

## الوظائف الاقتصادية للبورصة ومنتجاتها

الأستاذ: مداحي عثمان  
أستاذ مساعد مكلف بالدروس  
جامعة أدرار

### ملخص:

إن مما يميز اقتصاديات الدول المتقدمة عن اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو اعتماد الأولى في عمليات تمويلها على البورصة كمصدر أساس وأولى، واعتمادها على البنوك في الدرجة الثانية، بينما تتميز الثانية باعتمادها الكلي على البنوك في عمليات تمويلها.

ومما يميز التمويل عن طريق البورصة هو السرعة في عملية التنفيذ، والتخلص من الإجراءات الإدارية المعقدة التي تفرضها البنوك، والتي تكون في أغلب الأحيان السبب وراء فشل الكثير من المشاريع الاستثمارية. من هنا تظهر أهمية البورصة ودورها في عملية تنشيط التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تسهيل عملية التمويل للمشاريع الاستثمارية بغرض التوسع، وبالتالي إمكانية إنشاء فرص عمل إضافية، وبما تمثله كذلك من إمكانيات الاستثمار للمدخرين الصغار. وسوف تحاول هذه المداخلة التطرق للمحاور التالية:

- المحور الأول: تعريف البورصة.
- المحور الثاني: الوظائف الاقتصادية للبورصة.
- المحور الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

### مقدمة:

تعتبر قضية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية من أكثر القضايا حيوية، ويمثل قصور رأس المال من أهم المشكلات التي تواجه هذه الاقتصاديات، خاصة وأن هذه البلدان بحاجة إلى مشروعات ضخمة ومؤسسات لا يستطيع المرء بمفرده تلبيتها، من هنا تظهر الحاجة الملحة إلى اللجوء ادخار الأفراد والمؤسسات، من هنا الحاجة إلى وجود مؤسسات وسيطة تستقطب الأموال المتاحة نحو المشروعات الاستثمارية، وتعتبر هذه الوساطة الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية الناجحة.

وإدراكا منها بفاعلية أسواق الأوراق المالية سعت الكثير من البلدان النامية إلى إنشاء وتأسيس مثل هذه الأسواق وتوفير الأجواء والظروف لنجاحها، إلا أنها في بدايتها حذت حذو التقليد والمحاكاة للمؤسسات المماثلة في البلدان المتقدمة في الغرب، متناسية أن تلك الأسواق في البلدان المتقدمة قديمة النشأة ومرت بعدة مراحل قبل أن تصل إلى ما هي عليه اليوم، ومتغافلة عن أن الكثير من البلدان النامية تختلف كثيرا عن البلاد الغربية من حيث الهيكل المالي وحجم الادخار المتاح وظروف السوق ومتطلبات وأولويات التمويل وطبيعة وسلوك المتعاملين بالادخار والاستثمار، إضافة إلى غياب ثقافة بورصية راسخة تتحول من خلالها الأسواق المالية إلى مجال للتعامل بين الناس واستثمار أموالهم ومدخراتهم فيها، حيث أصبحت الكثير من المؤسسات المالية عائقا أمام التنمية الاقتصادية بدل أن تكون دافعا لها.

وهذا ما يطرح مسؤوليات على عاتق السلطات العمومية لإجراء دراسات حول الهياكل المالية، والظروف الاقتصادية السائدة، وتقدير الاحتياجات إلى المدخرات، ولوضع المحفزات والآليات التي تسمح بتمويل المشاريع الاستثمارية بالدرجة الأولى عن طريق الادخار العام الواسع ومن ثم نشوء سوق مالية مزدهرة تساهم تدريجيا في عملية التنمية الاقتصادية المنشودة.

## I تعريف سوق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها:

### أ- تعريف سوق الوراق المالية:

أطلق الاقتصاديون الكثير من التسميات على سوق الأوراق المالية، فهناك من يسميها سوق السهم والسندات، ويسميها البعض سوق رأس المال، باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات المختلفة، كما جاء تسميتها على لسان هربرت دوقل أنها (سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل) تميزا لها عن السوق النقدية، ومن التسميات الأكثر شيوعا لدى الاقتصاديين اسم بورصة الأوراق المالية.

وبتعدد التسميات تعددت التعريفات المعطاة لسوق الأوراق المالية، فقد تم تعريفها على أنها (المكان الذي يتم فيه خلق وتداول الأصول

تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد<sup>5</sup>.

وعلى خلاف التعريفات السابقة التي جعلت من سوق الأوراق المالية مجرد مكان يجتمع فيه المتعاملون، مع ذكر العمليات التي تتعقد فيه، فإن التعريف الأخير حاول بيان الدور التنموي لهذه السوق.

ومن خلال هذه التعريفات يمكن إبراز الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية :

الأمر الأول: موضوع المبادلة في هذه السوق هو الأوراق المالية وبه يوصف، فيقال سوق الأوراق المالية.

الأمر الثاني: تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في جذب مدخرات الأفراد، والفوائض المالية للشركات وغيرها وإتاحتها إلى الجهات التي تحتاج إليها.

الأمر الثالث: تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها من خلال أوراق مالية معينة، مثل الأسهم والسندات وغيرها.

الأمر الرابع: تتضمن أسواق الأوراق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق الوسطاء الماليون.

### ب - نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية:

عرفت سوق الأوراق المالية تطورات عديدة قبل أن تصل إلى الشكل الذي هي قائمة عليه بهيكلها وإدارتها ونظمها. ويمكن تقسيم هذا التطور إلى أربعة مراحل من الناحية النظرية وهي:

### المرحلة الأولى: مرحلة قيام بورصة البضائع:

يعود قيام أسواق البضائع إلى عهود قديمة سابقة لقيام أسواق الأوراق المالية، فقد أنشأ كل من الرومان واليونان أماكن معروفة يقصدها التجار من كافة الأصقاع تتم فيها تبادل البضائع. وظهرت في المدن الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة وسمرقند

5 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - أسواق الأوراق المالية العربية-تنظيمها، أدواتها، وأوضاع التعامل فيها- الكويت 1985ص.327

والالتزامات المالية<sup>1</sup>، وقد جاء تعريفها أيضا على أنها (سوق منظمة تباع وتشتري فيها الأوراق المالية وينفذ السماسرة فيها أوامر عملائهم مقابل عمولة مناسبة)<sup>2</sup>.

كما جاء تعريفها على أن (البورصة سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح للمبادلات واسعة النطاق، وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات، وإقرار الشروط الواجب توفرها في المتعاملين وفي الصكوك موضوع التعامل)<sup>3</sup>، وجاء تعريفها أيضا (سوق الأوراق المالية مثل سائر الأسواق تلتقي من خلالها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان، (ذلك أن العرض والطلب - كما يقول مارشال - مثل نصلي مقص لا يقطع أحدهما دون الآخر) إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث إنه يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم في حوزة المساهمين، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات)<sup>4</sup>.

وترتكز هذه التعريفات على أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة يتم فيها عرض أموال المدخرين والطلب عليها من المستثمرين، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.

كما جاء تعريفها في الدراسة المشتركة التي تمت بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي بأنها (السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على

1 مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأوراق المالية، كنوز اشبيليا 20056 ص 34 نقلا عن د عبد المنعم أحمد التهامي، أساسيات في الاستثمار ص 33  
2 أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية ص23.

3 المرجع السابق، ص23 .  
4 سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات 2005 ص25.

سمحت الثورة الصناعية بظهور مشاريع صناعية ضخمة تفوق قدرة الأفراد على تحمل كافة الأعباء المالية المترتبة عنها، وقد واكب هذا التطور ظهور مؤسسات عملت على جمع مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية، هذا التطور أدى إلى ضرورة قيام أسواق للأوراق المالية بنظمها وأساليب التعامل فيها.

وكان ظهور هذه الأسواق وفق التطور التاريخي التالي:

**1- بورصة لندن 1773م:** يعود تاريخ التعامل في الأوراق في لندن إلى عام 1600م، حيث كان التعامل يتم في البورصة الملكية المخصصة للبضائع، وكان أهم ما يتداول السندات الحكومية وأسهم بعض الشركات، وبقي التعامل داخل البورصة إلى عام 1698م وبعدها تم الانتقال إلى الممر المؤدي إليها، وفي عام 1773م قام السماسرة باستئجار مكانا خاصا أطلقوا عليه اسم (بورصة الأوراق المالية)، فكان ذلك ميلاد أول بورصة مستقلة للأوراق المالية، وتبع ذلك الخطوة توقيع دستور البورصة التي حمل اسم التسويات النهائية وذلك في 27 مارس 1802م.

**2- بورصة باريس 1808:** تعود البدايات الأولى للتعامل بالأوراق التجارية في فرنسا إلى القرن الثاني عشر، وكان يتم التعامل بهذه الأوراق وبالأوراق المالية لاحقا في بورصة البضائع، وبقي الوضع على ذلك إلى أن تم إنشاء بورصة مستقلة للأوراق المالية عام 1808م.

**3- بورصة نيويورك 1821:** بدأ التعامل في الأوراق المالية في نيويورك عام 1725م في مكان يدعى وول ستريت، وكان حجم التعامل ضعيفا ويتم موازاة مع التعامل بالبضائع، وبدأ التعامل في الأوراق المالية يزداد أهمية عام 1781م بعد طرح أسهم بنك إنجلترا للاكتتاب، وطرح أسهم بنك نيويورك عام 1784م، إضافة إلى التعامل في السندات التي أصدرتها الحكومة الفيدرالية عام 1790م.

وفي عام 1717م قام السماسرة الذين يتعاملون في الأوراق المالية في وول ستريت بوضع نظام لتسيير شؤونهم وأطلقوا اسم (لجنة بورصة نيويورك للأوراق المالية) لإدارة وتنظيم البورصة، واستقرت منذ عام 1821م أعمال البورصة في وول ستريت.

حي للتجار يتم فيه عرض البضائع والاتفاق على الأسعار.

وكان أول ظهور لبورصة البضائع في باريس عام 1304م على جسر عرف باسم جسر الصرافة، أما أول إنشاء للبورصة فكان في مدينة أنفيس في بلجيكا عام 1406م، ثم توالى إنشاء البورصات حيث قامت في عام 1608م بورصة أمستردام، وفي عام 1695م بورصة لندن، وبعدها بورصة نيويورك عام 1792م وبورصة روما عام 1821م وبورصة جنيف عام 1850م.

### المرحلة الثانية: مرحلة التعامل في الأوراق التجارية:

تعود البدايات الأولى للتعامل في الأوراق التجارية إلى القرن الثالث عشر ميلادي في فرنسا، أين كان يتم تداول، ومبيالات. وفي أواخر القرن السابع عشر عام 1688م وفي إنجلترا كان التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري، وكذلك في الأسهم لبعض الشركات مثل شركة الهند الشرقية.

وفي هذه المرحلة تم تطوير عملية التعامل في الأوراق التجارية، وبدأ التعامل في الأسهم والسندات مع عدم انفصالها في التعامل عن أسواق الأوراق التجارية.

### المرحلة الثالثة: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق:

مع توسع المشروعات وظهور الحاجة إلى أموال كبيرة لتمويل تلك المشاريع بدأت الحكومات والشركات تلجأ إلى الاقتراض من الجماهير وذلك عن طريق إصدار السندات، وطرح أسهم الشركات للتداول، وفي عام 1693م أصدر الملك وليام الثالث قرارا يجيز تحويل سندات القرض المصدرة من قبل الحكومة، بحيث أصبح من حق مالك الصك التنازل عنه لشخص آخر، وكانت هذه العملية بمثابة الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات.

وفي الولايات المتحدة بدأ التعامل في عام 1725م في وول ستريت في نيويورك ثم انتقل التعامل بنفس الشارع تحت شجرة بتن وود، وفي عام 1793م انتقل التعامل إلى قهوة (تونتين).

### المرحلة الرابعة: مرحلة استقلال سوق الأوراق المالية:

وتهدف البورصة من خلال أنظمتها ولوائحها إلى التقريب بين القيمة السوقية للأوراق المالية وقيمتها الحقيقية بحيث تصبح البورصة تعكس الأداء الفعلي للمشروعات والشركات المصدرة لتلك الأوراق.

