

جامعة سعد دحلب بالبليدة  
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

## مذكرة ماجستير

التخصص: نقود مالية وبنوك  
القرض السندي وتمويل المؤسسات الاقتصادية  
- دراسة حالة الجزائر -

من طرف

رضوان مسموس

أمام اللجنة المشكلة من:

رئيسا	أستاذة محاضرة، جامعة البليدة	خضراوي ساسية
مشرفا ومقررا	أستاذة محاضرة، جامعة البليدة	بن حمودة/ بن عبد العزيز فطيمة
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة البليدة	درحمون هلال
عضوا مناقشا	أستاذة مكلفة بالدروس، جامعة البليدة	بن لكحل نوال عيشوش

البليدة، أكتوبر 2008

## ملخص

الموضوع الذي حاولنا تغطيته بالبحث ينصب حول القروض السندية ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية، وتطلبت منا الإشكالية المطروحة الإستعانة بمقدمة عامة تناولت البناء المنهجي للبحث.

يعتبر التمويل عصب المؤسسة، لذا وجب البحث في المصادر المختلفة المتاحة وذلك بهدف الحصول على رؤوس الأموال اللازمة بأقل تكلفة ممكنة، ويعتبر القرض السندي من مصادر التمويل الأقل كلفة التي تلجأ إليها المؤسسات، وهو عبارة عن قرض يقسم إلى أجزاء متساوية تسمى السندات، يتم طرحها من طرف المؤسسة للجمهور والمؤسسات الأخرى ذات الفائض للإكتتاب فيها عن طريق الوسطاء الممثلين في المؤسسات المالية والبنوك، ويتم تداول سنداتها في السوق المالي. بالإضافة إلى تمويل المؤسسات فقد أدى القرض السندي دورا هاما في الاقتصاد، حيث قام بتجميع المدخرات المحلية وتخصيصها وتوجيهها للاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي، وهذا أمام عجز أو ضعف الجهاز المصرفي في تعبئتها.

شهدت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عدة إصدارات لهذا النوع من السندات لكن أغلبها تتداول في السوق بين الوسطاء، بينما تم إدراج سندات ثلاث مؤسسات عمومية ضخمة فقط في البورصة، وهي مؤسسة سونلغاز ومؤسسة إتصالات الجزائر سنة 2006 ومؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية سنة 2007، وبذلك ساهمت بشكل فعال في تنشيط بورصة الجزائر.

## شكر

الشكر والحمد لله تعالى.

أتقدم بالشكر الخاص إلى أستاذتي الدكتورة بن عبد العزيز / بن حمودة فطيمة على توجيهاتها ونصائحها وإشرافها على هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساهم في هذا العمل وأجيز بالذكر كل الأساتذة وعمال مكتبة الكلية.

## قائمة الجداول

الصفحة	الرقم
67	01 اهتلاك القرض السندي مباشرة.
67	02 اهتلاك القرض السندي عبر أقساط ثابتة.
68	03 اهتلاك القرض السندي عبر عدد سندات ثابت.
103	04 تطور القروض البنكية للاقتصاد.
113	05 الوضعية المالية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.
113	06 الوضعية المالية لمجمع صيدال.
114	07 حجم ومبالغ الصفقات للمؤسسات المدرجة في البورصة.
115	08 تقلبات أسعار سندات رأس المال.
123	09 مساهمة المكتتبين في القرض الموجه للجمهور الواسع.

## قائمة الأشكال

الصفحة	الرقم
34	01 قيمة السند القابل للتحويل.
110	02 الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

## الفهرس

	شكر
	ملخص
	الفهرس
8	مقدمة
12	1. السندات في السوق المالي
12	1.1. ماهية السوق المالي
13	1.1.1. تعريف السوق المالي
15	2.1.1. وظائف ودور السوق المالي
17	3.1.1. خصائص السوق المالي
19	4.1.1. مواصفات السوق المالي
20	2.1. هيكل السوق المالي
20	1.2.1. السوق الأولي
22	2.2.1. السوق الثانوي
24	3.2.1. الأسواق غير المنظمة
25	4.2.1. الأسواق المالية والنمو الاقتصادي
28	3.1. ماهية السندات
28	1.3.1. السندات وخصائصها
31	2.3.1. أنواع السندات
35	3.3.1. المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل السندات
38	4.3.1. الاستثمار بالقرض السندي في السوق المالي
42	2. القرض السندي مصدر لتمويل المؤسسات الاقتصادية
42	1.2. مفاهيم أساسية حول التمويل
43	1.1.2. ماهية التمويل ومصادره
45	2.1.2. خصائص مصادر التمويل
48	3.1.2. محددات الاختيار بين مصادر التمويل
50	2.2. مزايا وعيوب أهم مصادر التمويل
50	1.2.2. مزايا وعيوب التمويل بمصادر الملكية
53	2.2.2. مزايا وعيوب التمويل بالاقتراض
56	3.2.2. مزايا وعيوب الاعتماد الإيجاري
59	3.2. القرض السندي وتمويل المؤسسات الاقتصادية
60	1.3.2. ماهية القرض السندي
61	2.3.2. تحليل وتقييم القروض السندية
65	3.3.2. إهلاك القروض السندية
70	3. القرض السندي مصدر لتعبئة المدخرات
70	1.3. مفاهيم أساسية حول الادخار
71	1.1.3. ماهية الادخار

