعاره .

وعندما تتوفر الشروط الموضوعية و الشكلية فإنها تنتهز الفرصة لقيام سوق مالية أو نقدية فعالة و ناجحة¹.

المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية :

تعرضنا في المبحث السابق إلى ما هو السوق المالي و الآن سوف نتناول أحد أنواع أو مكونات السوق المالي ألا و هو سوق الأوراق المالية (البورصة) .

المطلب الأول : نشأة و تعريف السوق المالية :

• الفرع الأول - التطور التاريخي لمفهوم البورصة (سوق الأوراق المالية) :

تعود البدايات الأولى لظهور و تشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت بإسم (البورصات) و التي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال .

و ساهم في دفع هذه الأسواق إلى الظهور و الإنتشار الشركات المساهمة و إقبال حكومات بعض الدول و الملوك و خاصة بريطانيا إلى الإقتراض بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة و كذا تمويل الحروب ، و إرتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الإقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم و لا سيما الدول الرأسمالية ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في 1724 بموجب أمر ملكي ثم شرعت الدول في إنشاء أسواق الأوراق المالية .

و مع بداية القرن العشرين ، أمكننا ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات ، ليس فقط في باريس و إنما في كافة البورصات الدولية أيضا ، ففي الحقيقة ساعدت غزارة الإدخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا و فرنسا و الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان إلى إنطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة و بالطبع عادت و إنخفضت هذه الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينيات .

و أخيرا ، و مع نهاية عقد الثمانينيات يمكننا أن نلاحظ بأن ترتيب البورصات الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة و اليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها و تعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوروبية لندن - فرانك فورت - باريس².

¹ - محفوظ أحمد جودة و آخرون المرجع السابق ص ، 32

² - عصام حسين : أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان الأردن ، 2008 م ، ص 10 ، 13 .

الفرع الثاني : تعريف سوق الأوراق المالية :

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع و شراء عدد من الأسهم و السندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ، و لكن مع نمو شيكات الإتصال فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي و بالتالي سمحت بالتعامل مع خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول¹.

تعرف البورصة الأوراق المالية بأنها المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من صورة المدخرين و إنسابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأقل على ورقة مالية (أسهم و سندات أو مشتقات) و حصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية ، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (إستثمارات مالية) أو العكس و بمعنى آخر أن البورصة هي حلقة الوصل بين المدخرين و المقترضين أو الإطار الذي يجمع بين البائعين و المشترين للأوراق المالية و حيث عرفها البعض بأنها " المكان الذي تعقد فيه إجتماعات دورية في مواعيد معينة لأجل القيام بعمليات الشراء و بيع الأوراق المالية ، و قد يطلق هذا اللفظ على مكان الإجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد².

المطلب الثاني : أقسام بورصة الأوراق المالية :

من أجل أن تؤدي بورصة الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تقسم إلى أنواع و على النحو التالي:

الأسواق الأولية : the primary markts

و هو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين و الدائن أو الشركة المصدرة للأسهم و الشخص المكتتب به لأول مرة و بالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى إستثمارات جديدة لم تكد قائمة في السابق أو إضافة إلى إستثمارات قائمة . و بالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم أو السندات) من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي و ذلك بهدف توجيه حصيلتها لإستثمارات ما به قصيرة و طويلة الأمد و ذلك من خلال إتباع بعض أو كل الأساليب التالية :

¹ - عصام حسين : المرجع السابق ، ص 18

² - فيصل محمود الشواورة : الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العملية) ، الطبعة الأولى ، داروائل للنشر و التوزيع ، عمان الأردن 2008 م ص 45 .

أسلوب البيع المباشر : و يتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين الطبيعيين و المعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي ، ذلك لتوفير الوقت و الجهد و عدم الإلتزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية و شروط قاسية بالإضافة إلى عدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

أسلوب المزاد : يتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن كميات المواد بيعها و سعر البيع حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار .

أسلوب البيع غير المباشر : و يتم من خلاله قيام الطرف الثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الإكتتاب و التسويق و البيع على المستثمرين ، و ذلك من أجل تلاقي التكاليف العالية و الشروط القاسية و تجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك تكاليف و عمولات إضافية لابد و أن يتقاضاها هذا الوسيط و الذي قد يكون بنكا إستثماريا أو بنكا تجاريا حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بإستدعاء النصح و المشورة حول الحجم و التوقيت و الجدوى من الإصدار و يتولى إتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار و البيع .

الأسواق الثانوية : the secondary markets

السوق الثانوية هو المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة ، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع و المشتري و ذلك طبقا لسعر السوق السائد وقت البيع و الشراء و سواء كان ذلك من خلال أسواق منظمة أو غيرها .

و بالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم التداول (بيعا و شراء) على الأوراق المالية التي سبق و أن تم إصدارها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية ، و إنما تتحرك بإستمرار بين مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة) ، و بالتجاه واحد فقط أي أن الحصيلة النقدية في السوق الثانوي تذهب من و إلى حملة الأوراق المالية و ليس المؤسسات أو الشركات المصدرة للأوراق المالية ، كما هو الحال في السوق الأولية ، الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من إفصاح لحظي عن القيمة الإقتصادية للشركات المصدرة و هذه الأسواق في الحياة العملية تنقسم بدورها إلى قسمين :

الأسواق المنظمة : و هي ترتبط في قانون و نظام و مكان و زمان واضح و معلوم ، و تعتمد في البيع و الشراء على السماسرة الذي يعملون لحساب غيرهم و يتم التعامل فيها على أساس المزاد و يترتب على التعامل فيها بعض التكاليف و العمولات النقدية و أهم شروطها توجيه المدخرات نحو الإستثمارات المختلفة ، و وجود الحد الأدنى من الإستقرار السياسي و ضمان حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد مجز أو معقول ، إستقرار سعر العملة أمام العملات الأخرى ، و سهولة الإعلام عن فرص الإستثمار المتاحة .

الأسواق غير المنظمة : و هي ترتبط بقانون و نظام محدد ، و لكنها لا ترتبط في مكان و زمان محدد و لا تعتمد على السماسرة ، و إنما على التجار الذين لديهم مخزون و يتاجرون لحسابهم ، و ليس لحساب غيرهم ، و لا يترتب على التعامل فيها أية تكاليف أو عمولات سمسرة أو وساطة .

و نلاحظ هنا أن أسواق الأوراق المالية الثانوية بقسميها أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع و الشراء لصالح المستثمرين و هؤلاء هم :

السماسرة : و هم الأشخاص الذين يعملون لحساب المستثمرين ، مقابل عمولات الخدمة و غيرها من الأتعاب المهنية .

التجـار : و هم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم الشخصي ، مقابل مكاسب الفروقات بين أسعار البيع و الشراء أو العكس .

السماسرة و التجـار: و هم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم الشخصي و حساب المستثمرين في آن واحد مقابل العمولات و فروقات الأسعار بين البيع و الشراء و العكس .

سماسرة السماسرة : و هم الأشخاص الذين يعملون لحساب السماسرة الوكلاء نتيجة لتزايد أحجام التعامل و يطلق عليهم سماسرة العامة .

المتخصصون : و هؤلاء هم الذين يتخصصون في بيع و شراء ورقة محددة أو مجموعة أوراق مالية معينة و يقومون بدور التاجر و السمسار في نفس الوقت ¹ -

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين أسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة و غير المنظمة) فإنه يمكن إضافة الأقسام التالية :

الأسواق الثالثة : هي قطاع من السوق غير المنظمة ، و يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق ، و بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء و بيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت ، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الإستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات ، و الأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية .

الأسواق الرابعة : و يقصد بها المؤسسات الكبرى و الأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة ، و التي يكون الهدف منها و ذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة و إستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى ، و يساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات و الحاسبات الآلية . لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرم الصفقات بسرعة و بتكلفة أقل ² .

¹ - فيصل محمود الشواور ، المرجع السابق ، ص 55 ، 56 .

² - عصام حسين : المرجع السابق ص 21 .

المطلب الثالث : أركان سوق الأوراق المالية :**الفرع الأول : إدارة بورصة الأوراق المالية :**

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية و التنظيمية يتمثل جلها في التالي :

لجنة او مجلس إدارة البورصة : و تتكون من عدد من السماسرة المنتخبين ، و لها مكتب مكون من رئيس و نائب و أمين صندوق ، و يتفرع عنه لجان فرعية ، و تكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمن سير العمل ، و ممارسة دور السلطة -----على المندوبين والوسطاء و السماسرة وتحديد الحد الأدنى و الأعلى للأسعار .

الجمعية العامة : و تتكون من أعضاء البورصة العاملين حيث تختص بإنتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة و التصديق على الميزانية العمومية و الحسابات الختامية و مناقشة كافة الأعمال و الأنشطة .

اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية : و تختلف من بورصة إلى أخرى ، إلا أنها غالبا ما تختص بإتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين و الأنظمة و الإجراءات ذات العلاقة .

هيئة التحكيم : و تختص بالفصل في جميع المنازعات التي تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك إتفاق على التحكيم ، و تكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة .

مجلس التأديب : و يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه ، و عضوية أحد الأعضاء العاملين و تختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين و الأنظمة القائمة .

مندوب الحكومة : و يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين و اللوائح المعمول بها ، و حضور إجتماعات الجمعية العامة و جلسات لجنة البورصة .

الفرع الثاني : الفئات التي يقوم عليها السوق :

يقوم السوق على الفئات التالية :

فئة المقرضين أو المدخرين أو المستثمرين : و هي فئة مصدري الأموال في السوق و تتمثل في الأفراد و الشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائدها النقدية بالأفراض المباشرة أو شراء الأوراق المالية .

فئة المقترضين أو المستثمرين أو البائعين : و هي فئة من الأموال في السوق و تتمثل في الأفراد و الشركات التي تزيد نفقاتها عن دخولها و ترغب بتغطية الإستثمار أو العجز لديها ، بالإقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية .

فئة الوسطاء الماليون : و هي فئة السماسرة و تابعيهم و تشمل على :

السمسار : و يكون شخص ذو كفاءة و خبرة المختص في شؤون الأوراق المالية من بيع و شراء مقابل حصوله على العمولة من البائع و المشتري معا .

المندوب الرئيسي : و هو من مساعدي السمسار و يعمل عنده بإسمه و مقابل الأجر .

الوسيط : و هو أيضا من مساعدي السمسار و هو بمثابة أداة الإتصال بين العميل و السمسار .

و هناك قواعد ينبغي مراعاتها عند إختيار السمسار و هي كالآتي :

- أن يكون مقيد لدى البورصة .
- مشهود له بالامانة و الصدق .
- له مقدرة مالية عالية .
- له قدرة عالية على تقديم البيانات و المعلومات ¹.

المطلب الرابع : آلية عمل البورصة :

على كل من يرغب بإستثمار أمواله في البورصة أن يقوم بإحدى العمليتين التاليتين :

إما أن يفتح مباشرة حساب في إحدى الشركات المسجلة في البورصة و هذا يتطلب فقط تقديم ما يثبت حالته المدنية (الهوية الشخصية) وتوقيع أو أن يمر إلى البورصة عن طريق المصرف الذي يتعامل معه بفتح حساب ملح بحسابه المعادي .

* الفرع الأول : قواعد و إجراءات التعامل في السوق :

تمثل قواعد و إجراءات التعامل في السوق الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين ، لذلك فإن دقة صياغتها و سهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الإتصال بين الأطراف المعنية ، و تمهيد السبل لإبرام صفقات ناجحة ، كما تساهم القواعد و الإجراءات السلمية في رفع كفاءة السوق .

و تأخذ الأوامر أحد صورتين (حجم الأوامر) .

- أوامر بكلمات غير كسرية .

- أوامر بكميات كسرية .