وقد يؤدي غياب البورصة إلى سيطرة السماسرة على سوق الأوراق المالية وبالتالي التأثير في تحديد سعر الأسهم والسندات بما يخدم مصالحهم وظهور فروق كبيرة في الأسعار.

**ثالثا: تعتبر البورصة أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات:**

وذلك ما تفرضه نظم ولوائح البورصة على الشركات المسعرة لديها من نشر للبيانات والمعلومات المحاسبية والتي تسمح بالتعرف على المركز المالي الحقيقي للشركات والمشروعات من خلال نشر القوائم المالية المصادق عليها من قبل مراجع خارجي، والمعدة وفق المعايير المحاسبية، وتعمل البورصة على زيادة وعي المستثمرين، وتصويرهم بواقع الشركات والمشروعات، من خلال التقارير الدورية التي تقوم الشركات بنشرها والمتعلقة بأوضاعها المالية، وحركة التداول وتطورات الأسعار، مما يساعد المستثمرين على التقويم الصحيح والدقيق لها.

**رابعا: المساهمة في تمويل خطط التنمية:**

فبالإضافة إلى الأوراق المالية التي تقوم الشركات بطرحها في السوق، ازداد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات وأذون الخزينة العامة ذات الأجل المختلفة.

**خامسا: توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر**

**ربحية:**

تساهم البورصة في تحقيق درجة عالية من الكفاءة في عملية توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، مما يؤدي إلى الازدهار والنمو الاقتصادي. ويتطلب هذا الأمر توافر عدة صفات في البورصة يمكن إجمالها فيما يلي:

أ- كفاءة التسعير: أن تتم عملية تسعير الأوراق المالية بناء على كافة البيانات والمعلومات المتاحة.

وبعد ذلك توالى إنشاء البورصات في المدن الكبرى مثل طوكيو، وهونغ كونغ، وروما، وفرانكفورت، وبعدها شرعت البلدان النامية في إنشاء البورصات، وقد أخذت هذه البورصات شكل ونمط وتنظيم البورصات الرائدة.

**II- الوظائف الاقتصادية للبورصة:**

لم تعد تقتصر سوق الأوراق المالية على مجرد كونها سوقا منظما يجتمع فيه السماسرة للتعامل في مختلف أنواع الأوراق المالية بيعا وشراء، وإنما أصبح لها دورا هاما في الحياة الاقتصادية، هذا الدور ناتج عن التطورات الحاصلة في مجال المعلوماتية، والتي سمحت بتقريب المسافات، واقتصار الزمن، والتمكين لأي مستثمر بالمشاركة في عدة جلسات تداول لمختلف البورصات، ويمكن استعراض أهم الوظائف الاقتصادية التي تؤديها البورصة كم يلي:

**أولا: تعبئة الادخار وتوجيهه للمشروعات:**

تعتبر البورصة آلية مهمة من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تشجع على تنمية عادة الادخار الاستثماري لدى صغار المدخرين الذين لا يمكنهم القيام بمشاريع مستقلة ويفضلون الاستثمار في الأوراق المالية والحصول على عوائد سواء من خلال الأرباح التي تدرها، أو من خلال بيعها بسعر مرتفع عن سعر الشراء.

**ثانيا: تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة:** وذلك من خلال عملية التفاوض بين العرض والطلب والتي تتم في ضوء القواعد التالية:

- أ- اتصال البائعين والمشتريين (أو من ينوب عنهم) ببعضهم في مكان واحد.
- ب- حرية التفاوض.
- ت- عدم قدرة أي رف على التأثير بمفرده على الأسعار.
- ث- العلانية في المعاملات.
- ج- التعامل في نفس السلعة.
- ح- توفر المعلومات والبيانات اللازمة حول الأوراق محل التفاوض.

الأسعار في الفترات القصيرة للحصول على أرباح عالية في أقصر وقت.

**ثامنا: تساعد البورصة على جذب رؤوس الأموال الخارجية:**

للمشاركة في المشروعات المحلية، وذلك في حدود ما تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات المنظمة للنشاط الاقتصادي.

### III- أدوات البورصة :

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية وهي:

- أدوات الملكية.
- أدوات الدين.
- المشتقات.

وسوف يتم التطرق لأدوات الملكية وأدوات الدين نظرا لأنهما الأكثر استعمالا في البورصة. أ - أدوات الملكية: ويمكن التمييز فيها أساسا بين نوعين من الأسهم هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

**تعريف السهم:** السهم وفق ما جاء تعريفه في القانون التجاري (هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها)<sup>1</sup>. كما عرفت الأسهم بأنها (صكوك متساوية القيمة عند إصدارها، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويتمثل فيها حق المساهم في رأس مال الشركة التي ساهم فيها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة)<sup>2</sup>.

### خصائص الأسهم:

تتميز أسهم شركات المساهمة بعدة خصائص أهمها ما يلي:

- الأسهم صكوك ذات قيمة متساوية: ينقسم رأس المال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، وتدعى القيمة التي يصدر بها السهم بالقيمة الاسمية، وعلى أساسها تتحدد توزيع الأرباح، وتقدير الأغلبية في الجمعية العامة.

ب- كفاءة التشغيل: أن تقل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي قد يحصل من تلك المعاملات.

ت- عدالة السوق: ويكون ذلك بتساوي الفرص لكل من يرغب في إجراء الصفقات.

ث- الأمان: توفر وسائل تحمي من المخاطر التي تنتج من التعامل في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وبعض الممارسات اللا أخلاقية التي قد يلجأ إليها بعض المتعاملين.

### سادسا: البورصة مرآة للنشاط الاقتصادي

#### ومؤشر في عملية التنبؤ:

إن البورصة وبما تمثله من حلقة اتصال بين مختلف القطاعات والفعاليات الاقتصادية مثل البنوك، الشركات، المشاريع، المدخرين... الخ يؤهلها لإعطاء مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، هذه المؤشرات يمكن استعمالها لتحديد القطاعات الاقتصادية الأكثر فعالية.

كما أن البورصة من خلال تسجيلها لدورات النشاط الاقتصادي من ركود وانتعاش، تساهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الاستثمار للجهات المختصة، مما يؤدي إلى استقرار النشاط الاقتصادي

ومن خلال البورصة تتحدد الاتجاهات العامة للتنبؤ، ذلك أن البورصة تعتبر المركز الذي يتم تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي

### سابعا : البورصة كمجال للاستثمارات قصيرة

#### الأجال:

على الرغم من أن أدوات البورصة هي أدوات استثمارية طويلة الأجل، إلا أنه يمكن أن تتم في البورصة عمليات الاستثمار خاصة بالأجل القصيرة للأموال الفائضة عن العمليات الجارية لبعض الشركات والأفراد صفة مؤقتة، مع ثقتهم في إمكانية تحويل تلك الاستثمارات إلى سيولة في أي وقت.

ويعترض البعض على هذا الدور حتى لا تتحول البورصة من مهمتها الأولية وهي الاستثمارات طويلة الأجل، وتتحول الاستثمارات قصيرة الأجل إلى اتجاها عاما يسعى للتأثير على

1 القانون التجاري الجزائري، المادة 715 مكرر 40  
2 أحمد محيي الدين أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 108، نقلا عن أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، القاهرة، 1978 ص 403 .

- الحق في الحصول على نصيبه من فائض التصفية: عند تصفية الشركة فإنه يتم توزيع ناتج التصفية بعد تسوية جميع الديون على المساهمين بالتناسب مع ما يملكونه من أسهم. وقد يكون للسهم قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. وتمثل القيمة الاسمية القيمة التي تصدر بها الأسهم عند التأسيس والمثبتة على صك السهم، وقد تكون لها حدا أدنى وحدا أعلى يتم تحديدهما بالتشريع وذلك لفسح المجال أمام صغار المدخرين. وتمثل القيمة الدفترية للسهم قيمة صافي الأصول مقسوما على عدد الأسهم. بينما تعكس القيمة السوقية تلك القيمة التي يأخذها السهم في البورصة والتي يباع بها، والتي تتحدد بناء على عدة عوامل أهمها معدلات الأرباح، وظروف العرض والطلب، وأسلوب تداول الأوراق المالية في البورصة.

#### الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية سند ملكية وتمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة المساهمة، وتعد من الأصول المالية طويلة الأجل. حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة الأجل ما دام أن الشركة لم تحل.

وتمنح الأسهم العادية مجموعة من الحقوق لمالكة تتمثل في حق المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله والحق في الحصول على حصة من فائض التصفية.

ويمكن أن تأخذ الأسهم العادية شكل أسهم اسمية أو لحاملها، وتمثل الأسهم الاسمية في الأسهم التي يسجل اسم مالكةا على صك السهم ويقيد اسمه في دفتر خاص لدى الشركة، وعند بيعها يتم قيد المالك الجديد على صك السهم وعلى الدفتر الخاص بها.

أما الأسهم لحاملها فهي الأسهم التي لا تحمل اسم مالكةا على وجه الصك، ولا تتطلب عملية التنازل قيد المالك الجديد وإنما يتم ذلك بمجرد الحيازة المادية لها.

وتساوي القيمة الاسمية للأسهم يقتضي تساوي الحقوق والالتزامات المترتبة عنها، من حيث اقتسام الأرباح وتحمل الخسائر.

- السهم غير قابل للتجزئة: لا يجوز أن يمتلك عدة أشخاص السهم الواحد، ولو لألت ملكية السهم إلى أكثر من واحد عن طريق الإرث.

وتسهل خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة مباشرة مالكة لحقوقه مثل حق التصويت وحق التصويت وحق الترشح لمجلس الإدارة والحق في الأرباح والحق في التنازل وهي حقوق لا تتجزأ.

- قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية: إن قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية من الخصائص الجوهرية لها، ويتم تداول الأسهم لحاملها بتسليم الصك، أما الأسهم الاسمية فلا تنتقل إلا بالقيود في سجل الشركة.

#### الحقوق التي يمنحها السهم:

يمنح السهم مالكة عدة حقوق هي:

- حق اقتسام الربح: يمنح امتلاك السهم الحق في الحصول على نصيب من الربح الذي حققته الشركة يتناسب مع مقدار ما يملكه من أسهم.

- الحق في ممارسة الرقابة على الشركة: ويتمثل هذا الحق في:

أ- حق التصويت في الجمعية العامة لاختيار أعضاء مجلس الإدارة، ومحافظ الحسابات، والمصادقة على العقود والاتفاقيات...

ب- حق مراجعة ميزانية الشركة وتقارير مجلس الإدارة، والإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة ووثائقها.

ت- حق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة.

- حق البقاء كشريك: لا يجوز إلزام أي شريك بترك الشركة إذا لم يرغب في ذلك، كما لا يجوز إلزامه بالبقاء فيها إذا رغب بالخروج منها.

- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة: قد يتم النص في القانون الأساسي للشركة أنه من

حق مالكي الأسهم الاكتتاب في أية أسهم جديدة تطرح للتداول قبل غيرهم مع تحديد المدة التي يجب أن يمارسوا فيها هذا الحق.

- حق التنازل: يحق لمالك السهم التنازل عنه إما بالبيع أو الهبة وكل تشريع يمنع هذا الحق يعتبر باطلا.

أصحاب السندات، لذلك يطالبون بمعدلات أعلى من العائد.

وتعتبر المخاطر التي يتعرض لها أصحاب الأسهم الممتازة أقل من تلك التي يتعرض لها أصحاب الأسهم العادية، لذلك فإن أصحاب الأسهم العادية يطلبون عائداً أكبر وأعلى منه في حالة الأسهم الممتازة.

### أدوات الدين:

تتم بناء على عقد بين المقرض والمقرض يلتزم بموجبه المقرض بدفع فوائد دورية فضلاً عن سداد أصل الدين، وقد تكون الفوائد الدورية إما ثابتة أو متغيرة كما أن أصل الدين قد يكون مستحقاً عند حلول أجل الاستحقاق المتفق عليه مسبقاً عند إبرام العقد أو قبل حلول هذا الأجل.

وتنتج أدوات الدين هذه فوائد بأحد الطريقتين إما بسدادها دورياً، أو من خلال بيعها بسعر خصم أقل من القيمة الاسمية التي صدرت بها، على أن يتم استرجاع القيمة الاسمية الكاملة في تاريخ الاستحقاق.

