

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER -Biskra
Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Commerciales



جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

الموضوع

فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في الدول النامية
دراسة حالة السوق المالي الجزائري والمصري

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية

تخصص: مالية وتجارة دولية

الأستاذ المشرف:

د. عبد فاد

لجنة المناقشة

إعداد الطالب(ة):

ديهم ربيعة

الرقم	أعضاء اللجنة	الرتبة	الصفة	مؤسسة الانتماء
1	صيفي وليد	أستاذ محاضر (أ)	رئيسا	جامعة بسكرة
2	بن عبيد فريد	أستاذ	مشرفا	جامعة بسكرة
3	حمودي دلال	أستاذ محاضر (أ)	ممتحنا	جامعة بسكرة

السنة الجامعية: 2021/2020

شكر وعرهان

الحمد لله والشكر لله عز وجل على كل نعمه

الشكر للوالدي الغالية على كل نعمها

الشكر للأستاذ الفاضل بن عبده فريد على كل دعمه توجيهه انت صورة الاستاذ التي نكاد نفتقدها اليوم

صورة الاستاذ المثابر الذي يعطي ويوجه بكل مافيه من قوة بتوفيق لك استاذي

الشكر لكل من ساندي من الاخوة انتم مصايح الحياة انتم من استند عليكم يارب أحفظهم جميعا

لك انت يا روح الحياة لك انت يا من سكنتي التراب ومزال صوتك بداخلي بقدر اشتياقي لك بقدر عزمي

على اكمال الطريق الذي رسمته الله يرحمك يا غالية وردة الجنان انت رحماك ربي بروح سكنت التراب ومزالت تعيش

معنا

لكل عصفور في بيتنا لكل احبتي كنتم دوما الداعمين لي خالتكم

لكل صديقة وزميل شكرا جزيلاً أحبتي زوليخة رانيا فهيمة خديجة فؤاد امير

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

//	كلمة شكر
//	فهرس المحتويات
أ - د	مقدمة
6	تمهيد
30-6	الفصل الأول : الأسس النظرية للأسواق المالية
7	المبحث الأول الإطار المفاهيمي للأسواق المالية
7	المطلب الأول نشأة ومفهوم الأسواق المالية
8	المطلب الثاني خصائص الأسواق المالية
10	المطلب الثالث الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
21	المبحث الثاني وظائف وكفاءة الأسواق المالية وأهميتها
21	مطلب الأول وظائف الأسواق المالية
22	المطلب ثاني كفاءة الأسواق المالية
27	المطلب ثالث أهمية الأسواق المالية
30	الخلاصة
32	تمهيد
53-32	الفصل الثاني أساسيات تمويل المشاريع الاستثمارية
33	المبحث الأول عموميات حول الاستثمار
33	المطلب الأول ماهية الاستثمار
37	المطلب الثاني الاستثمار في الأوراق المالية ومخاطره
39	المطلب الثالث ماهية المشاريع الاستثمارية والقرار الاستثماري
46	المبحث الثاني عموميات حول التمويل الاستثماري
46	المطلب الأول ماهية التمويل
47	المطلب الثاني مصادر التمويل المتاحة للمشروع الاستثماري
51	المطلب الثالث اتخاذ قرار التمويل
71-55	الفصل الثالث عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية
55	المبحث الأول عموميات حول الأسواق المالية للدول النامية.
55	المطلب الأول تعريف الأسواق المالية للدول النامية وتصنيفها
57	المطلب الثاني خصائص الأسواق المالية في الدول النامية
61	المطلب الثالث فعالية الأسواق المالية في الدول النامية
65	المبحث الثاني دراسة حالة بعض أسواق المال النامية للفترة الأخيرة
65	المطلب الأول سوق الأوراق المالية الجزائري
68	المطلب الثاني سوق الأوراق المالية المصري
73	الخاتمة
76	مصادر ومراجع

مقدمة

يعتبر المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، و هو عصب الحياة لأي مؤسسة اقتصادية باعتباره المحرك الأساسي للوظائف داخل المؤسسة و من ثم لا بد و أن يتوفر المال في الوقت المناسب و أيضا بالقدر المناسب، و لتلبية هذه الحاجة لا بد من التوجه نحو النظام المالي كفاء. فالوظيفة الأساسية للنظام المالي هي تحويل المال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات الأخرى ذات العجز المالي، و يتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية التي تجمع بين عارضي و طالبي الأموال. فوجود سوق المال بما يتضمنه من سوق رأس المال يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة و ذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي تكمل وظائفها في تعبئة المدخرات و توجيهها لتلبية احتياجات التمويل لتحقيق التنمية الاقتصادية. ان الأسواق المالية هي مكان التقاء عارضي الأموال بالطالبيين لها من المستثمرين حيث تساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز

لهذا أصبحت جل البلدان تفكر في اعتماد طريقة معاصرة لتمويل مشاريعها الاستثمارية وذلك من خلال إنشاء أسواق الأوراق المالية ، وتظهر أهمية هذه الأخيرة من خلال الدور الذي تؤديه بتحريك الموارد المالية نحو الفرص الاستثمارية مما ينشط الوضع الاقتصادي والمالي لهذه الدول. ومنه نجد ان الاسواق المالية تمنح للمستثمرين فرصة الكسب عند المساهمة في التمويل المشاريع ويرتبط نصيبهم في هذه الحالة بنوعية وشكل الاداة التمويلية وان كان لا يخرج عن كونه فائدة او توزيع ارباح او مزيج من الاثنين .

فضلا عن امكانية شراء وبيع الاوراق المالية بما لديهم من ارصدة نقدية وبنفس الطريقة فان المستثمرين يمكنهم تمويل خططهم ونفقاتهم الاستثمارية عن طريق اصدار الاوراق المالية لتدبير احتياجاتهم التمويلية، مما جعل الاسواق المالية تتصدر اهتمام الاقتصاديين واصبحت بذلك تحتل مكانة اساسية في الوساطة المالية وتخصص تمويلها الى تنشيط الاستثمارات المنتجة. حيث انشئت الاسواق المالية في العديد من الدول النامية، كما تم تدعيم وتطوير الاسواق القائمة ولقد شهدت السنوات الاخيرة تطورات كبيرة في اسواق المال والية عملها بالاضافة الى تنوع الادوات المالية التي تتعامل بها هذه الاسواق، وليس وحسب بل انفتاحه امام المستثمرين الاجانب افرادا كانوا او مؤسسات اضاف الى الدور لهم الذي اصبحته تتطلبه به فيمسيرة التنمية الخاصة في الدول النامية، والتي تفتقر الى وجود مثل هذه الاسواق بالاضافة الى حاجتها الى تفكير بيئية استثمارية ملائمة وبتالي فان الاسواق المالية هي الركيزة الاساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي .

وعلى البلدان النامية ان تعمل على تطور وتنمية الاسواق المالية، اذا ارادت ان تسير الركب الحضاري لتلحق بالدول المتقدمة وقد لوحظ في السنوات الاخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية اسواق المالية، وهذا لادراكها الدور المهم الذي يمكن ان تلعبه في تنمية اقتصادها.

ان الدور الذي تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنته بمستوى الدور الذي قد تؤديه سوق مالية ناشئة، والتي لاتزال في المراحل الاولى في مسار التنمية الاقتصادية، ومنه اصبحته مسألة الرفاه الاقتصادي من

خلال تبني خيار التمويل عن طريق الاسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات .لايمكن ان تؤدي السوق المالية الدور الفعال الا اذا توفرت على مقومات الكفاءة وتنظيم محكم والذي يساهم في عملية اتخاذ القرار الاستثماري الكفاء نتيجة لتحليل المعلومات المتوفرة والبيانات المتاحة للمستثمرين ، من هذا المنطق فان واقع الاسواق في الدول النامية يتبين انه يواجه عدة صعوبات وعراقيل تقلل من قدرة هذه الاسواق على القيام بدورها الرئيسي ،المتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها الى الاستثمارات جديدة ، مما ينعكس على التنمية الاقتصادية فيها ، ويؤدي الى الرفع من المستوى المعيشي للافراد وتحقيق الرفاهية للمجتمع .

الا ان المشكل المطروح امامها هو كيفية جعل تلك الاسواق ذات فعالية في التوظيف الامثل للاستثمارات،وعمل هذا الاساس تبرز اشكالية بحثنا والتي يمكن طرحها على شكل التساؤل الرئيسي التالي :

مامدى كفاءة الاسواق المالية للدول النامية في تمويل المشاريع الاستثمارية ؟

وللاحاطة بالموضوع سنطرح جملة من الاسئلة الفرعية والمتمثلة فيما يلي :

- ماهي خصائص الاسواق المالية و ماذا يقصد بكفاءتها؟
- ما هي المصادر المتاحة لتمويل المشروع الاستثماري؟
- ماهي خصائص الاسواق المالية النامية وصعوبات التي تواجهها ؟

(2)- فرضيات الدراسة :

من اجل حصر الموضوع نوعا ما وبهدف تناول التساؤلات المطروحة تم وضع جملة من الفرضيات والتي تتحمل القبول والرفض والمتمكونة من :

- ✓ يعتبر السوق المالي من بين الاساليب الفعالة لتمويل المشاريع الاستثمارية كونه وسيلة اتصال مباشر بين اصحاب الفائض واصحاب العجز .
- ✓ تمثل الاسواق المالية للدول النامية فرصة استثمارية ممتازة وعامل هام لجذب رؤوس الاموال المحلية والاجنبية
- ✓ يعود تخلف الاسواق المالية للدول النامية الى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية لتفعيل دورها وهذا يتغلبها على جملة الصعوبات التي قد تواجهها لاستكمال بناء اطرها التشريعية والتنظيمية

(3)- اسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر اهم الاسباب الدافعة لاختيار هذا الموضوع فيمايلي :

- تناسب الموضوع مع تخصص الدراسة
- الميول الشحصي لدراسة المواضيع المتعلقة باسواق المال
- ركود الاستثمار للدول النامية وكذلك اعتبار الاسواق المالية معيار اساسي للتطور الاقتصادي

(4)- **اهمية البحث**: تنبع اهمية الاسواق المالية من خلال الدور الذي تقوم به من تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار وتعد اداة فعالة لتنشيط الوضع الاقتصادي ،بالاضافة الى انها تقوم بتوفير موارد حقيقية لتمويل المشروعات عن طريق اعادة بيع الاسهم والسندات التي يتم طرحها ، فالسوق المالي بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي لقطاع الاعمال والمستثمرين وفضلا عن هذا فان عملية تمويل الاستثمارات عن طريق السوق المالية اصبحت من الامور المهمة التي تقتضيها الاقتصاديات النامية

(5)- اهداف الدراسة:

تعتبر التنمية الهدف الاساسي لكل الدول النامية و المتقدمة على حد سواء ،غير ان هذا الهدف يحتاج اللاقنوات لجلب التمويل وبالتالي فالاسواق المالية تمثل عنصر اساسي يستطيع ان يلعب دورا ايجابيا في التمويل الاقتصادي .وتهدف هذه الدراسة الى :

- عرض ماهية الاسواق المالية بشكل عام
- معرفة متطلبات كفاءة الاسواق المالية
- معرفة فعالية الاسواق المالية في الدول النامية

(6)- منهج الدراسة :

من اجل دراسة اشكالية موضوع بحثنا وللاجابة على التساؤلات الواردة بالاثبات او النفي للفرضيات المعتمدة في الدراسة ينبغي علينا اتباع المنهج الوصفي والتاريخي في بداية البحث في الفصلين الاول والثاني واعتمادنا منهج دراسة حالة في الفصل الثالث والمخصص بعض الدول النامية

الدراسات السابقة :

يوكساني رشيد: **معوقات الأسواق لأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها.** و هي عبارة عن رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية السنة الجامعية :2005/2006. حيثتدور اشكالية هذا البحث حول ماهي المتطلبات الاساسية لاقامة اسواق اوراق مالية فعالة ؟وماهي اوجه القصور في اسواق الاوراق المالية العربية ؟وماهي سبل تطويرها قصد ترابطها ؟وقدقسم الباحث رسالته الى بابين حيث تناول في الباب الاول الجوانب النظرية والفنية للاسواق المالية حيث نجد الفصل الاول : الملامح الاساسية

لاسواق الاوراق المالية الفصل الثاني اسواق الاوراق المالية كفاءتها مؤشراتهما واثر العولمة عليها الفصل الثالث اسواق الاوراق المالية الاكثر تقدما واسواق الاوراق المالية الناشئة

الباب الثاني :واقع اسواق الاوراق المالية العؤبية وسبل تفعيلها حيث يحتوي على الفصل الرابع :واقع اسواق الاوراقالمالية العربية الفصل الخامس معوقات اسواق الاوراق المالية العربية الفصل السادس تفعيل اسواق الاوراق المالية العربية وسبل الربط بينها وقد توصل الباحث الى نتيجة ان عدم توفر الاطر التشريعية والتنظيمية الكلية والجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للاسواق المالية الفعالة يعتبر اكبر عقبة في وجه تطوير الاسواق كون هذه التشريعات والتنظيمات تعد حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق مع توفير مناخ استثماري وتوفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وكذلك اشتراط ان تتميز هذه الاطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المسنج

وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير لجامعة الجزائر سنة 2003، حيث تدور إشكالية البحث حول: هل يمكن الوصول الى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة اقامة سوق اوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب رمن توظيف مدخراتها المالية؟ والى أي مرحلة وصلت لها الاسواق المالية العربية من اصلاحات وتطورات لكي تستطيع استرجاع وتوظيف رؤوس الاموال العربية المستثمرة في الخارج واستقطاب رؤوس الاموال الاجنبية؟ وقد توصل الباحث الى ان التكامل الاسواق المالية العربية تواجه عدة عوائق حانت دون تحقيقه حيث يرى انه هناك ارتباط وثيق بين السوقين ونحن نرى ان الحل ليس ترابط بين سوقين وانما اصلاح اوجه القصور في جانب التشريعات والتنظيمات وتوسيع نطاق السوق ومحو كل الاضطرابات في السياسات الاقتصادية المنتهجة

هيكل الدراسة

بغية الاجابة على الاشكالية المطروحة وانطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم البحث الى ثلاث فصول في كل فصل مبحثين وتسبقهم مقدمة عامة للبحث واشكالية وفي الاخير خاتمة تتضمن النتائج المتوصل لها ،حيث تطرقنا في الفصل الاول الاطار النظري للاسواق المالية الفصل الثاني اساسيات تمويل المشاريع الاستثمارية وفي اخر فصل تطرقنا الى : عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية.

الفصل الأول

الأسس النظرية للأسواق المالية

تمهيد:

تعمل الأسواق المالية على حشد و تعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل الآلية التي من خلالها يتم تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة و التي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال، الى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية و تعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن الأسواق المالية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك الرغبة و القدرة على الاستثمار الى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية و تملك القدرة على الاستثمار.

و يتناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية، حيث سنتناول في المبحث الأول الإطار المفاهيمي للأسواق المالية (نشأة الأسواق المالية و مفهوم الأسواق المالية، و الأدوات المتداولة في السوق المالية .خصائصه..

و بالمبحث الثاني: وظائف و كفاءة الأسواق المالية و في الأخير أهمية الأسواق المالية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

المطلب الأول: نشأة و مفهوم الأسواق المالية:

أولاً: نشأة أسواق المال و تطورها: (جريدان، 2002، صفحة 10 _ 19) إن تطور الاقتصادي لأي بلد لا بد أن يصاحبه تطورا ماليا موازيا له في شكله و قوته، لذا يمكن القول عموما أن فكرة أسواق المال و نشوئها قد مرت بمرات ومرات بمراحل ارتبطت بالتطور المالي و الاقتصادي لأي بلد وهي:

المرحلة الأولى: إن بداية مراحل تطور أسواق المال تمثلت بوجود عدد محدود من البنوك الخاصة و الصيرفة في ظل ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات لاقتصادية المختلفة، مما أدى الى اتساع المعاملات التجارية و كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة الى رؤوس أموال كبيرة يعجز الفرد عن تمويلها مما يضطره للجوء إلى البنوك للاقتراض و ما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة نتيجة تأخر السداد و حجم الفوائد.

المرحلة الثانية: تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية و سيطرتها على البنوك التجارية بعد أن كانت هذه الأخيرة تمتاز في المرحلة الأولى بجزية اقتصادية مطلقة . إما في هذه المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي و هو خصم الأوراق التجارية و تقديم الائتمان وفقا لقواعد و أوامر البنك المركزي. ولذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: تميزت بظهور البنوك المتخصصة في لإقراض المتوسط و الطويل مثل البنوك الصناعية و العقارية و بنوك التنمية و بنوك الاستثمار، و أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار السندات المتوسطة و طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، و لكي تفي بحاجات تمويل المشاريع المختلفة ، و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

المرحلة الرابعة : ارتبطت هذه المرحلة بالتطور الاقتصادي عموما و بالتطور الذي حصل في أسواق المال حيث شهدت زيادة و تنوع للوسائل و الأدوات المالية الجديدة في تلك الأسواق ، كما ازدادت حركة الأوراق المالية و التجارية و شهادات الإيداع القابلة للتداول ، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق الأوراق المالية.

المرحلة الخامسة: شهدت هذه المرحلة استمرار اندماج الأسواق النقدية مع أسواق الأوراق المالية بحيث تبدو كسوق واحدة، اندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية نتيجة لتطور وسائل الاتصال المختلفة و ظهرت أسواق الأوراق المالية (البورصات المالية) و أصبحت هذه الأسواق تهتم ببيع و شراء الأوراق المالية طويلة الأجل .

ثانياً: مفهوم السوق المالي: يشير مفهوم أسواق المال إلى المجال الذي يهتم في إطاره التنظيمي بعمليات إصدار و بيع الأصول المالية من خلال الوسطاء الماليين، حيث أن أسواق المال تشمل جميع الأصول المالية ، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة . و فيما يلي بعض تعاريف لأسواق المال:

-المجال التي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين).

-أسواق المال هي تنظيم يجمع بين المقترضين معا بما يوفر الموارد المالية للمؤسسات الاقتصادية والحكومة عند سعر معي (سعر الفائدة) ويحقق للمقترضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن السيولة.

-يعرف السوق المالي على أنه السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية (الأسهم والسندات) وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية، عقود الخيارات) (delahaye; Barreau، 2004، صفحة 22)

-يعرف سوق المال في إطار علم التمويل على أنه السوق التي يقوم الوظائف التالية:

- تسهل زيادة رأس المال ويتم ذلك من خلال أسواق رأس المال.
- تسهل نقل المخاط ويتم ذلك من خلال أسواق المشتقات ;
- التجارة الدولية ويتم ذلك من خلال أسواق العملة
- الوساطة بين ما يملكون (يعرضون) ويطلبون رأس المال (عبد القادر، 2010، صفحة 68)
- - تعرف السوق المالية على أنها عبارة عن رؤوس الأموال طويلة الأجل ، حيث تمثل مجموع الطلبات والعروض على رؤوس الأموال من أجل توظيفها بما ذلك الأوراق المالية (الأسهم والسندات). (depallens, 1994، p. 363)

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن الأسواق المالية وسيلة من الوسائل التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية لأصحاب الأوراق المالية، حيث تمثل أداة مهمة في الاقتصاد بين المشتريين والبائعين وذلك لتبادل الأصول المالية المختلفة ، حيث يتم الجمع بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال ، كما يوجد داخلها هيئات ووسطاء يعملون على تنظيم وسير العمليات بواسطة قوانين ولوائح تحكمها .