و عادة ما تكون تكلفة السهم (نصيب السهم من العمولة) داخل الكمية الكسرية أعلى من مثيله داخل الكمية غير الكسرية .

* الفرع الثاني : أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء :قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل ، وتنقسم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية

1 - الأوامر المحددة : تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعر معيناً لتنفيذ الصفقة ، أما عيوبه هي أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد و بالتالي لا تنفذ الصفقة حتى و إن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد فإن قاعدة ---- أو لا ينفذ أو لا قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً .

و في هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر :

¹ - فيصل محمود الشواره : المرجع السابق ص 59 ، 62 .

أوامر السوق : من أكثر الأوامر شيوعا ، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العمليات المطلوبة على وجه السرعة و بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت إستلام الأمر .
الأوامر المحددة لسعر التنفيذ : و نظرا لأن الأمر لا يتضمن سعر معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في حقائق محدودة .

مزاياه : السرعة و ضمان التنفيذ .

العيوب : عدم العميل بالسعر إلا عند إخطاره به ، ولكن في الاسواق ذات الكفاءة العالية (بورصة نيويورك مثلا) لا تكون لتلك العيوب وزن كبير على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة .

الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت : تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ، وتتراوح مدة الأمر بين يوم ، أو أسبوع ، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا (أي لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ) .

الأوامر المحددة لوقت التنفيذ :

الأوامر المحددة للسعر خلال فترة زمنية معينة : تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة .

الأمر المفتوح في حدود سعر معين : لا تحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه ، و يقوم السمسار بإغتمام الفرصة و ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء أو أعلى منه في حالة البيع و عادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر .

مزاياه : يعرف المستثمر مقدما و إلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه البيع أو الشراء .

أوامر الإيقاف : لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو يتعداه ، و يوجد نوعان من أوامر الإيقاف .

أوامر تتعلق بالبيع : يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو إنخفض عنه .

أوامر تتعلق بالشراء : يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعده ، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر ، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف¹ .

المبحث الثالث : أدوات التمويل عبر سوق الأوراق المالية :

¹ - عصام حسين : المرجع السابق ص 87 ، 88 ، 89 .

الأوراق المالية هي عبارة عن أدوات أو مجالات إستثمار و تمويل طويلة و قصيرة الأجل يتم التداول عليها في سوق منظم خاص بها يسمى بسوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية و المتمثلة في الأسهم و السندات و المشتقات المالية .

المطلب الأول : السندات :

مفهوم السندات : و هي عبارة عن وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) يدفع مبلغ معين من المال (القيمة الإسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الإسمية بتاريخ معينة و بالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو إقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة ، و تعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية و بمعدل فائدة محدد بتاريخ إستحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا ، و تتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل من قيمتها الإسمية أو بفوائد دورية منتقضة نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين ----- بإستعادتها بتاريخ إستحقاق معينة بقيمتها الإسمية ، و الفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه ، المستثمر و في الوقت نفسه تعد هي التكلفة التي يتحملها المقترض أو البائع مقابل إعادته لهذه النقود ، أما السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن و إعادته للمشتري بعد إنقضاء فترة زمنية محددة و لهذه السندات خصائص يمكن إجمالها بالتالي :

- = تعد أداة دين المشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية .
- = يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة .
- = يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة .
- = تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها .
- = تحقق للمقترض ميزة ضريبية و ذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي .

و هذا يصاحب هذه السندات نوعين أساسيين من الوثائق هما :

- شهادة السند **Bond certificate** : و هي الوثيقة التي تعبر عن الملكية و يتم الإفصاح فيها من توقيت و طريقة تسديد الفوائد و القيمة الإسمية للسند .
- وثيقة عقد إصدار السند : و هي وثيقة التي توضح مسؤوليات و واجبات كل من المصدر و حامل السند .

الفرع الثاني : أنواع السندات : تنقسم إلى الأنواع التالية :

* من حيث جهة الإصدار .

حكومية : تصدر عن طريق الحكومة و المؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو تمويل مشاريعها الإستثمارية .

غير حكومية : تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية و السندات العقارية و غيرها و ذلك لتلبية إحتياجاتها التمويلية المختلفة .
* من حيث مدة الأجل .

قصيرة الأجل : تستحق خلال عام و تكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا .
متوسطة الأجل : تستحق خلال سبع سنوات و تكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا .

طويلة الأجل : تستحق بعد سبع سنوات و تكون معدلات فوائدها عالية نسبيا .
* من حيث الشكل :

باسم مالکها : لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية .
باسم حاملها : تنتقل ملكيتها بمجرد الإستلام و لا يذكر فيها إسم المستثمر .
* من حيث الجنسية .

محلية : تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين .
أجنبية : تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب و يتم التداول عليها أيضا في الداخل تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كذلك التي يصدرها البنك الدولي .

* من حيث الضمان :

مضمونة : تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة عن الوفاء بالتزاماتها .

غير مضمونة : لا تعطي حاملها حق وضع اليد من الأصول الضامنة لها و إنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية و الممتازة .
* من حيث طبيعة الفائدة .

فائدة ثابتة : تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة .

فائدة متغيرة : تكون الفائدة عليها متغيرة و تتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق

* من حيث قابلية التحويل :

قابلية للتحويل : يعطي لصاحبها الحق بإستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين خلال مدة معينة .

غير قابلة للتحويل : لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق بإستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة .
المطلب الثاني : الأسهم :

الفرع الأول : تعريف الأسهم :

تعريف : تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس مال شركات المساهمة و حصص التوصية في (شركات التوصية بالأسهم) من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهما ، و يتم الإشارة إليها أحيانا بمصطلح (حصة) في شركة و تاريخيا تميل الأسهم إلى الإرتفاع في القيمة بمرور الوقت ، كما أنها تتمتع بأفاق لتحقيق أداء أفضل من أنواع الإستثمار الأخرى على المدى الطويل ، و رغم ذلك فإن الأسهم تكون عرضة لتقلبات سعرية أكبر من الأدوات المالية الأخرى ، و يتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك ، حيث يوضح كل صك مايلي :

= القيمة الإسمية للأسهم .

= إسم الشركة المصدرة للسهم .

= نوع السهم ورقمه .

= عدد الأسهم بالصك ¹ .

الفرع الثاني :أنواع الأسهم :

يوجد العديد من أنواع الأسهم في البورصة ، مثل الأسهم العادية و المجانية الممتازة و أسهم الخزينة ، و المقيدة و غير المقيدة ، و يمكن التمييز بين كل هذه الأنواع في البورصة كمايلي :

الأسهم العادية : هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة و تعطى لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة ، و الحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا ، و قرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها ، و في حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات و حملة الأسهم الممتازة .

الأسهم المجانية : هي توزيعات تقوم بها الشركة تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات في صورة أسهم عادية و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة إمتلاكهم للأسهم العادية ، و تعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس المال للشركة و المتولدة عن إحتجاز أجزاء من أرباح الشركة ، و بالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال .

الأسهم الممتازة : و هي فئة من الأسهم التي تمنع لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي ، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية ، في الحصول على نسبة أرباح الشركة ، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية ، و بعد حملة السندات .

أسهم الخزينة : هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عند طريق عملية شراء من خلال بورصة الأوراق المالية ، و أسهم الخزينة لاحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها .

¹ - فيصل محمود الشواربة . المرجع السابق ص 75 ، 76 ، 77 ، 78 .

و حق التصويت : هو الحق الممنوح لحامل السهم العادي في التصويت على سياسات و قرارات الشركة في إجتماع الجمعية العامة التي تعقد سنويا و يرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات الشركة ، كلما زادت نسبة ملكية المستثمر في أسهم الشركة كلما إزداد حقه في التصويت على قرارات الشركة .

الأسهم المقيدة : القيد عبارة عن تسجيل و تصنيف السهم في البورصات سواء المحلية أو العالمية و ذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد هذه . و ذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من هذه العملية ، و الأسهم المقيدة تعني أسهم الشركة المقيدة في البورصة و جميع البورصات العالمية لديها قواعد و شروط .

الأسهم غير المقيدة : هي الأسهم التي لم تتقدم بطلب قيدها بالبورصة أو لا تستوفي معايير وشروط القيد بالبورصة فهي أسهم غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات العالمية .

الأسهم المميزة : Blue chips : هي أسهم الشركات ذات الجودة و المصداقية و القدرة على تحقيق نتائج جيدة في معظم الأوقات .

كوبون الأسهم : و هو الذي يمثل العائد على الأسهم ، و هذا يعد بمثابة الربح الذي جناه السهم من إستثماره في الشركة ¹ .

جدول رقم 1-1 : أهم الفروق بين الأسهم و السندات .

السند : د :	السهم : م :
1 - دين على المؤسسة	1 - جزء من رأس المال
2 - عائد السند حق ثابت لا يتأثر بخسائر المؤسسة	2 - ربح السهم يتغير و قد يكون خسارة
3 - ليس لحامل السند الحق في التصويت و الإدارة	3 - لحامله الحق في الرقابة و التصويت و الإدارة
4 - يسترد حقه في نهاية مدة القرض .	4 - لا يستورد ماله إلا من خلال التصفية أو الربح
5 - فوائد السندات لا تخضع للضريبة .	5 - توزيعات الأسهم تخضع للضريبة .
6 - حق الأولوية على المساهمين و الدائنين الآخرين	6 - حقوق المساهمين تأتي بعد حقوق حملة السندات
7 - تصدرها الشركات و الحكومة و المؤسسات المالية .	7 - تصدرها فقط شركات المساهمة -

المصدر : من اعداد الطلبة ، بالاعتماد على المعلومات السابقة

¹ - عصام حسين : المرجع السابق ص : 100 ، 101 .

المطلب الثالث : أدوات مالية لصيقة بالأسهم و السندات : (المشتقات المالية) . الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية :

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلفة و التي من خلالها يمكن بيع و شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية . أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد و على خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم إسترداده و ليس هناك عائد مستحق على الإستثمار ، و تستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة . و تشمل إدارة المخاطر ، و التحوط ضد المخاطر ، و المراجعة بين الأسواق و أخيرا المضاربة . و تعرف المشتقات أيضا : بأنها ليست أصولا مالية ، و ليست أصولا عينية و إنما هي عقود كسائر العقود المتعارف عليها حقا لطرف و إتزاما على الطرف الآخر و يعرف صندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي و تتطلب إستثمار لأصل المال في هذه الأصول ، و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس السعر أو العوائد ، فإن أي إنتقال لملكية الأصول محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري¹ .

الفرع الثاني : أنواع المشتقات المالية :

من أبرز أشكال المشتقات المالية :

العقود المستقبلية : تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الإستثمار في الأسواق المالية ، فهي تشبه العقود الآجلة قديما ، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري ، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه مسبقا . ففي حالة العقد المستقبلي يتم تحديد كمية الأوراق المالية و الأسعار و تاريخ تنفيذ الصفقة الذي يكون لاحقا ، و العقود المستقبلية هي أوراق قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية و هذا ما يميزها عن العقود الآجلة .

عقود الإختيار : يمثل عقد الإختيار ورقة مالية ذات سمة خاصة ، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة و يطلق عليها الإختيار الأمريكي ، أو في تاريخ محدد و يسمى بالإختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مسبقا .

الإختيار هو حق و ليس إتزام ، بمعنى أن حامله لديه حق شراء أو بيع الأوراق المتفق عليها حسب نوع العقد ، إلا أنه غير ملزم بذلك ، و يتضمن هذا الإختيار مكافأة يدفعها المشتري الحق للمحرر ، و هو ورقة مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية .

عقود المبادلة : عقد المبادلة هو عقد بين طرفين يتضمن مبادلة ورقة مالية بورقة مالية أخرى بأسعار و شروط أخرى متفق عليها عند التعاقد على أن يتم تبادل الأوراق المالية في تاريخ لاحق ، و يعتبر

¹ - معهد الدراسات المصرفية ، (المشتقات المالية) . مجلة إضاءات ، العدد الثاني ، الكويت 2010 . ص 100 .

التحوطون الذين يبحثون عن تخفيض المخاطرة و المضاربون الذين يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية أهم المتعاملين بالأوراق المالية المشتقة ، فسوق الأوراق المالية تتيح فرصة تدنية المخاطر ، كما تتوفر على أدوات مالية متنوعة تميزها عن الأسواق المالية الأخرى¹.

المطلب الرابع : آلية تعامل (تداول) الأوراق المالية :

إن التعامل مع الأوراق المالية بيعا و شراء يمر عبر إتباع الخطوات التالية :

أولا : إتصال المستثمر الراغب بشراء أو بيع الأوراق المالية بأحد الوسطاء أو السماسرة للإستمتاع للنصح و المشورة بخصوص نوع و عدد الأوراق المالية الملائمة للإستثمار في الوقت الحالي ومن ثم الإتفاق معه على التنفيذ مقابل الحصول على العمولة .

ثانيا : قيام المستثمر الراغب بشراء و بيع الأوراق المالية في حال الإتفاق مع الوسيط أو السمسار بفتح حساب نقدي أو على المكشوف لدى الأخير وذلك لتمويل عمليات البيع و الشراء لصالح المستثمر و بناء على طلبه .

ثالثا : إعداد و إصدار طلبات البيع و الشراء للأوراق المالية المرغوب فيها للوسيط أو السمسار و فقا للأوامر التالية :

- الأمر السوقي و يتمثل في الطلب من السمسار القيام ببيع و شراء الأوراق المالية طبقا لأحسن أو أفضل سعر و هو أسرع الأوامر تنفيذا .
- الأمر المحدود و يتمثلة في الطلب من السمسار القيام ببيع و شراء الأوراق المالية بكمية و سعر محدد سلفا و خلال فترة معينة من الزمن و هذا النوع من الأوامر يأتي في المرتبة الثانية من حيث السرعة .
- أمر التوقف عن الخسارة و يتمثل في الطلب من السمسار القيام ببيع الأوراق المالية عند إنخفاض الأسعار عن حد معين و هذا النوع من الأوامر من حيث السرعة يأتي في المرتبة الثالثة

رابعا : نقل ملكية الأوراق المالية في مركز الإيداع و دفع ما يترتب عليها من رسوم و عمولات و حسب ما تقتضيه الأنظمة و التعليمات المعمول بها و كل ذلك من خلال الحساب المفتوح لدى الوسيط أو السمسار² -

¹ - بوعاملي ياسين ، الخصصة و دور السوق المالية في تفعيلها " دراسة بعض التجارب المغاربية " ، مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير في العلوم الإقتصادية ، جامعة منتوري ، الجزائر 2009-2010 ص 57 ، 58

² - فيصل محمود الشاوري ، المرجع السابق ص 105 ، 106 .

المبحث الرابع : تقييم سوق الأوراق المالية :

المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية :

الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية : يعرف منير إبراهيم هدى كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه " السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية ، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة ، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم ، و بالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من مخاطر ، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن إمتلاكه ، و المخصصة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراءه .

الفرع الثاني : خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة : وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن إستخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء .

يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم .

المعلومات متاحة للجميع من مقرضين ، مستثمرين ، الإدارة ، الجهات الحكومية ، مراقبي لحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة .

وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر (أن يحقق عائدا) على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق .

الفرع الثالث : أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية : يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال و هما :

الكفاءة الكاملة : يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر ، فتوقعات المستثمرين متماثلة ، و المعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف ، و عليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر الشروط التالية :

أ - شفافية المعلومات و سرعة إنتقالها للجميع وبدون تكاليف .

ب - حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ، و لا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق ، أو على بيعه و شراءه لأي كمية من الأسهم و للشركة التي يرغب فيها .

ج - توجد عدد كبير من المستثمرين ،أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة .

د - رشادة المستثمرين ، و سعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة .

الكفاءة الإقتصادية : وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و إنعكاسها على أسعار الأسهم ، و ذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات و الضرائب (المتوقع وجودها و المسموح بها لحد معين إقتصاديا) نتيجة الغلاف في السعر ، و تقوم الكفاءة الإقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم ¹ .

المطلب الثاني : مزايا و عيوب الإستثمار في الأوراق المالية :

الفرع الأول : مزايا الاستثمار في البورصة

للإستثمار في الأوراق المالية مزايا كثيرة يمكن إجمالها بالتالي :

1. الإدراج في البورصة يقدم لك عدة مزايا:
2. يمكنك بكل بساطة من تمويل مشاريعك بأدنى تكلفة:
3. يساعدك على الاستفادة من إعفاءات ضريبية مهمة
4. يمنحك علامة حسن الحكامة
5. رفع من صيت و شهرة الشركة
6. يضمن لشركتك نجاحا مستديما
7. يعينك على تحفيز و تعبئة موظفيك
8. يساعدك على إرضاء حملة أسهم شركتك² .
9. يوجد للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة و التنظيم من النادر أن تتوفر على الأدوات الإستثمارية الأخرى ، فهناك سوق أولي و سوق ثانوية كما يوجد أحيانا سوق ثالث و سوق رابع .
10. إنخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بالأدوات الإستثمارية الأخرى .
11. سهولة عملية تقويمها و إحتساب معدلات عوائدها و ذلك لكونها تتمتع بخاصية التجانس من حيث قيمتها و ثبات شروطها .

¹ - مفتاح صالح ، معارفي فريدة ،(متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها) مجلة الباحث العدد 7 ، جامعة محمد خيضر - بسكرة الجزائر 2009 - 2010 ص 181 ، 183

² - <http://www.casablanca-bourse.com>

12. وجود المختصين و القادرين على تقديم الخبرة و المشورة للمستثمرين كالموسطاء و السماسرة

الفرع الثاني : عيوب الاستثمار في البورصة

عيوب الإستثمار في الأوراق المالية فيمكن عرضها كالتالي :

1- عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها و بالتالي إرتفاع درجة المخاطرة عند الإستثمار فيها لكن هذا بالطبع لا يمنع وجود أوراق مالية غير الأسهم العادية كالسندات و الأسهم الممتازة أو المشتقات يمكن لها أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات .

2 - عرضة لتقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد خاصة إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل كالسندات ¹ .

3- عرضة لمختلف الأزمات

المطلب الثالث : أزمات البورصات :

من أهم الأزمات التي شهدتها البورصات الدولية .

الفرع الأول : الأزمة الإقتصادية الكبرى (1929 - 1933) : حيث إنخفضت قيمة الأسهم في بورصة نيويورك بحوالي (85) مليار دولار .

في خريف عام (1929) إنهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة و بنفس الوقت بدأ الإنخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية مما أدى إلى ظهور أزمات في موازين مدفوعات هذه الدول تراكفت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملة ، مما نتج عنه إنهيار النظام الذهبي في معظم الدول تسببت هذه الأزمة في إنخفاض قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي (50 % 84 %) ، بالمقارنة مع مستوى ما قبل الأزمة .

الفرع الثاني : أزمة (1969 - 1970) عندما إنخفضت أسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك بحوالي (300) مليار دولار .

بدأت هذه الأزمة عام 1967 بتدني معدلات النمو في إقتصاد معظم الدول الصناعية الغربية . و من أهم أسباب ظهور هذه الأزمة :

= اتساع الفروقات بين مستويات أسعار الصرف الرسمية للعمولات و أسعار الصرف الفعلية في الأسواق.

= عدم التناسب و التطابق بين الأسس التي قام عليها النظام النقدي الدولي و التطورات الاقتصادية الدولية.

= ارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية .

¹ - فيصل محمود الشواور ، المرجع السابق ص 88 - 89 .

= انخفاض أسعار الأوراق المالية بشكل حاد و السبب في ذلك يعود أساسا إلى ارتفاع أسعار الفائدة و التوقع استمرار ارتفاعها .

الفرع الثالث : أزمة الاثنين الأسود(1987/10/19): بلغت أسعار الأوراق في البورصات الدولية أدنى مستوى لها في 17 أكتوبر 1987 حتى أطلق على ذلك التاريخ يوم الاثنين الأسود فقد كان المتعاملون يحاولون التخلص مما في حوزتهم من الأوراق المالية بأي سعر و في أذهانهم تمثل أحداث أزمة (وول تسريت) خلال الفترة (1929 – 1933) و ما خلفته من نتائج مأساوية في يوم الاثنين (19-10-1987) اندلعت الأزمة في وول تسريت بنيويورك حيث فقد مؤشر (داو جونز) الذي يعبر عن تقلبات أسعار (30) نوعا من أسهم الشركات الصناعية الأمريكية حوالي (508) نقاط في ذلك اليوم فقط . أي نفسه (21.6%) من مستواه السابق البالغ (2247.0) نقطة بينما أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة (2722.4) نقطة . في اليوم المذكور هبطت أسعار الأسهم في نيويورك بنسبة (26%) و قد بلغت الخسائر 800 مليار دولار في نيويورك بنسبة 26% . 22% في لندن . 17% في طوكيو . 15% في فرانكفورت ، 12% في أمستردام . و من أهم أشكال التدخل التي وضعت لمعالجة الأزمات :

- = إيقاف التعامل مؤقتا في بعض البورصات
- = استخدام سياسة أسعار الفائدة (تخفيض أسعار الفائدة) لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية
- = تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع و الشراء كمتعامل و بالفعل ساهمت هذه الإجراءات نوعا ما في إعادة الاستقرار تدريجيا إلى الأسواق المالية .

الفرع الرابع : الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

هي أزمة مالية حدثت بفعل مجموعة متراكمة من الأسباب كان آخرها واقع قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي صيف عام 2007 تزايدت حالات التخلف عن سداد دفعات الرهن العقاري بصورة كبيرة جدا وكذلك تزايدت حالات حبس الرهن بسبب عدم قدرة المقترضين في الولايات المتحدة الأمريكية على سداد دفعات الرهن العقاري لمساكنهم، كانت هذه الأمور مؤشرات على ان سوق قروض الرهن العقاري قد دخلت في أزمة حقيقية، وفي ضوء تزايد حالات التخلف عن السداد وتزايد حالات حبس الرهن فقد اتجهت أسعار المساكن نحو انخفاض سريع وبصورة حادة، وقد أدى هذا الانخفاض في الأسعار إلى خسائر كبيرة جدا في الثروة الخاصة بالمساكن في الولايات المتحدة الأمريكية— وقد أدت الأزمة العالمية إلى توقف مفاجئ في منح القروض بما في ذلك عمليات الإقراض بين المؤسسات المصرفية، وقد كان لهذا التوقف المفاجئ في الإقراض آثار سلبية جوهرية أدت إلى انهيار الكثير من المؤسسات، واستمرت الأزمة في التفاقم في عام 2008 ، وتحولت إلى أزمة مالية عالمية تمخضت عن دخول الاقتصاد العالمي مرحلة الكساد .وقد صاحب هذه الأزمة المالية العالمية تهاوي أسعار النفط وموجات من الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في غالبية الأسواق

العالمية وشح السيولة في القطاع المالي والمصرفي العالمي وصعوبات لتمويل التجارة الدولية وارتفاع مستويات البطالة، الأمر الذي حدا بالعديد من الدول للتدخل في محاولة لإنقاذ انهباءر القطاع المالي والمصرفي والحد من المزيد من تراجع في النشاط الاقتصادي .أما دول الاقتصاديات الناشئة والتي كانت تعتبر شبه معزولة عن الأزمة، فقد تعرضت هي الأخرى إلى ضغوطات تدهور شروط التمويل . ومن الملامح المتعلقة بسوق الأوراق المالية فقد لوحظ تراجع جوهري في اسواق الأسهم حيث يؤكد بعض الاقتصاديون (DOWD 2008) على أن الأزمة المالية العالمية تسببت في تراجع جوهري في أسواق الأسهم في الدول المتقدمة والناشئة والنامية، وقد بلغت قيمة معدل هذا التراجع حوالي 60% في أسواق الأسهم لبعض الدول مثل (الصين)، وكانت قيمة معدل هذا التراجع حوالي 30% في أسواق الأسهم لدول أخرى خصوصا بعض الدول الغنية – وأشار (Janes 2008) إلى أن الأزمة المالية العالمية التي تعمقت بصورة كبيرة في شهر تشرين الأول 2008 أدت إلى خسارة بحوالي 25 تريليون دولار في قيمة أسواق الأسهم العالمية، ولم يكن احد من الباحثين والمحللين الاقتصاديين والماليين يتوقع هذا الحجم الضخم من الخسائر بفعل هكذا أزمة مالية¹ .