ويمكن التمييز بين صنفين من أدوات الدين تبعاً للجهة التي أصدرتها.

### أولاً: أدوات الدين الحكومية:

تؤدي أدوات الدين الحكومية دوراً هاماً في الاقتصاد الكلي، فهي تعتبر من الأدوات المستعملة في مجال تطبيق السياسة النقدية، إضافة إلى الأهمية المالية التي تكنسها على اعتبار أنها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى كالقروض من البنوك التجارية. ويتخذ سعر الفائدة على أدوات الدين الحكومية كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في الأصول المالية الأخرى كونه يعكس سعر الفائدة الحالي من الخطر. كما أنه بإمكان البنوك المركزية التحكم في كمية النقود المتداولة عن طريق بيع وشراء أدوات الدين الحكومية.

وتعتبر أدوات الدين الحكومية من أهم الأدوات التي تعتمد عليها الحكومات لتمويل العجز المالي للميزانية.

وتنقسم أدوات الدين الحكومية إلى أدون الخزنة والسندات الحكومية.

### 1- أدون الخزنة:

وتعتبر الأسهم من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، وهناك عوامل عدة أدت إلى التوسع في إصدارها منها<sup>1</sup>:

- اتجاه رجال الأعمال إلى تكوين الشركات الكبيرة بدلاً من الشركات الصغيرة.

- زيادة عدد الملاك بالشركات والرغبة لديهم في تحديد مسؤوليتهم بقدر المساهمة فقط.

- التغيرات في اللوائح والقوانين المنظمة لأسواق المال والتي أدت إلى سهولة التعامل وتحقيق مزايا لكل من الشركات والملاك.

- التقدم التكنولوجي الذي ساعد على هذا التطور وسهولة التعامل.

### الأسهم الممتازة:

يطلق عليها أيضاً تسمية الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات لأنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات عند الحصول على الإيراد الدوري وفائض التصفية، كما أنها مثل السندات يمكن أن تصدر بشروط تسمح باستدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة.

كما أنها تشبه الأسهم العادية في كونها سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية يرتبط أجله بوجود الشركة، كما تشبه الأسهم العادية من حيث المعاملة الضريبية حيث أنها لا تعتبر التوزيعات الخاصة بالأسهم

العادية والممتازة من الأرباح ضمن النفقات الواجبة الخصم في حساب النتيجة. كما أن عدم دفع التوزيعات المقررة للأسهم الممتازة لا يترتب عنه إفلاس الشركة مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية بينما يؤدي عدم دفع الفوائد المستحقة للسندات إلى إفلاس الشركة.

وتتميز الأسهم الممتازة بالارتفاع النسبي في تكلفتها مقارنة بالسندات، ذلك أن توزيعات الأسهم الممتازة غير قابلة للخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة مقارنة بالسندات، كما أن أصحاب الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من

1 عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الإسكندرية دار الفكر الجامعي 2007 ص 68. نقلاً عن ياسر إسماعيل حسن، تنشيط سوق المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية: دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 1999 ص 65.

مخاطر عدم السداد أو تكون غير مضمونة بأي أصل، كما قد تتعرض السندات ذات العائد الثابت لمخاطر التقلبات في أسعار الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة تنخفض القيمة السوقية للسند، ويلحق الضرر بحامله، وعند انخفاض أسعار الفائدة ترتفع القيمة السوقية لها، ويلحق الضرر بالشركة المصدرة.

وهناك أنواع أخرى من السندات تتمثل في السندات الرديئة، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم، والسندات القابلة للبيع، وسندات الدخل.

أما السندات الرديئة فهي تلك التي تصدرها الشركات الصغيرة التي لا تستطيع أن تستوفي متطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية العادية، لذلك يكون عائدها أعلى من السندات العادية لجذب المستثمرين. أما السندات القابلة للتحويل إلى أسهم فهي تلك التي تعطي لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية وفقا لشروط محددة مسبقا، وذلك مقابل إصدارها بسعر فائدة أقل من السندات العادية. أما السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم فهي التي تعطي الحق لصاحبها بشراء أسهم في تاريخ محدد وبسعر يتم تحديده عند شراء السند ويتم إصدار مثل هذه السندات بسعر فائدة منخفض. أما السندات القابلة للبيع فهي التي تنتج لحاملها إعادة بيعها للشركة المصدرة مقابل نفس القيمة الاسمية، لذلك يكون معدل فائدتها منخفضا مقارنة بالسندات العادية. أما سندات الدخل فهي تلك التي لا يتم دفع الفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، ويتم دفع الفوائد في السنة التي تحقق فيها ربح عن تلك السنة والسنة التي لم تدفع عنها.

ويتم تقييم جودة السندات بتصنيفها وفقا لمقدرة الشركات على السداد، وهناك تصنيف شائع تم وضعه من مؤسستي Moddy's و Standard and Poor's وهو على الشكل التالي:

#### جدول رقم (1): تصنيف السندات

فيصوتلا	S and P	Moody's
أعلى مستويات الجودة	AAA	Aaa
جودة مرتفعة	AA	Aa
أعلى فئة في الجودة المتوسطة	A	A
منتصف شريحة الجودة المتوسطة	BBB	Baa

تعتبر من أكثر أدوات السوق النقدية سيولة وتسويقا. وتلجأ إليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية لتمويل النفقات العامة، ويتمثل عائد أذون الخزانة في الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية المستحقة عند حلول أجل الاستحقاق. وتتميز أذون الخزانة بارتفاع درجة سيولتها، لإمكانية تحويلها إلى نقدية بتكلفة منخفضة وبأدنى خطر ممكن، ولتشجيع الاستثمار في أذون الخزانة قد تلجأ الحكومات إلى إعفاء عائدتها من الضرائب.

#### 2- السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية مديونية متوسط وطويلة الأجل، يتم إصدارها بهدف الحصول على موارد غير تضخمية بغية تغطية العجز في الموازنة أو مكافحة التضخم.

وتتمتع السندات الحكومية بجاذبية كبيرة ذلك أنها تتصف بتضائل مخاطر التوقف عن السداد لما تتمتع به الحكومة من إمكانية الإصدار النقدي وفرض الضرائب.

#### 3- أدوات الدين غير الحكومية ( سندات

الشركات):

تعتبر السندات التي تصدرها الشركات من أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي عبارة عن صكوك قابلة للتداول يعتبر مالكا دائنا تجاه الشركة المصدرة، كما يتحصل على عائد ثابت سنوي أو نصف سنوي يدفع له مهما كانت نتائج الشركة.

ويتمتع حملة السندات بحق الحصول على فوائد قبل دفع توزيعات الأرباح لجملة الأسهم الممتازة والعادية، ولهم الأولوية في الحصول على حقوقهم في حالة التصفية. وبالمقابل فإن حملة السندات ليس لهم حق حضور الجمعية العامة ولا حق التصويت أو التدخل في إدارة الشركة.

وقد تكون السندات ذات عوائد متغيرة تحسبا للتغيرات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة السائدة في السوق. كما أنه في الغالب يتم سداد أصل الدين عند تاريخ الاستحقاق، لكن قد يتم إصدار سندات قابلة للاستدعاء يتيح لمصدرها حق سداد أصلها قبل تاريخ الاستحقاق مع دفع علاوة إضافية، وقد يحدث ذلك عندما تنخفض معدلات الفائدة في السوق فيرغب المقرض في استعجال سدادها لتعويضها بسندات أقل فائدة.

كما يمكن أن تكون السندات مضمونة برهن بعض أصول الشركة المصدرة وذلك حماية لها من



**المصدر:** د- عبد الغفار حنفي إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية 2007 ص 41.

### تقييم الأصول:

يمكن معرفة القيمة الحقيقية للأصل المالي من خلال معرفة القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يدرها ذلك الأصل، وتتوقف القيمة الحقيقية للأصل على عدة عوامل أهمها:

-طبيعة الأصل المالي كونه أداة دين أم أداة ملكية.

-عوامل ترتبط بالجهة المصدرة ونوع القطاع الذي تنتمي إليه.

-عوامل لها علاقة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

وتختلف عملية تقييم كلا من الأسهم والسندات وذلك لاختلاف العوامل المحددة لكل منها.

### تقييم الأسهم:

هناك مدرستان أساسيتان لتقييم سعرها هما الأساسيين والفنيين. ففي التحليل الفني يحاول الفنيون التنبؤ بمستويات أسعار الأسهم من خلال السلاسل الزمنية للبيانات الماضية وحجم التداول في السوق، باعتبار أن التاريخ يعيد نفسه ويستند هذا التحليل إلى مجموعة من الفرضيات أهمها:

-تحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

-أن العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي.

-أن السوق أفضل متنبئ لنفسه.

-أن التحرك من سعر توازني إلى آخر يستغرق بعض الوقت.

-أن سوق رأس المال لا تتسم بالكفاءة!

كما يعتمد التحليل الفني على مجموعة من المؤشرات لتتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي بغية التوصل إلى نموذج لحركة هذه الأسعار كمؤشر للتنبؤ بالحركة التي ستكون عليها مستقبلا، ويستندون أساسا على نظرية داو ومجموعة من المؤشرات مثل مؤشر بارون، ومؤشر توازن الكميات الشاذة أو الكسرية، ومؤشر

1 د. عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 88-87. نقلا عن د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الإسكندرية الدار الجامعية 1998 ص ص 150-151.

أدنى مستوى في شريحة الجودة المتوسطة	BB	Ba
فئة المضاربة	B	B
جودة ضعيفة	-	Caa
درجة مضاربة مرتفعة	CCC- CC	-
درجة مضاربة مرتفعة جدا	-	Ca
سندات دخل (أقل السندات جودة)	C	-
أدنى درجة (لا يتم سداد الفوائد)	-	C
سندات تواجه فعليا خطر عدم السداد	DDD- DD	-

المصدر: د- عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 126.

ويبين الجدول التالي خصائص كل من السندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية.

خصائص الأنواع المختلفة للأوراق المالية

الورقة المالية عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
<b>أولا: الحق في الحصول على دخل</b>	الدرجة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
من حيث الأسبقية	في السداد	ثابت ومحدد	المتبقي
من حيث مبلغ الدخل أو العائد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي
<b>ثانيا: الحق في الأصول عند التصفية</b>	المرتبة الأولى	(القيمة الاسمية) غير ملزم	المتبقي غير ملزم
درجة الأسبقية	محدد	ليس له	ليس له
-المبلغ	إجباري	تاريخ استحقاق	تاريخ استحقاق
<b>ثالثا: الحق في الاسترداد</b>	محدد مسبقا	محدد مسبقا	محدد مسبقا
تاريخ الاستحقاق	وله تاريخ سداد	وله تاريخ سداد	وله تاريخ سداد

التي تملكها- لإنشاء مناخ يسمح بنمو البورصة وازدهارها وأن تكون للجزائر بورصة مزدهرة على غرار الكثير من البلدان العربية ، لا سيما أن البورصة قد تكون البديل للكثير من المدخرين لإيداع أموالهم بعد سلسلة الإخفاقات التي مني بتنا النظام المالي الجزائري، وما ينتج عنه من تحريك لعملية الاستثمار الضرورية لحدوث التنمية الاقتصادية المنشودة .

### المراجع:

- 1- د. انداروس عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الإسكندرية دار الفكر الجامعي، 2007 .
- 2- د. بن سليمان بن محمد آل سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية، الرياض كنوز اشيلية، 2005.
- 3- د. حنفي عبد الغفار، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية الدار الجامعية، 2007.
- 4- د. رضوان عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، القاهرة دار النشر للجامعات 2005.
- 5- د. محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، جدة مجموعة دلة البركة، 1995 .
- 6- القانون التجاري الجزائري، ديوان المطبوعات الجزائرية.

الكميات الكبيرة، وتقلب الأسعار، واتساع السوق، ومراقبة سلوك المستثمرين الداخليين، واتجاهات أسهم الصناعات أو القطاعات القاندة، ومتابعة الإصدارات الجديدة للأسهم، وتحليل مؤشرات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية، ومؤشر نسبة البيع على المكشوف.