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية: تتمتع الأسواق المالية بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية

الأخرى ومن أهم هذه الخصائص نجد ما يلي:

1-ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.

2-ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.

3- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية و متابعة إجراءات تنفيذها. ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.

4- تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلوكية واللاسلكية.

5- إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.

6- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.

7- أداة لقياس قيمة الأصول ، وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.

8- مكان للتعاملات الخطرة.

9- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.

من أهم الخصائص التي يجب أن يتصف بها السوق المالي ما يلي: (الداغر، 2005، صفحة 35_36)

- ❖ المرونة الكافية التي تضمن انتقال ملكية الأوراق المالية بين المتعاملين في السوق بسهولة ويسر.
- ❖ توفر التقنيات المناسبة من خلال شبكات اتصال متقدمة لربط البورصات مع بعضها بشكل معين توافر المعلومات بالدقة والسرعة المطلوبة.
- ❖ يجب أن يتحقق في السوق المالي عنصر المنافسة بين العرض والطلب لتكون سوقا متوازنة،
- ❖ أن تتصف الأوراق المالية بصفة علنية من خلال التزامها بنشر البيانات المتعلقة بالأسعار اليومية.
- ❖ للأوراق المالية، وكذلك إصدار النشرات الدورية بحركة وحجم التداول موزعة على الأنشطة المختلفة.
- ❖ أن يقوم بإدارة عمليات تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة مجموعة متخصصة من الوسطاء تنوب عن الشركات التي تطرح أوراقها المالية
- ❖ للتداول.

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالية.

إن كبر المشاريع الاقتصادية وما تتطلبه هذه الأخيرة من موارد لتغطية احتياجاتها أدت الى ظهور أساليب جديدة لتمويل، حيث يتم هذا التمويل من خلال إصدار أدوات مالية تأخذ شكل أسهم وسندات ومشتقات مالية، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى كل أداة على حدا.

1) الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد: تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في ما يلي-

1-1) أدوات الخزائنة: هي عبارة عن أداة من أدوات التمويل بالمديونية تصدرها الحكومة، وذلك من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لأجل قصير أقل من سنة، وتشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات وكذلك سداد الأذن التي يحل أجل استحقاقها، حيث تحقق هذه الأداة العديد من الفوائد من أهمها: غياب المخاطر الائتمانية، تتميز بالسيولة العالية، لها سوق مستمر. (عبد النبي، 2009، صفحة 52)

2-1) القبولات المصرفية: تعد القبولات المصرفية من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري والتي بدأ استخدامها في أوروبا منذ القرن الثاني عشر ولكنها لم تدخل أسواق الولايات المتحدة حتى عام 1913م ولم تصبح من الأدوات الرئيسية في الأسواق النقدية إلا في ستينات القرن الماضي وذلك بعد التوسع الكبير الذي شهدته التجارة الدولية ودخول البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كأهم الأطراف الاستثمارية المهتمة بأسواق القبولات المصرفية، فبفضل هذه الأطراف لم تعد القبولات المعنية أدوات مالية قصيرة الأجل وحسب بل كذلك موارد مالية للبنوك الكبيرة التي تمول التبادلات الدولية قصيرة الأجل (معرف، 2009، صفحة 137)

3-1) الأوراق التجارية: تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، وهي غير مضمونة وتصدر بقيمة تبلغ 100000 أو 500000 دولار، وبالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية (من بين البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد...) بإصدارها، وبشكل عام تكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة، والتي هي عادة منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة المتميزة المفروضة على قروض بعض البنوك المقدمة إلى أفضل زبائنها. (الجواد، الشديفات، 2006، صفحة 76)

4-1) شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: وهي أدوات دين بقيمة كبيرة، تباع من قبل المصارف إلى المودعين ويتم دفع مقدار محدد من الفائدة بمعدل سنوي عليها وتاريخ الاستحقاق يتم تسديد قيمة الشهادة بالقيمة الأصلية التي اشترت بها، وتعتبر من أهم مصادر التمويل للمصارف التجارية التي تحصل عليه من قبل الشركات والصناديق المشتركة في السوق النقدية والمؤسسات الخيرية والوكالات الحكومية. (عبد ارحيم، 2014، صفحة 98)

1-5) اتفاقيات إعادة الشراء : وهي عبارة عن عملية للحصول على الأموال عن طريق بيع وإعادة شراء متزامن لأوراق مالية، يكون فيها البيع والشراء في وقت لاحق، وبالتاليفهي تمثل أسلوبا لإقراض مضمون وقصير الأجل، حيث أن التسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في سوقالنقد"الريبو" وهي بمثابة قروض مضمونة، عنصر الضمان يتمثل بالورقة المالية موضوع العقد، وهي إما أذونات خزينة أو سندات حكومية، أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، أوراق مالية مدعومة بالموجودات، سعر البيع يمثل قيمة القرض كما أن سعر إعادة الشراء يمثل ضمنا قيمة القرض وفوائده.(التميمي، 2010، صفحة 74)

1-6) شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة : حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب أكبر عدد من الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، عادة ما تصدر أوراقا مالية يطلق عليها كمبيالات الخزانة تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته. وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية تحت حرف n ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية، وكأي إصدار حكومي آخر-عدا سندات الادخار-تتوافر لتلك السندات سوق ثان نشيط من خلال بيوت سمسة متخصصة يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت(عبد القادر، 2010، صفحة 129)

2) الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال : تعد الأوراق المالية أو الأسهم والسندات محرك أسواق رأس المال، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق ولكل نوع من هذه الأوراق عدة أقسام وتصنيفات منها:

➤ **الأسهم :** إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب(والمضاف) من قبل المستثمرين.

1-تعريف الأسهم : هي عبارة عن وثائق مالية (صكوك) تحول حاملها حقوق ملكية على صافي الدخل وعلى موجودات الشركات، يتم دفع جزء من أرباح الشركات التجارية لحاملي الأسهم والجزء الآخر يتم احتجازه من أجل شراء تجهيزات ومعدات رأسمالية جديدة، حيث تزداد الأرباح في السنوات الرديئة بل يمكن أن لا توجد أي أرباح وهكذا تنخفض أسعار الأسهم، بل يمكن أن تتعرض الشركات للإفلاس الأمر الذي يجعل الأسهم بدون قيمة تذكر، وهكذا تعتبر الأسهم أصول خطيرة ولا تتمتع بدرجة كبيرة من السيولة ويعتبر الأفراد أكبر مالكي الأسهم والباقي تملكه صناديق التقاعد والصناديق المشتركة أو شركات التأمين(عبد الرحيم، 2014، صفحة 99) كما يمكن تعريف السهم على أنه أداة ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، حيث يحصل حامله على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة (3. priolon, 2004, p.)

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة لكن من خلال هذا البحث قسمنا الأسهم على أساس الحقوق المترتبة على حاملها، بمعنى تنقسم الأسهم هنا إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

➤ **الأسهم العادية :** يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة(وهي

قيمة الوجه)،تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق

الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.

حيث توجد هناك قيم مختلفة للسهم تخلق لأسباب متعددة وتمثل هذه القيم فيما يلي:

- **القيمة الاسمية للسهم:** التي تعد قيمة قانونية تحدد بسيادة القانون وليست لها قيمة اقتصادية وتستخدم لغرض نسبة توزيع الأرباح الجارية لكل سهم عادي فمثلا يتم توزيع الأرباح بنسبة 20 من القيمة الاسمية للسهم العادي البالغ دينار واحد.

- **القيمة الدفترية:** وهي قيمة الأصول في سجلات الشركة بعد طرح الالتزامات الدفترية.

- **قيمة الإصدار:** والتي تكون عادة أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية.

- **القيمة السوقية:** هي القيمة التي تحدد نتيجة التداول في السوق المالي.

- **القيمة التصفية:** هي قيمة التصفية أو قيمة السهم عند تصفية الشركة بعد طرح جميع الالتزامات من ضمنها كلفة التصفية (ال شيب، 2012، صفحة 181)

- **القيمة الحقيقية:** تختلف القيمة الحقيقية للأسهم العادية عن قيمتها السوقية المحددة في السوق المالية، فهي القيمة المعتمدة على تحليل المعلومات المالية حول منشأة معينة، ووردت تسميات عديدة للقيمة الحقيقية منها القيمة المعقولة، القيمة العادية، القيمة النظرية، القيمة الصحيحة (العامري، 2013، صفحة 511)

❖ **أنواع الأسهم العادية:** يهتم المستثمر في السوق المالي بتصنيف الأسهم حسب الاستثمار أو المستثمر إلى: (النجار، 2009، صفحة 19)

- **أسهم التميز:** وهي أسهم الشركات الوطنية ذات التاريخ الطويل في نمو الأرباح والتوزيعات السنوية.

- **أسهم النمو:** هي الأسهم ذات النمو في العائد بالماضي والمتوقع في المستقبل.

- **أسهم متقلبة العائد:** والتي ترتبط بدورات الأعمال والحالية الاقتصادية ويترتب على ذلك تقلبات العائد وتوزيعا الأرباح وأسعار الأسهم.

- **الأسهم الدفاعية:** هي أسهم الشركات التي تعتبر خط الدفاع لاقتصاد الدولة ضد الارتفاع والانخفاض وهي الأسهم الأقل تقلبات في الأسعار والعائد، ومثال ذلك أسهم الشركات الغذائية والدوائية.

-أسهم المضاربات: تقدم الاستثمارات في أسهم المضاربات والتي تحدد فرص متغيرة في الأرباح والخسائر وارتفاع المخاطر في تلك الأسهم.

➤ الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة هي شكل من أشكال الملكية من ناحية قانونية وضريبية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية (الحناوي، مصطفى، العبد، 2007، صفحة 159)

حيث تعطي الأسهم الممتازة لحامليها حق الحصول على نسبة محددة من أرباح الشركة قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية، كما أنهم يتمتعون بأولية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات، وبشكل عام ليس لحملة الأسهم الممتازة حقوق التصويت (مقابلة، 2013، صفحة 78)

❖ أنواع الأسهم الممتازة: تقسيم الأسهم الممتازة وذلك حسب توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:

-الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: وهي تلك الأسهم التي يمنح لحاملها الحق في الحصول على الأرباح المحققة عن السنوات التي لم يتقرر توزيع الأرباح فيها ، أي بمعنى آخر أن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة ترحل حصة المستثمر من الأرباح المتحققة في السنوات السابقة إلى السنة التي يتقرر فيها توزيع الربح (ال شيب، 2012، صفحة 205)

-الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تتمتع الأسهم الممتازة بميزة تحويلها إلى عادية ، وهذا النوع من الأسهم الممتازة يتيح لحاملها أولوية الحصول على نصيبه من الأرباح تجاه حملة الأسهم العادية ، وفي الوقت نفسه توفر له فرصة تحويلها إلى أسهم عادية عندما يرتفع السعر للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

-الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: بموجب هذا النوع من الأسهم الممتازة تستطيع الشركة أن تلزم حامل السهم الممتاز بإعادته إلى الشركة بعد فترة معينة من تاريخ إصداره وبسعر معين ويكون ذلك عادة بمحدف تقليص مساهمات حملة الأسهم الممتازة.

-الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: هذا النوع من الأسهم الممتازة يوفر لحامله ميزة إضافية تتميز بحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطاء مالك السهم الممتاز بعد حصوله على نصيبه من الأرباح الحق بمشاركة المساهمين في حملة الأسهم العادية بالأرباح المقرر توزيعها إما بالكامل أي يكون هناك حدا مقيدا أو تكون المشاركة جزئية بمعنى أن يكون هناك حدا أقصى للمشاركة في الأرباح (الدوري، 2010، صفحة 48)

كما يمكن تقسيم الأسهم الممتازة حسب الشكل الذي يظهر فيها إلى:

-أسهم اسمية : ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبت في الشهادة التي يتسلمها ويسجل أيضا في سجل الشركة ويتطلب انتقال ملكية السهم هنا للقيود في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

-أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذا تكتسب ملكية السهم في هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع، لذا تحرم معظم القوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

-الأسهم لأمر: ذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترن بشرط الأمر أو الإذن، عليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبحوث الرجوع إلى الشركة، ويجوز للشركة إصدار هذا النوع من الأسهم مع شرط أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية (شمعون، 1998، صفحة 22، 23)

❖ خصائص الأسهم

أ-القابلية للتداول: بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها.

ب-الأسهم متساوية القيمة: إن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة، ويمكن إصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بذلك.

ت- المسؤولية المحددة للمساهم: المسؤولية محدودة في الشركة، ويختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما، حيث تكون مسؤولية غير محدودة (المشهداني، العبيدي، 2013، صفحة 329)

❖ السندات: تمثل السندات أوراق دين تستخدم للتمويل سواء تعلق الأمر بالسوق المنظمة أو بالسوق غير المنظمة، حيث تتميز بثبات سعر الفائدة على استثمار مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية.

1-تعريف السندات: يمكن تعريف السندات على أنها صكوك تصدرها شركات الأعمال لأجل طويلة باعتبارها مصدر أساسي من مصادر التمويل طويلة الأجل وتعتبر أيضا مصدر تمويل خارجي، ويعتبر حامل السند دائما للشركة بقيمة السند وقيمة الفوائد المستحقة على هذا السند سواء حققت الشركة أرباح أو خسائر (الصيرفي، 2008، صفحة 59)

وهذه أهم المعلومات التي تصاحب إصدار السند نوجزها كما يلي: (عبيد، 1998، صفحة 51)

- ❖ القيمة الاسمية: وهي التي يتم بها إصدار السند لأول مرة في السوق الأولي.
- ❖ معدل الكوبون: يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند
- ❖ أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.
- ❖ الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- ❖ السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.
- ❖ أنواع السندات : يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات أهمها:(ال شيب، 2012، صفحة 209_2011)

أ_ **سندات حاملها:** إذا لم يتم إدراج اسم حامل السند على الكوبون ويتم تداوله دون الحاجة إلى الرجوع إلى سجلات الجهة المصدرة، تنتقل ملكية السند بمجرد استلامه من المستثمر الجديد الذي يحصل على حقوق السند كاملة.

ب_ **سندات اسمية :** والتي تسجل باسم مالكيها ويوجد سجل خاص لدى الشركة المصدرة ويتم تسجيل كافة التغيرات التي تحصل على السندات في السجلات الخاصة بذلك.

ت_ **سندات قصيرة الأجل:** السندات التي لا يتجاوز عمرها السنة تعد أداة تمويل قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد مثل سندات الخزينة، وتصدر هذه السندات على أساس تمويل العجز في ميزانية الدولة وتستحق في نهاية السنة المالية.

ث - **سندات متوسطة الأجل:** هي تلك السندات التي يكون إطفاءها بعد مرور سنة إلى 7 سنوات، وتصدر عادة بأسعار فائدة أعلى من السندات القصيرة ويتم تداولها في السوق المالي.

ج_ **سندات طويلة الأجل:** التي يكون عمرها أكثر من سبع سنوات، تكون فائدتها أعلى وذلك لطول فترة الإطفاء وارتفاع درجة المخاطر.

ح_ **سندات مضمونة:** تكون السندات مضمونة لقاء عقار أو أي أصل آخر فيحق لحامل السند أن يضع يده على العقار في حالة توقف جهة الإصدار عن تسديد جهة الفائدة أو إطفاء السند، وتصدر السندات المضمونة مقابل ضمان مادي أو كفالة طرف ثالث.

خ_ **سندات غير مضمونة:** تعتمد على جهة الإصدار فقط، ويطلق على هذا النوع اسم السندات العادية والضمانة الوحيدة لهذا النوع من السندات هو حق الأولوية في الحصول على حقوقه مقارنة بالدائنين الآخرين للشركة المصدرة، والسندات العادية لها قيمة اسمية وسعر فائدة ثابت وتاريخ إطفاء محدد وتصدر بدون ضمانات من قبل الحكومة أو الشركات العريقة وتكون عوائدها منخفضة لانخفاض مخاطرها.

د-سندات متقاسمة الأرباح: وتصدر لغرض تخفيض مشكلة ثبات سعر الفائدة على السند بالنسبة لثبات سعر السهم للمستثمر.

ذ- السندات القابلة للاستبدال إلى أسهم عادية: هي تلك السندات التي يمكن استبدالها أو تحويلها بعدد معين من الأسهم العادية تحدد عند الإصدار ، تتضمن شروط الإصدار منح حق تحويل السندات إلى أسهم عادية وهذا النوع من السندات لصالح المستثمر بهدف تحفيزه لشراء هذا النوع من السندات، وعادة تكون فترة التحويل محددة بسقف كأن تكون 3 سنوات مثلا.

إضافة إلى سندات هناك أخرى تتمثل في: (الحناوي و آخرون، 2000، صفحة 394)

ر-سندات خاصة:أي صادرة عن الشركات الخاصة.

ز-سندات حكومية: أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى.

س-سندات دولية: أي صادرة عن مؤسسات ومنظمات دولية.

ش-سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.

ص- سندات محررة بعملات أجنبية.

❖ خصائص السندات

-السند أداة دين: يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

-السند أداة استثمار ثابتة الدخل: لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ،بينما يعتبر الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغيير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، ويشبه في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

-محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، و ينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار ، هذا عكس السهم الذي لا يحدد بأصل بل يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند(الكوبون) وكذلك سعره السوقي.

-القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية(المشهداني، العبيدي، 2013، صفحة 331)

3) الأوراق المهجنة والمشتقات المالية: إن الغرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات خاصة في العقود الأخيرة هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع وحماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر ولقد أخذت هذه الأدوات أشكالاً متعددة، وهو ما سيتم من خلال العنصرين التاليين :

3-1) الأوراق المهجنة: تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم ، بل مزجت بين الخصائص وسمات كل منهما(هندي، 1999، صفحة 153)

❖ أنواع الأوراق المهجنة:

أ-شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

ب-سندات المساهمة: وهي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة، وتعتبر أبدية وبمناوبة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والآخر متغير حسب النشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له ولا يوجد لها تاريخ استحقاق (براق، 2003، صفحة 34)

ت- السندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم: هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلاً، هذه الزيادة تتم عن طريق قسمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك

3-2) المشتقات المالية: تعتبر المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية وتشكل مطالبات محتملة ولا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود(الدوري، عقل، 2012، صفحة 28)

وتعرف المشتقات المالية على أنها "عقود تشتق قيمتها في قيمة الأصول موضوع العقد ، وتمثل أساساً في العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات وعقود المبادلة إضافية إلى التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات(مختار، 2013، صفحة 123)

❖ أنواع المشتقات المالية:

أ- **العقود الآجلة:** وهي اتفاق بين الطرفين لشراء أو بيع أصل أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، لذلك إذا ارتفع سعر التنفيذ، فإن المشتري يحقق مكاسب بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري يتكبد خسائر بينما يحقق البائع مكاسب، لأن الأصل في هذه الحالة يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية (الداغر، 2005، صفحة 133)

ب- **العقود المستقبلية:** تكون العقود المستقبلية موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها إلا أن هذه الاتفاقية تختلف عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويلها، حيث يعرف العقد المستقبلي على أنه اتفاق بين الطرفين البائع والطرف المشتري وهذا الاتفاق يقتضي بتسليم (سلعة ما) وهنا تكون السلعة أوراق مالية (أسهم وسندات) في تاريخ لاحق، وعلى الطرفين إيداع مبلغ مالي لدى سمسار الأوراق المالية الحكومية (أذونات الخزانة مثلاً) تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد تسمى بالهامش المبدئي، وذلك غرض إثبات الجدية وحسن النية بين الطرفين، كما تستخدم لأغراض التسوية البورصة (مختار، 2013، صفحة 124)

❖ **خصائص العقود المستقبلية:** -الصفة الأساسية للعقود المستقبلية تتمثل في أن الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلاً، ولكن بشروط يتم الاتفاق عليها في الوقت الحاضر.