¹ - انظر إلى : - يوسف أبووقارة، ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية، ص : 19، 21 - صندوق النقد العربي ، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2009 ، ص ص : 3-8

خلاصة الفصل الثاني :

تعرضنا في هذا الفصل إلى التمويل عبر سوق الأوراق المالية أو ما يعرف إختصارا بالبورصة، حيث يعتبر أحد مصادر التمويل الخارجية بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية ، وهو قديم نسبيا في البلاد الغربية وحديث في البلاد النامية ومنها العربية، كما تبين لنا أهمية هذا المصدر أو السوق ضمن الأسواق المالية الأخرى فهو سوق منظم ينعقد في مكان معين يلتقي فيه العارضين والطالبين لتمويل مؤسساتهم لمدة طويلة، حيث يتم التمويل لأول مرة عن طريق الإكتتاب في راس مال الشركة في السوق الأولي، بينما يتم تداول راس مال السابق في السوق الثانوي أو ما يعرف بالبورصة، ومن أهم الأدوات المستخدمة في العمليتين السابقتين واللذان تسمحان بتمويل المؤسسات هي الأسهم و السندات أين تعتبر الاولى سند ملكية أما الأخرى فهي سند مديونية، بالإضافة على أدوات أخرى وإن كانت تستخدم بدرجة أولى للتحوط من أهمها الخيارات، والتمويل عبر هذه الأدوات ينطوي على مزايا وعيوب لهذا نجد المؤسسات تلجا إلى وسائل التحوط، إلا ان ذلك لا يمنع من وقوع مشاكل تمويلية للمؤسسات وحتى الإقتصاد بسبب قوة وضخامة الازمات التي تصيب البورصات من حين لآخر .

الفصل الثالث :

دراسة حالة أسواق أوراق المال المغاربية :

الجزائر، تونس، المغرب

تمهيد :

في هذا الفصل نحاول التطرق إلى دور سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسات الاقتصادية بالتطبيق على أسواق الأوراق المال المغاربية الثلاثة : الجزائر، تونس، المغرب ونحاول الوقوف على أهم مراحل التطور التي شهدتها هذه الأسواق، وأهم الفروقات المسجلة فيما بينها، وفيما بين البورصات العربية الشهيرة، من خلال تتبع بعض المؤشرات اللصيقة بأداء ونشاط البورصات، مبرزين في النهاية نقاط القوة والضعف خصوصا في حالة الجزائر ، بغرض وضع الإجراءات العلاجية في النهاية .

و يتم دراسة ذلك كله من خلال العناصر التالية :

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية (البورصة) في تونس

المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية في المغرب

المبحث الثالث : سوق الأوراق المالية في الجزائر

المبحث الرابع : مقارنة في الخصائص والأداء التمويلي للاقتصاد

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية في تونس المطلب الأول : لمحة تاريخية عن بورصة تونس

بدا التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس في عام 1937 بعد انشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري، و كانت هذه العمليات من مسؤولية البنوك المرخصة ، و استمر ذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة محل غرفة المقاصة ، و أصبح من الضروري ان تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الاوراق المالية عن طريق الديوان¹. وفي عام 1969 انشئت بورصة القيم المنقولة التي استمر العمل بها حتى عام 1988 ، تاريخ بداية اصلاح البورصة بما تتماشى مع اسس نظام اقتصاد السوق ، و قبل هذا التاريخ تميزت بورصة تونس بدور محدود جدا في تمويل الاقتصاد الوطني بسبب سيطرة الدولة و البنوك على ذلك مما ادى الى ارتفاع مستويات الاصدار النقدي و التضخم ، و تميزت هذه الفترة بـ²:

- سهولة الحصول على القروض البنكية و مستعدات الدولة .
- ارتفاع العوائد على ودائع البنوك التي كانت محمية و معفاة من الضرائب .
- ارتفاع الضرائب على التوضيفات في البورصة .

لكن منذ سنة 1988 و في اطار برنامج التعديل الهيكلي الذي كان من اهم اهدافه تطوير طرق تمويل الاقتصاد الوطني من خلال تعزيز دور السوق المالية ، عرفت بورصة تونس عدة اصلاحات بهدف وضع اطار قانوني متطور يسمح للسوق المالية بالمساهمة في تمويل الاقتصاد ، و في هذا الصدد تم تبني عدة نصوص و قوانين اهمها :

- القانون رقم 88-111 ل 18 اوت 1988 الذي يهدف الى فتح سوق اليندات الذي كان مقتصرًا على البنوك و المؤسسات المالية .
- القانون رقم 88-92 ل 02 اوت 1992 الخاص بشركات الاستثمار ، و الذي يشجع على انشاء شركات الاستثمار ذات راس المال المتغير (SICAV) ، شركات الاستثمار ذات راس المال الثابت (FCP) ، و شركات الاستثمار ذات المخاطر (SICAR) .
- تعديل قانون سنة 1969 الذي ادخل مفاهيم اساسية مثل العرض العمومي للادخار (APE) .
- القانون رقم 92-107 ل 16 نوفمبر 1992 و الذي يؤسس لمنتجات مالية جديدة مثل الاسهم ذات اولوية توزيع الارباح ، الاوراق المالية التساهمية ، و شهادات الاستثمار . من خلال هذا

¹ - وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية- الواقع والأفاق، رسالة دكتوراة، جامعة الجزائر، 2003، ص : 192
² - ياسين بوعلمي، الخوصصة ودور السوق المالي في تفعيلها، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2009، ص : 111

القانون ايضا تم فرض الضريبة على ودائع البنوك و خفض الضريبة على ارباح الشركات من 80% الى 35%.

المطلب الثاني : تنظيم سوق البورصة

يمكن دراسة تنظيم بورصة تونس من خلال دراسة :

أ- أسواق البورصة : تنقسم الشركات خفية الاسم الى صنفين :

- الشركات التي تقوم بعرض عمومي للادخار (FAPE) : الشركات التي تقوم بعرض عمومي

للادخار هي البنوك ، شركات التامين ، الشركات التي لها اكثر من 100 مساهم ، و الشركات التي تلجا الى الجمهور الواسع لرفع راس المال ، هذا اللجوء منظم لانه يتطلب اعداد نشرة معلومات تخضع لتأشيرة هيئة السوق المالية (CMF). اما الشركات خفية الاسم الاخرى غير المعنية بما سبق فتعتبر شركات لا تقوم بعرض عمومي للادخار .

- الشركات التي لا تقوم بعرض عمومي للادخار (Non FAPE) : و الشركات التي تقوم بعرض

عمومي للادخار FAPE يتم التفاوض عليها اجبارا في البورصة و تنقسم الى صنفين : الشركات المسجلة في التسعيرة و هي سوق منظمة تتضمن شروطا للدخول و الإقامة ، و الشركات غير المسجلة التي تشكل جزءا من السوق خارج التسعيرة (Hors cote) .

ب- تسعيرة البورصة : للتسجيل في تسعيرة البورصة يجب ان تلي الشركة عددا معينا من المعايير

ترتبط خاصة بتوزيع راسمالها . و تنقسم التسعيرة في البورصة الى¹:

- السوق الاولى : التي تستقبل اوراق راسمال الشركات خفية الاسم الاكثر اهمية ، و التي تلي

بعض الشروط المحددة جيدا فيما يخص توزيع راسمالها على الجمهور ، النتائج الاقتصادية الجيدة ، السيولة ، و الشفافية .

- السوق الثانية : و تقبل اوراق راسمال الشركات بشروط اكثر ليونة خاصة فيما يخص درجة

فتح راسمالها للجمهور . و الشركات المقبولة في السوق الثانية يجب عليها تحقيق شروط الدخول في السوق الاولى في اجل اقصاه ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة ، و في الحالة المعاكسة يتم شطبها و تحويلها الى سوق التسعيرة خارج البورصة .

و تتعلق السوق الاولى و الثانية باوراق راس المال ، بالاضافة الى ذلك توجد سوق السندات و

و هي مفتوحة لاوراق الديون الخاصة بالدولة و الهيئات الخاصة .

¹ Bouguezzi (Fehmi): Architecture du marché financier tunisien, site web : <http://www.memoireonline.com>

ج- شروط القبول في تسعيرة البورصة : يخضع القبول في تسعيرة البورصة لمجموعة من الشروط و هي :

- حد ادنى للمساهمين ب 500 مساهم .
- توزيع على الاقل 20 % من راس المال على الجمهور .
- تحقيق ارباح في النشاطين الاخيرين و القيام بتوزيع خلال شهر .
- تقديم الحسابات السنوية للنشطة الثلاثة الاخيرة .
- تقديم تقرير تقييم الاصول معد من طرف خبير محاسب معتمد من طرف هيئة السوق المالية .
- تقديم نشرة معلومات مؤشر عليها من طرف هيئة السوق المالية .

ج-2- شروط القبول في السوق الثانية :

- حد ادنى لا يقل عن 300 مساهم .
- توزيع على الاقل 10 % من راس المال على الجمهور .
- تحقيق ارباح في النشاط الاخير و القيام بتوزيع لارباح .
- تقديم الحسابات السنوية للنشاطين الاخيرين .
- تقديم نشرة معلومات مؤشر عليها من طرف هيئة السوق المالية .