أما التحليل الأساسي فيعتمد في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بدراسة العديد من العوامل المرتبطة بالشركة والقطاع الذي تنتمي إليه، والاقتصاد الوطني والدولي. وتبعاً لذلك فإن قيمة السهم تتوقف على عاملين أساسيين هما قيمة التدفقات النقدية المتوقعة، ومعدل العائد المطلوب.

فقيمة التدفقات النقدية المتوقعة يتمثل في نصيب السهم من التوزيعات للأرباح المتوقعة مستقبلاً، وهذه التوزيعات هي دالة للعديد من العوامل المرتبطة بكل من الاقتصاد العالمي والاقتصاد الوطني والصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

أما معدل العائد المطلوب فهو يتكون من معدل العائد الخالي من الخطر، وعلاوة الخطر التي تعكس المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، والتي قد تكون مخاطر منتظمة تتمثل في مخاطر النشاط، ومخاطر التمويل.

### خاتمة:

إن البورصة لم تعد مجرد مكان ثابت منظم يلتقي فيه السماسرة لشراء وبيع مختلف الأوراق المالية المتداولة فيه بغرض تحقيق الربح، وإنما أصبحت البورصة من أهم أدوات الاقتصاد الوطني والعالمى نظراً للوظائف الاقتصادية التي تؤديها، هذه الوظائف التي سمحت لصغار المدخرين بتحسين مستوى معيشتهم من خلال الإمكانية المتاحة لهم لاستثمار مدخراتهم، كما سمحت للاقتصاد الوطني بتمويل الكثير من المشاريع الاستثمارية الضخمة من خلال جمع مدخرات الأفراد والشركات والحكومات، مما نتج عنه نمو وازدهار اقتصادي، وكذلك بما تتيحه للحكومة من إمكانية الاقتراض من الأفراد والشركات لتمويل حاجتها لتغطية مختلف النفقات وتمويل عجز الميزانية.

وهذا ما يبرز أهمية البورصة في ظل الاقتصاديات الحديثة، وضرورة أن تولى السلطات العمومية هذا الأمر اهتماماً أكبر من خلال إيجاد الظروف الملائمة - عن طريق الأدوات التشريعية



## إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر

الأستاذ: بوعزة عبد القادر<sup>(1)</sup>

### مقدمة:

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة. فإذا كانت النظرية المالية التقليدية تهتم فقط بكيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، فإن النظرية المالية الحديثة أصبحت تهتم إلى أبعد من ذلك بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة.

لقد أصبح من الضروري على المسير المالي، عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال، وقبل اتخاذ قرار التمويل، التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي، وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى تدبير الموارد الخارجية، حيث يتم ذلك سواء بصفة مباشرة من المدخرين عن طريق السوق المالية، أو بصفة غير مباشرة عن طريق اللجوء إلى الهيئات والمؤسسات. وتشكل هذه الأخيرة تمويلاً أساسياً ووحيداً بالنسبة للمؤسسات غير القادرة على اعتماد السوق المالية كمصدر لتمويل احتياجاتها.

وبناءً على ما سبق، يعتبر قرار تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، قراراً مهماً يحتاج لكثير من الدراسة والتحليل، وهو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين، إلى حالة انفتاح لرأس المال يمكن أن يشترك في حيازته عدد كبير من المكتتبين، يتمثلون أساساً في العائلات، المستثمرين التأسيسيين والمتعاملين المحتملين؛ مثل الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

1 - أستاذ مساعد بقسم علوم التسيير، جامعة العقيد أحمد  
دراية بأدرار،

E-mail:

Abdelkaderbou@yahoo.fr

ومن هذا المنطلق سنحاول من خلال هذا المقال التعرف على إجراءات الدخول لبورصة القيم المتداولة، وكيفية اعتمادها كمصدر لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية في الجزائر، وذلك من خلال الاهتمام بدراسة وتحليل النقاط التالية:

- الإطار المفاهيمي للسوق المالي  
والبورصة،  
- دوافع الدخول إلى البورصة،  
- خطوات الدخول إلى البورصة.  
- مختلف الأوراق المالية المتداولة في  
البورصة،

أولاً: الإطار المفاهيمي للسوق المالي  
والبورصة،

يجدر بنا وقبل العرف على مختلف الإجراءات والخطوات الأساسية للدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة ضرورة التعرض بشئ من التحليل لمفهوم السوق المالي واستبيان موقع البورصة ضمن هذا السوق، أهداف كلاً منهما ووظائفه.

### 1/ مفهوم الأسواق المالية.

يمثل السوق المالي أهم دعائم اقتصاد السوق نظراً للدور الفعال الذي يلعبه والممثل في تمويل الاقتصاد. حيث يعمل على تجميع المدخرات وتنظيم حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى أنه يعتبر الوسيلة المثلى لخصوصية المؤسسات الاقتصادية وتسعيرها، وبالتالي تقييم أوراقها المالية المتداولة، مما يعني بالضرورة تقييم أدائها الاقتصادي.

### 1/1 تعريف الأسواق المالية وضرورة

إنشائها.

#### 1/1/1 تعريف الأسواق المالية:

الأسواق المالية في مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) والطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي؛ أي صناعة رأس المال الذي يعتبره

تصل إلى سوق رابع المواصلة في الربط بين هؤلاء المتعاملين، كما أن لها وظائف اقتصادية قد تكون واضحة للعديد من الناس لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة اتصال بين

من أهم عوامل الإنتاج، إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات). هذا وتشتمل أسواق المال على كل من: (أفراد، شركات ومنظمات حكومية) لديها فائض لا تستطيع استثماره بنفسها لعدم وجود ملكية الاستثمار أو لعدم وجود الوقت والجهد الكافين للاستثمار ولكن يعوزها المال، لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لكل أو بعض الأسباب التالية<sup>1</sup>:

- عدم معرفة كل طرف للآخر؛
- عدم وجود الثقة بين الطرفين؛
- الاختلاف حول سعر الأموال؛
- الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال؛
- الاختلاف حول درجة المخطرة في الاستثمار.

القطاعات المختلفة في المجتمع أي مابين المدخرين والمستثمرين (المنتجين)، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحاً، أما القطاعات المنتجة فهي بحاجة دائمة إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستثمار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، إذن تقوم بوظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي لديها عجز في الأموال، وهو ما يوضحه الشكل أدناه<sup>3</sup>:

### 2/1/1 فوائد إنشاء الأسواق المالية.

هناك عدة فوائد لإنشاء السوق المالي نذكر منها على وجه الخصوص ما يلي<sup>2</sup>:

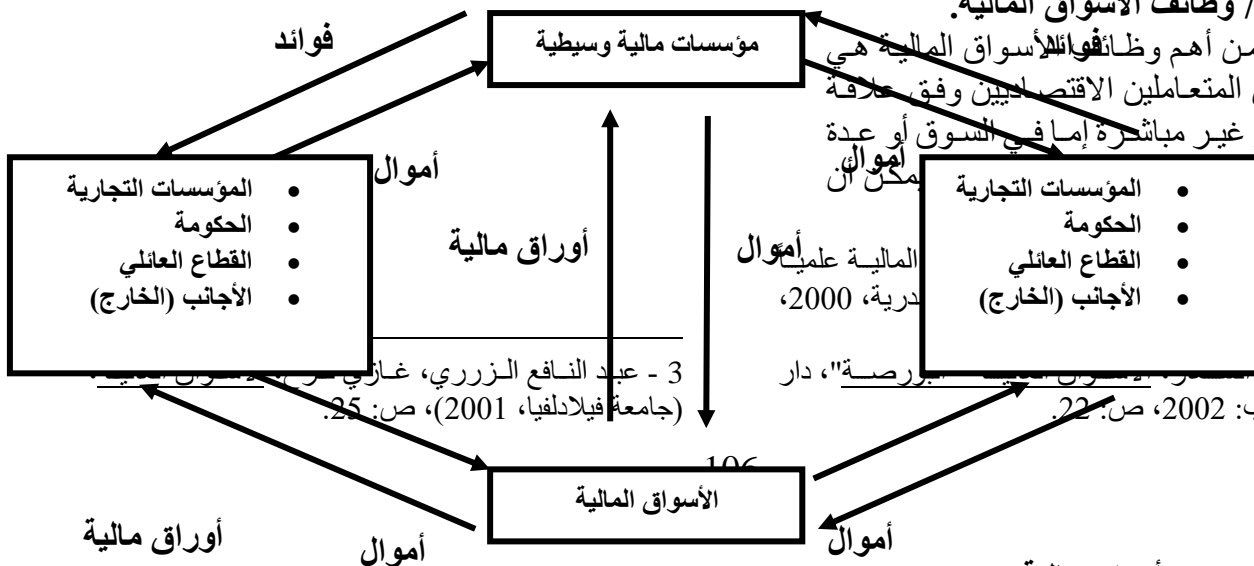
- يوفر السوق المالي فرص شبه متساوية لكافة الأفراد الراغبين في توظيف مدخراتهم؛
- يوفر السوق المالي السيولة للمستثمرين المالكين للأوراق المالية الفرصة لاستبدال أو التخلص منها وفي أي وقت يشاؤون؛
- يوفر السوق المالي المعلومات اللازمة لبناء القرار الاستثماري الخاص بتوظيف المدخرات في قنوات استثمارية معينة؛
- يساعد السوق في ظهور السعر العادل والمناسب للأوراق المالية وذلك من خلال آلية أوراق العرض، الطلب وتوفير المعلومات؛
- يساعد السوق في تخفيض التكاليف المتعلقة بجمع المدخرات.

### 2/1 وظائف الأسواق المالية.

إن من أهم وظائف الأسواق المالية هي الربط بين المتعاملين الاقتصاديين وفق علاقة مباشرة أو غير مباشرة إما في السوق أو عدة أسواق سو

- 1 - صلاح وعملياً، مكافئاً، ص: 20.
- 2 - نضال، بورصة، دار البيضاء حلب: 2002، ص: 22.
- 3 - عبد النافع الزرري، غازي، بورصة، دار البيضاء حلب: 2001، ص: 25.

### تمويل غير مباشر



مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة اسم بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، أما في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة مهمة الإصدار. ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لشراء الأوراق المالية المصدرة وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعينة لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور، وبذلك تعتبر السوق الأولية أيضاً وسيلة لتجميع المدخرات وتقديمها في شكل فرص للأفراد والمؤسسات لاستثمارها<sup>2</sup>.

ونشير أن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار - على النحو المشار إليه - لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع. ويتم إصدار الأوراق المالية في هاته السوق بطريقتين:

- الطريقة أو الأسلوب المباشر: ويقصد قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.  
- أما الطريقة غير المباشرة أو ما يعرف بأسلوب المزاد: فهو أسلوب تقوم بمقتضاه مؤسسة متخصصة عادة تكون مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

## 2/ مفهوم بورصة القيم المتداولة.

تعد بورصة القيم المتداولة من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال، بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، وهي في حالة تميزها بالثبات والقوة والاستقرار والنشاط تصف وتعكس حالة اقتصاد تلك الدولة، بالتالي تعتبر المرآة التي تعكس اقتصاد دولة ما.

### 1/2 تعريف البورصة.

تعرف بورصة القيم المتداولة على أنها: " مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصين

يوضح الشكل أعلاه، وجود قطاعين رئيسيين المقروضون والمقرضون، إذ نلاحظ تدفق الأموال بطريقتين إلى قطاع المقرضين من خلال المؤسسات المالية الوسيطة كالبنوك التجارية وغيرها، أو من خلال الأسواق المالية، حيث يحصل المقرضين من خلال بيع الأدوات المالية.

ويتضح جلياً دور الأسواق المالية في تطوير وتحريك عجلة الاقتصاد وتسيير موارد الدول وكذا ربط القطاعات والاقتصاديات ببعضها البعض من خلال العلاقة بين المدخر والمستثمر، وما توفره من فرص للاستثمار، بالإضافة إلى مساهمتها في تنمية وتطوير الفكر المؤسسي لدى القطاعات الاقتصادية ومستلزمات إنشاء هذه الأسواق والركائز الأساسية التي تقوم عليها، فضلاً عن العمل على حماية وتطوير العمليات المالية وغير المالية التي تقوم داخل هذه الأسواق.