-أن العقود المستقبلية متجانسة ومتماثلة مما يسهل فهمها والتعامل بها، وقد ترتب على ذلك أن أصبح حجم التعامل اليومي فيها كبير جداً، فمثلاً بلغ معدل عدد العقود اليومية في عام 1993 في بورصة "شيكاغو" ما يزيد عن 300000 عقد وبحجم 30 مليون دولاراً والسبب في ذلك يرجع إلى أن العقود المستقبلية تلبى رغبات وطموحات المستثمرين المضاربين

-لا تتم المتاجرة بالعقود المستقبلية بين البنوك، بل تتم في الأسواق المالية التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة بها ومواعيد الاستلام والتسليم (هاني، 2014، صفحة 180)

ت- **عقود الخيار:** تعتبر عقود الاختيار إحدى الأدوات المالية الحديثة التي تعطي للمستثمرين والمضاربين فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول وتحقيق الأرباح الرأسمالية، يعد الاختلاف في توقعات طرفي عقود الخيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعاً وشراءً. حيث يمثل عقد الخيار حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشريطية، فعقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاثة

أطراف: بائع الاختيار، ومشتري الاختيار، وغرفة المقاصة، أو بيت السمسرة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري عن طريق السماسرة.

ولابد في عقد الاختيار من تحديد العناصر الآتية: الأصل محل التعاقد، وسعر التعاقد، وتاريخ انقضاء أجل التعاقد، ومبلغ التعويض (العلاوة)، وصنف الاختيار (أمريكي أو أوروبي)، ونوع عقد الاختيار (بيع أو شراء) (قندوز، 2014، صفحة 109_108)

❖ أنواع عقود الخيار:

- خيار الشراء: خيار الشراء يعطي مشتري (خيار الشراء) الحق وليس الالتزام بشراء الأصل محل العقد إذا ما رغب من محرر الخيار خلال فترة تنتهي في تاريخ معين و بسعر محدد مسبقا عند تاريخ التعاقد، وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق ببيع الأصل محل العقد عندما يطلب مشتري (خيار الشراء) ذلك في مقابل العلاوة (المكافأة) التي حصل عليها مقدما عند التعاقد.

- خيار البيع: خيار البيع يعطي مشتري (خيار البيع) الحق وليس الالتزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب إلى بائع الخيار (محرر الخيار) في خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد عن التعاقد، وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب مشتري (خيار البيع) وذلك مقابل العلاوة التي حصل عليها من مشتري (خيار البيع) مقدما عند التعاقد ويتم تداول الخيارات في الأسواق المنظمة وغير منظمة (الدوري، عقل، 2012، صفحة 29)

- الخيار المركب: هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون بائعا أو مشتريا للأصل المالي محل الخيار بحسب ما تقتضيه مصلحته، ويتنوع الخيار المركب إلى نوعين هما: خيار مركب لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع، وخيار مركب يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع.

أما بالنسبة إلى صلاحية ممارسة العقد نجد:

- الخيار الأمريكي: وهو يعطي لحامله الحق في التنفيذ في أي وقت أثناء مدة الخيار، ابتداء من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ انتهاء مدة الخيار (يوم الاستحقاق).

- الخيار الأوروبي: وهو لا يعطي لحامله الحق في التنفيذ أثناء مدة الخيار، بل يقتصر حقه في التنفيذ على التاريخ المحدد لانتهاء مدة الخيار (يوم الاستحقاق).

وبالنسبة إلى ملكية محرر الخيار للأصل نجد:

_ **الخيار المغطى:** هو الذي يكون فيه محرر الخيار مالكا للأصل.

_ **الخيار المكشوف:** وهو الذي لا يكون فيه محرر الاختيار مالكا للأصل، وهذا هو الغالب في عقود الخيار القائمة في الأسواق المالية (فندوز، 2014، صفحة 113_114)

ث- **عقودالمبادلة:**المبادلات في الحقيقة هي عقد أجل و لكنها أصبحت ذو أهمية خاصة في الأسواق المالية، و قد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ مستقبلي لاحق.

بينما عرفها صاحب معجم المشتقات بأنها تتضمن تبادل المدفوعات بين الطرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف الى آخر سواءا بقصد التحوط أو الأسباب مضاربية

فالمبادلات ليست سوى اتفاقيات ثنائية لا يجرى التعامل عليها في البورصات و إنما يجرى التعامل عليها في الأسواق غير الرسمية، و لذلك لم يكن مستغربا أن تكون هذه العقود متجانسة تماما و أنها أدنى نمطية(حسن، 2005، صفحة 238_239)

ج- **التوريق:**التوريق هو إصدار سندات مقابل أوراق قبض (كمبيالات، سندات أذنية، أوراق تجارية...) تمثل مديونية قائمة لصالح الجهة المصدرة للسندات، ومحسوبة على عملاء تقسيط لمنتجات مثل السيارات أو الأجهزة المنزلية أو عملاء التقسيط العقاري.

كما يمكن تعريف التوريق على أنه تحويل القروض و أدوات الديون غير السائلة، و هي أوراق تستند الى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة و لا تستند الى مجرد القدر المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالمدين(مختار، 2013، صفحة 129)

المبحث الثاني: وظائف وكفاءة الأسواق المالية و أهميتها

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرون أو بالاقتصاد، و تتمثل هذه الوظائف في ما يلي:

- ✓ تحويل الموارد المالية من الوحدات المالية ذات الفائض الى الوحدات المالية ذات العجز المالي.
- ✓ إمكانية القيام بالمضاربة عن طريق إجراء الموازنات بين مختلف البورصات لعملية معينة(المشهداني، العبيدي، 2013، صفحة 96)
- ✓ توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات و تخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية، و المساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار و الاستثمار،
- ✓ المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي الى السوق و التأثير على أسعار الفائدة و بيع السندات الحكومية.
- ✓ توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا، من خلال شروط الإدراج لأسهم الشركات في السوق المالي و مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية و إيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلا(ال شيب، 2012، صفحة 42)

و للأسواق المالية وظائف أخرى تتمثل فيما يلي:(الدسوقي، 2000، صفحة 87_89)

- ✓ **تعبئة المدخرات:** و ذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم و السندات، بالإضافة الى إتاحة فرص الربح للمدخر و المستثمر، الأمر الذي يؤدي الى زيادة المدخرات.
- ✓ **توفير السيولة:** بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة و سرعة الى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر، حيث أن توفير الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة و العائد المرتفع في أن واحد يؤدي الى استفادة كل من المستثمر و المدخر من السيولة مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار و نموه في المجتمع.
- ✓ **توفير التمويل للاستثمار:** و ذلك من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية و الحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع، حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل، إذ أن المؤسسات غير ملتزمة باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها و لكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.
- ✓ **تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر:** تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها، حيث تمكن من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة و مؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها و الاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة، و يضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى، و بهذا فإن حركة الأسعار في السوق

تعمل بمثابة رقابة و مرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها و تحسين مركزهم المالي و من ثم ينعكس ذلك على تحسين نمو الاستثمارات.

إن وجود أسواق المال يعد أداة مهمة لتوفير المال و تقديمه للأنشطة المختلفة، خصوصا أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال بوصفه المحرك الأساسي للوظائف و المهام داخل هذه المنظمة، فالسوق التمويلي مقياس يكف عن حركة الاستثمار و الادخار، فالوحدات التي تقوم بالادخار بحاجة الى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة و طموحا و في الوقت نفسه فان الوحدات المنتجة بحاجة دائما الى المصادر التي تعينها على الاستثمار في تأدية وظيفتها الاقتصادية(عباس، 2010، صفحة 121)

يمكن القول أن الوظائف أواق المال هي ما يلي:(فليح، 2006، صفحة 9_12)

أولاً- الوظيفة التمويلية: و تتمثل هذه الوظيفة في توفير اللازم للمشروعات و الاستثمارات المختلفة من خلال قيامها بدور الوسيط بين الأفراد و البنوك و المؤسسات المالية التي تتجمع لديها المدخرات و بين المشروعات و الاستثمارات و الشركات في حالة التمويل.

ثانياً- الوظيفة الاقتصادية:و تعتمد هذه الوظيفة على وجود الوظيفة التمويلية أولاً، حيث أنه بدون الوظيفة التمويلية لا توجد الوظيفة الاقتصادية و ذلك لأنه بتحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين الى قطاع المستثمرين (و التي تعتبر وظيفة تمويلية) يقوم قطاع المستثمرين باستخدام هذه الموارد في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج القومي، و على هذا الأساس فإن أسواق المال تساعد على حن تخصيص الموارد من الناحية الاقتصادية أي أن هذه الأسواق تساهم بدرجة كبيرة في التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني: كفاءة الأسواق المالية

سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب الأول تعريف كفاءة السوق المالي و شروط كفاءته أما المطلب الثاني يتناول مستويات كفاءة السوق المالي و المطلب الثالث فخصصناه الى تعريف المعلومات و تحليلها.

➤ **تعريف كفاءة السوق المالي و شروطه:** سنتطرق في هذا المطلب الى مختلف تعاريف السوق الكفاء و الشروط الواجب توافرها حتى تكون السوق ذات كفاءة.

أولاً: تعريف كفاءة السوق المالي

1) تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه و بطريقة غير متحيز للمعلومات المتاحة، و يتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلفة ستؤدي الى تقلب هذه الأسعار(وليد، 2012، صفحة 21) و يجب توفر في السوق المالي شرطين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذا السوق كفؤ و هما:

- أن تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين في سواء كانت منشورة أو غير منشورة.

_ أن يتم عكس هذه المعلومات و توفرها بطريقة غير متحيزة.

(2) لقد بين M- Kendal بأن الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة و التي تعكس بدورها بشكل عقلائي كافة المعلومات، المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة ، و تتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة (هوشيار، 2003، صفحة 74)

إن سوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج البيانات و المعلومات المتدفقة في السوق، و بما يؤدي في نهاية الأمر الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة الى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر الى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية (السيد المتولي، 2010، صفحة 101)

ثانيا: شروط كفاءة السوق المالي: تتمثل شروط كفاءة السوق المالي فيما يلي: (زياد و آخرون،، 2007، صفحة 199_200)

أ_ المنافسة الكاملة: و تكون المنافسة كاملة من خلال:

- وجود عدد كبير من البائعين و المشترين

- حرية البيع و الشراء بالكميات التي يرغبون فيها و ذلك لتقليل فرص الاحتكار، هذا الشرط يجعل الأسعار في السوق المالية خاضعة لعوامل العرض و الطلب

ب_ توفير السيولة للأوراق المالية التي يقيم بيعها و شرائها: في الحقيقة فإن هذا الشرط نتيجة لتوفر الشرط الأول و بتوفير السيولة تتحقق الفرص أمام البائعين و المشترين لبيع و شراء الأهم بالتكلفة المناسبة و بالوقت المناسب و بالسرعة المناسبة

- كما تتحقق الاستمرارية في الأسعار التي تنخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة و غير مبررة في أسعار الأوراق المالية و بالتالي تخفف من أخطار نشوء المضاربات.

ج_ توفير وسائل و قنوات الاتصال الفعالة يستطيع المتعاملون بواسطتها:

- الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي و النشر في الصحف

- الحصول على معلومات دقيقة و حديثة حول سعر و حجم عمليات التبادل التي تتم فيه و عن مؤشرات العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل.
- الإطلاع على نشرة الحركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق و التي عادة ما توقع عبر وسائل الاتصال المرتبة و المقروءة

د_ أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على تحن ير العمل في السوق: و يجب أنتكون:

- محايدة
- مكونة من أفراد ذوي خبرة
- تعاونها في أدائها مجموعات استشارية متخصصة
- تستمد سلطتها من قوانين و لوائح تهدف الى توفير جو الاستقرار و الأمان للمستثمرين

هـ_ الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية حول الشركات المدرجة: أي الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في السوق و أن تكون تلك المعلومات:(زياد و أخرون، 2007، صفحة 200)

- متعلقة بأداء تلك الشركات
- تبين التطلعات المستقبلية للشركات
- أن تكون متوفرة لجميع المستثمرين في السوق

قام العالم **Fama** بتلخيص هذه الشروط في بعض النقاط و هي كالأتي:

- عدم وجود تكاليف لعمليات تبادل الأسهم
 - أن تكون المعلومات مجانية
 - أن تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين في نفس الوقت و أن يحصلوا على جميع المعلومات المتوفرة في نفس الوقت
- **مستويات كفاءة السوق المالي:** تشير كفاءة السوق الى سرعة تغير سعر السهم نتيجة تأثير المعلومات، و يمكن عادة تقسيم كفاءة السوق الى ثلاثة مستويات رئيسية تتمثل في:

- 1) **كفاءة السوق على المستوى الضعيف:** تتضمن فرضية السوق الضعيف أن المعلومات التاريخية بشأن ، ما طراً من تغيرات على سعر الورقة المالية منعكسة في الأسعار الحالية و بالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، و بالتالي لا يستطيع تحقيق أي أرباح إضافية من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي.
- 2) **فرضية السوق شبه القوي:** يتضمن هذا المستوى بأن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية كافة و المتاحة للجمهور أو التدفقات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، أو التقارير المالية و

غيرها)، إن هذا المستوى يتضمن أ، يعكس سعر السهم المعلومات المتاحة لعامة المستثمرين و بالتالي سيكون طول التأمل و التحليل بالتقارير السنوية أو غيرها من البيانات المتعلقة بالسهم غير ذو جدوى و ذلك لأن سعر المهم ببساطة يستجيب مباشرة مع أي أنباء إيجابية أو سلبية تحتويها هذه التقارير.

3) الكفاءة القوية: يتضمن هذا المستوى أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة و الخاصة و بالتالي فإنه لا يمكن لأي مستثمر استخدام أي معلومات و بما يؤدي الى تحقيق أرباح فوق المعدل حتى و لو تم الاستعانة بأفضل المحللين الماليين، إن هذا المستوى يتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات الخاصة (خصاونة، 2011، صفحة 173_174)

➤ **كفاءة السوق المالية:** لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين و هما:

1_ كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن تحملوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، لهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين (عبد الغفار، 2001، صفحة 191_192)

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نفس كفاءة السوق يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق الأرباح غير عادية.

- هذا السبب غير صحيح دوما في السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على المعلومات ويحققوا أرباحا طائلة لأن وسيلة الكسب المميز في أي مجال لما تصبح معروفة لعدد كبير من المتعلمين تصبح غير فعالة.

2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين، أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مراد فيه، ويتمثل الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها (ضياء مجيد، صفحة 11)

وباختصار يقصد بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفه المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

3-التخصيص: إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال من لديهم الفائض، إلى من يحتاج إلى هذه الموارد، وهي ليست سهلة لأحد شروطها أن تتم بكفاءة أو ما يسمى بكفاءة التخصيص، والتي يقصد بها تحويل وتخصيص الأموال المتاحة إلى أكثر التوضيفات الاستثمارية ربحية(ضياء مجيد، مرجع سابق، صفحة 11)

4-الكفاءة الهيكلية: هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة الطردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذا أن تنوع الأوراق المالية أي زيادة عدد أنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة يترتب عنه رفع كفاءة السوق(سحنون، 2007، صفحة 36)

5-الكفاءة التنظيمية:تحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية:

1-توفر إطار تنظيمي واضح للسوق: إذا يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم عمل السوق، حيث تحدد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤون السوق.

2-تنظيم مهمة الوساطة: إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصاتهم وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات.

3-كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها:إذا يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم توسعه وحجم التداول فيه وبالتالي تؤدي الخدمة بشكل فعال.

4- الرقابة الفعالة من الأجهزة الفنية المختصة:إذا يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة في الوقت المناسب لأعمال السوق.

5-يجب أن تلعب مهنة المحاسبة والمراجعة دورها في التحقيق من مدى ثقة الصدق والمعلومات المحاسبية المعلنة.

6-كما يشترط أن تكون سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق، تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية ويشترط أن تكون محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة، على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

7-توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات.

6- الكفاءة الفنية(التقنية): ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي:(فائق، 2000، صفحة 11)

- 1- التنوع في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنوع، مما يحقق لأصحاب هذه المحافظ عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة.
- 2- التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلا إذا كانت تتصف بالحركية الدائمة مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة، كما نلمس ضرورة وجود صناع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية.
- 3- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: إذا يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعار التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأوراق المالية للشركة، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لمطامع الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية: تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي:

- 1) تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالية، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- 2) المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.
- 3) تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء (حسن، 2005، صفحة 11_12)
- 4- تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات وتزداد أهمية أسواق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.
- 5) ضرورة حتمية لتنمية الادخار وتوجيهه لخدمة التنمية الاقتصادية.
- 6) عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطي بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- 7) السوق وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وبالتالي تعبئة وتنمية المدخرات.

8) كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة (رميسة، 2002، صفحة 12)

9) تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بجزرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.

10) تقدم السوق مؤشرا ماليا إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية.

11) تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء (حسن، 2005، صفحة 11_12)

12) تمثل السوق المصدر الأساسي للتمويل بواسطة إصدار الأسهم والأوراق المالية.

13) تحتل السوق المالي مجموعة متكاملة من المؤسسات المنتجة للاستثمارات و الصناديق والشركات التعاونية (يسري، 2008، صفحة 83)

14) تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

1) توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

2) القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

3) رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي (عصام، 2008، صفحة 84)

4) المحافظة على الثروة وتنميتها : إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها. يعتبر السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي إذ أن حجم العمليات ومستوى الأسعار يعد مؤشر لقوة الاقتصاد وضعفه أو لقطاع من قطاعاته.

-تساعد الأسواق المالية على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية.

-وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة في التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات.

-تسهل الأسواق المالية عملية سير رؤوس الأموال بصفة سريعة ومستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا المعترضين أو المساهمين.

أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات : تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار وذلك وفق الطلب والعرض.

-تداول الأوراق المالية لمن يرغب في الاستثمار، كما توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته.

-توسيع عملية الاختيار بالنسبة للمستثمر مما يمكنه من تنويع استثماراته وهذا يؤدي إلى تقليل المخاطر.

-تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع جديدة وتوسيع الطاقة الإنتاجية. وأخيرا يمكن القول أن الأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها ودورها المتعدد الجوانب حيث تؤثر في كل الجوانب الاقتصاد وتتأثر بهذا كله (جابلة، 2008، صفحة 23_25)

خلاصة:

تعتبر الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال و الطلب عليها، و لقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله، و المتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، حيث بات وجود أسواق للأوراق المالية داخل أي اقتصاد أمراً لا غنى عنه خاصة بالنسبة للدول النامية التي تعاني من شح في الموارد المالية و ضعف في الآليات القادرة على تعبئة المدخرات و حشدها.