المطلب الثالث : ديناميكية سوق الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد¹:

بغرض معرفة ذلك سوف نلجأ إلى مجموعة من المؤشرات ذات الدلالة فيما يخص هذا العنصر، وهي كالتالي :

1- مؤشر تطور عدد الشركات المدرجة في السوق (أي البورصة)

2- مؤشر تطور رسملة السوق

3- مؤشر تطور حجم المبادلات في السوق

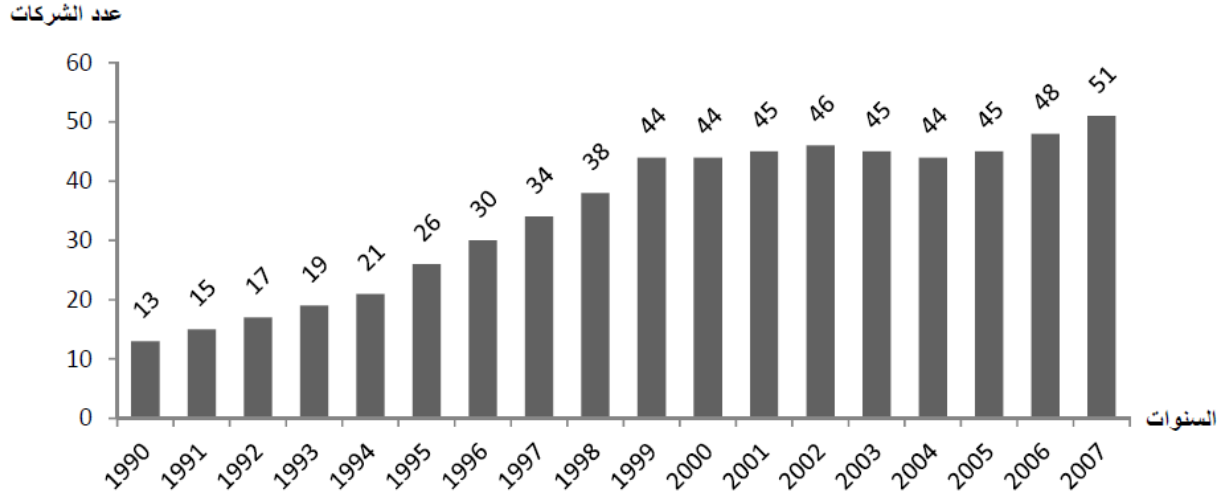
أولا - تطور عدد الشركات المدرجة :

عرف عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس ارتفاعا مستمرا منذ اصلاح البورصة في بداية التسعينات لتتماشى و التحول نحو اقتصاد السوق ، هذا الارتفاع يعود قبل سنة 1994 الى دخول شركات من القطاع الخاص الى التسعيرة الرسمية للبورصة ، ومنذ تعديل قانون الخوصصة سنة

¹ - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، أعداد مختلفة

1994 و حتى سنة 2002 ساهمت الخصوصية بشكل كبير في زيادة عدد الشركات المدرجة ، حيث جرت عدة عمليات للخصوصية بطريقة العرض العام للبيع بالسعر الثابت ، و رغم نجاح هذه العمليات لم يتم تسجيل أية عملية للخصوصية عن طريق البورصة منذ سنة 2003.

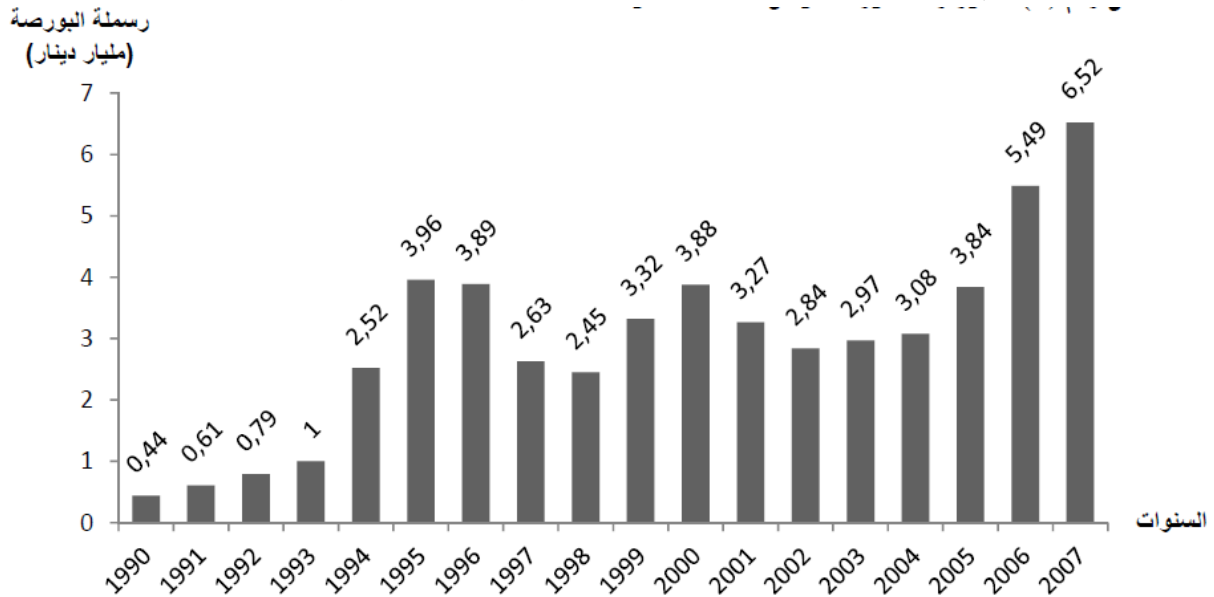
شكل رقم 3-1 : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة تونس (1990-2007)



المصدر : ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، ص : 117

ثانيا - تطور رسملة البورصة :

شكل رقم 3-2 : تطور رسملة بورصة تونس (1990-2007)



المصدر : ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، ص : 118

من الشكل السابق يمكن التمييز بين المراحل التالية :

- بين سنوات 1990 و 1993 ارتفعت رسملة بورصة تونس بشكل طفيف بفضل دخول عدد من شركات القطاع الخاص الى التسعيرة الرسمية للبورصة .

- بين السنوات 1994 و 1995 عرفت رسملة البورصة ارتفاعا كبيرا ، في هذه المرحلة تم اجراء عدد من عمليات الخصخصة عن طريق البورصة بطريقة العرض العام للبيع ب السعر الثابت ، بالإضافة الى دخول عدد من شركات القطاع الخاص الى البورصة . لكن ساهمت ايضا عمليات المضاربة في الارتفاع الكبير لرسملة البورصة ، حيث قامت السلطات التونسية بحملة اعلامية تهدف الى ترقية الاعلام في البورصة ، و مع غياب ثقافة البورصة خاصة لدي صغار المدخرين الذين لا يخذون بعين الاعتبار الحالة المالية للمؤسسة ، ادت هذه الحملة الى زيادة الطلب عن العرض بشكل كبير و ارتفاع اسعار الاوراق المالية .

- بين السنوات 1996 و 1998 دخلت بورصة تونس في مرحلة من الركود بزيادة العرض عن الطلب و ادى ذلك الى اتخاذ عدد من الاجراءات التصحيحية مثل وضع نظام التسعيرة الالكترونية -في الفترة بين 1999 و 2001 جرت عدة عمليات للخصخصة عن طريق البورصة ، ساهمت في رفع الرسملة .

اما بين 2002 و 2004 فلم تتم خصخصة سوى شركة واحدة عن طريق البورصة ، بالإضافة الى انسحاب شركة من القطاع الخاص و شركة تمت خصصتها في السابق من البورصة . مما ادى الى بقاء رسملة البورصة في مستويات متقاربة .

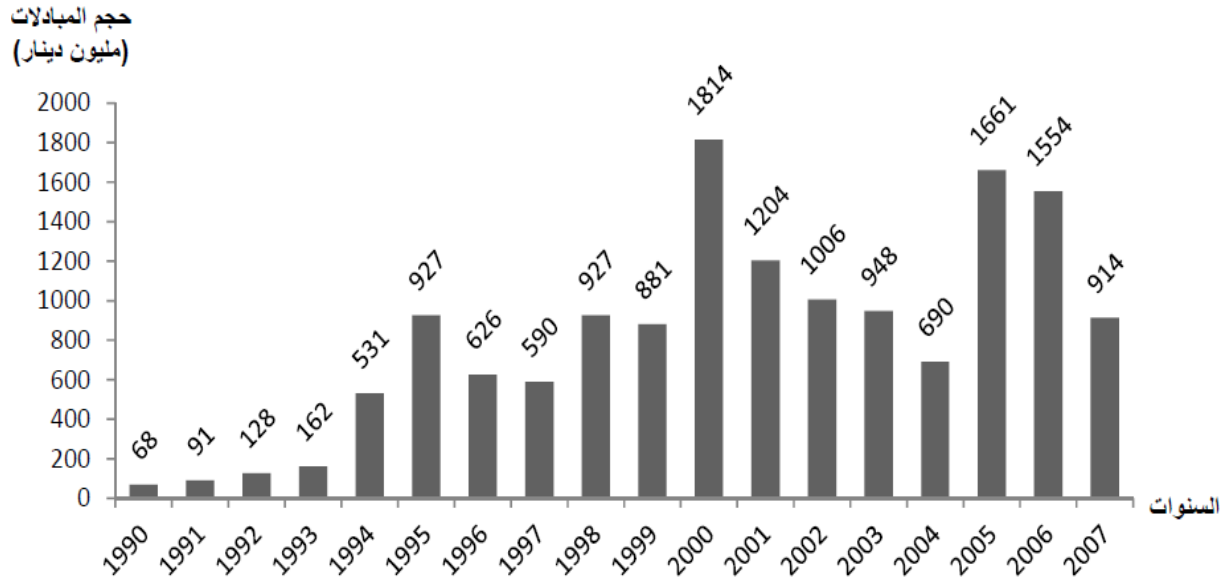
- منذ سنة 2005 عرفت رسملة البورصة ارتفاعا وصل إلى مستويات قياسية في 2006 و 2007 . رغم دخول عدد من شركات القطاع الخاص إلى البورصة خلال هذه الفترة إلا أن إجماعها متواضعة ، أما ارتفاع رسملة البورصة فيعود إلى تطور أسعار الشركات المدرجة و عمليات الرفع في رأس المال .

ثالثا - تطور حجم المبادلات :

يبين حجم المبادلات مدى سيولة الاوراق المالية المتداولة في البورصة ، و قد عرف هذا المؤشر تطورا كبيرا في بورصة تونس منذ بداية سنوات التسعينات .

ارتفع حجم المبادلات في بورصة تونس منذ تعديل قانون الخصخصة سنة 1994. لكن حجم التبادل تميز دائما بالتقلبات المستمرة حيث يرتبط بعوامل أخرى أهمها : عمليات المضاربة الكبيرة التي شهدتها سنة 1995 ، تحسن أداء الشركات المدرجة خلال السنوات 2000, 2005, 2006 ، و تراجع أدائها خلال السنتين 2003 و 2004.

شكل رقم 3-3 : تطور حجم المبادلات في بورصة تونس (1990-2007)



المصدر : ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، ص : 120

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في المغرب

المطلب الأول: نبذة تاريخية عن بورصة الدار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي شركة تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة . وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد و المالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة .

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة قيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع لسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم منقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 دارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه مبادرة، وتحديدًا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات. قد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع نوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات سابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية، و هي:

قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم.

قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم .

قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

و يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثاً ملموساً من خلال :

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة.

- الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.

من أجل رفع فعالية السوق، بات إجبارياً على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993. وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

وفي سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34-96 الذي قام بتعديل و استكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 35-96 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروكليير، في أكتوبر من سنة 1998 ومنذ ذلك التاريخ، شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشاً ملحوظاً.

وفي سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة، وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها.

المطلب الثاني : طرق الإدراج والتسعير في بورصة الدار البيضاء

الفرع الأول: طرق الإدراج

المرحلة 1 : تكوين ملف العملية

1- اللجوء إلى خدمات الوسيط المالي: سيقدم لك الوسيط المالي أو المنسق العام للعملية (بنك أعمال) العون و المساعدة والإرشادات اللازمة قبل و خلال العملية .

2- مدققو الحسابات : يقوم مندوبو الحسابات بالمهام التالية:

- المصادقة على حسابات الشركة الخاصة بالسنوات المالية السابقة لعملية الإدراج في البورصة.
- لنصح و الإرشاد أثناء إجراء عمليات إعادة الهيكلة السابقة لعملية إدراج وتعديل القانون الأساسي للشركة.

المرحلة 2 : المصادقة على ملف العملية

لاجتياز هذه المرحلة، يتعين اللجوء إلى هيئتين:

1- مجلس القيم المنقولة

هو السلطة المُراقبة لسوق البورصة، وهو أول من يستلم ملف إدراج الشركة في البورصة. يحتوي هذا الملف على مجموعة من الوثائق، من ضمنها على الخصوص، المذكرة الإخبارية المتعلقة بالعملية.

يقوم مجلس القيم بالتحقق من المعلومات الخاصة بالعملية من خلال التأكد من مطابقتها للقواعد الجاري بها العمل في نهاية هذه المرحلة، يعطي مجلس القيم تأشيرته بعد موافقة بورصة الدار البيضاء. وتجدر الإشارة إلى أن هذه التأشيرة لا تعني بأي حال من الأحوال أن مجلس القيم المنقولة يضمن صحة المعلومات المعروضة أو الفرص التي توفرها العملية، وإنما يضمن تماسك و انسجام المعلومات التي قدمتها الشركة للعموم عن عملية الإدراج في البورصة.