### 3/1 أنواع الأسواق المالية.

انطلاقاً من تعريف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين معاً، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت عند سعر معين وما يحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن نقودهم، تتعدد أسواق المال بتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج إلى الأموال، فضلاً عن اختلاف الأغراض التي من أجلها تطلب أو تعرض الأموال وكذلك تختلف الأجال الزمنية للمقروض ومن ثم تتعدد أنواع القروض التامة والمؤسسية التي توفر الأموال. وتبعاً لذلك يمكن تصنيف الأسواق المالية الحاضرة والفورية<sup>1</sup> إلى نوعين أساسيين هما سوق أولية (سوق الإصدار) وسوق ثانية (سوق التداول)، سيتم تناول مفهوم كلاً منهما على النحو الآتي:

### 1/3/1 السوق الأولية:

يقصد بالسوق الأولية ذلك السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول

1 - نكون بصدد أسواق رأس المال الحاضرة عندما يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها عند التعاقد في مقابل انتقال ملكيتها له على الفور، وهي تختلف عن الأسواق المستقبلية التي ينفذ فيها العقد في تاريخ لاحق، أين يتم تسليم الأوراق المالية طويلة الأجل فور تمام الصفقة.

2 - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

- تساهم البورصة في تنشيط عمل المؤسسة الاستثمارية، حيث تعمل على جذب المستثمرين وتمكينهم من بيع حقوقهم في أي وقت شاؤوا وبك سهولة، وهذا ما يجعل عمليات البيع والشراء التي تتم في هاته الأسواق تتميز بسرعة وسهولة في تنفيذها؛

- تعتبر أداة ربط بين جميع المنشآت الفاعلة في الاقتصاد كبيوت تمويل والمؤسسات الاستثمارية والمصارف، كما تعتبر وسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئتها وتوجيهها إلى الاستثمار؛

- تساهم في زيادة الإيرادات الحكومية عن طريق الضرائب الواردة على الصفقات التجارية؛  
- تحافظ على استقلال الدول واستقرارها، من خلال استثمار مدخرات أفرادها دون اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، لما له من سلبيات كارتفاع سعر الفائدة على القروض، وما ينجر عنه من تدخلات إدارية وسياسية من قبل المؤسسات المقرضة.

كما تتعزز أهمية البورصة من خلال تحقيقها وسعيها في تحقيق الوظائف الاقتصادية التالية، سواءً للمستثمر الفرد أو لشركات الأعمال أو للاقتصاد الوطني ككل، نذكر أهمها في ما يلي<sup>5</sup>:

- إيجاد سوق مالية مستمرة لتداول الأوراق المالية؛  
- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو الاستثمار؛

- توظيف الأموال؛  
- تؤدي دور المؤشر عن الحالة الاقتصادية للدولة؛

- استثمار رؤوس الأموال في سوق مالية وتميزه بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء لمختلف أنواع الاستثمارات ولمختلف الأعوان الاقتصاديون، ولأي مدة وبدون أية خبرة خاصة.

### ثانياً: دوافع الدخول إلى البورصة.

لقد تعددت وتنوعت الدوافع التي تحث المؤسسات على الدخول في البورصة، نذكر منها<sup>6</sup>:

5 - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

6 - Fereres Mair, Rivière Gérard, L'Introduction en Bourse, Edition D'Organisation, France, 1999, PP :15-25.

معتمدين، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء للقيم المتداولة ( أوراق مالية؛ أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف تسعيرة البورصة<sup>1</sup>، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة شريطة أن تكون كل العمليات في البورصة تحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية<sup>2</sup>.

يستخلص من التعريف السابق للبورصة أنها تمثل قناة توجيه، تستخدم فيها موارد المجتمع بكفاءة عالية بغرض تمويل الاستثمارات والتوظيف الأمثل للأموال، ولا يتحقق ذلك إلا بالتسيير الحسن للمحافظ المالية<sup>3</sup>، بهدف ضمان التمويل المناسب للاستثمارات المناسبة، مقابل التخلص من الاستثمارات غير المناسبة.

### 2/2 أهمية البورصة.

تعتبر بورصة القيم المتداولة همزة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما تعد سوقاً منتظمة لتداول الأسهم والسندات ومشتقاتهما، حيث يتم تداولها من خلال السماسرة المرخص لهم، كما أن للعرض والطلب دوراً فعالاً يتمثل في تحديد الأسعار من جهة وتوفير الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي يلتزم بها أعضاء البورصة والسماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين.

وإذ يعتبر الهدف الأساسي لهاته السوق الثانية هو تحقيق توزيع واستغلال أمثلين للموارد المالية المتاحة في السوق، فإن لها أهمية بالغة في تحقيق ما يلي<sup>4</sup>:

1 - يتم تحديد الأسعار في البورصة على أساساً قانون العرض و الطلب، كما أن آخر سعر يتوقف عليه التعامل بالبورصة في آخر اليوم، هو نفسه السعر الذي يفتح به في اليوم الموالي.

2 - براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزء الأول، 1999، ص: 96.

3 - يعتمد التسيير الجيد للمحافظ المالية على التنوع المتوازن للأصول المكونة لها، بغرض تعظيم قيمة العائد و التقليل من المخاطر، بذلك يتم اختيار المحافظ الأكثر فعالية.

4 - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، 1993، ص: 80.

**1/ تحسين فعالية المؤسسة.**

وهذا نتيجة لعاملين أساسيين هما :

**1/1 نمو شهرة المؤسسة.**

نتيجة دخول المؤسسة إلى البورصة، تتاح لها إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى، ويتم هذا التدعيم لشهرة المؤسسة على عدة مستويات :

- يسمح الدخول في البورصة للمؤسسة بالتعريف بعلاماتها التجارية، خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تحمل نفس الاسم مع المؤسسة،
- تحسين صورة المؤسسة أمام زبائنها، مورديها ووسطائها (من البنوك)، بتدعيم احتياجاتها الاقتصادية والمالية،
- الانضمام إلى البورصة يمثل درجة عالية من التطور وكفاءة المؤسسة.

**2/1 دعم الطاقات الداخلية للمؤسسة.**

وذلك من خلال العمل على تحقيق النقاط

التالية :

- تعبئة كل موظفي ومساهمي المؤسسة؛ من إطارات وعاملين، بزيادة التسيير الحسن لموارد المؤسسة ونشاطاتها، كما يمكن إشراك هؤلاء الموظفين في رأس مال المؤسسة.
- حيازة وسائل إعلام فعالة بما تقتضيه عملية الدخول في البورصة، وذلك بتحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصداقية وسرعة المعلومات. هذا ما يدفع المؤسسة إلى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر ملائمة وكفاءة.

**2/ زيادة إمكانيات التمويل.**

يؤدي دخول المؤسسة إلى البورصة إلى تدعيم أموالها الخاصة، والحد من الاستدانة، ومن ثم تسهيل عملية زيادة رأس المال، وبالمقابل ينتج عنه تحسين قدراتها التفاوضية مع المتعاملين الماليين من خلال تنوع مواردها التمويلية، مما ينعكس إيجابياً على إمكانية حصولها على أفضل شروط التمويل. كما يمكن أن يؤدي هذا الدخول إلى مضاعفة إمكانيات التمويل، بما يحقق للمؤسسة عدة امتيازات منها<sup>1</sup> :

- ضمان تحقيق التمويل في حالة مواجهة المؤسسة لصعوبات مالية، وذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم وهذا للتخفيف من قلق المدخرين،

- تجنب المؤسسة لتقلبات معدلات الفائدة، وذلك بإصدار سندات ذات سعر عائم يتغير حسب تقلبات أسعار الفائدة في السوق، وهذا لتجنب الآثار السلبية للتضخم،

- تحقيق التمويل دون فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة، عن طريق إصدار الأسهم الممتازة.

**3/ تحقيق سيولة الأوراق المالية وتوسيع**

**دائرة المساهمين.**

إن دخول المؤسسة للبورصة يمنح للمساهمين فيها إمكانية تحويل أسهمهم إلى سيولة عند الحاجة، فضلاً عن إمكانية تسعير أوراقهم في البورصة وتحقيق فوائد القيمة. كما يتم تحديد وتوسيع دائرة المساهمين عند إشراك كل من العمال، المتعاملين الاقتصاديين والمؤسسات الاستثمارية التي تقدم تدعياً مالياً معتبراً.

**4/ تسهيل عمليات النمو الخارجي.**

يسمح الدخول في البورصة بتمويل عدة عمليات من اندماج وامتصاص، وكذا عملية تسهيل تبادل الأوراق المالية المسعرة في البورصة مع الأصول، كما يتم تحقيق إيرادات مالية معتبرة ذات تكلفة منخفضة.

**5/ تحسين الوضعية المالية للمؤسسة.**

من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقراراً، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء المؤسسة في البورصة. بالتالي فإن المؤسسة المسعرة في البورصة تكون أكثر فعالية بالمقارنة مع المؤسسات غير المسعرة، وذلك من حيث القدرة على النمو، زيادة الأرباح، الشهرة، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

**ثالثاً: شروط وإجراءات الدخول في**

**البورصة.**

إن تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، يستوجب على المؤسسة ضرورة تحقيق مجموعة من الشروط قبل عملية الدخول في البورصة، كما

1 - Jacquillat Bertrand, Solnik . Bruno , Que-sais-je, L'Introduction en Bourse, 2ème Edition , P.U.F, 1994, PP :10-13.



المعلومات، فضلاً عن الاستجابة للشروط القانونية التالية :

- فتح المؤسسة لـ 25 % من رأس مالها للجمهور<sup>2</sup>، ذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم، وتستنثى من هذه العملية جميع الأوراق المالية المخصصة لأعضاء مجلس إدارة أو مجلس مراقبة المؤسسة، وكذا جميع الأوراق المالية المخصصة للعمال والموظفين الحائزين على نسبة أقل من 5 % من رأس مال المؤسسة، متضمنة في شكل أوراق مالية مخصصة للجمهور<sup>3</sup>.

- إن أوراق الاقتراض المطروحة في السوق الرسمية، يجب أن تكون موزعة على 100 حامل للسندات على الأقل، بقيمة إجمالية لا تقل عن 100 مليون دينار جزائري، وهذا عند تقديم طلب القبول إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالجزائر ( COSOB )<sup>4</sup>.

- يجب تقديم تقرير لتقييم أصول المؤسسة، معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين من طرف الدولة .

- القيام بمراجعة دقيقة للحسابات، وهذا بطلب من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( COSOB بالجزائر )، مع ضرورة وضع هيكل للمراجعة الداخلية، تكون موضوع تقدير من طرف محافظ الحسابات عند إعداد تقريره حول المراقبة الداخلية للمؤسسة<sup>5</sup>.

- تقديم المؤسسة ملف الترشيح للدخول في السوق الرسمية إلى رئيس مجلس البورصة، حيث يحتوي هذا الملف على طلب التسجيل، بالإضافة إلى وثائق عامة حول المؤسسة ؛ تشمل قائمة أعضاء مجلس الإدارة، وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها، قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة ...، كما يجب أن يحوي

2 - تحدد هذه النسبة في الجزائر بـ 20 % من رأس مال المؤسسة.

3 - Dupallens G, et Jobard J. P, Gestion Financière de l' Entreprise, 11ème édition, DALLOZ , 1997, P : 910.

4- Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse ( COSOB ), Bulletin N =°01/1999, Bourse D'Alger, P : 24.

5 - Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse , Op.cit, P : 24.

أن هذه العملية تتطلب ضرورة اتباع المؤسسة لمجموعة من الإجراءات، سواءً بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة .

### 1/ شروط الدخول في البورصة.

تحدد شروط دخول المؤسسة في البورصة انطلاقاً من السوق المالي الذي تختاره لممارسة عملياتها ونشاطاتها المالية، وهذا بما يتوافق مع حجم المؤسسة، رأس مالها وكذا بما يتوافق مع النسبة من رأس المال التي ترغب المؤسسة في فتحها للجمهور .

إن خضوع المؤسسة للشروط القانونية أعلاه، يمكنها من الاختيار بين ثلاثة أنواع من الأسواق المالية؛ تتمثل أساساً في السوق خارج التسعيرة، السوق الرسمية والسوق الثانية.