كما تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال قيامها بالعديد من الوظائف التي من شأنها رفع معدلات النمو الاقتصادي، و دفع عجلة التنمية، و التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، و توفير التمويل اللازم للاستثمار باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل في عصرنا الحالي، و هو ما سنتعرض إليه في الفصل الثاني من خلال دراسة أساسيات الاستثمار في تمويل المشاريع الاستثمارية و التركيز على قرارات التمويل و القرارات الاستثمارية للدول النامية

الفصل الثاني:

أساسيات تمويل المشاريع الاستثمارية

تمهيد:

يعتبر الاستثمار احد العناصر الهامة التي تساهم في تحريك عجلة النمو. وهو الطريقة الناجحة لانشاء و مضاعفة الثروات ومنه تحسين الاوضاع سواءا على مستوى الافراد او على مستوى المؤسسات و حتى على المستوى الوطني . وهو اداة فعالة لتحقيق جميع الاهداف الاقتصادية للمجتمع من خلال رفع مستويات الانتاج التي تحقق الاكتفاء الذاتي و الرفاهية للمجتمع . كما ان المشاريع الاستثمارية تلعب دورا هاما في تحقيق تنمية افضل ولا اشمل باعتبارها احسن وسيلة لاستغلال الطاقات البشرية و الطبيعية و المالية . حيث تعتبر العمود الفقري لاي تطور اقتصادي و اساس النمو الاقتصادي على المستويين الجزئي و الكلي . فهي الحل الامثل للكثير من المشاكل و الازمات الاقتصادية التي يواجهها الفرد و المؤسسة .

و يعتبر القرار الاستثماري من اهم و اصعب و اخطر القرارات التي يتخذها المستثمر و يقوم هذا القرار على مجموعة من المبادئ و المقومات التي يجب اخذها بعين الاعتبار لضمان سلامة قرار الاستثمار و عليه سوف نتطرق في هذا الفصل الى اساسيات تمويل المشاريع الاستثمارية من خلال تقسيمه الى مبحثين حيث قسمنا كل مبحث الى ثلاث مطالب .

فخصصنا المبحث الاول لعرض نظرة عامة حول الاستثمار من ماهية الاستثمار (مفهومه / خصائصه/ اهدافه.....). وصولا الى الاستثمار في الاوراق المالية و مخاطره و في الاخير الى المشاريع الاستثمارية و القرار الاستثماري .

أما المبحث الثاني فتناولنا فيه

- مفهوم التمويل و اهميته و مصادره المتاحة للمشروع الاستثماري وصولا الى اتخاذ قرار التمويل .

المبحث الأول: عموميات حول الاستثمار

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

أ- **مفهوم الاستثمار:** نظرا لأهمية الاستثمار في الحياة الاقتصادية والاجتماعية تباينت مواقف الباحثين خصوصه حيث تعددت تعاريفه ولهذا نحاول الوقوف على أهمها.

1-التعريف الاقتصادي: فيالاقتصاد غالبا ما يقصد بالاستثمار معنى اكتساب الموجودات المادية، وذلك لأن الاقتصاديين ينظرون إلى التوظيف أو التثمين للأموال على أنه مساهمة في الإنتاج، وهذا الإنتاج له عناصر مادية وبشرية ومالية، وبالتالي إذا كان المال عنصر إنتاج فلا بد أن يكون على شكل خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع طاقة إنتاجية موجودة(حردان، 2012، صفحة 13)

2-التعريف المحاسبي: تمثل الاستثمارات مجموع الممتلكات والقيم الدائمة والمادية والمعنوية المنشأة أو المشتراة من طرف المؤسسة، الهدف ليس بيعها أو تحويلها ولكن استعمالها كوسائل دائمة الاستغلال بحسب العمر الإنتاجي لها(منصوري، 2012، صفحة 18)

3-التعريف المالي: يعرف الاستثمار على أنه توظيف للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائدا في المستقبل، معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر(الحناوي و آخرون، 2007، صفحة 18)

4-ويعرف لاستثمار المالي بأنه حصيلة امتلاك المستثمر(طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (السندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة (التميمي، سلام، 2004، صفحة 20)

أو هو شراء حصة من رأسمال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكةا حق المطالبة بأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية(عطا الله، 2011، صفحة 12)

ويعرف الاستثمار أيضا على أنه استخدام الأموال في الإنتاج إما مباشرة بشراء الآلات والمواد الأولية، وإما بطريقة غير مباشرة كسراء الأسهم والسندات(عوض مُجّد، 2014، صفحة 45)

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا أن الاستثمار المالي يتضمن عملية توظيف الأموال في الأوراق المالية والأدوات المالية المطروحة للتداول في سوق الأوراق المالية، حيث يترتب على هذه العملية حياة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي مقابل حصوله على حق مالي محدد أو غير محدد مسبقا يخوله له القانون.

ب_ خصائص الاستثمار:

1- رأس المال المستثمر: وهو النفقة المستخدمة في إنجاز المشروع، وتتضمن الآتي:

- سعر الشراء خارج الرسم أو تكلفة الصنع.
- المصاريف الملحقة بعملية الشراء
- الرسم على القيمة المضافة غير المسترجعة (بالنسبة للنشاطات) المستفيدة من تخفيضات جبائية فيما يخص الرسم على القيمة المضافة الأقل من 100.
- الارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، فأى استثمار جديد يؤدي عادة إلى الارتفاع في المخزونات، حقوق الملكية وديون الموردين.

2- مدة المشروع: من أجل التقييم الجيد للأرباح المنتظرة من المشروع فمن الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر

عادة بمدة الإهلاك.

3- تدفقات الخزينة المتولدة عن المشروع: تتمثل في العوائد النقدية الناتجة عن الفرق بين التحصيلات المستلمة والنفقات

المسددة، حيث يعرف التدفق النقدي على أنه المدخلات النقدية السائلة للمشروع والذي يحسب من خلال العلاقة التالية:

التدفق النقدي = التحصيلات النقدية - النفقات النقدية

4- القيمة المتبقية: عند نهاية الاستثمار نقوم بتقدير القيمة المتبقية بحيث تمثل الجزء الذي يهتلك من التكلفة الأولية

للاستثمار، ومحاسبا تحسب القيمة المتبقية بطرح القيمة الأصلية للاستثمار من الإهلاك المتراكم (بن ساسي، قريشي، 2006،

ص ص 113-114)

ت- أهداف الاستثمار المالي: يسعى المستثمر من الاستثمار في الأوراق المالية إلى تحقيق الأهداف التالية (عطا الله،

2011، ص ص 12-13):

✓ تأمين المستقبل : عادة ما يقوم بهذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب

التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد

المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطر.

✓ تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد القبول: يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة

مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف

المستثمر مضافاً إليها العائد المحصل .

- ✓ تحقيق أكبر دخل جاري: يركز المستثمر بالغ اهتماماته على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد الحالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.
- ✓ حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إنهدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.
- ✓ تحقيق أكبر نمو للثروة: يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم.
- ✓ حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

ث- أنواع الاستثمار ومحدداته:

- أنواع الاستثمار: يمكن تصنيف الاستثمار إلى أنواع متعددة وذلك طبقاً للهدف، الطبيعة، العائد، السائل، المخاطر، والأجل، الأهمية، ومن هذه الأنواع ما يلي:

1- من حيث الطبيعة القانونية

- استثمارات عمومية: وهي استثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة، ولتحقيق حاجيات المصلحة العامة، مثل الاستثمارات المخصصة لحماية البيئة.
 - الاستثمارات الخاصة: ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها من وراء عملية الاستثمار، وهي تنجز من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة.
- الاستثمارات المختلطة: وتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والخاص لإقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة ولها الأهمية القصوى في انتعاش الاقتصاد الوطني، حيث تلجأ الحكومات إلى رؤوس الأموال الخاصة المحلية أو الأجنبية لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع برأس مالها الخاص.

2- من حيث المدة الزمنية

- استثمارات قصيرة الأجل: وهي الاستثمارات التي تقل مدة إنجازها عن السنتين، وتكون نتائجها في نهاية الدورة لأنها تتعلق بالدورة الاستغلالية.
- استثمارات متوسطة الأجل: وهي الاستثمارات التي تقل مدة إنجازها عن خمس سنوات وتزيد عن السنتين، وهي التي تكمل الأهداف الإستراتيجية التي تحددها المؤسسة.

- استثمارات طويلة الأجل: تؤثر هذه الاستثمارات بشكل كبير على المؤسسة بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة، وهي تتطلب رؤوس أموال ضخمة وتنفق مدة إنجازها خمس سنوات (منصوري، 2012، ص ص 21-22)
 - أنواع أخرى للاستثمار:
- الاستثمار في رأس المال الثابت: و يقصد به الاستثمار في تأسيس المشاريع و تشييدها بالسلع كآلات و المكائن بهدف إنتاج السلع و تقديم الخدمات المختلفة.
- الاستثمار في المخزون: ويمثل الاستثمار في أنواع المخزون المختلفة (المواد الأولية ، المواد نصف المصنعة، والمواد تامة الصنع) بقصد إنتاج السلع المختلفة من الشركات الصناعية أو الخدمية
- الاستثمار العقاري: و هو يمثل الاستثمار في المباني، أما الاستثمار البشري فيتمثل بالاهتمام بالعنصر البشري من خلال التعليم و التدريب
- الاستثمار في مجالات البحث والتطوير: يمثل هذا النوع المباني و الأراضي باختلاف أنواعها) الزراعية،الصناعية،السكنية،و غيرها)
- استثمار مباشر: و هو الاستثمار في جميع المشاريع الإنتاجية و الخدمية الهادفة الى إنتاج السلع و الخدمات
- استثمار غير مباشر: و هو الاستثمار في الأوراق المالية باختلاف أنواعها لشركات الأعمال بهدف الربح عن طريق البيع
- الاستثمار الأجنبي: و هو الاستثمارات الخارجية التي أصبحت في الوقت الحاضر من مصادر التمويل المهمة في المشاريع الاقتصادية للدول خاصة في الدول النامية (علوان، 2012، ص ص 37-38)

2_2) محددات الاستثمار: يعد الاستثمار عنصراً متقلباً في الاقتصاد، و يرجع هذا التقلب الى محدداته المتمثلة في مايلي:

- الاستثمار و معدل الفائدة: يتحقق الكثير من الإنفاق الاستثماري عن طريق معدل الاقتراض، حيث يعبر سعر فائدة القروض الممنوحة للمستثمرين في الأسواق النقدية عن نفقة اقتراض النقود مما يسمح للمستثمر بالإقدام على الجانب المربح المتوقع، أو يتناسب عكسياً مع سعر الفائدة.
- الاستثمار و التوقع: حتى يساهم الاستثمار في إنتاج المنتجات لابد أن يستغرق بعض من الوقت، حيث لا يرى رجل الأعمال الذي يوع الطاقة الإنتاجية لمنشأته ثمار استثمار بل يتوزع ذلك على عدة سنوات، أي أن القرار الاستثماري الذي يصدره المستثمر هو تصرف يتم بناءه عن الثقة في المستقبل، و من هنا فلو انزلق رجل الأعمال الى الخطأ في التوقعات فإنه يمكن أن يتعرض لخسائر جسيمة.
- الاستثمار و مستوى الأرباح: تدل الدلائل على أن خطط الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت في المعدات الرأسمالية تتجاوب مع مستوى الطلب على السلع بدرجة أكبر من تجاوبها مع أسعار الفائدة، مما يعني أن ارتفاع الطلب على السلع

الاستهلاكية يكون تبعاً لارتفاع الدخل القومي مما يشجع رجال الأعمال على إنفاق جزء كبير من أصولهم النقدية على الاستثمار، و بالعكس عندما يكون الدخل القومي منخفضاً يكون الطلب على السلع الاستهلاكية منخفضاً فيعزف رجال الأعمال عن الاستثمار، و يفسر ذلك بأن السلوك الاستثماري من جانب رجال الأعمال يجعل الاستثمار دالة للدخل القومي.

- الاستثمار و معدل التغير في الدخل: لا يتأثر الاستثمار بمستوى الدخل القومي بقدر ما يتأثر بمعدل التغير في الدخل القومي، و يفسر ذلك بأن ارتفاع مستوى الدخل القومي يرافقه زيادة في إنتاج السلع لتغطية الزيادة في الطلب، حيث تتطلب الزيادة في السلع الاستهلاكية زيادة الطاقة الإنتاجية و التي تعبر عن زيادة في الاستثمار، و في حالة انخفاض الدخل القومي يحدث العكس (حسن، 2000، ص ص 49-50)

المطلب الثاني: الاستثمار في الأوراق المالية و مخاطره: يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية توظيف أصل من الأصول المالية كألسهم و السندات و القبولات المصرفية و غيرها.

- **أسس الاستثمار في الأوراق المالية:** يجب على المستثمر أن يكون على دراية بشؤون السوق و متابعتها، هذا بجانب اعتماد الأسس الآتية: (التميمي، سلام، 2004، ص ص 194-195)
 - **العائد:** يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي أو السيولة النقدية الفائضة، و العائد يتضمن شقين سنوي و قد يكون ثابت مثل فوائد أدوات المديونية، أو متغير مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية و عائد رأسمالي قد يكون ربح أو خسارة.
 - **المخاطرة:** هي احتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للاستثمار، أو هي اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع من قبل المستثمر و يحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من أثارها.
 - **التوقيت:** هي الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية طبقاً لأهداف المستثمر فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة أو قصيرة.
- **مراحل الاستثمار في الأوراق المالية:** يمكن تقسيم عملية الاستثمار في الأوراق المالية الى خمسة مراحل و هي: (عبد الجواد، الشديفات، 2006، ص ص 15-16)

- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية
- تحديد مستوى الخطر الملائم
- تقدير العائد و الخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدا
- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية
- تقييم ما تم تحقيقه

- **مخاطر الاستثمار:** مخاطر الاستثمار بكل بساطة هي عدم التأكد من العائد المتوقع من وراء الاستثمار بل قد تمتد تلك المخاطر لتشمل المال المستثمر (رأس المال) بالإضافة الى العائد المتوقع.
- **مفهوم العائد:** هو عبارة عن زيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر.
- **مفهوم المخاطرة:** تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد، أي درجة عدم انتظام العوائد و الخوف من وقوع خسائر من الاستثمار، حيث يعتبر العائد أساس قياس المخاطرة(المومني، 2013، صفحة 80)
- كما يمكن تعريف المخاطرة على أنها احتمال حدوث خسارة التي تنجر عن انتظار قيمة الأصل في المستقبل(تلي، 2009، صفحة 42)
- اعتماد على عنصر المخاطرة يمكن تقسيم المستثمرين من حيث درجة تقبلهم لها الى:
 - مستثمر متحفظ:** يفضل هذا دائما أن يوجه أمواله إلى استثمارات أقل خطورة وذات عائد منخفض، ومثل هذا النوع من المستثمرين يتوجه إلى البنك للحصول على وديعة أو فتح حساب ادخار بمعدل فائدة ثابت.
 - مستثمر محايد:** يرغب هذا المستثمر في تحمل درجة خطر معقولة مقابل معدل عائد محدود.
 - مستثمر مخاطر:** هذا النوع من المستثمر يجب فرص الاستثمار ذات العائد المرتفع، ولذلك فهو يحتل درجات خطر مرتفعة أيضا(الأنصاري، 2008، صفحة 63)
- ❖ **أنواع المخاطر:** عادة تقسم المخاطر إلى قسمين رئيسيين هما:
 - **المخاطر النظامية:** وهي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء، أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة على جميع الأسهم و قد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة و التضخم ، أو بسبب الظروف السياسية كالإضرابات و الحروب أو بسبب ظروف أخرى كالزلازل، و لا يمكن تفادي هذه المخاطر بأي طريقة من الطرق و إنما من الممكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة من مخاطر تغير معدل الفائدة، مخاطر التضخم، مخاطر السوق(المومني، 2013، صفحة 80)
 - **المخاطر غير النظامية:** هي تلك المخاطر المتبقية من المخاطر الكلية و التي تنفرد بها أداة استثمارية معينة أو شركة و تلعب الإدارة دورا فعالا في التأثير عليها، و مخاطرها تنشأ من داخل المشروع و تتأثر هذه المخاطر بعوامل يمكن السيطرة عليها إذا توفرت الكفاءة الجيدة في الإدارة العليا و التمويلية للمشروع، و تشمل هذه المخاطر مخاطر التمويل و الائتمان و السيولة و التشغيل و الأخطاء الإدارية و الابتكار و الإبداع و تغير أذواق المستهلكين و رأس المال و كيفية الوفاء بالالتزامات(ال شيب، 2009، ص ص 108-109)

المطلب الثالث: ماهية المشاريع الاستثمارية و القرار الاستثماري

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

1) ماهية المشاريع الاستثمارية والقرار الاستثماري

المشروع هو ذلك الاقتراح الذي يؤدي الى استثمار مبلغ معين من المال من أجل القيام بمشروع جديد أو القيام بعملية توسعية لمشروع قائم، و ذلك من أجل القيام بعملية إنتاج سلع جديدة، أو القيام بزيادة خطوط إنتاج لسلع يتم إنتاجها حالياً، و ذلك بهدف تحقيق أرباح أو زيادتها أو من أجل تحقيق أهداف أخرى، و ذلك خلال فترة زمنية معينة (داود، 2011، صفحة 7)

* مفهوم المشروع الاستثماري: هو كل كيان مالي مستقل يديره منظم أو أكثر يقوم بدمج و مزج عناصر الإنتاج المتاحة بنسب معينة و بأسلوب معين، بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع الحاجات الخاصة و الحاجات العامة خلال فترة معينة (أندراوس، 2007، صفحة 8)

كما يمكن تعريف المشروع الاستثماري على أنه مجموعة الجهود الواضحة المعالم و الفريدة التي تطالب بإنتاج بعض النتائج المحددة في موقع أو تاريخ معين و بتكلفة معينة (Kari, 2005, p. 6)

❖ خصائص المشروع الاستثماري: يتميز كل مشروع بجملة من الخصائص تميزه عن أنشطة المشاريع الأخرى، و من أهم هذه الخصائص ما يلي: (الفضل، العبيدي، 2005، صفحة 20)

- الغرض: يعتبر تحديد الغرض أو الهدف المراد تحقيقه نقطة انطلاق و بداية لأي مشروع استثماري
- دورة الحياة: يعتبر المشروع بمثابة كائن عضوي له دورة حياة، حيث تبدأ ببطء ثم تتزايد الأنشطة فيه حتى تصل الى الذروة ثم تنخفض حتى تنتهي عند اكتمال المشروع
- الانفرادية: يتميز كل مشروع بخصائص فريدة و مختلفة تميزه عن باقي المشاريع الأخرى
- الصراع: يواجه أي مشروع مواقف تتميز بالصراع، و من هذه المواقف هو تنافس المشاريع فيما بينها للفوز بالعرض المحدود من الموارد البشرية و المالية و الطبيعة المتاحة، و كذلك تعدد الأطراف المهتمة به
- التداخلات: يواجه كل مشروع تداخلات مستمرة مع الأقسام الوظيفية للمشروع كالتسويق، التمويل، التصنيع، و من جهة أخرى نشوء علاقات ترابط و تداخل مع مشاريع أخرى.