2- بورصة الدار البيضاء : هي الشركة المسيرة للسوق. و تتدخل أول الأمر قبل حصول عملية

الإدراج على تأشيرة مجلس القيم المنقولة من خلال:

- المساعدة في اختيار إجراء أول عملية تسعير.

- إصدار إعلان الموافقة على العملية.

- و تحديد الجدول الزمني النهائي للعملية.

المرحلة 3 : تنظيم عمليات الاكتتاب

بعد قبول ملف العملية، يعين مستشارك المالي نقابة التوظيف التي ستتولى توظيف الأوراق المالية الخاصة بشركتك لدى العموم وتتكون نقابة التوظيف من:

- قائد المجموعة.

- شركات البورصة و / أو الأبنك لتجميع طلبات الاكتتاب.

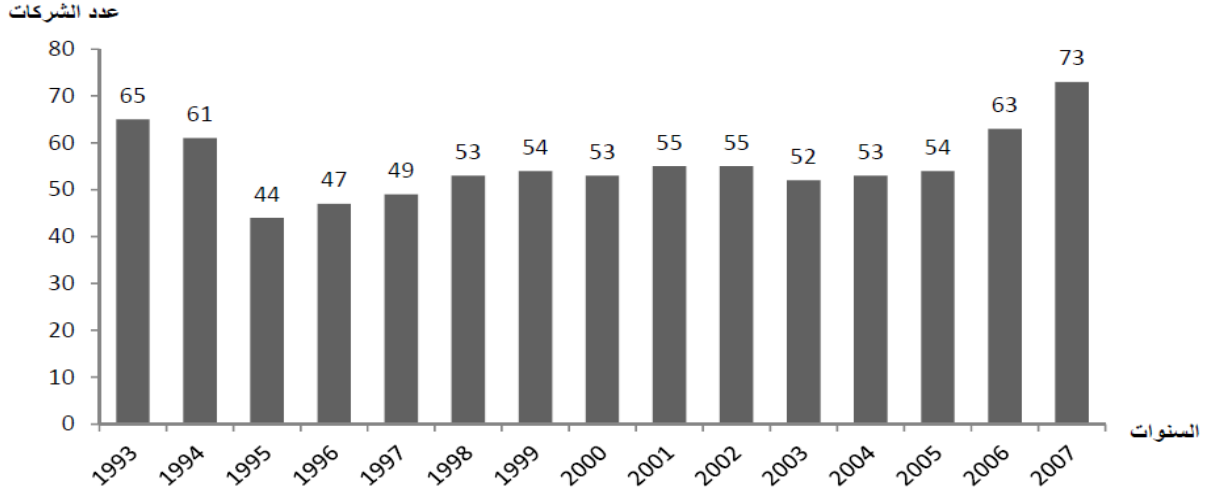
وخلال فترة الاكتتاب، يقوم أعضاء نقابة التوظيف بجمع استمارات الاكتتاب. وتمركز بورصة الدار البيضاء طلبات الاكتتاب التي تستلمها من أعضاء نقابة الاستثمار وتعدّ النتائج التقنية التي سيتم نشرها وتبين هذه النتائج بطريقة إجمالية و مفصلة حصيلة العملية وخاصة عدد المكتتبين لكل نوع من الأوامر، لكل فئة من المكتتبين، لكل جنسية و لكل منطقة.

المرحلة 4 : تسعير الأوراق المالية

هي مرحلة الإدراج الفعلي للشركة في البورصة وتُسمى كذلك أول يوم تسعير وابتداء من هذه اللحظة، سيتم رسميا تسعير الشركة في البورصة. وسوف تتوفر على مختصر و هو صيغة تصغير لاسم الشركة و على رمز أُوحد تُعرف به كقيمة منقولة.

المطلب الثالث : ديناميكية سوق الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد¹ :

أولا - تطور عدد الشركات المدرجة : من أهم عناصر تنشيط سوق الأوراق المالية عدد الشركات المسجلة فيها، مما يخلق تنوعا في الأوراق المالية المتداولة وينشط حركية السوق المالية، والشكل التالي يوضح ذلك بين سنتي 1993 و 2011 .

شكل رقم 3-4 : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء (1993-2007)

المصدر : ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، ص : 99

حيث يتبين لنا من الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة عرف عدة مراحل كالاتي :

المرحلة الأولى 1993-1994 : انخفض عدد الشركات المدرجة في البورصة بشكل كبير بسبب شطب 30 شركة لم تتكيف مع الإصلاحات التي تمت عام 1993.

المرحلة الثانية 1995-2005 : تم تسجيل 25 شركة جديدة في البورصة.

المرحلة الثالثة : 2006-2010 : وفيها ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة بشكل كبير ب 22 شركة، ويعود ذلك حسب الخبراء إلى التحفيزات الجبائية .

ثانيا - تطور رسملة البورصة : الشكل الموالي يوضح تطور رسملة سوق الاوراق المالية للدار البيضاء، حيث يمكننا التمييز بين ثلاث مراحل :

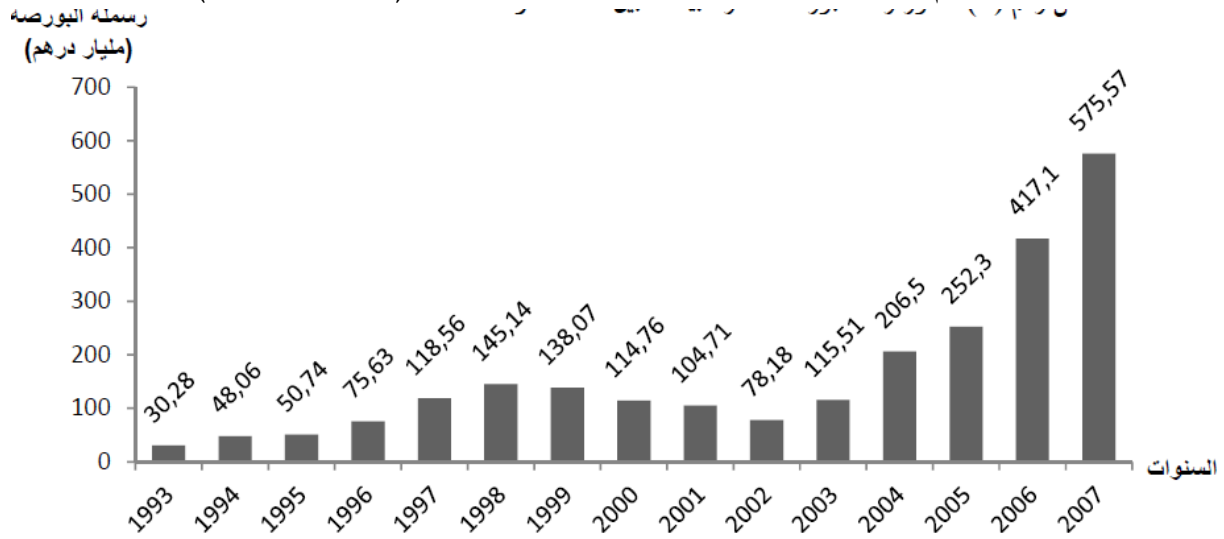
المرحلة الأولى 1993-1998: وقد عرفت الرسملة نموا واضحا بفضل الخصخصة، حيث انتقلت من 2% إلى 28%

المرحلة الثانية 1999-2002: وقد هدت هذه المرحلة تراجع رسملة البورصة والتي كان أحد أسبابها تراجع أداء الشركات .

المرحلة الثالثة 2003: منذ 2003 عرف مؤشر الرسملة نموا كبيرا بسبب خصخصة احد الشركات الكبرى في المغرب ألا وهي شركة اتصالات المغرب.

¹ - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، أعداد مختلفة

شكل رقم 3-5: تطور رسملة بورصة الدار البيضاء (1993-2007)



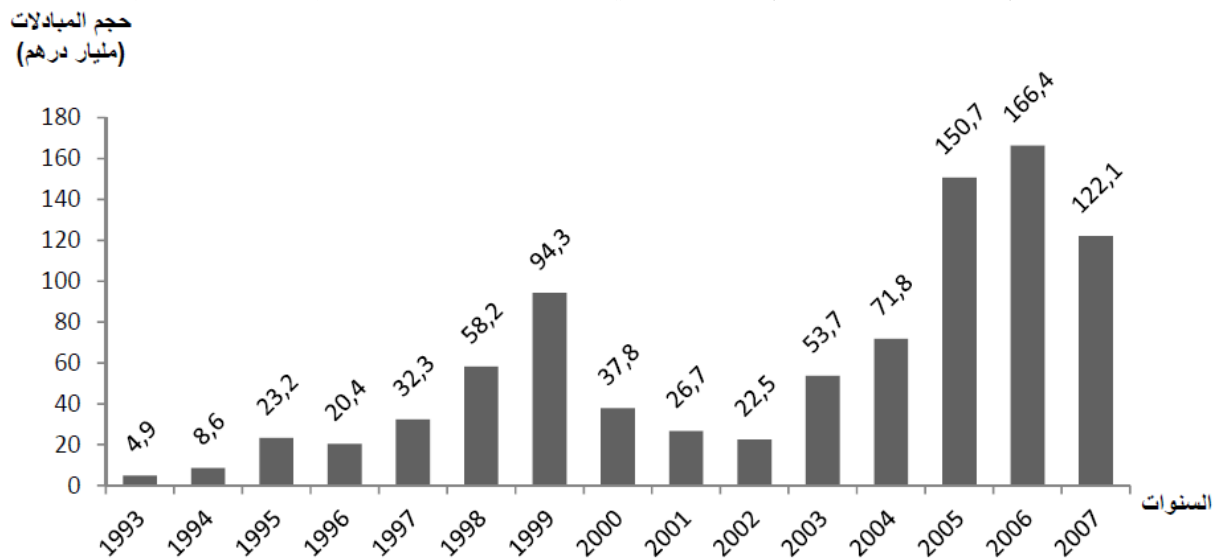
المصدر : ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، ص : 100

ثالثا - تطور حجم المبادلات : يعطي حجم المبادلات مؤشرا على مدى سيولة الأوراق المالية

وحركية هذه السوق، كما يلي :

عرف حجم التبادل في بورصة الدار البيضاء ارتفاعا كبيرا بين سنوات 1993-1999 بفعل زيادة عدد وأنواع الأوراق المالية المتداولة، والناجمة أساسا عن عمليات الخصخصة خلال هذه الفترة، بالإضافة إلى دخول شركات القطاع الخاص، إلا أنه ومنذ 1999 تراجع حجم التبادل حتى سنة 2003 اين لم يسجل دخول إلا 3 شركات جديدة، ومنذ 2004 حتى 2007 عرف حجم المبادلات ارتفاعا من جديد بفعل خصخصة شركة اتصالات المغرب وعمليات الاكتتاب التي تمت فيها .

شكل رقم 3-6 : تطور حجم المبادلات في بورصة الدار البيضاء (1993-2007)



المصدر : ياسين بوعاملي، مرجع سبق ذكره، 102

المبحث الثالث : سوق الأوراق المالية في الجزائر**المطلب الأول : لمحة عن بورصة الجزائر**

جاءت فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية في الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عليها عام 1987 ودخلت حيز التنفيذ عام بعد ذلك، وفي نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسة العمومية وصناديق المساهمة، حيث تم تقسيم رأس المال الاجتماعي الخاص بهذه الأخيرة لعدد من الأسهم على صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم¹، ومن غير الممكن تصور نظام لشركات المساهمة دون إنشاء سوق مالية يتم فيها تداول الأوراق المالية لهذه الشركات، فقامت صناديق المساهمة الثمانية بتأسيس شركة القيم المنقولة سنة 1990 برأس مال اجتماعي قدر بـ 320000 دج بغرض تنظيم مبادلات القيم المنقولة، وفي سنة 1991 صدر المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة ومرسوم آخر يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها .

أمام المشاكل التي تعرضت لها شركة القيم المنقولة، تم رفع رأس مالها وتغيير نظامها الأساسي، وابتداء من 1992 أصبحت تسمى بورصة القيم المنقولة، ورغم ذلك لم تنطلق البورصة في أداء وظائفها لمجموعة من العوائق أهمها :

- غياب المتخصصين في هذا المجال وغياب الوسطاء الماليين

- وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذه السوق².

وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المنقولة سنة 1993 من خلال المرسوم رقم 93-08 الذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية شهر إفلاسها والمرسوم 93-10 المتعلق ببورصة القيم حيث منها اسم بورصة الجزائر، حيث بدأت بورصة الجزائر في أداء مهامها سنة 1998 والتي تتكون من ثلاث هيئات رئيسية³ :

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)

- المؤتمر المركزي على السندات

المطلب الثاني : شروط الإدراج

تخضع الشركات التي يمكن قبول قيمها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة الى مجموعة من الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي⁴ :

1. يجب أن يكون لديها رأس مال يساوي 100000000 دج على الأقل.

¹ - شمعون شمعون ، البورصة-بورصة الجزائر، دار هومة، 2005، ص : 78

² - المرجع نفسه، ص : 80

³ - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الإستعلام عن تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004، ص ص : 2، 3

⁴ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص : 150

2. يجب أن تقوم بنشر عدد من الأوراق يمثل 20% على الأقل من رأسمالها الاجمالي للجمهور.
3. يجب أن تقوم بنشر أوضاعها المالية المصادق عليها لسنتين سابقتين للسنة التي قدمت خلالها طلب القبول.
4. يجب أن تقدم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
5. يجب ان تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة المالية السابقة الطلب .
6. إذا كانت الشركة تنوي التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الاصول قبل دخولها البورصة فغنه يتعين عليها إعلام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة.
7. يجب أن تقدم تقريرا يتضمن تقييما لاصولها من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر على أن لا يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.
8. يتعين على الشركة الطالبة لقبول قيمها تبرير وتوضيح وجود هيكل وبنية المراجعة الداخلية، ويجب ان تكون هذه البنية موضوع تقدير وملاحظة من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول المراقبة الداخلية للشركة.

المطلب الثالث : معوقات عمل بورصة الجزائر¹ :

يرى الخبراء أن الجزائر قادرة على إنشاء بورصة تتماشى مع المتطلبات الإقتصادية المعاصرة، وعلى الرغم من ذلك ثمة مجموعة من العوائق لا تزال تعيق تطور البورصة وأداء مهامها، ومن اهم هذه العراقيل نجد :

أ- العراقيل الإقتصادية :

- 1- الوضعية التي عاشتها المؤسسات الإقتصادية العمومية والاختلالات التي عرفتتها جعلت منها مؤسسات غي ناجعة وغير قابلة للخصوصة.
 - 2- عدم رغبة المؤسسات الخاصة في التعامل داخل هذه السوق، كما أن توفير حاجات التمويل عن طريق البنوك لهذه المؤسسات يجعلها في استغناء عن سوق الاوراق المالية.
 - 3- مطالبة المؤسسات المدرجة بتقديم الوثائق المحاسبية بصفة دورية ومستمرة الى مصلحة لضرائب.
 - 4- الاستقطاب الذي تمارسه السوق الموازية للمؤسسات والعائلات لاستثمار اموالهم مقابل عوائد سريعة ومغرية دون تحصيل ضريبي.
 - 5- تدهور العملة الوطنية، أدى على تآكل مداخيل العائلات وبالتالي ضعف الإدخار.
- ب- العراقيل السياسية : من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة مما ساهم في عرقلة نشاطها، فالمستثمر يبحث دائما عن الأمان والمردودية بالدرجة الاولى وهو ما يتطلب محيطا يتميز بالإستقرار السياسي.

¹ - بوعاملي ياسين، مرجع سبق ذكرهن ص : 137 ، 138

ج- العراقيل الإجتماعية والثقافية :

تعتبر ثقافة البورصة مهمة من أجل قيام سوق مالية متطورة، فغياب هذه الثقافة لدى الأفراد يؤدي على توجيه مدخراتهم نحو التوظيفات البنكية أو اكتنازها، وقد أدى التأخر في انشاء بورصة الجزائر بالإضافة إلى النقص الإعلامي في هذا المجال جعل أغلبية الفئات الإجتماعية تجهل أهمية هذه السوق في الإقتصاد الوطني، والمصلحة الممكن تحقيقها من وراء التعامل فيها، وحتى المؤسسات التي تعودت على القروض البنكية تفتقر إلى ثقافة البورصة والمزايا التي توفرها هذه الاخيرة .

د- العراقيل القانونية :

إن أغلبية المؤسسات الخاصة في الجزائر هي شركات ذات مسؤولية محدودة (SARL) أو شركات أشخاص (SNC) بينما لوائح البورصة لا تتيح الدخول لإلشركات المساهمة .

المبحث الرابع : مقارنة في الخصائص والآداء التمويلي للإقتصاد

على المستوى الجهوي يمكن القول انه على العكس من الجزائر فان البورصة في كل من تونس و المغرب تبدو أكثر تطورا و تساهم في تمويل حقيقي للإقتصاد خاصة بالنسبة للمغرب. ففي سنة 2007 بلغت رسملة بورصة الدار البيضاء حوالي 75,5 مليار دولار أمريكي ما يمثل نسبة 104% من الناتج الخام الداخلي الخام لهذا البلد خلال نفس السنة. أما رسملة بورصة تونس التي بلغت 5,3 مليار دولار فشكلت 15.4% من الناتج الداخلي الخام لهذا البلد، قي حين لم تتعدى رسملة بورصة الجزائر التي بلغت 97.2 مليون دولار ما نسبته 0,072% من الناتج الداخلي الخام.

بالإضافة إلى ذلك تحسن اداء الشركات المدرجة في كل من بورصتي الدار البيضاء و تونس خلال السنوات الاخيرة، ففي سنة 2007 ارتفع المؤشر العام لبورصة الدار البيضاء ب 33,9% في حين ارتفع المؤشر العام لبورصة تونس ب 21,1% خلال نفس السنة.

رغم ذلك تبقى البورصات المغاربية بصفة عامة تواجه متاعب كثيرة تحول دون تحقيق التنمية في هذه الدول. حيث ينظر لهذه المعوقات كاساس لبحث تطوير هذه الاسواق. الجدول التالي يوضح اهم المؤشرات المتعلقة بالبورصات المغاربية و ببعض البورصات العربية خلال سنة 2007.

جدول رقم 3-1: أهم المؤشرات المتعلقة بالبورصات المغاربية و بعض البورصات العربية خلال سنة

2007

سوق مسقط للاوراق المالية	بورصتا القاهرة و الاسكندرية	سوق الاسهم السعودي	سوق الكويت للاوراق المالية	بورصة عمان	بورصة الجزائر	بورصة تونس	بورصة الدار البيضاء	
125	435	111	196	245	02	51	73	عدد الشركات المدرجة
23086	138828	518984	135362	41232	97.2	5338	75494	رسملة البورصة (مليون دولار)
5210	64772	682287	130896	17424	0.206	726	22009	احجام التداول(مليون دولار)
2741	15752	57886	70417	4479	0.035	69.7	262	عدد الاسهم المتداولة(مليون)
248	251	248	247	247	105	250	251	عدد ايام التداول
21	258	2751	529.9	70.5	0.00196	2.9	87.7	متوسط التداول اليومي
22.6	47.3	131.4	100	42.3	0.218	14	29.8	معدل دوران السهم

المصدر: إعداد الطلبة بالاعتماد على صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية 2007.

و بصفة عامة يمكن القول ان الأسواق المالية المغاربية تتميز بمجموعة من الخصائص أهمها:

المطلب الأول: عدد الشركات المدرجة ضعيف نسبيا

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فكلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وهذا العامل يؤثر بشكل كبير على المتغيرات الأخرى خاصة رسملة السوق التي ترتفع كلما زاد حجم وعدد الشركات المدرجة.

ورغم ان عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة الدار البيضاء وتونس زاد بشكل واضح منذ التسعينات و الذي بلغ 73 و 51 على التوالي في نهاية سنة 2007، إلا أن هذا العدد يبقى ضعيفا مقارنة مع بورصات عربية أخرى خاصة بالنسبة لبورصتي القاهرة و الاسكندرية (435 شركة)، أما عدد الشركات المدرجة في الجزائر فلا يتعدى الشركتين. وبشكل عام يبلغ متوسط عدد الشركات

- المدرجة 300 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و 750 شركة في البورصات المتقدمة¹، هذا الضعف في عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية المغاربية يعود بشكل رئيسي إلى :
- أغلب المؤسسات في هذه الدول صغيرة الحجم وذات طابع عائلي يفضل أصحابها اللجوء إلى التمويلات المصرفية، هذه الوضعية تعكس عدم رغبة أصحاب هذه المؤسسات في تقاسم السلطة مع مساهمين آخرين.
 - رفض كشف الوضعية الحقيقية للمؤسسات أمام الجمهور سواء بسبب العوامل الثقافية أو بسبب غياب الشفافية في التسيير، فوائح البورصات تشترط على المؤسسات نشر أوضاعها وعملياتها المالية بصفة دورية، في حين أن مهنة الضرائب غير منظمة بما فيه الكفاية وتعاني من نقص في كمية ونوعية المعلومات بسبب التهرب الضريبي.
 - أغلب الوسطاء المعتمدين في هذه البورصات من بنوك و فروعها هي مؤسسات تميل إلى الاستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص مما عطل وظيفة الوساطة المالية و بالتالي عرقله تطور السوق المالية.
 - نقص التسويق في البورصات المغاربية و الذي يهدف خاصة إلى ابراز مزايا التسعيرة في البورصة.

المطلب الثاني : نقص السيولة في السوق:

من أهم وظائف السوق المالية توفير السيولة التي تساعد على جلب المستثمرين، ويمكن رصد ما تتميز به البورصات المغاربية من ضعف في السيولة من انخفاض أحجام التداول السنوية و اليومية وانخفاض معدل دوران السهم خاصة بالنسبة لبورصة تونس. اما احجام التداول في بورصة الجزائر فهي ضعيفة جدا بسبب النقص الكبير لعدد الشركات المدرجة و اقتصار ايام التداول على يومين في الاسبوع.

المطلب الثالث : ارتفاع تركيز رسملة البورصة و المبادلات :

بلغت رسملة اكبر عشر شركات مدرجة في بورصة تونس 65 من الرسملة الاجمالية للبورصة في 31 ديسمبر 2006 اما عن التوزيع القطاعي لهذه الرسملة فقد استحوذ القطاع البنكي و المالي على 60 منها. في نفس التاريخ بلغت رسملة اكبر عشر شركات في بورصة الدار البيضاء 76 من اجمالي رسملة البورصة. و قد استحوذ قطاع الاتصالات على 27,29 من هذه الرسملة متبوعا بالقطاع البنكي بنسبة 25,44 اما في الجزائر و رغم الانخفاض الكبير لحجم المبادلات الا انها تتركز على الاوراق المالية لفندق الاوراسي.