### 1/1 شروط دخول المؤسسة في السوق

#### خارج التسعيرة.

تعرف السوق خارج التسعيرة على أنها سوق حرة، أين يمكن للمؤسسات الصغيرة الحجم التي تبحث عن كيفية تمكنها من التكيف مع ميكانيزمات البورصة قبل الدخول إلى الأسواق ذات الحجم الكبير. يمكن لهذه المؤسسات ولجميع المساهمين الصغار الدخول في هذه السوق بدون شروط استثنائية، وأن يقوموا بتسعير أوراقهم المالية . يكفي فقط أن يستدل على الوجود القانوني للمؤسسة<sup>1</sup>.

نشير إلى عدم وجود أي تحديد لرأس مال أدنى يطلب توفره عند الدخول لهذه السوق أو لعدد معين من الأسهم ينبغي طرحها للدخار العام. بالتالي يكفي للدخول إلى هذه السوق استحضار المؤسسة للقانون التأسيسي لها، بالإضافة إلى ميزانيتين للسنتين الأخيرتين.

### 2/1 شروط دخول المؤسسة في السوق

#### الرسمية.

تعتبر السوق الرسمية سوقاً مالية مخصصة فقط للمؤسسات الكبيرة، التي يشترط عند دخولها لهذه السوق ضرورة الالتزام بالشفافية في نشر

1 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 2ème Edition, Vibert, 1999, PP : 201-202.

المؤسسة أن تحضر لها على الأقل لمدة سنتين، وأثناء فترة التحضير هذه وجب عليها القيام بما يلي<sup>4</sup> :

\* تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية الدخول الفعلي؛ من نشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، إمكانية فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة. كما أنه لا بد من التأكد من أن هذه العملية ستحقق أهداف المؤسسة فيما يتعلق بالنمو.

\* قبل مباشرة عملية بيع الأوراق المالية في السوق، لا بد من أن يتفق المساهمون القدامى بالمؤسسة على مستوى معين لأسعارها، حتى لا تؤثر عليهم سلباً، وأن تلقى رضا الجمهور .

\* من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم لا يتحقق ذلك إلا بالتغيير في رأس مال المؤسسة، حيث تعمد إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، بالتالي يتغير القانون الأساسي للمؤسسة، حسب متطلبات عملية الدخول في البورصة .

\* التحسين من نوعية المراقبة الداخلية وإجراءاتها، مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية،

\* اختيار المؤسسة لوسيط مالي يساعدها في التحضير لعملية الدخول في البورصة، ويتابع تطورها بدقة أثناء وبعد الدخول الفعلي . ونشير إلى أن هذا الوسيط يمكن أن يكون مؤسسة مالية (البنك)، أو مؤسسة البورصة في حد ذاتها، \* أخيراً، تكوّن المؤسسة الملف المطلوب حسب السوق الذي ترغب الدخول فيه.

بعد استيفاء المؤسسة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في البورصة، يمكنها أن تتبع مجموعة من الإجراءات بهدف تحقيق الدخول الفعلي في البورصة . يتسنى للمؤسسة من خلال هذه الإجراءات الدخول بصفة مباشرة إلى البورصة، باعتماد إحدى طرق العرض العمومي للبيع، أو الدخول بصفة غير مباشرة من خلال إتباع الإجراءات العادية .

## 1/ الإجراءات المباشرة للدخول في البورصة

هذا الملف أيضاً وثائق متعلقة برأس مال المؤسسة؛ كالمبلغ الكلي للإصدار، العدد الكلي للسندات المصدرة، المعلومات المتعلقة بدفع ربح حصص الأسهم...، من جهة أخرى وجب أن يشتمل ملف الترشح على وثائق اقتصادية ومالية؛ منها نسخ من حسابات النتائج، نسخ من الميزانية المرصودة، تقارير محافظي الحسابات، محاضر اجتماع الجمعية العامة للسنوات الخمس الأخيرة<sup>1</sup>.

- تعيين وسيط لعمليات البورصة (IOB)، يتولى هذا الأخير متابعة إجراءات قبول المؤسسة وانتماءها إلى السوق الرسمية.

## 1/3 شروط دخول المؤسسة في السوق

### الثانية.

إذا كان الدخول إلى السوق الرسمية حكراً على المؤسسات الكبيرة نظراً لصعوبة العملية وتكلفتها، بالتالي فإن الدخول إلى السوق الثانية أكد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. بالتالي تعتبر السوق الثانية وسيلة مراقبة دائمة للوضعية المالية للمؤسسة وتسييرها، وبذلك تلعب دوراً هاماً في تحديد السياسة المالية للمؤسسة المقيدة في البورصة<sup>2</sup>.

تأسست هذه السوق في فرنسا سنة 1983، بهدف تسهيل تأقلم الشركات والمؤسسات المرشحة للدخول إلى السوق الرسمية، حتى تستطيع التكيف مع ميكانزمات السوق. كما تقوم هذه السوق بتوفير هيكلية مستمرة لقبول المؤسسات التي ليس لها اهتمام بالدخول إلى السوق الرسمية مستقبلاً، كونها ترغب في فتح رأس مالها للدخار العام .

يتمثل نجاح هذه السوق في فرنسا، بأنها أدرجت أكثر من 40 مؤسسة فرنسية مباشرة عند بداية نشاطها في سنة 1989، وهذا نظراً لبساطة شروطها مقارنة بشروط الدخول إلى السوق الرسمية<sup>3</sup>.

## 2/ إجراءات الدخول في البورصة.

بعد أن تعرفنا على مختلف الأسواق المالية، التي يمكن للمؤسسة أن تختار من بينها ما يناسب حجمها، أهدافها وطموحاتها، تأتي بعد ذلك مرحلة الدخول إلى البورصة، هذه المرحلة التي يجب على

4 - Jacquillat . Bertrand, Solnik . Bruno , Marchés Financiers, Gestion de Portefeuille et des Risques, 2ème édition, DUNOD , 1990, PP: 41-44 .

1 - voir, COSOB, Op.cit, PP: 20-22.

2 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P: 202.

3- Op. cit, P: 204 .

التي تؤدي إلى زيادة مستقبلية لأسعار الأوراق المالية في السوق.

### 2/1/ العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

تقوم المؤسسة بتحديد سعر أدنى قبل الدخول في البورصة، يكون بمثابة السعر القاعدي لجميع أوامر الشراء. وفي هذه الحالة تقوم مؤسسة البورصة أسبوعاً قبل حلول تاريخ الدخول الفعلي بالإعلان عن العرض مع تحديد سعر وكمية الأوراق المطروحة للاذخار العام للجمهور<sup>3</sup>.

عند حلول تاريخ الدخول للبورصة تفرز أوامر الشراء المقترحة من قبل المستثمرين، حيث تلغى جميع الأوامر التي تتجاوز السعر الأدنى المحدد من قبل المؤسسة بنسبة كبيرة.

ويشترط لقبول عملية الدخول أن تكون النسبة الموزعة من مجموع الأوامر البورصية على الأقل 6% على مجموع طلبات الشراء. في حالة عدم إمكانية تكييف طلبات الشراء مع النسبة المحددة من مجموع الطلب (6%) يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى خيار تأجيل عملية الدخول لمدة أسبوع، وبالتالي تلغى جميع أوامر الشراء السابقة وتعاد العملية من جديد وفق طريقة العرض العمومي للبيع.

### 2/ الإجراءات غير المباشرة للدخول في

#### البورصة.

تعرف بالإجراء العادي لأنها كانت الطريقة الوحيدة المعتمدة لدخول المؤسسة إلى السوق الرسمية، أين يشترط ضرورة وجود تسعيرة مرجعية في البورصة (الأوراق المطروحة مسعرة من قبل في السوق الثانية).

يفرض هذا الإجراء على المؤسسة أن تقوم بالبيع المسبق لكل الأوراق المالية المرغوب طرحها للاذخار العام إلى وسطائها الماليين، بصفة نهائية وبسعر يتم التفاوض حوله. كما يمكن إسناد عملية البيع لهؤلاء الوسطاء، وذلك بالبيع لحسابها دون ضمان شراء الأوراق المالية المتبقية (غير المباعة).

وبنفس إجراءات الطريقة المباشرة للدخول إلى البورصة، تقوم المؤسسة بالإعلان عن العملية أسبوعاً من قبل، مع ضرورة تحديد شروط الدخول. عند حلول تاريخ الدخول الرسمي تشترط مؤسسة البورصة أن يكون أقصى فارق في التسعيرة بين

في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتوظيف الأوراق المالية من خلال طرحها للاذخار العام لدى الجمهور بصفة مباشرة، وهذا بمساعدة الوسطاء الماليين، وهنا يمكنها الاختيار بين طريقتين؛ إما العرض العمومي للبيع بسعر نهائي أو العرض العمومي للبيع بالسعر القاعدي.

### 1/1/ العرض العمومي للبيع بسعر نهائي

#### (OPV).

تطرح الأوراق المالية للاذخار العام حسب هذه الطريقة بسعر عرض محدد ونهائي، حيث تقوم المؤسسة خلال عدة أسابيع على الأقل قبل تاريخ العملية بالإعلام عن العرض (تحديد السعر وعدد الأسهم). كما تبين المؤسسة هوية مصدر الأوراق المالية وشروط قبول أوامر الشراء. هذه الأوامر يجب أن تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بالمكتتب، ويشترط أن يمثل العرض 20 % من رأس مال المؤسسة يوزع على 300 مساهم على الأقل<sup>1</sup>.

في حالة تجاوز الطلب على الأوراق المالية لنسبة رأس المال المعروضة للاذخار العام، بإمكان مؤسسة البورصة التصرف مع هذه الحالة وفق إحدى الطريقتين التاليتين<sup>2</sup> :

- يمكن التعامل مع هذه الحالة حسب هذه الطريقة من خلال التوفيق بين عدد الأوراق المالية المعروضة مع عدد الأوراق المالية المطلوبة، وذلك من حيث عملية التوزيع،

- القيام بعرض عمومي للبيع مرة ثانية وبسعر أعلى من السعر الأول بنسبة زيادة تتحدد وفق خصائص السوق المزمع الدخول إليه، كما يمكن لمؤسسة البورصة أن تطلب من المؤسسة وضع أوراق مالية إضافية للاذخار العام، وهذا من أجل تسهيل عملية الاكتتاب. ونشير إلى اعتماد هذه الطريقة من قبل عدة مؤسسات في حالة فشل الطرق الأخرى للدخول إلى البورصة، فضلاً عن إيجابياتها من حيث تسهيل دور الوسطاء في مراقبة تطور الأوراق المالية، كما تساعد على تجنب المضاربة

1 - Dupallens G, et Jobard J. P, Op.cit, P: 915.

2 - Voir, Société de Gestion de Bourse de Valeurs (SGBV), Offre Publique de Vente (OPV), Privatisation par la Bourse, Bulletin N =°02, Septembre 1998, Bourse D'Alger, P: 09-12.

3 - Dupallens. G, et Jobard J. P, Op.cit, P : 916.

نسبة العائد المتوقع من الأرباح والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر<sup>3</sup>.

تتميز الأسهم العادية بخصائص إيجابية وسلبية، تميزها عن غيرها من وسائل التمويل، تتمثل أساساً في ما يلي<sup>4</sup>:

- لا يجوز لحامل السهم العادي مطالبة المؤسسة المصدرة باسترجاع قيمته وله أن يعرض أسهمه في السوق المالية،  
- في الإفلاس لا يوجد ضمان لاسترداد القيمة التي دفعت لشراء السهم، وقد لا يتحصل على أي شيء منها،

- حامل السهم العادي، ليس له الحق في المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا حققت المؤسسة نتيجة إيجابية، ما لم يتقرر توزيعها أو نسبة منها. أما في حالة ما إذا تقرر توزيعها فله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح،

- لحامل الأسهم الحق في التصويت بالجمعية العامة، حق المشاركة في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها، المصادقة على عقود الشركة، المصادقة على القانون الأساسي أو تعديله. وهذا بما يتناسب مع عدد الأسهم التي يحوها بما يقابلها من حق في التصويت وفق القانون الأساسي للمؤسسة،  
- تتحدد مسؤولية حامل الأسهم بما يتوافق مع حصته في رأس مال المؤسسة.