أهداف المشروع الاستثماري: إن تحديد الأهداف المراد تحقيقها من المشروع يعتبر بمثابة النقطة المحورية لدراسة جدوى أي مشروع استثماري، و هو يسعى الى تحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:

- ✓ زيادة الإنتاج السلعي و الخدمي الممكن تسويقه بفعالية و زيادة الدخل الوطني
- ✓ زيادة قدرة المشروع على الاستخدام الكفاء و الأعلى لعوامل الإنتاج (أحمد، 2001، صفحة 7)
- ✓ تطوير أساليب الإنتاج المحلية و تحديد التكنولوجيا
- ✓ تحقيق التنمية الاجتماعية لمواكبة التطورات المختلفة في مجالات الحياة
- ✓ رسخ مبادئ العمل الجماعي باعتبار المشروع مجهود جماعي بين مختلف العاملين في الداخل و تحقيق التفاعل بين أفراد المجتمع.
- ✓ تحقيق الاستقرار الجماعي بتوفير حاجات المجتمع من السلع و الخدمات الضرورية
- ✓ توفير فرص العمل و القضاء أو التخفيف من حدة البطالة(بري، 2005، صفحة 12)

مراحل تمويل المشاريع الاستثمارية: إن تطوير أي مشروع يبدأ أولاً بفكرته و ينتهي بتنفيذ هذه الفكرة و تشغيله، و تعتبر المراحل لاحقاً حلقات متصلة للوصول الى الهدف النهائي و هو تنفيذ المشروع، حيث تمر عملية تمويل المشروع بثلاث مراحل أساسية و هي: مرحلة ما قبل المشروع الاستثماري، مرحلة الاستثمار، مرحلة الاستغلال.

و كل مرحلة من هذه المراحل، تستدعي موارد مالية معينة لتجسيد و تحقيق المشروع الاستثماري، و لكل مرحلة من هذه المراحل مراحل جزئية نوردها في ما يلي:(منصوري، 2012، صفحة 48_52)

1) مرحلة ما قبل المشروع الاستثماري: تعتبر هذه المرحلة من أهم المراحل لدورة المشروع الاستثماري نظراً لأهمية النتائج التي تنجم عنها، حيث نتعرف خلال هذه المرحلة على مختلف مميزات المشروع (تأثير المشروع على الاقتصاد الوطني)، القيمة الإجمالية للمشروع بالعملة المحلية و العملة الصعبة.....

و تمر هذه المرحلة بمجموعة من المراحل الجزئية و التي نذكرها فيما يلي:

2) مرحلة التحضير: تبدأ هذه المرحلة بالتعرف على أفكار المستثمر المتضمنة في مشروعه، و التي تترجم و تعكس احتياجات أو وفرة الموارد الطبيعية، كما يمكن أن تصدر هذه الأفكار من النتائج المحصل عليها في مخبر البحث، حيث تتضح أهمية استخدام الموارد البشرية و المالية و الطبيعية و ذلك بعدما تتحدد فكرة المشروع و تظهر جلية للفرز الأولي.

أ_ التعرف على أفكار المشروع: الغرض منها هو البحث و فرز فرص الاستثمار، أو البحث عن الأفكار ذات الأولوية اللازمة لتنمية المؤسسة، أما الأبعاد المطروحة لتغطية أفكار المشروع هي الموارد الطبيعية، توفير عوامل الإنتاج، و عدة عوامل أخرى.

ب_ دراسة ما قبل الاستثمار: بعد تحديد أفكار المشروع الاستثماري يجب اللجوء الى دراسة أولية من أجل تحليل شرعية الفكرة و مصداقيتها و تقرير إذا كان من الأفضل التقدم في الإنجاز، حيث أن هذه الدراسة تعطى فكرة أولية على الأسعار، و حجم السوق و تكاليف الاستثمار و تكاليف الإنتاج، و التحليل المالية لأرباح الشركة و مردودية المشروع على الاقتصاد الوطني.

ت_ دراسة الفعالية: الهدف من هذه الدراسة هو مقارنة و دراسة العوامل و تفصيل المتغيرات المنتقاة في دراسة ما قبل الفعالية، باستعمال كل المعلومات التقنية، الاقتصادية، المالية و التنظيمية الضرورية في القرار النهائي، و تتضمن هذه الدراسة على الخصوص ما يلي:

✓ تحليل جل المشاكل التقنية التي تطرح ضد الإنجاز كتحويل كل ما يتعلق بالمادة الأولية

✓ دراسة مالية خاصة بالمشروع يتم فيها تحليل التكاليف، دراسة السوق، و الشروط التجارية

✓ دراسة مردودية المشروع من وجهة نظر المؤسسة

✓ دراسة المردودية الاقتصادية للمشروع من وجهة نظر الاقتصاد الوطني

✓ دراسة قانونية و إدارية و ضريبية لشروط إنجاز المشروع

(3) مرحلة التقييم: تتضمن هذه المرحلة على الخصوص حصر للمعلومات و البيانات الخاصة بإقرار قابلية المشروع للإنجاز حسب الاهتمامات التالية:

✓ الاهتمامات المالية الخاصة بأهداف المؤسسة

✓ الاهتمامات الاقتصادية الخاصة بتقييم مزايا كلف المشروع من الأهداف الوطنية

و تتضمن هذه المرحلة جمع المعلومات و إعداد البيانات و التحليل الخاصة بالعناصر الأساسية التي يبني عليها المشروع الاستثماري و هي:

• حصر الأهداف الداعية لإنشاء المشروع

• حصر الأطراف المعنية بحياة المشروع من المنتجين و المستهلكين

كما تتضمن تحليل لعلاقة السوق بالمجتمع و المتمثل في تقييم الطلب الحالي و المستقبلي على منتجات المشروع في الداخل و الخارج، و ذلك بحصر المعلومات على النوعيات الموجودة من الموارد المستعملة، و كيفية استعمالها و الأسعار و الكميات و الطلب المنتظر.

كما تتضمن دراسة تقنية للمشروع و تحتوي على ما يلي:

• موقع المشروع بتحديد الظروف الطبيعية

• تكنولوجيا الإنتاج المتضمنة في مجمل التجهيزات الرامية للحصول على الطاقة المنتجة

كما تتضمن هذه المرحلة التقييم المالي للمشروع، و هي تتم بإعداد البيانات الخاصة بالإيرادات و النفقات و التمويل و قياس ربحية المشروع بالمعايير المختارة، و التي تناسب دالة المنفعة للمستثمرين.

و التقييم الاقتصادي للمشروع، و هو يهتم بمدى و نوعية تأثير المشروع على أهداف الدولة بعيدة المدى و المتوسطة.

4) مرحلة الاستثمار: في هذه المرحلة يتم تجسيد دراسات المشروع المتعلقة بإنجاز المادي التي تسبق بداية استغلاله، و

تبدأ هذه المرحلة بإنجاز قرار المشروع في الاستثمار، و في هذه المرحلة يمكن التمييز بين ثلاثة مراحل هي:

أ/ **مرحلة التخطيط:** و هي مرحلة أولية ممتدة على طول مرحلة الاستثمار و له أهمية بالغة و خاصة عند بلوغ الاستثمار مستوى متقدم من الإنجاز.

إن عملية تنفيذ المشروع، هي التي تشمل على عدد كبير من المتدخلين المتعاملين ذوي إشكاليات مختلفة تهدف الى تحقيق نفس العمل، و نتيجة هذا التخطيط هو الإنجاز في الوقت المحدد و حسب التكلفة و التطابق الكامل مع مقاييس الأداء و الجودة.

و انطلاقا من هذا المبدأ تترتب ثلاث أسئلة أخرى هي كالآتي:

✓ كيف تنجز؟

بمعنى يجب معرفة الإنجاز العقلاني للإجراءات، ووقت انطلاقها في العمل، بمعنى آخر، متى تتم عملية الانطلاق في الأعمال؟

✓ من الذي ينجز؟

و تتمثل في تحديد الموارد التي توضع تحت تصرفه لإنجاز المشروع، أي تحديد الدراسات الهندسة و مجموعة المهندسين و المستشارين، مؤسسات البناء، المراقبة التقنية و البناء و مراقبة التجهيزات.

✓ كم تبلغ تكلفة الإنجاز؟

بحيث يجب احترام تكلفة المشروع عند إعداد أي ميزانية تقديرية للمشروع

ب/ **مرحلة المفاوضات:** التفاوض و إمضاء العقود يعرفنا بالتزامات المتعلقة بالتحويل للمشروع و اكتساب التكنولوجيا و نوعية المواد الأولية و التجهيزات

ت/ **مرحلة الإنجاز:** تعتبر آخر خطوة لمرحلة الاستثمار و تتضمن كل الخطوات التي تؤدي الى تجسيد الفعلي المادي للمشروع، و تتطلب هذه المرحلة عملا متناسقا و متزامنا بين مختلف النشاطات التي تسمح بالتنفيذ الفعلي و الانطلاق في الأعمال.

(5) مرحلة الاستغلال: و تتضمن هذه المرحلة ثلاث مراحل هي: انطلاق الأعمال، الاستغلال، الصيانة

و فيها تتجسد المراحل السابقة، و فيها كذلك تتم عملية تنفيذ الشرط الاساسي لنجاح المشروع، و فيها تظهر المشاكل المنتظرة و المتوقعة من سوء دراسة المشروع، و التي نذكر منها ما يلي:

أ/ مشاكل تحويلية: أي أن التقصير في نفقات الدراسة يمكن أن ينجر عنه عدة صعوبات في الحصول على القروض و صعوبة تقييم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع منها تسديد الأموال المطلوب اقتراضها.

ب/ مشاكل طبيعية: و تتمثل في المشاكل التالية: مشاكل تقنية، مشاكل البيع و التوزيع، و مشاكل التكاليف، و مشاكل الأسعار و المنافسة.

و خلاصة ما سبق أن المراحل التي يقطعها المشروع الاستثماري السابق الشارة لها، تتطلب التمويل اللازم و الكافي حتى تساير العملية التمويلية هذه المراحل، و لا تتخلى عن المشروع الاستثماري في مرحلة من مراحله.

➤ **القرار الاستثماري:** إن عملية اتخاذ قرار الاستثمار تعد أمراً حاسماً و هاماً في حياة المنشأة تتطلب التخطيط لها، و ذلك بإعداد خطة طويلة الأجل تراعي ترتيب مصادر التمويل المختلفة و تضمن توافرها دائما وقت الحاجة إليها مع تطور عمر المشروع الاستثماري على أن يؤدي ذلك في النهاية الى تعظيم حقوق الملاك و المساهمين، حيث أن عملية التخطيط السليمة تتطلب إعداد دراسات الجدوى لغرض اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب.

مفهوم القرار الاستثماري: يشير مصطلح قرار الاستثمار بصفة عامة الى قرار تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة (لطفي، 2006، صفحة 20)

كما يمكن تعريف القرار الاستثماري على انه ذلك القرار الذي يهدف الى تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، و كذا نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات و يترتب عن قرار الاستثمار أخطار على مؤسسة أو المستثمر بسبب أن الآثار المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة (زغيب، بوجعادة، 2012، صفحة 8)

❖ **خصائص القرار الاستثماري:** تنفرد القرارات الاستثمارية بخاصيتين أساسيتين هما:

(1) **قرارات الاستثمار لها تأثيرات طويلة الأجل:** ترجع تلك التأثيرات الطويلة الأجل الى وجود فاصل زمني واضح بين حدوث النفقة الاستثمارية و اكتمال الحصول على العوائد المتوقعة خلال الفترات المستقبلية، حيث عادة لا يتم الحصول على تلك العوائد دفعة واحدة و إنما ينتشر حدوثها و تتحقق خلال عدة فترات زمنية تتعدى أكثر من سنة، و تلك الخاصية للقرار الاستثماري يترتب عليها العديد من المشاكل منها:

- ✓ مشكلة القيمة الزمنية للنقود
- ✓ مشكلة المخاطر و عدم التأكد
- ✓ مشكلة تأثير تقلبات مستويات الأسعار

2) القرارات التي لا يمكن التراجع منها: بما أن هذه القرارات تمتد أثارها لفترة طويلة و تتضمن آليات أو معدات لأغراض خاصة، فإن من الصعب التراجع عن قرارات الاستثمار لأنه يتضمن شراء معدات بتكاليف عالية جدا و يكون استخراجها لأغراض محددة (لطفي، 2005، صفحة 2_3)

3) قرارات الاستثمار توجب الحصول على التمويل: إن التوسع في حجم الاستثمارات يتطلب قدر كبير من النفقات، لذا يجب القيام بعملية دراسة جدوى قبل القيام بصرف الأموال (أحمد، 2008، صفحة 54)

أ مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري: مجموعة من المبادئ العامة التي يجب على المستثمر أن يقوم بمراعاتها عندما يريد أن يتخذ قرارا استثماريا باختبار البدائل المتاحة و من هذه المبادئ ما يلي:

ب/ مبدأ الاختيار: إن المستثمر الرشيد يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب منها بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليست لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الحاليين ممن لديهم خبرة في هذا المجال.

ت/ مبدأ المقارنة: أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب منها، و تتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الفني أو الأساسي لكل بديل و مقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملاءمة.

ث/ مبدأ الملاءمة: يطبق المستثمر هذا المبدأ عمليا عندما يختار من بين المجالات الاستثمار و أدواته ما يلائم رغباته و ميوله التي يحددها دخله و عمره و عمله و كذلك حالته الاجتماعية، و يقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار و التي يكشفها التحليل الفني أو الأساسي و هي:

أ- معدل العائد على الاستثمار

ب- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار

ت- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر و أداة الاستثمار

ج/ مبدأ التنوع: حيث يلجأ المستثمر لتوزيع استثماراته و ذلك للحد من المخاطر الاستثمارية و تجنب المخاطر غير النظامية (موسى و آخرون، 2012، صفحة 22_23)

ح) مبدأ الخبرة و التأهيل: و هذا يعني أن قرار الاستثمار بما يتضمن من حيثيات و ما يستلزم من إمكانيات فنية و علمية قد لا تتوافر لدى العديد من المستثمرين، الأمر الذي يستلزم الاستعانة بمشورة المتخصصين في هذا المجال (كداوي، 2008، صفحة 19)

أهمية استخدام تكلفة التمويل عند اتخاذ قرارات الاستثمار: تستخدم تكلفة التمويل كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية- طريقة مباشرة- كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمشروعات الإنفاق الرأسمالي عند استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية- بطريقة غير مباشرة- كمعيار في أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار فلا يتم قبول البدائل التي يعبر معدل العائد الداخلي على الاستثمار بما عن تكلفة التمويل و هو الحد الأدنى من معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمار (منصوري، 2012، صفحة 73)

❖ أسس اتخاذ القرار الاستثماري: لا بد على المستثمر أن يهتم بالأسس التالية عند اتخاذ القرار الاستثماري (معرف، 2009، صفحة 49_50)

- ✓ التحليل الاقتصادي لكافة العناصر الرئيسية للعوائد و التكاليف المتوقعة و ذلك في إطار الربحية المستهدفة مع الاهتمام بكافة التأثيرات المباشرة و غير مباشرة
- ✓ الاهتمام بكافة الأبعاد الزمنية
- ✓ لاسترداد التكاليف الأولية للاستثمار
- ✓ لربط الحاجة الى السيولة مع القدرة على تحمل المخاطر
- ✓ احتساب كافة المخاطر الاستثمارية المتوقعة و ذلك من خلال تحليل كمي لهذه المخاطر
- ✓ تحديد حجم السيولة الضروري
- ✓ تشخيص كفاءة النشاط الاستثماري من حيث:
- ✓ قابليته للتداول السريع
- ✓ كلفة تداوله
- ✓ تغيير سعره ما بين تداولين متتاليين
- ✓ الالتزام بكافة التشريعات و السياسات و الإجراءات و الالتزامات و ذلك تحصيلنا للاستثمار من أي مضاعفات سلبية لحالات عدم الالتزام

المبحث الثاني: عموميات حول التمويل الإستثماري

من أكبر المشاكل التي تواجه المشاريع الاستثمارية بصفة عامة مشكل الحصول على الموارد المالية لنشاطها، و لذلك يبذل أصحاب هذه المشاريع جهودهم للحصول على الأموال من مختلف المصادر.

المطلب الأول: ماهية التمويل: يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المشاريع الاستثمارية في توفير مستلزماتها الإنتاجية، و تسديد جميع مستحقاتها و نفقاتها.

1_1) مفهوم التمويل: التمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية و استثمارها في عمليات مختلفة لكي تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا (اسماعيل حميد، 2006، صفحة 16)

كما يمكن تعريف التمويل على أنه تلك العملية التي من خلالها يضمن أو يؤمن للمؤسسة كافة احتياجاتها المالية المختلفة، هذه الحاجيات تكون متولدة عند الاستثمار (المادي أو المعنوي) أو عند دورة الاستغلال (ميلودي، 2007، صفحة 22)

حيث أن التمويل يتعلق بكيفية الحصول على الأموال، أو تقديمها (توظيف هذه الأموال) و كل ما ارتبط بها من موضوعات (العاني، 2013، صفحة 55)

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف التمويل على أنه عملية يتم من خلالها الحصول على جميع الاحتياجات المالية لاستثمارها في مجالات مختلفة.

1_2) أهمية التمويل: تلجأ المؤسسات و الدولة و المنظمات التابعة لها الى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات رغم الاستخدام الدائم لجميع مواردها المالية، و على هذا النحو يمكن القول أن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في ما يلي: (بلعبيدي، 2008، صفحة 10)

- ✓ إن السيولة لا يمكن المحافظة عليها من طرف الشركة و حمايتها من خطر الإفلاس و التصفية إلا عن طريق قرار التمويل
- ✓ إن الاستخدام الأكفأ للتمويل الخارجي يؤدي الى تخفيض الضغط على ميزان مدفوعات الدولة المدينة و الذي يرجع الى خدمة ديونها الخارجية، و من أهم عوامل كفاءة استخدام التمويل الخارجي، الربحية، الملاءمة، المرونة، و السيولة.
- ✓ يساهم التمويل في ربط التمويل الدولي مع الهيئات و المؤسسات المالية
- ✓ يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تجديد أو تحسين رأس المال الثابت للمؤسسة
- ✓ يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة لتواجه به احتياجاتها الجارية و الخروج من حالة العجز المالي
- ✓ يضمن التمويل السير للمؤسسة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها و يوفر احتياجات التشغيل و يزيد من الدخل بإنجاز مشاريع معطلة و أخرى جديدة
- ✓ البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن من تكلفة رأس المال يتمثل في حسن اختيار طرق التمويل الذي يعتبر أساس السياسة المالية.

المطلب الثاني: مصادر التمويل المتاحة للمشروع الاستثماري

تعتبر مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية أحد أهم العناصر المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري، و لهذا تفرض أهميتها على القائمين على دراسة الجدوى المالية من أجل دراستها، و تحديد أفضل هذه المصادر و أكثرها ملائمة لظروف المشروع من أجل وضع هيكل تمويلي مناسب للمشروع (لظفي، 2006، صفحة 57).

تنقسم مصادر التمويل الى مصدرين أساسيان هما الدين والملكية، و يتم التمويل بالدين عن طريق الاقتراض المصرفي (قروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل)، أو بإصدار السندات، أو الاعتماد التجاري أو الائتمان التجاري، أما التمويل بالملكية أو الأموال الخاصة فيتم عن طريق احتجاز الأرباح و إعادة استثمارها أو إصدار أسهم (عادية أو ممتازة)(أندراوس، 2007، صفحة 381)

- مصادر التمويل باستخدام أموال الملكية (الأموال الخاصة):

1) التمويل بالأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية حقا من حقوق الملكية أو حصة للمساهمين، و هي تمثل المصدر الأول للأموال في الشركات الجديدة، (لقد تناولنا موضوع الأسهم و السندات بأنواعها في الفصل الأول)، و في الوقت ذاته تشكل المصدر الأساسي للأموال في الشركات القائمة.