¹ - محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأورومتوسطية، جامعة سطيف، 8-9 ماي 2004

المطلب الرابع : ارتباط تفعيل السوق المالية ببرامج الخصوصية:

لعبت الخصوصية دورا محوريا في تطوير بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1993، فرغم ان عمليات الخصوصية التي جرت في هذا البلد اقل مما هو في تونس و شملت عدد اقل من المؤسسات، الا ان عدد العمليات و المداخل المحصلة من البورصة عن طريق بورصة الدار البيضاء كانت اكبر، و هو ما يفسر كون هذه البورصة تحتل المرتبة الاولى على المستوى المغاربي، حيث ساهمت البورصة في زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، وقد شملت مؤسسات كبيرة الحجم و ناجحة (مثل شركة اتصالات المغرب و شركة تكرير النفط) ساهمت بشكل كبير في رفع رفع رسمة البورصة، كما ساهمت في لفع احجام التداول بشكل كبير. اما في تونس فقد اقتصرت عمليات الخصوصية عن طريق البورصة على الفترة ما بين 1994 و 1995 و الفترة بين 1999 و 2001 الا ان تأثيرها على اهم متغيرات البورصة خلال هذه الفترة كان واضحا. في حين ان كل من برنامج الخصوصية و السوق المالية في الجزائر مازال في مرحلة الانطلاق، و في ظل سيطرة القطاع العائلي على المؤسسات الخاصة و تردها في اللجوء للأسواق المالية للحصول على مصادر تمويل اضافية، ساهمت عمليات البورصة الناجحة في بورصتي الدار البيضاء و تونس في زيادة عمق و اتساع السوق المالية، مما شكل دافعا قويا لمؤسسات القطاع الخاص للجوء الى التمويل المباشر.

المطلب الخامس : خصائص أخرى: بالإضافة الى هذه الخصائص، يمكن اضافة مجموعة من المميزات و العقبات الاخرى التي تعيق تطور الاسواق المالية المغاربية و منها:

- عدم تنوع فرص الاستثمار بسبب عدم تنوع الادوات المالية من جهة و نقص عدد الشركات المدرجة و تفاوتها فيما بينها من جهة اخرى.

- التغير الكبير في اسعار الاوراق المالية، حيث تتميز هذه الأسعار بالتذبذب الكبير في بورصتي الدار البيضاء و تونس، في حين تميل الى الانخفاض المستمر في بورصة الجزائر.

- انخفاض معدلات الادخار في السوق المالية بسبب ضعف الادخار الفردي و غياب ثقافة البورصة لدى الأفراد ساهم بشكل كبير في نقص الطلب على الأوراق المالية في هذه الأسواق¹.

¹ - ياسين بوعاملي ، مرجع سبق ذكره، ص ص : 141، 142

خلاصة الفصل الثالث :

في نهاية هذا الفصل ، يمكن القول أن أسواق الأوراق المالية المغاربية قد شهدت تطورات من خلال تتبع أداء ثلاث مؤشرات، غير أنها تبقى بعيدة عن الطموحات المأمولة من حيث تمويل مختلف المؤسسات الاقتصادية وهذا إذا قارناها مع بعض البورصات العربية مثل بورصة القاهرة والرياض..... أما بالنسبة لبورصة الجزائر فقد لازالت بعيدة كل البعد عن الدور التمويلي بسبب الركود الذي تعيشه من انطلاقتها، فعدد الشركات بها ضعيف جدا ولا يتعدى الاثنين وبالتالي ضعف حجم التداول وضعف الرسملة مما يعني ان بورصة الجزائر مساهمتها ضعيفة جدا في تمويل المؤسسات الاقتصادية ، لكن تكبر مساهمتها لما يرتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة .

الخطبة:

خاتمة :

تناولنا في هذا البحث إشكالية تمحورت حول كيفية تمويل المؤسسات الاقتصادية عبر سوق الأوراق المالية أي البورصة، و واقع ذلك في البورصات المغاربية وبالخصوص الجزائر؟ قصد الاجابة على ذلك تمت دراستنا في ثلاثة فصول .

لقد بدأنا بحثنا هذا بجملة من المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة الاقتصادية والتمويل ، ثم انتقلنا في الفصل الثاني للكلام عن دور البورصة في التمويل، وفي الأخير كان الفصل الثالث الذي حاولنا من خلاله الوقوف على واقع وحقيقة البورصات المغاربية ودورها في ديناميكية الاقتصاد من خلال توفير التمويل اللازم للشركات، والسماح باستثمار الفوائض المالي لدى جميع الفئات.

ومن خلال دراسة هذا الموضوع يمكننا الخروج بمجموعة من النتائج والتوصيات كما يلي :

أ- النتائج :

1. تلعب المؤسسات الاقتصادية دور مهم في الحياة الاقتصادية في أي بلد، ولأداء وظائفها فهي تحتاج عناصر عدة أهمها التمويل بمختلف الموارد المالية.
2. تعتبر البورصة (سوق الاوراق المالية) أداة فاعلة في تحريك الإقتصاديات ولها أهمية كبرى في تنشيط المعاملات المالية. وهي مؤسسة تعني بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة.
3. السوق المالية مصدراً خصباً لتمويل المشاريع الاقتصادية و الربح بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي مع ذات العجز المالي و هو ما تنتج عنه مشاريع جديدة أو توسعية.
4. السوق المالية فضاء لجلب الاستثمارات الأجنبية و احتكاك المصارف الوطنية بالمصارف الأجنبية ذات الخبرة و الكفاءة العالية في الميدان.
5. سوق الاوراق المالية هي مصدر تمويلي طويلي الأجل ليس للمؤسسات الاقتصادية فقط و غنما حتى للحكومات وهي مكان للإستثمار المدخرات كذلك.
6. يتم تمويل المؤسسات الاقتصادية عبر سوق الأوراق المالية، او الإستثمار فيها عن طريق أدوات مالية معينة لعل أهمها : الأسهم والسندات ، فالأولى تمثل سند ملكية والثانية تمثل سند مديونية.
7. إن نشأة السوق المالية في الجزائر كان ضرورة لابد منها بعد الشروع في الإصلاحات الاقتصادية إلا انها عرفت انطلاقة صعبة بسبب الظروف الاقتصادية والسياسية للبلدان وغياب ثقافة البورصة لدى المتعاملين الإقتصاديين وجمهور المستثمرين بسبب حداثة الفكرة لديهم، بالإضافة إلى ضعف الوساطة المالية في الإستثمار في الاوراق المالية وتقص تخصصها، وأن كل

ما كان يحرك البورصة هو الخصوصية والتي اقتصر على ثلاث شركات فقط الشيء الذي ساهم في إجماع القطاع الخاص في إدراج أسهمها في السوق، مما جعل السوق المالية هيكلًا جامدًا لا يلعب دوره في توفير التمويل طويل الأجل للمشاريع.

8. إن تأخر الجزائر في التطبيق الفعلي لمسار الخصوصية ناتج عن عدم إشراك أهل الاختصاص و العمل بمركزية القرار.

ب- التوصيات :

1. في إطار سعي الدول النامية للاعتماد على الجهاز المصرفي و كذا الأسواق المالية ينبغي عليها الاستفادة من تجارب الدول المتطورة التي سبقتها إلى ذلك و هذا من حيث الاعتماد على أحسن الطرق و أنجعها و الأساليب الحديثة التي تستعملها أو حتى القيام بالشراكة و التكوين لتحسين الأساليب و مستويات العمل.
2. يمكن لبورصة الجزائر الاستفادة من التجربتين المغربية والتونسية في اصلاح السوق المالية خاصة في مجال التحفيزات الجبائية للشركات المقيدة وتحسين ظروف الوساطة المالية، وخصوصة مزيد من المؤسسات العمومية من خلالها، خاصة مع تردد شركات القطاع الخاص في إدراج أسهمها في تسعيرة البورصة، وهو ما يبديد الشكوك والمخاوف لديها
3. تغيير الهيئات و هذا بالاهتمام المستمر بالموارد البشرية عن طريق التدريب على الأدوات و التقسيمات الحديثة و إشراك المتخصصين في اتخاذ القرارات.
4. تجزئة البورصة إلى أسواق فرعية، للاستفادة في هذا الصدد من تجارب كل من: تونس، المغرب، مصر، الأردن، حيث يمكن إحداث سوق غير رسمية تكون شروط الإدراج فيها أخف من شروط الإدراج في السوق الرسمية بهدف تمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الحصول على التمويل تمهيدا لادراجها في السوق الرسمية .
5. تطوير مهنة الوساطة المالية وعدم إقتصارها على البنوك والمؤسسات المالية لان هذه الأخيرة تميل إلى الإستثمار في الاوراق المالية لحسابها الخاص، وهي بذلك تعرقل انتشار وتداول هذه الأوراق .
6. نشر ثقافة البورصة بين مختلف المتعاملين الإقتصاديين سواء كانوا طالبين أم عارضين، وذلك من خلال بث حصص تلفزيونية حول السوق المالي، نشر صحف مالية متخصصة، ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة في الجامعات، كما يجب على لجنة تنظيم عمليات البورصة تبديد المخاوف التي تؤثر على الاستثمار في البورصة .
7. وجود قطاع مصرفي على درجة من التأهيل يسمح بإنشاء أو تكوين سوق مالية لتفعيل وحداته أكثر.

المراجع :

قائمة المراجع والمصادر :

أولا .المراجع باللغة العربية :

(1) الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
2. شمعون شمعون ، البورصة-بورصة الجزائر، دار هومة، 2005.
3. صالح مرزوقة، محاضرات في مقياس المحاسبة العامة، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 1998-1999 .
4. عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة لنشر، الإسكندرية، بدون سنة نشر
5. العربي دخموش ، محاضرات في اقتصاد المؤسسة ، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 2001.
6. عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2008.
7. عمر صخري ، إقتصاد المؤسسة ، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية الجزائر 1993
8. فيصل محمود الشواورة ، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العملية) ، الطبعة الأولى ، داروائل للنشر و التوزيع ، عمان الأردن 2008.
9. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الإستعلام عن تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، 2004.
10. محفوظ احمد جودة و آخرون، اللأسواق المالية (مفاهيم و تطبيقات)، الطبعة الاولى، دار زهران للنشر و التوزيع ،عمان،الأردن ،2010.
11. محمد رفيق الطيب مدخل للتسيير أساسيات ،وظائف ، تقنيات- الجزء الأول ديوان المطبوعات الجامعية 1993 .

الرسائل والأطروحات جامعية:

1. وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية- الواقع والآفاق، رسالة دكتوراة، جامعة الجزائر، 2003.
2. مليكة زغيب، أدوات التحليل المالي للمؤسسة العمومية الصناعية،رسالة ماجستير-جامعة منتوري قسنطينة 1997.

3. بوعاملي ياسين ، الخوصصة و دور السوق المالية في تفعيلها " دراسة بعض التجارب المغربية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة منتوري ، الجزائر 2009-2010.

4. شيخ التهامي حمزة و آخرون: إنشاء و تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ودورها في التنمية الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس ،المركز الجامعي يحي فارس المدية ، الجزائر،2008.

5. فيصل بن تازير و آخرون: مساهمة البنوك في تمويل عملية الاستثمار في الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس،جامعة منتوري قسنطينة،الجزائر.2005.

6. سيد محمد ، غريد حموش ، القروض الموجهة للاستثمار بين تنمية المشاريع ومخاطر الضمانات ، مذكرة مكملة متطلبات نيل شهادة ليسانس ، المركز الجامعي المدية الجزائر 2008.

المجلات والدوريات :

1. مفتاح صالح ، معارفي فريدة ،(متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها) مجلة الباحث العدد 7 ، جامعة محمد خيضر - بسكرة الجزائر 2009 - 2010.
2. معهد الدراسات المصرفية ، (المشتقات المالية) . مجلة إضاءات ، العدد الثاني ، الكويت 2010.

المؤتمرات والملتقيات والندوات:

1. يوسف أوقارة، ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية
2. محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأورومتوسطية، جامعة سطيف، 8-9 ماي 2004

التقارير :

1. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، أعداد مختلفة

(7) مواقع إلكترونية :

<http://www.casablanca-bourse.com>

Bougezzi (Fehmi): Architecture du marché financier tunisien, site web : <http://www.memoireonline.com>