### 1/2/1/ الأنواع الحديثة للأسهم العادية.

ظهرت في أواخر الثمانينيات وبداية التسعينيات، أنواعاً جديدة من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، التي شكلت النوع الوحيد من الأسهم لفترة طويلة. سنستعرض منها أساساً، الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة قبل حساب الضريبة، إضافة إلى الأسهم العادية المضمونة القيمة<sup>5</sup>.

### 1/2/1/ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية.

قبل ظهور هذا النوع من الأسهم كانت المؤسسة الواحدة تمتلك مجموعة واحدة من الأسهم، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة من

سعر العرض والتسعيرة الأولى لا يتعدى 10%. كما يشترط تغطية على الأقل نسبة 4% من مجموع الطلبات، كي تعتبر عملية الدخول ناجحة<sup>1</sup>.

### رابعاً: مختلف الأوراق المالية المتداولة في

#### البورصة.

يتم الحصول على الأوراق المالية المتداولة في البورصة من خلال عملية الاكتتاب، حيث تتم هذه العملية من خلال قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية من المؤسسة المصدرة لها، بهدف إعادة بيعها لجمهور المستثمرين، وتعتبر هذه الوظيفة الأخيرة غاية في الأهمية، ذلك أن المستثمرين عندها يتحملون مخاطر انخفاض أسعار هذه الأوراق، فذلك يعني أنهم سيواجهون خسائر مالية نتيجة إعادة البيع بسعر أقل. وللتقليل من نسبة الخطر، يتوقف اختيار المستثمر لنوع الورقة المالية المتاحة على عدد من العوامل؛ كدرجة استعداده لمواجهة المخاطر، مستوى دخله وثروته، الرغبة في الحصول على عائد ثابت ...

تتمثل الأوراق المالية المتداولة في البورصة أساساً في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات، وسيتم تحليل كل نوع منها في ما يلي:

### 1/ الأسهم العادية.

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة وسيلة من الوسائل الأساسية للتمويل الخارجي طويل الأجل، حيث تعتمد عليها شركات المساهمة اعتماداً كبيراً في تمويلها الدائم، وبالخصوص عند إنشائها<sup>2</sup>.

### 1/1 مفهوم الأسهم العادية وخصائصها.

يظهر السهم في شكل صك ملكية، له ثلاثة قيم؛ قيمة اسمية مدونة على وجه السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة. كما تكون له قيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية المتمثلة في الاحتياطات والأرباح المحتجزة إضافة إلى مجموع الأسهم العادية مقسوماً على عددها. أما القيمة الثالثة فهي القيمة السوقية التي تعبر عن التقويم الحقيقي للسهم العادي، تتوقف هذه القيمة على

3 - منير إبراهيم هنيدي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف الإسكندرية، 1998، ص: 13.

4 - ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات Mages، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 39.

5 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

1 - Idem, P: 916.

2 - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 307.

والسعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه المؤسسة،  
- تتم عملية التعويض عن الخسائر من خلال دفع قيمة التعويض نقداً، أو في صورة أسهم ممتازة، ويعتبر هذا الإجراء الأخير أحسن من سابقه من حيث عدم تعرض المؤسسة لمخاطر التصفية، التي يمكن أن يؤدي إليها التعويض النقدي.

## 2/ الأسهم الممتازة.

### 1/2/ مفهوم الأسهم الممتازة وخصائصها.

يمثل السهم الممتاز سند ملكية يسمى أيضاً الأولوية أو سهم الأفضلية، وهو يشبه السهم العادي من حيث القيمة الاسمية، التي تحدد عند إصداره. لحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي في الحصول على نصيبه عند التصفية، كما له الحق في التوزيعات السنوية التي تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وهو يماثل السهم العادي أيضاً من حيث أن صاحب السهم الممتاز ليس له الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح عند إقرار المؤسسة عدم توزيعها<sup>1</sup>.  
تعتبر الأسهم الممتازة مصدر تمويل طويل الأجل للمؤسسة، وبذلك فإنها تتميز بمزايا يمكن حصر أهمها في ما يلي<sup>2</sup> :

- المؤسسة ليست ملزمة قانونياً بتوزيع الأرباح، بما يمكن من احتجازها بهدف زيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة،  
- إصدار الأسهم الممتازة من شأنه أن يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي يؤدي ذلك إلى تخفيض تكاليف الاقتراض ومن ثم الرفع من درجة الاستقلالية المالية.

بالرغم من المزايا الهامة للأسهم الممتازة، إلا أن التمويل بها تكتنفه مجموعة من المخاطر تتمثل أساساً في ما يلي<sup>3</sup> :

- ارتفاع تكلفتها نسبياً مقارنة بتكلفة التمويل بالقروض، وهذا بالنظر إلى المخاطر التي يتعرض لها المقترضون، مما يجعلهم يطالبون بعائد أكبر،  
- لا تحقق الأسهم الممتازة أي وفورات ضريبية، وذلك لأن الأرباح الناتجة عنها لا تعد من التكاليف التي تطرح من المبلغ الخاضع للضريبة

طرف المؤسسة ككل. من هنا لجأت بعض المؤسسات الأمريكية إلى إصدار هذه الأسهم التي يرتبط كل نوع منها بحجم الأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية للمؤسسة.  
بالرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه يخلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين في المؤسسة الواحدة.

### 1/2/2/1 الأسهم العادية ذات التوزيعات

#### المخصصة قبل حساب الضريبة.

برز هذا النوع من الأسهم في بداية الثمانينيات، عندما أصدرت الولايات المتحدة تشريعاً ضريبياً يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية لمستخدميها، بغرض مشاركتهم في ملكية المؤسسة، حيث تخضع التوزيعات على تلك الأسهم قبل احتساب الضريبة.

نص هذا التشريع على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قروضاً للمستخدمين، بهدف تمويل شراء الأسهم، وذلك من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها. يسمح هذا الخصم الضريبي للمقرض من تخفيض معدل الفائدة على القرض، وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة شراء الأسهم.

يقوم المقرض بتسديد أصل القرض وفائدته سواءً من نصيبه في التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، أو من مساهمات مالية إضافية تقدمها له المؤسسة المصدرة للأسهم، على أن تخضع قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

### 1/2/3/1 الأسهم العادية المضمونة.

سميت بهذا الاسم لأنها تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية لها إلى حد معين، وخلال فترة معينة بعد إصدارها. وتختلف بذلك عن الأسهم العادية، التي ليس لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بسداد تكلفة انخفاض قيمتها السوقية. ومن خصائص هذه الأسهم أنها تتميز بما يلي :

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية، عند كل ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم،  
- تظهر مخاطر التعرض للخسائر فقط

عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض. وبالتالي لا يمكن أن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

2 - نفس المرجع السابق، ص: 21.

3 - نفس المرجع السابق، ص: 22.

في حالة حساب قيمة الضرائب على عمليات المؤسسة أو على نشاطها، بهدف تسديد المستحقات الواجبة الدفع للمصالح الضريبية.

### 2/2/ الأنواع الحديثة للأسهم الممتازة.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، ظهرت أنواع جديدة بداية الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية نذكر منها على وجه الخصوص؛ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت<sup>1</sup>.

### 1/2/2 الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

تختلف عن الأسهم الممتازة التقليدية من حيث نسبة التوزيعات، التي تكون ثابتة ومحددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم في الأسهم الممتازة التقليدية. أما الأسهم الممتازة الجديدة فتمتاز بتغير نسب التوزيعات، وذلك وفقاً لمعدل العائد على أنواع السندات الحكومية (سندات الخزينة)، على أن يتم تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة واحدة كل ثلاثة أشهر، وهذا تبعاً لتغير معدل عائد تلك السندات.

لكي تتم المحافظة على مستوى ملائم من الطلب على هذا النوع من الأسهم، عادة ما يتضح بأن لا تقل نسبة التوزيعات عن 75% من القيمة الاسمية للسهم.

### 2/2/2 الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

تمنح هذه الأسهم لحملة الأسهم العادية، كتعويض عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي. كما أشرنا سابقاً عند معالجتنا للأسهم العادية المضمونة.

### 3/ التمويل بواسطة القرض السندي.

يمكن للمؤسسات المسعرة في البورصة، كذلك الأمر بالنسبة للمؤسسات العمومية أن تصدر سندات في السوق المالية، حيث تعتبر هذه السندات بمثابة قروض طويلة الأجل لتمويل الحاجات المالية للمؤسسة.

### 1/3 مفهوم القرض السندي.

يعتبر القرض السندي الذي يظهر في مجموعة السندات التي تصدرها المؤسسة المقترضة ومجموعة المستثمرين المقرضين. يسمح هذا الاتفاق للمؤسسة من الاستفادة من مبلغ معين، تتعهد برد أصل هذا المبلغ بالإضافة إلى فوائد متفق عليها في آجال محددة<sup>2</sup>.

بما أن السندات تطرح في السوق، فهي بذلك تعتبر أوراقاً مالية قابلة للتفاوض في هذه السوق المالية، كما تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين، عند إصدارها<sup>3</sup>.

تصدر السندات غالباً، عن المؤسسات الكبرى، التي تحصل على موارد مالية هامة، عن طريق العرض العمومي للائحة.

### 2/3 مميزات القرض السندي.

تتميز القروض السندية بخصائص مالية وقانونية، نستعرضها في ما يلي :

#### 1/2/3 الجانب المالي.

تتميز القروض السندية بمجموعة من الخصائص المالية متمثلة في الآتي :

#### - القيمة الاسمية للسند.

تشير إلى الجزء من الأموال المقترضة الممثلة في السند، وهي القيمة المعتمدة لحساب الفوائد، تسمى عادة بالسعر التعادلي<sup>4</sup>.

#### - سعر الإصدار.

يهدف توظيف مالي أحسن للمدخرين، يكون سعر الإصدار في بعض الأحيان أقل من السعر الاسمي، عندها يسمى الفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي بعلاوة الإصدار<sup>5</sup>.

#### - علاوة التسديد وقيمة الإصدار.

قيمة الإصدار هي المبلغ الحقيقي المدفوع من طرف المكتتب، يمكن أن تكون هذه القيمة مساوية أو أقل من القيمة الاسمية للسند، وهذا بعكس حالة

2- هنيدي إبراهيم منير، المرجع سابق، ص: 23.

3 - Conso. Pierre, Hemici. Farouk, Gestion Financière de l'Entreprise, 8ème Edition, DUNOD, France, 1996, P : 421.

4- Conso. Pierre, Hemici. Farouk, Op.cit P: 421.

5 - Op.cit P: 421.

1 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 254.

المؤكد بأن معدل الفائدة الاسمي لا يعبر عن العائد الفعلي للسند في لحظة معينة، ذلك لأنه غير مرتبط بسعر السند .

ويحسب العائد المباشر للسند انطلاقاً من الصيغة التالية :

**العائد المباشر = الفائدة السنوية / السعر السوقي للسند**

ونشير إلى أفضلية استخدام العائد المباشر بدلاً من معدل الفائدة الاسمي، كما أن معدل العائد المباشر لا يقيس العائد الفعلي للسند، ذلك ما يبرره استناد هذه الطريقة على افتراضين هما:

- أن السند لا يستهلك، يحمل معدل فائدة اسمي ينطوي على ربح دائم .

- يسدد السند بسعر يساوي سعر الشراء، يتم حساب العائد المباشر على أساسه.

إلا أن هاتين الفرضيتين، لا يمكن تحقيقهما عملياً، لأن السندات تسدد في تاريخ محدد مسبقاً، وبسعر يختلف عن سعر اليوم.

### 3/5/2 / طريقة العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

حسب هذه الطريقة تسدد السندات بالقيمة الاسمية، أي أن الفرق بين سعر اليوم والقيمة الاستحقاق يشكل جزءاً من عائد السند. كما أن المدة المتبقية إلى غاية تاريخ التسديد لها دور مؤثر في العائد السنوي، في هذه الحالة يحسب العائد السنوي انطلاقاً من المعادلة التالية :

$$R = \frac{F + (C - S) / N}{(C + S) / 2}$$

حيث تمثل :

R : معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق .

F : الفائدة السنوية .

C : القيمة عند الاستحقاق .

N : المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق .

S : السعر السوقي للسند .