و للأسهم العادية كمصدر للتمويل مزايا و عيوب عديدة، يمكن تناول أهمها في الأتي:

أ- مزايا الأسهم العادية كمصدر للتمويل

- ✓ أن الشركة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم
- ✓ تمثل الأسهم مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها
- ✓ إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي الى انخفاض نسبة القروض الى حقوق الملكية، و هو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الإقتراضية المستقبلية للشركة
- ✓ سهولة بيع و شراء الأسهم(علوان، 2012، صفحة 308)
- ✓ تعتبر الأسهم العادية من وجهة نظر المشروع مصدرا تمويليا أقل خطرا من الناحية المالية بالمقارنة بالقروض و السندات و الأسهم الممتازة

ب- عيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل

- ✓ ارتفاع تكلفة بالأسهم نتيجة لارتفاع العائد المطلوب من حملة الأسهم الى جانب أن توزيعات الأسهم لا تعد من قبيل التكاليف الواجبة الخصم من الدخل الخاضع للضريبة، و من ثم لا يترتب عليها أي و فوراتضريبية على عكس من القروض و السندات التي تحقق و فورات نتيجة لاعتبار مدفوعات الفوائد من التكاليف واجبة الخصم وصولا لصافي الدخل الخاضع للضريبة.

✓ يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى على قرارات الشركة، غير أنه يمكن التغلب على ذلك بمنح قدامى المساهمين حق الأولوية في شراء إصدارات جديدة من الأسهم العادية (أندراوس، 2007، صفحة 383)

(2) التمويل بالأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة تمثل ذلك الجزء من الأرباح المحققة في نهاية العام و التي لو تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم، و تم احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشروع (عبد الرحيم، 1999، صفحة 257)

أ- مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة

✓ تكلفة الأرباح المحتجزة صغيرة و تتمثل في التكلفة البديلة للاستثمار في مجال آخر (تكلفة البديلة)

✓ لا يترتب على التمويل بالأرباح المحتجزة أي ضامانات

ب- عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة

✓ قد لا يحقق المشروع أرباحا كافية و بالتالي حجم التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة يعتمد على حجم الأرباح المحققة

✓ لا يمكن استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر (أحمد، 2008، صفحة 87)

(3) التمويل بالأسهم الممتازة: يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية و السندات، فهي تشبه السندات من حيث الحصول على العائد الدوري و استيفاء حقوق حملتها عند تصفية المؤسسة، و من ناحية أخرى تشبه الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر سندا للملكية له قيمة اسمية، و قيمة سوقية و يرتبط أجله بوجود و استمرار المؤسسة (أندراوس، 2007، صفحة 384)

أ- مزايا الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل

✓ الأسهم الممتازة لا تشارك في التصويت و بالتالي تبقى السيطرة في يد الإدارة السابقة دون أن تخشى تدخل الآخرين.

✓ لا يحتاج المشروع الى رهن أي من موجوداته عند إصدار الأسهم الممتازة و بالتالي فإن ذلك يتيح للمشروع الحرية في إصدار السندات و رهن موجوداتها مقابل ذلك.

✓ لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبلغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد استحقاق معين، و لكن يستطيع المشروع استدعاء الأسهم التي أصدرها خصوصا عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق،

✓ إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة الى الأموال الخاصة، و بالتالي زيادة الطاقة الإقتراضية للمشروع (موسى، سلام، 2009، صفحة 128)

كما أن المستثمر أيضا يحقق عددا من المزايا من خلال الأسهم الممتازة أهمها:

✓ أنها تحقق له عائد شبه مستقر

✓ أنها تعطي له الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة بحملة الأسهم العادية(علوان، 2012، صفحة

(314

ب- عيوب الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل

✓ أن الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لا تخصم من الضريبة مما يعني أن إصدار الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى وفر

ضريبي يعكس السندات و الديون

✓ التزام المشروع بتوزيع حد أدنى من الأرباح يجعل من الأسهم الممتازة عبئا ماليا ثابتا على المشروع الاستثماري

✓ تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة السندات، كون التوزيعات لا تحقق و فورات ضريبية،

✓ حملة الأسهم الممتازة يترضون لمخاطر أعلى من حملة السندات و بالتالي فإنهم سيطلبون بمعدل أعلى(موسى، سلام،

2009، صفحة 129)

أما عيوب هذه الأسهم من وجهة نظر المستثمر تتمثل في:

✓ أن معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل

✓ أن التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، و لكن معدل العائد غالبا ما يكون أقل

✓ لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز، و لكن يتوقف ذلك على تحقيق صافي دخل و قرار بإجراء

توزيعات، و توافر سيولة كافية لإجراء التوزيعات، و لا يؤدي التأخير أو عدم إجراء توزيعات على هذه الأسهم إلى

تصفية الشركة(علوان، 2012، صفحة 314)

- مصادر التمويل المتاحة للمشروع الإستثماري

باستخدام الاقتراض: تتمثل مصادر التمويل باستخدام الاقتراض فيما يلي:

1) القروض المصرفية: تتمثل القروض المصرفية في الأئتمان الذي يحصل عليه المشروع من البنوك، و قد تكون هذه القروض

طويلة و متوسطة الأجل و تشمل تلك القروض التي لا تفوق مدتها عن سنة، أو قد تكون قصيرة الأجل (مدتها أقل من

سنة)، و كمبدأ التغطية يقتضي بأن يتم التمويل الأصول الدائمة بمصادر تمويلية طويلة الأجل تعكس دورة الاستغلال، و تمويل

الأصول المتداولة بمصادر تمويلية قصيرة الأجل (قروض الاستغلال) و قروض طويلة و متوسطة الأجل(قروض الاستثمار) و

هي كالاتي:

أ- **القروض قصيرة الأجل:** و هي القروض الموجهة لتمويل نشاط الاستغلال، حيث يقصد بنشاط الاستغلال تلك

العمليات التي يقوم بها المشروع خلال فترة لا تتعدى في الغالب السنة، و يمكن تصنيف القروض بالاستغلال إلى ما يلي:

- **القروض العامة:** توجه هذه القروض لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة و ليس مخصصة لتمويل أصل معين، و تتمثل القروض العامة في تسهيلات الصندوق، السحب على المكشوف، قرض الموسم
- **القروض الخاصة:** تهدف هذه القروض لتمويل أصل معين، أي أنها مخصصة لتمويل أصل محدد و معين عكس القروض العامة و التي لا يتحدد تخصيصها، و تتمثل القروض الخاصة بصفة أساسية في تسبيقات على البضائع، تسبيقات على الصفقات العمومية، الخصم التجاري، الاعتماد المستندي.
- **ب- القروض المتوسطة و طويلة الأجل:** و تتمثل في القروض الموجهة للاستثمار، و تنبع الحاجة الى هذا النوع من الأموال إما للحصول على وسائل الإنتاج كالمعدات و الآلات، أو عقارات تتطلب رؤوس أموال ضخمة، و يشمل هذا النوع من القروض كل من:
 - **قروض الاستثمار متوسطة الأجل:** و هي قروض لا يتجاوز عمرها سبع سنوات، مما يعطي للمشروع الاطمئنان بتوفير التمويل و انخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الأجل، لأن مخاطر الاقتراض قصيرة الأجل عادة ما تكون عالية، و من بين أشكال القروض متوسطة الأجل ما يسمى بالقرض المباشر، حيث يوجه هذا النوع الى تمويل وسائل الإنتاج، و تزيد مدة هذا القرض عن سنة و نصف و لا يتعدى خمس سنوات، أما النوع الثاني فيتمثل في القرض غير مباشر و الموجه لعمليات التجارة الخارجية و المضمونة من طرف الدولة.
 - **قروض الاستثمار طويلة الأجل:** و هي قروض يحصل عليها المشروع من البنوك أو المؤسسات المالية أو غيرها من المؤسسات و الشركات المتخصصة، و تشمل جميع القروض التي يتجاوز فترة سدادها السبع سنوات و قد تصل القروض الى ثلاثين عاما، و تتميز هذه القروض في أغلب الأحيان بعدم ثبات معدل الفائدة خاصة إذا كانت هذه المعدلات تتجه نحو الارتفاع، أما بالنسبة لسداد القرض فقد يتم بدفعة واحدة أو قد يتم على أقساط متساوية و ذلك حسب الاتفاق بين البنك و المستثمر، و الهدف من هذه القروض هو توفير رؤوس أموال بقصد تمويل الاستثمارات، و تمنح عادة هذه القروض مقابل ضمانات عينية(زيتوني، 2006، صفحة 52_ 54)
- (2) **السندات:** يمكن تمويل استثمارات المشروع جزئيا من خلال إصدار سندات في شكل صكوك دين قابلة للتداول يعتبر حاملها دائما للجهة المصدرة له، و لي حاملها الحق في الحصول على عائد ثابت دون مراعاة العوائد التي يحققها المشروع و ذلك الى جانب إعادة سداد جهة الإصدار لأصل السندات، و قد تم التعرض إليها في الفصل الأول بالتفصيل.
- (3) **الائتمان التجاري:** هو الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم الأخير بعملية الشراء أي أن الائتمان التجاري يمكن المشاريع من تدبير احتياجاتها من المواد الأولية و المستلزمات السلعية من الموردين على أن يتم سداد قيمة الشراء في فترة لاحقة
- (4) **التمويل التأجيري:** هو وسيلة أخرى يستطيع المشروع أن يحصل من خلالها على احتياجاته من الأصول الثابتة تتمثل في استئجارها نظير سداد إيجاري دوري، ووفقا لهذا الأسلوب يمكن للمشروع أن يستفيد من خدمات الأصول المستأجرة زمنية

محددة دون الحاجة لشرائها، و ثمة أنواع عديدة للاعتماد لإيجاري أهمها: البيع و إعادة الاستعجار، الاعتماد لإيجاري التشغيلي، و الاعتماد لإيجاري التمويل (أندراوس، 2007، صفحة 389 _ 390))

■ **محددات الاختيار بين مصادر التمويل:** عند اتخاذ المنظمة لقرار التمويل فإنه لابد من أن يأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:

- ✓ حجم الأموال المطلوبة و الفترة الزمنية اللازمة
- ✓ مواءمة مصادر التمويل لأبواب الاستثمار
- ✓ تكلفة التمويل الفعلية مقارنة مع العائد المتوقع على الاستثمار
- ✓ مدى تزامن مواعيد التسديد مع مواعيد التدفقات النقدية الداخلة
- ✓ القيود المفروضة من مصادر التمويل (الشواورة، 2013، صفحة 79)

المطلب الثالث: اتخاذ قرار التمويل

1) نظرا لمحدودية الموارد المالية المتاحة للمستثمر بعد قرار التمويل من أصعب القرارات على الإطلاق، و بذلك يتطلب اتخاذ قرار التمويل نوعا من الدراسة المعمقة و المتأنية

3_1) مفهوم عملية اتخاذ القرار: تعرف عملية اتخاذ القرار على أنها الاختيار القائم على أساس بعض المعايير لبديل واحد من بين بدليين محتملين أو أكثر بغرض تحقيق الهدف، و بهذا يعتبر القرار بمثابة الوسيط بين التفكير و الفعل لأنه كالجسر الذي يعبر بنا الى الفعل الحقيقي.

كما تختلف القرارات من حيث الأهمية ، حيث يمكن تصنيفها الى قرارات رئيسية و أخرى ثانوية، و المجال المالي كغيره من المجالات الإدارية يتطلب الصلاحية في اتخاذ القرار، و أن يمتلك متخذ القرار من الصفات و المهارات ما تمكنه من اتخاذ النسبة العظمى من القرارات الشديدة

3_2) مفهوم قرار التمويل: هو القرار الذي يبحث قرار التمويل في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة أو المستثمر على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء الى الاستدانة (زغيب، بوجعادة، 2012، صفحة 2)

3_3) مبادئ اتخاذ قرارات التمويل: قرارات التمويل هي قرارات الخاصة بكيفية الحصول على الأموال الأزمة للاستثمار (أحمد، 2008، صفحة 21)

حيث يرتكز قرار التمويل على العديد من المبادئ التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل هي:

أ/ **ضرورة الموازنة بين المخاطرة و العائد:** حيث لا يجب السعي الى المبادرة بمخاطر مالية جديدة، ما لم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية.

ب/ الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود: من المبادئ الأساسية لتمويل أن النفوذ لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نف الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، و لذلك القاعدة تنص على أنه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكرا كلما كان ذلك ممكنا.

ت/ كفاءة أسواق رأس المال: بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم حيث لا يمكن قيا هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية، و السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يعكس فيه قيم الأصول و السندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور.

ث/ الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية: عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب الأخذ بعين الاعتبار تأثيرات الضريبة على هذا القرار و معنى ذلك أن جميع التدفقات النقدية أن تحسب بعد الخصم.

ج/ إشكالية الوكالة: تنشأ إشكالية الوكالة من مبدأ فصل الملكية عن التسيير، و نظرا لهذا الفصل فإن المسيرين قد يتخذون قرارات لا تتفق مع أهداف الملاك في تعظيم قيمة الأسهم على الأقل في الأجل القصير، و كذلك فإنهم يحاولون تعظيم منافعهم الخاصة من حيث المرتبات و الحوافز، و ذلك على حاب الملاك، كما قد يتجنبون الدخول في المشروعات ذات مخاطر مرتفعة على الرغم من ارتفاع العائد لأنها قد تكلفهم فقدان مناصبهم(بوشوشة، 2007، ص ص 7-8)

خلاصة:

حاولنا من خلال هذا الفصل أن نبين مدى أهمية الاستثمار على المستوى الاقتصادي، حيث أن المشاريع الاستثمارية تعتمد في نموها و استثمارها على المال، و رؤوس الأموال قد يكون توفيرها سهلا في بعض الأحيان و في كثير من الأحيان يكون صعبا، و أيا كانت السهولة أو الصعوبة في توفير رؤوس الأموال فإن إدارة هذه الأموال هو أهم ما يشغل بال القائمين على إدارة المشروع، كما يجب أن تكون إدارة جيدة لأموال المشروع لتعود بالنفع على المشروع و أصحابه و الاقتصاد القومي ككل.

و عليه فإن الاختيار الأمثل لمصادر التمويل و أساليبه يعد ضرورة لا بد منها عند بداية أي مشروع و هذا لضمان إستمراره و نجاحه في المستقبل.

الفصل الثالث:

عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة

بعض الأسواق المالية في الدول النامية

المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية

إن الأسواق المالية النامية اليوم تحظى باهتمام الكثير من الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين، بما تميزت به من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار للجميع والعوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب.

لذا سنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب في المطلب الأول تعريف الأسواق المالية النامية وتصنيفاتها، أما المطلب الثاني فتطرقنا إلى مراحل تطورها والمطلب الثالث فخصصناه إلى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية في الدول النامية وتصنيفاتها

سوف نتعرف في هذا المطلب على تعريف الأسواق المالية ومختلف تقسيماتها كما يلي:

أولاً: تعريف الأسواق المالية في الدول النامية:

يقصد بالأسواق الناشئة **Marches émergents** الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد (تعريف) سوق ناشئ تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة "الناشئ" إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهذا ما يستتبع أن فرص الربح بالنسبة للمشروعات، والمر دودية بالنسبة للمستثمرين، هي أكثر أهمية من تلك التي يمكن الحصول عليها في الاقتصاديات المتطورة. (وسام، 2003، صفحة 93)

وهناك من يعرفها: (رشيد، 2005، ص.ص 122-123) بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقاً على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل:

- عدد الشركات الجديدة

- القيمة السوقية للأسهم

- حجم الأموال المتداولة

الفصل الثالث: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره ، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية.

ثانيا: تصنيف الأسواق الناشئة.

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات وهي كالتالي: (وسام، مرجع سابق، ص.ص 95-97)

أ-الأسواق الناشئة الأكثر تقدما: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة (كماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان ، تايلاندا.....الخ) تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة:

-معدلات تضخم منخفضة.

-استقرار نسبي في أسعار المصرف.

-أنظمة مالية ومصرفية متطورة.

-سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.

-تبادل هام في سوق الأسهم.

-استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية.

أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب إن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة على وجه شبه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية)، لا بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.

ب-الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح:الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين التي تعتبر حسبINTERNATIONALFINANCE CORPORATION سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها.

فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق هي قليلة الانتشار، هذا تحديدا يتعلق باختتام ومقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية، ونشر المعلومات وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير، بالإضافة إلى ما تقدم، فإن هذه البلدان لم تستطيع لغاية الآن حل بعض مشكلاتها الدورية والميكلمية كالتضخم الحاد، التركيز الهام للمداخيل والثروة، عدم التوازن في المبادلات الخارجية والتطور غير الكافي للأسواق المالية، إذن بالنسبة لتلك البلدان لا يبدو عادة التوجه إلى أسواق رؤوس الأموال في غاية السهولة، لكن على الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل.

ج-الأسواق الحديثة النشأة أو تلك التي تعاني من الركود: في إطار تعريف أكثر شمولاً للأسواق الناشئة، يمكن القول بأن هذا المصطلح ينطبق على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادياتها متقدمة، وفيما يلي أبرز ميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة هي أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدوداً أيضاً، هذه الأسواق المالية هي إجمالاً في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلباً على حجم العمليات.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية في الدول النامية

هناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة و هي:

أولاً: الخطر و المردودية

من بين الأسواق المالية في الدول النامية الخطر و المردودية (المرجع السابق، ص.ص 104-105)

الخطر الذي ينجم عن استثمار ما، في أصل مالي، يوضح عادة عبر **volatilité** أي بالفارق المعياري للمردودات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، و استناداً الى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعاً كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

أ/ الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي:

نتيجة ضعف الرسملة (**capitalisation**) وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سندا تم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، باتجاهي الارتفاع و الانخفاض على حد سواء، فهذه الأسواق هي أيضاً شديدة الحساسية على بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي و الاجتماعي، و الشفافية المحدودة للأسواق تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار، في هذا الإطار يمكن ذكر الارتفاع الحاد للبورصة النزولية فور الإعلان عن الانقلاب الفاشل على حكم

إن تقلب أسعار القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة، الخطر المرتبط بأفاق النمو الاقتصادي و بنتائج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف....

أما خطر السيولة، فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي.

الفصل الثالث: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية

الى جانب خطر التقلب، يوجد خطر آخر، مقتصر حصرا على الأسواق الناشئة، و هو راجع الى عدم الدقة النسبية في المعلومات، و الى عدم الضمانة (الحماية) غير الكافية الموفرة للمستثمرين، و كذلك الى الشفافية المحدودة في النظام المالي، و أخيرا الى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد و التسليم، و عنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

ب-المرد ودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: إن Volatile أو الفارق المعياري للمرد وديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة بزيادة في المرد ودية، هذه الأخيرة تتضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، و عبر الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات.

كما أن مرد وديات الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة، بل وأحيانا سلبية، مع مرد وديات الأسواق المتطورة، كذلك فقد أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين على الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الناشئة من خطر تلك المحفظة ويرفع من مرد وديتها، هذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحذ ذاتها من جهة وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

ثانيا: سيولة السوق ودرجة تركزه

إن سيولة و تركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها: (المراجع السابق، ص.ص 106_108)

حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية و الحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكثر حجما) في تلك الرسملة. التركيز وهو على وجه عام أكثر أهمية في الأسواق الناشئة ، إذا ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذا كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13 من الرسملة الإجمالية في السوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35 في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي 80 في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55 في السوق الأردني، و تجدر الإشارة إلى أنه إطار بورصات الأسواق الناشئة وبمعدل وسطي مثلث الشركات السبع عشر الأوائل في النصف الأول من التسعينات حوالي 64 من قيمة مجمل العمليات، و 60 من الرسملة البورصية، إن هذا التركيز الشديد يعكس درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة ، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل كتل هامة من ورقة مالية معينة، دون أن يؤثر ذلك بشكل ملحوظ على الأسعار، هو بالتأكيد أحد العوامل الأساسية التي تحد من قدرة الأسواق الناشئة على اجتذاب المستثمرين.