### 3/2/2 / الجانب القانوني.

حسب المادة 715 مكررة 81 من القانون التجاري، التي تنص على أن: " السندات هي أوراق مالية قابلة للتفاوض، وهي تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين عند إصدارها وبفلس القيمة الاسمية، بحيث من الضروري أن تكون هناك مساواة بين جميع المقرضين تجاه نفس القرض السندي".

الأسهم، عندئذ، تتمثل علاوة التسديد في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية للسند. عندما تكون قيمة الإصدار مساوية للقيمة الاسمية، في هذه الحالة نقول بأن السندات قد سددت بالقيمة أو السعر الاسمي لها<sup>1</sup>.

### 3/3 / مدة القرض السندي.

يعتبر تاريخ التمتع من تاريخ بداية حساب الفوائد المرتقبة. بهذا تكون مدة القرض السندي هي الفترة ما بين تاريخ التمتع وتاريخ تسديد آخر سند. تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين مدة القرض السندي وبين مدة إصدار هذا القرض، حيث تتعلق هذه الأخيرة بفترة معينة ومحددة، بينما تغطي مدة القرض السندي كامل فترة القرض، فهي أوسع من الأولى<sup>2</sup>.

### 3/4 / طرق حساب معدل الفائدة.

للمؤسسة حرية تحديد معدل فائدة القرض السندي، بحيث يكون ثابتاً خلال كامل مدة القرض. كما يمكن أن يحدد هذا المعدل انطلاقاً من نتائج المؤسسة، أو رقم أعمالها، أو انطلاقاً من معدلات الفائدة المعتمدة في السوق المالية (كالمعدل المتوسط الشهري لسندات الدولة طويلة الأجل)، أو المعدلات المعتمدة في السوق النقدية (كالمعدل المتوسط الشهري للسوق النقدية ما بين البنوك) .

تدفع الفوائد عادةً، مرة واحدة في السنة، ونشير إلى بعض السندات التي لها قسيمة صفرية، ولا تستوجب أية فوائد، لكن لها علاوة إصدار معتبرة، كما توجد بعض السندات ذات قسيمة واحدة، أين تحول الفوائد إلى رأس المال تدفع مرة واحدة عند تاريخ التسديد<sup>3</sup>.

### 3/5/3 / حساب عائد السند.

يحسب عائد السند وفق طريقتين هما:

#### 3/5/3/1 / طريقة العائد المباشر.

عادة يكون المستثمر على معرفة جيدة ودقيقة بسعر السند، حيث يعبر عنه بنسبة مئوية، وكذا الأمر بالنسبة للمدة المتبقية من تاريخ التسديد، من

1 - G. Depallens et J.P.Jobard, Op.cit, P: 894.

2 - G. Depallens et J.P.Jobard, Op.cit, P: 894.

3- Manuel de Gestion , Op.cit, P: 177 .

يتيح هذا النوع من السندات، فرصة الاستفادة من تأجيل موعد استحقاقها، ذلك بمعدل وبمدة مرتقبة مباشرة عند إصدارها.

### 3/6/3/ السندات ذات القسيمة الصفرية .

هذا النوع من السندات لا يحمل معدلات فائدة، وتباع بخصم على القيمة الاسمية لها، بشرط أن يرد المستثمر هذه القيمة عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، في حالة الرغبة في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند، وبين القيمة الاسمية التي تمثل سعر البيع، قيمة الفائدة التي يحققها المستثمر بالرغم من أنه لا يحصل عليها إلا عند تاريخ الاستحقاق<sup>3</sup>.

### 4/6/3/ السندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم

(OBSA).

تغطي هذه السندات الحق لحاملها بالاكتتاب في أسهم المؤسسة المصدرة لها، إذ أن حصوله على قسيمة من تلك القسيمات التابعة لسندات المؤسسة، يؤهله للاكتتاب في عروض الأسهم، بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة. يمكن أن تتداول هذه القسيمات في البورصة بشكل منفصل، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى المتداولة. تتميز هذه السندات بميزة تمكن حاملها من أن يصبح مساهماً في المؤسسة مع احتفاظه بحقه كحامل لسندات المعنية<sup>4</sup>.

### 5/6/3/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

(OCA).

يترتب على هذا النوع من السندات تحويل ديون حاملها إلى أسهم عند الرغبة في ذلك، ولا يمكن إصدارها إلا بموافقة الجمعية العامة العادية للمؤسسة، ذلك لأن هذا الإصدار ينجر عنه تخلي المساهمين عن حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة مقابل الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، إضافة إلى أن سعر الفائدة المطبق على هذه السندات يكون أدنى من سعر الفائدة المطبق على السندات العادية، نظراً للإمكانيات التي تتيحها من إمكانية تحويل المكتب من دائن إلى مساهم في المؤسسة.

يستفاد من نصوص المادة 715 مكرر 82 والمادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري، فيما يتعلق بشروط إصدار السندات ما يلي :

- يخول فقط للجمعية العامة العادية للشركاء، اتخاذ قرار إصدار سندات بغرض التمويل، والتي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك، - يجب أن تكون قد أعدت ميزانيتين مصادق عليهما من قبل مراجع الحسابات<sup>1</sup>.

تلجأ المؤسسة لتقديم ضمانات للجمهور، بهدف ضمان نجاح عملية الاقتراض، رهن المحل التجاري، أو الرهن العقاري، أو كفالة المؤسسة الأم للمؤسسة التابعة لها.

عادة ما تلجأ المؤسسة عند إصدار السندات إلى وساطة بنك أو مجموعة بنوك، تقوم هذه الأخيرة بضمان توظيف كل الأوراق المالية، حيث تسدد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد، أو عن طريق طرح السندات للاكتتاب على مستوى هذه البنوك، وفي الحالتين يكون ذلك مقابل عمولة خدمات أو عمولة ضمان.

### 6/3/ مختلف أشكال السندات.

توجد أنواع عديدة للسندات، سنستعرض البعض منها في ما يلي:

#### 1/6/3/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

تسمح لحاملها بأن يصبح مساهماً في المؤسسة بعد تحويل سندات إلى أسهم، وذلك عند تاريخ محدد، أو في أي لحظة ما لم يسترجع مبلغ القرض.

تعتبر قيمة التحويل عند القيمة السوقية مضروبة في معدل التحويل، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية، مقابل كل سند قابل للتحويل. وهنا تختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل الذي يمثل القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل<sup>2</sup>.

#### 2/6/3/ السندات القابلة للتمديد (للتأجيل).

1 - نود الإشارة إلى أن الشرطين الأخيرين لا ينطبقان على المؤسسات العمومية أو السندات المضمونة من طرف الدولة.

2 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 33 .

3 - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص: 33 .

4 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P: 247-248



- يمكن تحديد مقدار الفوائد الواجب دفعها مباشرةً عند الإصدار، وكذا تحديد المدة اللازمة لتسديد الدين، بالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعاً لمستوى الأرباح، بعكس حالة الأسهم.

### 2/7/3 / سلبيات التمويل بالقرض السندي.

يترتب على التمويل بواسطة القرض السندي بعض المخاطر من ذلك :

- الخطر الذي يتعرض له المكتتب نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة (ارتفاعها)،  
- يتعرض المكتتب أيضاً إلى خطر الإمضاء المتمثل في عدم ملاءة المقرض، مما يؤدي إلى عدم تسديد أصل القرض والفوائد عند الاستحقاق، إلا أنه يمكن التقليل من هذه المخاطر بواسطة الضمانات،

- يمنح عقد القرض السندي الحق للمقرض في فرض مجموعة من القيود على المؤسسة منها حق عدم حصول المؤسسة على قروض جديدة، حق عدم بيع وشراء الأصول الثابتة، منع إجراء توزيعات أو التخفيض من نسبتها،

- القرض السندي مرتبط بموعد استحقاق، ومن ثم يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من الأموال لغرض تسديد الدين عند تاريخ الاستحقاق،

- تترتب على القرض السندي تكلفة مرتفعة نتيجة لتسديد الفوائد، حيث أن الفشل في تسديد هذه الفوائد أو أصل الدين قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس،

- يعتبر هذا النوع من التمويل متاحاً فقط للمؤسسات الكبرى، بينما تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصعوبة في الحصول عليه.

### الخاتمة.

تم التعرف في هاته الورقة بشئ من الدراسة والتحليل لماهية الأسواق المالية والبورصة، أهدافها أهميتها ووظائف كلاً منهما، كما تم التعرف على دوافع الدخول إلى البورصة من الناحية التمويلية والاقتصادية للمؤسسات والدول، حيث تساهم في تعزيز القدرة التمويلية للمؤسسات وتسهيل سيولة الأوراق المالية، بما يعكس اتعاش واستقرار اقتصاد الدول من جهة وتحسين عمليات النمو الخارجي للدول وتعزيز قدراتها التنافسية. كما بيننا أهم خطوات الدخول إلى البورصة وإجراءات

### 6/6/3 / السندات التي تسدد بأسهم أو بشهادات الاستثمار (ORA).

يشمل هذا النوع من السندات تلك التي تسدد بالأسهم (ORA)، أو بشهادات الاستثمار (ORCI) في تاريخ معين، باعتبار أن كل من شهادات الاستثمار وهذه الأسهم تعتبر من أشباه الأموال الخاصة.

تحدد خصائص ومميزات ومخاطر هذه السندات حسب طبيعة نشاط المؤسسة المصدرة لها وأيضاً حسب رغبات المكتتبين.

### 7/6/3 / سندات القوة القاهرة.

ظهر هذا النوع من السندات في منتصف التسعينيات، تقوده شركات التأمين بموجب قوانين وتشريعات تتيح لها حق إصدار سندات بسعر فائدة ثابت ومحدد، شأنه في ذلك شأن السندات التقليدية، الفرق يكمن في حالة تعرض الشركة لأزمة مالية حادة يفرض على حامل السند الخيار بين:

- فقدان حق استرجاع جزء من قيمة القرض السندي،  
- قبول تحويل سندات إلى أسهم عادية بمعدل فائدة مرتفع يبرر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها حامل السند.

### 7/3 / إيجابيات وسلبيات التمويل بالقرض

السندي.

#### 1/7/3 / إيجابيات التمويل بالقرض السندي.

يتيح التمويل بواسطة القرض السندي مجموعة من المزايا تتمثل في الآتي :

- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل بالأسهم، ذلك ما تبرره الوفورات الضريبية التي تنتج عنه، إضافة إلى تعرض المقترضين إلى مخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم<sup>2</sup>.

- يتيح للمؤسسة فرصة المحافظة على استقلالية التسيير، بحيث لا يمنح للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة،

- تنخفض تكلفة إصدار السندات مقارنةً بتكلفة إصدار الأسهم،

1 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

2 - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص: 57.

هاته العملية، وفي الأخير حاولنا الوقوف على مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة، من أسهم وسندات ومشتقات جديدة منهما.

من هذا المنطلق، ولأجل تحقيق أهداف البورصة وزيادة فعاليتها وتسهيلاً لإجراءات الدخول والتمويل من خلالها كان لا بد على الدول أن تسعى إلى تهيئة المناخ الملائم لعمل البورصة ونموها، ومن أجل التجسيد الميداني للبورصة يجب أيضاً توسيع نشاطها من خلال التنويع للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية.

واستخلاصاً يجدر بنا تقديم التوصيات التالية التي نراها ضرورية لإنعاش وتحسين فعالية بورصة الجزائر، حيث يجب أن تتمتع السوق الجزائرية بما يلي:

- العمل على تعزيز وزرع الثقافة البورصية لدى الجمهور وتحسيسهم بمدى أهمية الاستثمار في البورصة،

- جعل الإطار القانوني متماشياً مع الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر، مما يعزز ثقة المتعاملين فيها،

- برمجة المزيد من حصص التسعير في البورصة من أجل تحقيق مصداقية للأوراق المالية،  
- ضرورة نشر إدارة البورصة لكل المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية،

- يجب تسهيل إجراءات الدخول والتمويل للبورصة بالنسبة لجميع المؤسسات على اختلاف أحجامها وأنواعها،

- خلق منافسة حقيقية قائمة على الشفافية والمصداقية في البورصة، مما يعزز ثقة الجمهور والمتعاملين في البورصة.