ثالثا: تنظيم السوق.

تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الأتي (رشيد، مرجع سابق، ص ص 132-133)

-استخدام أحداث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية، ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.

الفصل الثالث: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية

-إعلام وحماية المستثمرين : أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما إن المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.

التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة ، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

رابعاً: المنتجات المالية المتداولة

في الصدر يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق النامية وهي: (ملاك ، مرجع سابق، ص 109-111)

أ-المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة: يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة وهي تحديداً:

-**الأسهم**: إننسبة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة المستمرة بأسهم لا زالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق أكبر برامج الخصوصية وتحرير الأسواق، وكذا معالجة أزمة المديونية، إذ شهدت عام 1994 إصدارات لأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.

-**السندات**: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نمو كبيراً خلال العقد السابق ، خاصة في المكسيك ، الهند، تايلاندا، كما نشير إلى النجاح الكبير الذي عرفته السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كون أن هذا المنتج يوفر حماية للمستثمر، بالإضافة إلى عدم مساسه بالاستفادة من فرص فائض القيمة الذي قد يتحقق في المستقبل.

-**المنتجات المالية المشتقة**: ترتبط مداخل البلدان ذات الأسواق الناشئة في الغالب بعائدات الصادرات من المواد الأولية، لذلك فإن بعض هذه الأسواق كان قد بدأ منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من اجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المصدرة، في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت علة معدلات فائدة أو على أسعار صرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق (نستني من هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل) التي تعد على وجه عام أقل تنظيمياً من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة.

ب-إصدارات شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة: فيما يلي هذه المنتجات:

-المنتجات المالية من نموذج الأسهم: المقصود بذلك على وجه الخصوص:

" EDR European Depositary Receipt

GDR GLOBAL Depositary Receipt

ADR AMERICAN Depositary Receipt

وهي في مجملها أسهم نموذجية مصدرة إلى الأسواق الناشئة، لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة، وتعتبر قيم كل من شركة Telefonos De Mexico وشركة (YPF) أي الشركات البترولية الأرجنتينية من ضمن القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.

- المنتجات المالية من نموذج السندات: شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة باليورو-سندات المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة، و في عام 1994 قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار، فهناك النداءات المصدرة بالين و الموظفة في أسواق مالية غير يابانية، و هناك أيضا السندات المصدرة بغير الدولار الأمريكي و الموظفة في الولايات المتحدة الأمريكية التي لفت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين.

- المنتجات المالية المشتقة: و في هذا الإطار يشار الى تطور أدوات التغطية المتعلقة بالأسواق الناشئة المصدرة و المسعرة في أسواق مالية أخرى، على سبيل المثال كان الخيار على سهم Telefonos De Mexico في عام 1994 من ضمن أحد الخيارات على أسهم الأكثر تسويقا في الوم،م،أ.

خامسا: بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق المالية في الدول النامية

بالإضافة الى ما سبق ذكره من خصائص تتميز الأسواق المالية في الدول النامية بالخصائص التالية:(مرجع سابق،ص ص 114-117)

أ- درجة انفتاح السوق: تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، و هذا بسبب ميل هذه الأسواق التي فرضت قيود على الأجانب للحد من حيازهم للأوراق المحلية فالعديد من البلدان فرضت قيودا قصوى على هذه الحيازة ففي الهند يصل هذا السقف الى 51%، أما إندونيسيا عند 49%.

ب- مستوى الإدخار الوطني: تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص مستوى ادخارها إذا ما قورن بحاجتها التمويلية، نستثني منها الأسواق الآسيوية التي تعتبر فيها معدلات الادخار من ضمن المعدلات الأكثر ارتفاعا في العالم، إذ أنه كلما زادت المبالغ المستثمرة بأسهم و سندات في الأسواق الناشئة من قبل المستثمرين المحليين كلما أصبح تقلب السوق لا يتأثر أولا يعود الى تدفقات و سحبات رؤوس أموال المستثمرين الأجانب، في هذه الحالة يصبح نمو السوق مستمرا، و ينجم عنه خلق فرص (فوائض قيمة) للمستثمرين.

ت- إدارة المشروعات: يلاحظ في الأسواق الناشئة أنها تفرض قيودا على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم إدارة المشروعات المحلية، هذه القيود تتعلق بالنسبة المئوية القصوى لمساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال، و أحيانا يمنع على هؤلاء الاستثمار في بعض القطاعات، و يشار أخيرا الى أن بعض البلدان تقوم بإصدار أسهم مخصصة لغير المقيمين لا تتمتع بحق التصويت

ث- التشريعات الضريبية: من أجل استقطاب المستثمرين الأجانب، وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة، هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة رأس المال، و بالضريبة على الأسهم الموزعة.

المطلب الثالث: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية وبعض الصعوبات التي تواجهها

شهد الاقتصاد العالمي تحولات غير مسبوقه نتيجة للتطور الذي شهده أحد أهم قطاع الخدمات، ألا و هو قطاع الاتصالات و المعلومات الذي ساهم في تسهيل عملية التبادل التجاري بين الدول، كما و أن قطاع الخدمات يسهم و بشكل كبير في نشاط الإنتاج بدءا من البحث و التطوير الى التمويل و النقل، التوزيع و التسويق، و يحتل قطاع الخدمات أهمية كبيرة خاصة في الدول النامية إذ يساهم هذا القطاع بأكثر من نصف الناتج المحلي في العديد من الدول، و في ضوء هذه الأهمية فإنه على الحكومات أن تولي هذا القطاع الرعاية التامة و أن تجعله أكثر انفتاحا.

إن البلدان التي أصبحت أكثر انفتاحا أمام التجارة الدولية، تكون في العادة أكثر قدرة على المنافسة و تحقيق معدلات نمو أسرع من تلك البلدان التي لم تقم بذلك، لا يخفى أن العديد من أسواق المالية في البلدان النامية ما تزال تواجه عقبات كبيرة أمام تحقيق المكاسب المتاحة من جراء زيادة حجم التجارة و ذلك بسبب طاقتها المحدودة في جانب العرض و ضعف مناخ الاستثمار، و على الرغم من قيام العديد من البلدان النامية بمضاعفة جهودها لمعالجة أوجه القصور هذه، فإنها تجد نفسها في أغلب الأحيان محرومة من دخول أسواق البلدان المتقدمة الكبرى، نتيجة لاستمرار بقاء الحواجز التجارية الرئيسية أمامك صادرات تلك الدول، كما و أن العديد من الدول النامية قد تأثرت بسبب الأزمة المالية العالمية من حيث عدم قدرتها على الحصول على تمويل اللازم لتغطية نشاطها التجاري.

و في هذا الإطار فقد اقترن تحرير التجارة خلال العقدين الماضيين بتحقيق معد نمو ربع في عدد من البلدان التي كانت تصنف ضمن البلدان الفقيرة، لاسيما في آسيا، و قد نجم عن الحركة الواسعة في التجارة وجود مؤسسات ذات كفاءة و سياسات اقتصادية كلية فعالة في تلك البلدان.

إن انتهاج سياسة تجارية أكثر انفتاحا سوف تعود بالنفع على جميع الدول، كما يمكن دفع عجلة التنمية إذا قام كل بلد بإجراء إصلاحات في نظامه التجاري.

إن تحسين التنافسية يتم عن طريق تطوير الحوافز التشجيعية للاستثمار و الحد من تكاليف التجارة، كالقيام مثلا بتحسين الخدمات الرئيسية للمنتجين و تيسير ممارسة أنشطة التبادل التجاري، و يذكر أن فتح و تحرير الأسواق يساعد على زيادة التبادل التجاري، و

الفصل الثالث: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية

استقطاب الاستثمارات، فتحريم التجارة يعني إزالة الرسوم الجمركية أو تخفيفها و تقليل الحماية التجارية و إزالة القيود الجمركية، مثل المعوقات الإدارية و معوقات الاستثمار و تحرير قطاع الخدمات و تطوير القوانين و التشريعات المنظمة للأسواق.

قد قامت بعض الدول النامية بمراجعة تشريعاتها و أنظمتها ذات العلاقة، و تبنى العديد منها برامج استقرار و تصحيح هيكلية إيمانا منها بأهمية الانخراط في المنظومة التجارية العالمية، كما قامت معظم الدول العربية بإبرام اتفاقيات ثنائية أو متعددة الأطراف للتبادل التجاري مع دول الاتحاد الأوروبي و الدول الصناعية الأخرى من أجل فتح الأسواق للصادرات و رفع كفاءة الإنتاج المحلي(صندوق النقد الدولي، التقرير الاقتصادي الموحد، العدد 27، صفحة 30)

إن الأهمية الكبيرة التي تحظى بها موضوع تطوير أسواق السندات المحلية في الدول النامية، هو الأمر الذي تعززت الحاجة إليه اثر تداعيات الأزمات المالية العالمية التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة، سواء من حيث تراجع التدفقات المالية و القروض المصرفية عبر الحدود أو كذلك من خلال التعديلات على المبادئ و المعايير الدولية و المتطلبات الجديدة للسيولة.

كذلك و بما لا شك فيه، أن وجود مثل هذه الأسواق النشطة يعتبر جانبا مهما لتعزيز الاستقرار المالي من خلال ما يمكن أن ينتج عنه وجود مثل هذه الأسواق، من تطوير للنظام المالي من نظام يعتمد على المصارف كمصدر رئيسي للتمويل الى نظام متعدد الأقطاب، كما يساعد وجود مثل هذه الأسواق على تحسين إدارة المخاطر و التقنيات المرتبطة بها لدى المؤسسات المالية و المصرفية.

إن الأسواق الثانوية تكاد تكون غير موجودة ، و يرتبط ذلك بمجموعة من العوامل منها ضعف تطور السوق النقدية، و عدم تنوع قاعدة المستثمرين من حيث هيمنة المصارف على الاكتتابات فيها، الى جانب افتقارها للعديد من المقومات الجاذبة للاستثمار سواء من حيث التشريعات أو على صعيد البنية المؤسسة و التحتية لهذه الأسواق، فمعظم أسواق السندات الحكومية النامية غير ممثلة في مؤشرات النداء العالمية التي تعكس اهتمام المستثمرين، و ذلك باستثناء البعض منها و لكن بنسب ضئيلة الى حد كبير.

أما فيما يتعلق بأسواق سندات و صكوك الشركات، و بالرغم أن الإصدارات من هذه الأدوات قد شهدت هي الأخرى نموا ملحوظا، إلا أن الصحيح كذلك أن هذه الإصدارات بأغلبها إما هي إصدارات مغلقة و هي شبيهة بالقروض المصرفية المجمعة، أو أنها كانت بعملات أجنبية غير العملات المحلية و بالتالي لم تساهم في تطور أسواق السندات بالعملات المحلية، كذلك معظم هذه الإصدارات إما كانت من قبل مصارف لتعزيز رسميتها، أو جاءت لتمويل مشاريع عقارية.

إدراكا لهذه القضايا، فقد عملت العديد من الدول النامية على إدخال إصلاحات تستهدف خلق البيئة المواتية لتطور أسواق أدوات الدين، إلا أنه و مع ذلك فإنه لا يخفى أن مساعي التطوير هذه لا تزال في مراحلها الأولى في أغلب هذه الدول، و يستلزم الأمر المزيد من الجهود على جانبي العرض و الطلب على هذه الأدوات.

و لعل تطوير أسواق نشطة لأدوات الدين، يتطلب في هذا الصدد أولا توسيع و تركيز الإصدارات من السندات الحكومية لبناء منحنى عائد مرجعي، حتى لدى تلك الدول النامية التي تتمتع بفوائض مالية، كما يحتاج ذلك ثانيا الى تطوير التشريعات و القوانين ذات العلاقة للتغلب على بعض المعوقات القانونية التي قد تعيق إصدار مثل هذه الأدوات، كما أن معالجة جوانب مثل قوانين

الفصل الثالث: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية

الإفلاس و حقوق الدائنين و التطبيق الفعال لقواعد الحكومية السليمة، تمثل هي الأخرى جوانب مهمة على صعيد بناء البيئة القانونية السليمة في هذا الشأن.(صندوق النقد الدولي، التقرير الاقتصادي الموحد، العدد 27، صفحة 31)

كذلك يستلزم الأمر في هذا السياق، جهودا لتوسيع قاعدة المستثمرين أساسين مثل صناديق التقاعد و المعاشات و المؤسسات المالية غير المصرفية الأخرى، و من متطلبات التطوير أيضا، متابعة استكمال مستلزمات البنية السليمة و بوجه خاص نظم التداول و نظم المقاصة و التسوية، بالإضافة الى زيادة التوعية بهذه الأسواق و السعي للمزيد من الإفصاح و نشر المعلومات بشأنها.

هذا و لا يمكن تحقيق تقدم سريع و ملموس على صعيد هذه الجوانب، دون وجود تنسيق كاف لدى كل دولة بين مختلف السلطات الإشرافية فيها من جهة و بين هذه السلطات و بين المؤسسات و المتعاملين في الأسواق من جهة أخرى في إطار إستراتيجية وطنية، تضع تطوير أسواق أدوات الدين المحلية كأولوية رئيسية لها.

و لقد استوعبت الدول النامية مؤخرا أهمية وجود هذه الأسواق في اقتصادياتها بعد أن لاحظت كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة التي قطعت شوطا بعيدا في هذا المجال حيث تتميز بوجود نظم قوية و فعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين معلومات تتعلق بالشركات التي يرغب في شراء أسهمها و تتعلق أيضا بالسوق نفسها و التطبيق الواسع للتقنيات المتطورة و للإعلام و الاتصال و ما يترتب عليها من إمكانية معالجة حجم أكبر من المعاملات في تلك الأسواق المالية و القدرة على نقل التطورات فيها بشكل أسرع و استجابة أكثر للمعلومات الجديدة.

إن كفاءة الأسواق المالية في الدول المتقدمة تمثل حافزا قويا للدول النامية نظرا لعولمة ظاهرة تقنيات الإعلام و الاتصال و لإمكانية إقرار نظم فعالة و متقدمة(صندوق النقد الدولي، التقرير الاقتصادي الموحد، العدد 27، صفحة 33)

و بالإضافة الى هذا إن نجاح الأسواق المالية في الدول النامية تتطلب توفر ما يلي:

- أ- إن رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي الى رفع و تطور كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية
- ب- لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري و توفر الشفافية بالإضافة الى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق.

بعض صعوبات نمو الأسواق المالية في الدول النامية

تواجه الأسواق المالية في الدول النامية صعوبات و مشاكل كثيرة ومنتشعبة الأمر الذي أضفى عليها صفة الضعف في الأداء و في آلية العمل في سوق البورصة مقارنة بأسواق المال العالمية، و من هذه المشاكل نذكر:

- غياب الاستقلال المالي و الإداري لبعض أسواق المال النامية و قلة الصلاحيات للبورصات فيها و افتقارها لأدوات الرقابة و السيطرة التي تساعد على حن إدارة الأوراق المالية

الفصل الثالث: عموميات حول الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية في الدول النامية

- عدم وجود مؤسسات فاعلة و ساندة للأسواق المالية النامية ذات التأثير المباشر في سوق الأسهم و السندات الأمر الذي نجم عنه تقلبات حادة في أسعار الأسهم و السندات مع زيادة المخاطر الاستثمارية في مجال الأوراق المالية و البورصات.
- غياب مؤسسات الإيداع المالي و المركزي و مؤسسات التسوية المالية و عدم وضوح الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال أو التعامل بها و اقتصر الأمر في التعامل المالي على الأهم و السندات التقليدية ووسائل التمويل الأخرى.
- صغر نطاق الأسواق المالية النامية بسبب انتشار القطاع العام و تدخل الدولة في معظم الدول النامية، مع افتقارها لأنظمة المقاصة و المحاسبة الحديثة والتدقيق.
- ضعف الاستثمار بصفة عامة و الاستثمار المالي بصفة خاصة في اقتصاديات الدول النامية و عدم وجود ثقة للمستثمر بأداة الأسواق المالية النامية بتغطية الاستثمارات الأولية أو باسترجاع مصاريف الاستثمار في السوق المالية النامية.

المبحث الثاني: دراسة حالة بعض أسواق المال للدول النامية للفترة الأخيرة

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الجزائري

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد وثقافة بورصية فيها، وغياب الشفافية والإفصاح، وعدم توفير معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة، وضعف الكفاءة المعلوماتية، إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر.

نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها:

مرت بورصة الجزائر ببعض المراحل والتي نوجزها فيما يلي:

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

فكرة إنشاء بورصة لقيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 وسجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988، وفي الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الادخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية.

في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 1975/09/26 وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) واختيار نظام اقتصادي مركزي.

في حين نجد أنه في 1988/01/12 تم تعديل جزء من القانون التجاري ونشر العديد من القوانين من بينها:

"قانون 01-88" المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، والقانون "03-88" وكذا 04-88 المعدلين والمكملين للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري والمتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية والقانون 01-88 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير، منذ أن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل "spa" أو شركات ذات أسهم، قانون 03-88 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة) (Les Holding). (بورصة القيم المنقولة

http://www.sgbv.dz/ar تاريخ الإطلاع (26/06/2021)

والمتمثلة في:

ص1: صندوق المواد الغذائية الفلاحية

ص2: صندوق مناجم الفحم والري

ص3: صندوق التجهيز

ص4: صندوق البناء

ص5: صندوق الكيمياء، البتروكيميا، الصيدلية

ص6: صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي

ص7: صندوق الصناعات المختلفة

ص8: صندوق الخدمات

الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة COSOB:

نصبت رسميا هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين والسهر على السير الجيد وعلى شفافية السوق، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك.

وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:

أ) السلطة التنظيمية والقانونية:

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

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

(ب) سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة والضمان لتنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من أجل التأكد من ما يلي:

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.

- امتثال الشركات التي تقوم المصدرة لواجبات الإعلام التي تخضع لها.

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

- بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة.

- تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.

وللجنة الصلاحيات والحق في القيام بهذه التحقيقات.

(ج) السلطة التأديبية والتحكيمية:

عندما يحدث أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين، فيطلب وضع حد للمخالفات ولهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى، وتعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها وتأسس كطرف مدني، أما العدالة فهي تمارس هذه السلطة عند إخلال الوسطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية والأخلاقية، أو المخالفات لإجراءات قانونية والتنظيمية، وتمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم، بين الوسطاء والزبائن، أو بين الوسطاء وبين هيئات المراقبة أو الإدارة الخ.

أداء بورصة الجزائر (نهاية ديسمبر 2020): (صندوق النقد العربي، شبكة المعرفة، www.amf.org.ae تاريخ الإطلاع 2021/06/27)

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر ارتفاعا خلال الربع الرابع من عام 2020، مقارنة لما كانت عليه في الربع السابق، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة، ارتفاعا طفيفا بنسبة 0.01 في المائة في نهاية الربع الرابع من 2020، كما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا بنسبة 0.4 في المائة، في نهاية الربع السابق. بدوره سجل مؤشر بورصة الجزائر ارتفاعا بنسبة 2.0 في المائة، ليغلق عند مستوى 1557 نقطة في نهاية ديسمبر 2020.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت هذه القيمة لتصل نحو 325.9 مليون دولار في نهاية الربع الرابع من عام 2020 مقابل 309.5 مليون دولار في نهاية الربع الذي سبق.

فيما يتعلق بنشاط التداول، شهد الربع الرابع 2020، ارتفاعا في مؤشرات التداول، وذلك مقارنة مع الربع السابق. فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 93.8 مليون دولار بالمقارنة مع 10.9 مليون دولار قيمة التداولات خلال الربع الذي سبق. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى نحو 15.35 مليون سهم مقابل نحو 0.8 مليون سهم تم تداولها خلال الربع السابق.

التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق والاستثمار:

فيما يتعلق بتركز التداولات، سجلت أحجام وقيم التداولات في البورصة الجزائرية خلال الربع الرابع 2020 مستويات مقارنة لما كانت عليه خلال الربع الثالث من عام 2020. حيث تركز التداول على أسهم شركة بيوفارم، لتستحوذ على ما يقارب نحو 50 في المائة من إجمالي قيمة التداولات المسجلة في البورصة.

فيما يتعلق بالتطورات ذات العلاقة بالسوق، أعلنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالتعاون مع معهد التكوين المصرفي (IFB) عن انطلاق الدورة الثامنة للتكوين الخاص بتأهيل مهنيي السوق المالية، تم توجيه الدورة إلى كل ممثلي السوق المالية وللراغبين في اكتساب المعلومات المتعلقة بهذا المجال، تمتد أعمال الدورة التدريبية على مدى خمسة أشهر من طرف تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتقديم من طرف خبراء محليين وأجانب حيث تسمح للمرشحين الناجحين من ممارسة مشاط "منظم للسوق المالية".

في ذات الإطار، نظمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والوزارة المنتدبة المكلفة باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في شهر أكتوبر 2020، ورشة تقنية حول سبل تمويل المؤسسات الناشئة، حيث شهدت الورشة مشاركة رؤساء البنوك، شركات التأمين ورؤساء مختلف تنظيمات أرباب العمل. ركزت الورشة هذه بشكل خاص على إنشاء منصات رقمية للتمويل التسهامي وكذلك على إنشاء وعمل شركة رأس المال المخاطر.

في نفس السياق، تم توقيع مذكرة تفاهم بين الوزارة المنتدبة باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بهدف تعزيز الثقافة المالية.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية المصرية

نشأة بورصة القاهرة: (www.egx.com.eg). بورصة مصر. تاريخ الإطلاع (2021/06/27)

أنشئت عام 1861 بالإسكندرية أقدم البورصات المشتغلة بالتعامل الاجل في القطن. ثم بدأت أولى محاولات إنشاء بورصة للأوراق المالية في مصر سنة 1890. تلتها محاولة ثانية في عام 1898، حيث شرع السماسرة في تكوين شركة تتولى إنشاء البورصة وتدير المكان اللائق لإقامتها، ووضع القواعد الكفيلة بتنظيم العمل فيها. إلا أن جهودهم أخفقت، فأفلست شركتهم الأولى في غضون ثلاثة أشهر من تكوينها. واستمر السماسرة في مزاولة عقد الصفقات فيما بينهم في بعض المقاهي أو في مكاتبهم الخاصة. ولم تكن المعاملات بينهم خاضعة لقواعد مدونة بل كانت تركز على التقاليد والعادات التي يتفقون عليها.

بداية النشأة الفعلية لبورصة القاهرة في عام 1903:

تكونت شركة من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة لهذا الغرض. حيث أنشأ السماسرة نقابة وضعوا لها قانونا ينظم شئوهم على غرار النقابة التي أنشأها زملائهم في الإسكندرية سنة 1902. وبالفعل أقيمت بورصة في القاهرة سنة 1904 بالاتفاق بين النقابة والشركة، وقد قصرت عضويتها على سماسرة الأوراق المالية فقط. أما السماسرة الذين أنشأوا بعقود القطن فقد أنشئوا لأنفسهم نقابة خاصة.

نبذة عن صناديق الاستثمار في السوق المصري:

قامت الحكومة المصرية بإصدار القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق المال الذي ساعد في نمو سوق الأوراق المالية بوجه خاص والقطاع المالي بوجه عام ومن أهم نتائج هذا القانون السماح بإنشاء صناديق استثمار تستثمر في الأسهم والسندات المصرية المقيدة بالبورصة وعلى الصناديق أن تعهد إدارة نشاطها إلى إحدى الجهات المتخصصة (شركات إدارة صناديق الاستثمار). ويجب أن تأخذ صناديق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأسمال نقدي وأن يكون أغلبية أعضاء مجلس إدارتها من غير المساهمين فيها أو المتعاملين معها أو ممن تربطهم بها علاقة أو مصلحة وقد نص القانون أيضا على وجوب أن تتضمن نشرات الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام البيانات التالية:

1. السياسة الاستثمارية.
 2. طريقة توزيع الأرباح السنوية وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية.
 3. اسم الجهة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق وملخص واف عن أعمالها السابقة.
 4. طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق وإجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.
- وقد تم تأسيس صناديق الاستثمار من قبل البنوك وشركات التأمين المعروفة لجذب ثقة المستثمرين وقد نص القانون على ألا تكون نسبة ملكية البنك أو الشركة المؤسسة عن 5 طوال مدة الصندوق.
- ويوجد حاليا ما يزيد عن 100 صندوق استثمار بأنواعهم المختلفة بالإضافة إلى عدد 3 صناديق استثمار مغلقة يتم التداول عليها في البورصة.

وللتعرف على قائمة محدثة بعناوين صناديق الاستثمار في مصر. يرجى الرجوع إلى الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية.

تطورات وأداء البورصة المصرية:

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المصرية تراجعا في نهاية الربع الرابع من عام 2020، حيث سجل مؤشر الصندوق لهذه السوق انخفاضا طفيفا بنحو 0.35 في المائة عن الربع الرابع من عام 2020، مقارنة مع ارتفاعه بنحو 1.45 في المائة في الربع الذي سبق، أما المؤشر المحلي للبورصة المصرية (أيجي أكس 30)، فقد سجل بدوره انخفاضا بنحو 1.31 في المائة عن نفس الفترة، ليغلق عند مستوى 10845 نقطة في نهاية ديسمبر 2020.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد سجلت ارتفاعا في نهاية الربع الرابع من عام 2020 بنحو 32.12 مليار جنيه (نحو 1.84 مليار دولار)، لتبلغ نحو 650.8 مليار جنيه، (41.1 مليار دولار) في نهاية ديسمبر 2020.

فيما يتعلق بنشاط التداول، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى 10.3 مليار دولار عن الربع الرابع من 2020 مقابل نحو 9.2 مليار دولار عن الربع الثالث من العام 2020، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع 2020، ليصل إلى نحو 31 مليار سهم، مقابل 28.4 مليار سهم تم تداولها في الربع السابق عليه.

التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق والاستثمار:

أعلنت البورصة المصرية عن حزمة من الإجراءات خاصة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، تتضمن اعتماد معايير وضوابط جديدة لعمل الرعاة المعتمدين للعرض على الهيئة العامة للرقابة المالية، وشطب عدد من الرعاة، والموافقة على إضافة رعاة جدد، وتعديل في قواعد الإدراج بالأنشطة المتخصصة، بما يسمح للشركات بالتقدم بطل إعفائها من التعاقد مع راعي بعد عام شرط استيفائها للمهام المطلوبة من الراعي. من جانب آخر، أعلنت لجنة قيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية عن موافقتها قيد سندات التعمير للتوريق (الإصدار الرابع بقيمة 10 مليار جنيه)، وهو أكبر قيمة لإصدار سندات توريق يتم قيده مقابل حقوق مالية، يمثل نحو 31 في المائة من إجمالي قيمة الإصدارات المقيدة حالياً والتي تبلغ قيمتها الإجمالية نحو 31.8 مليار جنيه، تجدر الإشارة إلى أن عدد إصدارات سندات التوريق للشركات التي تم قيدها في البورصة قد وصل إلى 11 إصداراً خلال عام 2020، وهو أكبر عدد تم قيده لسندات توريق وصكوك بالبورصة منذ عام 2014، بقيمة إجمالية للسندات والصكوك بلغت 24.1 مليار جنيه، من جانب آخر أطلقت البورصة المصرية نظام (E.Magles)، كأول نظام تصويت إلكتروني يستخدم لتسهيل انعقاد مجالس الإدارات والجمعيات العمومية عن بعد معتمد هيئة الرقابة المالية، فيما يتعلق بمؤشرات التركز، أظهرت البيانات تركز تعاملات المستثمرين خلال الربع الرابع من عام 2020 على قطاعات كل من البنوك والخدمات المالية غير المصرفية والعقارات بنسبة بلغت 10.4 و 13.2 و 23.6 في المائة على التوالي، وفي نفس السياق، استحوذت التعاملات على أسهم البنك التجاري الدولي على نحو 7.4 في المائة من إجمالي قيم التداولات على الأسهم خلال هذا الربع، فيما يتعلق باستثمار الأجانب في البورصة، أظهرت البيانات أن صافي تعاملات المستثمرين الأجانب بما فيهم العرب في البورصة المصرية خلال الربع الرابع 2020 قد سجل صافي تدفق سالب، وذلك للربع السادس على التوالي بنحو 1485.3 مليون جنيه قابله صافي تدفق سالب أيضاً بنحو 3038.4 مليون جنيه عن الربع السابق عليه، هذا وانخفضت قيمة تعاملات المستثمرين الأجانب خلال الربع الرابع من 2020، لتبلغ ما نسبته 22.6 في المائة من إجمالي قيمة التعاملات مقابل نحو 25.7 في المائة عن الربع السابق، فيما يتعلق بطبيعة المستثمرين، فقد سجلت تعاملات المستثمرين المؤسسين خلال الربع الرابع من 2020، صافي تدفق موجب بنحو 198.6 مليون جنيه مقارنة مع صافي تدفق موجب أيضاً بنحو 483.1 مليون جنيه عن الربع السابق عليه.

الخلاصة:

لقد دفع عجز الدول النامية عن تسديد ديونها في الثمانينات الى تغيير هيكلها التمويلي، باللجوء الى الأسواق المالية العالمية و اقتناء الأصول المالية المناهبة و الملائمة لحاجة التمويل سواء أصول ملكية أو أصول دين و كذا الأزمات الأخيرة ، و قد وفرت الأسواق المالية النامية اليوم الأموال للمؤسسات و خلصتها من عبء المديونية و سمح بتخفيض التكلفة و تنوع المخاطر، و أفرزت نوعين من المؤسسات الاقتصادية إحداها مربحة و الأخرى غير مربحة، مما يعني تفاوت على مستوى الأسواق نفسها في مستوى ظروف الحماية للمستثمر و بخاصة المستثمرين الأجانب، و الدين غالبا ما تكبلهم قيود عديدة كالضريبة و الشفافية و الإفصاح.

كما بينت بعض الدراسات و أثبتت فعالية و كفاءة بعضا من الأسواق العربية كسوق عمان و لبنان و تونس، في حين اعتمدت دراسات أخرى لا تقل أهمية على معايير أخرى أثبتت من خلالها عدم فعالية الأسواق المالية العربية في تمويل الاقتصاد، و النتيجة التي يمكن أن نخلص إليها أن صعوبة الحكم على فعالية و كفاءة الأسواق من عدمه هو ما يميز أسواقنا.

إن أهم ما يميز الأسواق الأكثر تطورا و عالية الكفاءة، هو السيولة و التداولات عالية و استجابة السوق للمعلومات الجديدة، و إن سعة السوق معتبرة، المعلومات متوفرة بشكل واسع بإفصاح عالي، و أن ما يعيق الأسواق النامية هو انتقاء بعض أو أغلب هذه المؤشرات، مع عدم وجود لوائح و تنظيمات تشريعية مناسبة، و عدم وجود هيئات الرقابة المستقلة، يضاف الى ذلك إحجام أصحاب الشركات عن توسيع ملكيتهم و استثماراتهم مما يكرس ديمومة التمويل التقليدي

الخاتمة

لقد شهدت الدولة النامية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية و لأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايدا لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية و توجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها.

هذا ما أدى الى ضرورة الاهتمام بتطور هذه الأسواق في النامية إلا أنها تتباين من سوق لأخر من حيث درجة التنظيم و التطوير، لكن رغم هذا مازالت هذه الأخيرة تعاني من مشاكل تعيق نشاطها و تضعف فعاليتها .

لقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمرا بالغ الأهمية بالنظر الى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي و تحويلها الى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار .

اختبار الفرضيات:

- يعتبر السوق المالي من بين الأساليب الفعالة لتمويل المشاريع الاستثمارية كونه وسيلة اتصال مباشرة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي وهذا ما يؤكد صحة الفرضية وبشكل قوي كون الأسواق المالية تعمل على دفع الطاقات المالية الفائضة الى تمويل الاستثمارات مما يخلق نوعا من الرفاهية والانتعاش في الوضع الاقتصادي والاستثماري بشكل خاص .

- تمثل الأسواق المالية للدول النامية فرصة استثمارية ممتازة وعامل هام لجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية . هذه الفرضية الثانية والتي تكون صحيحة في حالة الوضع السياسي والاقتصادي والأمني المستقر كون أن الدول النامية تعاني جملة من صعوبات تخلق نوعا من التخوف لدى رؤوس الأموال المحلية أو الأجنبية التي تسعى الى الربح بوقت وجيز وبأقل تكلفة مما يجعل رؤوس الأموال تلجأ الى أسواق مالية أخرى تمتاز باستقرار سياسي وأمني واقتصادي .

- من بين أسباب تخلف الأسواق المالية للدول النامية حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية لتفعيل دورها وهذا بتغلبها على جملة الصعوبات التي قد تواجهها لاستكمال بناء الأطر التشريعية والتنظيمية تعد هذه الفرضية صحيحة كون ان

من بين الأسباب تراجع دور الأسواق المالية للدول النامية هو الحداثة نشأتها لأنها تكون أسواق هشة أمام مختلف الصعوبات التي قد تواجهها كونها تعاني من عدم الكفاءة والتي تؤدي الى ضعف مرونتها امام تقلبات السوق المالي مما يؤدي الى عدم توفر السيولة في السوق والتي تعد عائق أمام المستثمرين

وبعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج وهي:

تعاني الأسواق المالية النامية من مشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الإداري و المالي لبعض أسواقها و غياب مؤسسات الإيداع المركزي و مؤسسات التسوية المالية و وضوح الأدوات المالية و صغر نطاق الأسواق .

__ تخلف الأسواق المالية راجع إلى حداثة نشأتها ، وتدخل الحكومات بشكل قوي في مسار أعمال هذه الأسواق

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

__ على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم في السوق المالي و هذا يساعد على تحسين كفاءة السوق.

إن رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي إلى رفع وتطور كفاءة الأسواق المالية للدول النامية ولتفعيل الأسواق المالية لهذه الدول يتطلب وجود المناخ استثماري وتوفر الشفافية.

__زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات

-العمل على توحيد التشريعات المالية والسياسات الاقتصادية لخلق جو من الاستقرار في الأسواق مما يجذب المستثمرين أكثر
- الاستفادة من تجارب لدول ناجحة في المجال المالي والتي عانت نفس الظروف سابقا وهذا لاختزال الوقت للوصول الى أسواق كفئة في وقت وجيز

قائمة المصادر والمراجع

- 1) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية "إطار في التنظيم وتقديم الأدوات"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2010.
- 2) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000.
- 3) حسن عمر، الاستثمار والعولمة، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2000.
- 4) دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر، عمان، 2012.
- 5) سعيد توفيق عبید، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
- 6) سمير عبد الحميد رضوان حسن، مشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 7) سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم؟ حالة سلطنة عمان، دار الراية للنشر، عمان، 2013.
- 8) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
- 9) شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 1998.
- 10) ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
- 11) عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- 12) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية "النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر، الطبعة الرابعة، عمان، 2014.
- 13) عدنان تايه النعيمي، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، 2007.
- 14) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر، الأردن، 2013.

- 15) عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى (التأصيل العلمي، والتطبيق العلمي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 16) عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2010.
- 17) عبد الوهاب يوسف أحمد، ادارة المؤسسات المالية، التمويل وادار الحامد للنشر، عمان، 2008.
- 18) مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الاسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2013.
- 19) فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 20) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 21) فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية (إطار نظري ومحتوى عملي)، دار المسيرة للنشر، عمان، 2013.
- 22) قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار "بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2012.
- 23) قتيبة عبد الرحمن العاني، ويل ووظائفه في البنوك الإسلامية والتجارية-تم-دراسة مقارنة، دار النفائس، عمان، 2013.
- 24) ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 25) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014.
- 26) محمد أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، 2001.
- 27) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، 2009.
- 28) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 29) محمد صالح الخناوي وآخرون، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 30) محمد صالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

- (31) محمد عثمان إسماعيل حميد، اساسيات ومبادئ التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، عمان، 2006.
- (32) مُحمَّد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، 2013.
- (33) عوض مُحمَّد عبد الجواد علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات أوراق مالية)، دار ومكتبة الحامد للنشر، عمان، 2006.
- (34) مُحمَّد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر للنشر، عمان، 2011.
- (35) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أسواق-بورصات)، دار الشروق للنشر، عمان، 2005.
- (36) ملاك وسام، البورصات والاسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني مكتبة راس النبع للطباعة والنشر، لبنان، 2003.
- (37) هندي منير ابراهيم، اساسيات الاستثمار في الاسواق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث الاسكندرية، 1999.
- (38) الدوري مؤيد عبدالرحمان، سعيد جمعة عقل، ادارة المشتقات المالية، اثناء للنشر والتوزيع، الاردن، 2012.
- (39) هو شبار معروف، الاستثمارات والاوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2009.
- (40) وليد صائي وانس البكري، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- (41) عبدالغفار حنفي، اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- (42) جويدان جمال الجمل، الاسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2002.
- (43) زياد رمضان ومروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- (43) اسامة عبدالخالق الانصاري، الدليل العلمي للاستثمار، دار السحاب للنشر، مصر، 2008.
- (44) الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي- الادارة المالية (دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- (45) امين السيدلطي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- (46) ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000.
- (47) حسن عمر، الاستثمار والعمولة، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2000.

- 48) خالد احمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق و عبدالله العبيدي، مدخل الى الاسواق المالية، دار الايام للنشر، عمان، 2013
- 49) بري زين العابدين بن عبدالله، خصخصة المشروعات العامة (منظور اقتصادي)، النشر العلمي والمطابع، جامعة الملك سعود، الرياض، 2005
- 50) طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر، الاردن، 2008
- 51) طاهر حردان، اساسيات الاستثمار، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2012
- 52) عاطف وليد اندراوس، دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007
- 53) منصور الزين، تشجيع الاستثمار واثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012

III. الأطروحات والرسائل والمذكرات

- 1 - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006..
- 2 - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية (دراسة حالة الجزائر)، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999 .
- 3- جبابلة صبرينة، آليات تفعيل السوق المالي الجزائري مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، علوم، التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2008.

المراجع باللغة الفرنسية :

-Depallensgeorge, gestion financiere de l'entreprise , 1'edition serey , paris1994.

-Delahaye jacqueline jean barreau florence , gestion financiere .13'edition .dunod.paris.2004.

قائمة المراجع

المواقع :

بورصة القيم المنقولة <http://www.sgbv.dz/ar> تاريخ الإطلاع 2021/06/26

صندوق النقد العربي، شبكة المعرفة، www.amf.org.ae تاريخ الإطلاع 2021/06/27

بورصة مصر. www.egx.com.eg تاريخ الإطلاع 2021/06/27