77	..... 2.1.3. مصادر الادخار
80	..... 2.3. تعبئة الادخار والتنمية الاقتصادية
80	..... 1.2.3. العوامل المحددة للادخار
83	..... 2.2.3. الادخار والتنمية الاقتصادية
86	..... 3.3. تعبئة الادخار
86	..... 1.3.3. أشكال تعبئة الادخار
87	..... 2.3.3. تعبئة الادخار خارج القرض السندي
90	..... 3.3.3. تعبئة الادخار بواسطة القرض السندي
94	..... 4. القرض السندي في الجزائر
94	..... 1.4. الوضع الراهن لاستثمارات المؤسسات الاقتصادية
95	..... 1.1.4. البيئة الاستثمارية والاقتصادية
99	..... 2.1.4. برنامج الإنعاش الاقتصادي
101	..... 3.1.4. التمويل المصرفي للاستثمارات
105	..... 4.1.4. الإطار القانوني للقرض السندي
108	..... 2.4. السوق المالي في الجزائر
108	..... 1.2.4. بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها
112	..... 2.2.4. نشاط سوق الأسهم
115	..... 3.2.4. سوق السندات خارج البورصة
119	..... 3.4. القروض السندية للمؤسسات المدرجة في البورصة
119	..... 1.3.4. القرض السندي لمؤسسة سونالغاز
121	..... 2.3.4. القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر
122	..... 3.3.4. القرض السندي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية
126	..... خاتمة
129	..... قائمة المراجع

## مقدمة

لا يختلف اثنان أن حاجة الاقتصاد إلى الموارد المالية باتت من المشكلات التي أتعبت متخذي القرار، ومنتبعي السياسة المالية والنقدية في أي اقتصاد كان، ولقد إعتمدت غالبية الدول النامية على غرار بعض الدول المتقدمة في مرحلة سابقة نظام تمويل يعتمد على الإئسندانة، مما خلق مشاكل كبيرة تتعلق أساسا بالاستثمار، التمويل، النمو الاقتصادي، التضخم، اتخاذ القرار وكذا التنمية الاقتصادية. الشيء الذي ترجم الرغبة الجامحة لاعتماد مصادر تمويل محلية أكثر تدفقية واستقرار، دون تحمل لتكاليف إضافية.

يعني تمويل التنمية الاقتصادية بالمصادر المحلية في الأساس، بحثا عن القيم النقدية الكامنة والوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية. إن تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستخدامات المثلى يقتضي توفر عناصر أساسية، من بينها وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات، وأيضا وجود محفزات قادرة على التحريض والاستيعاب والتوجيه الجيد للمدخرات لأغراض الاستثمار المنتج، ولهذا الغرض وجدت الأسواق المالية وعلى رأسها البورصات.

### 1- أهمية البحث:

يشير سوق المال إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي يضمونها السوق، حيث تلعب دور الوسيط بين الوحدات الاقتصادية التي لها فائض ولديها الرغبة في استثماره، وبين الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في تمويل نشاطها وتبحث عن مصدر أو قناة لسد هذا العجز.

إن المؤسسات التي ترغب في تمويل أنشطتها الاستثمارية ولا ترغب في دخول شركاء جدد، تلجأ إلى السوق المالي عن طريق طرح سندات للجمهور والمؤسسات الأخرى، وعلى هذا الأساس، تأخذ هذه الدراسة أهميتها، حيث جاءت لمعالجة موضوع القروض السندية كمصدر لتمويل المؤسسات الاقتصادية مع التأكيد على دراسة حالة الجزائر.

### 2- إشكالية الدراسة:

رغم حداثة نشأة السوق المالي الجزائري، إلا أنه مازال يواجه مجموعة من المشاكل والعراقيل حالت دون تمكنه من القيام بدوره في المساهمة في تنفيذ البرامج التنموية، وأهم ما يميزه هو قيام عدة مؤسسات كبرى عمومية وخاصة بإصدار قروض سندية ساهمت في تنشيط سوق السندات التي تمثل جزءا رئيسيا للسوق المالية الجزائرية مقارنة بالأسهم المتداولة فيها، إن الفكرة الأساسية في هذا البحث هو إبراز أهمية

القروض السندية في تمويل المؤسسات الاقتصادية وبالتالي تمويل خطط التنمية الاقتصادية كنمط تمويلي فعال مع إسقاط الدراسة على الجزائر، والذي يمكن صياغته وفق الإشكالية التالية:

**ما مدى نجاعة تمويل المؤسسات عن طريق القروض السندية وهذا من أجل دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر؟**

هذه الإشكالية تقودنا إلى التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي دوافع اللجوء لهذا النوع من التمويل؟
- كيف تساهم القروض السندية في تعبئة المدخرات المحلية؟
- وما دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية؟ وما واقعها في الجزائر؟

### **3- فرضيات البحث:**

- قصد الإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف التساؤلات الأخرى قمنا بوضع الفرضيات التالية:
- لإنجاح سوق السندات، لا بد من تغيير توجهات المؤسسة الاقتصادية فيما يخص توسيع استثماراتها؛
- تعبئة الادخار للقرض السندي يعوض الأساليب التقليدية لتمويل استثمارات المؤسسات؛
- إصدار القرض السندي هو مفتاح لتوسع السوق المالي في الجزائر (خاصة البورصة أو السوق الثانوي المنظم)؛
- ولا يمكن إنجاح تقنية القرض السندي في الجزائر دون إدخاله في ثقافة الأعوان الاقتصاديين.

### **4- دوافع اختيار الموضوع:**

- هناك عدة أسباب دفعتني لاختيار الموضوع دون غيره من المواضيع المالية والنقدية وهي:
- طبيعة التخصص علوم اقتصادية فرع نقود مالية وبنوك؛
- تمر الجزائر بمرحلة تحول نحو اقتصاد السوق وإعطاء دور أكبر للسوق المالي، إضافة إلى لجوء العديد من المؤسسات إلى طرح قروض سندية خلال الفترة ما بعد 2003؛
- البحث عن الخلل الموجود في تقنية القرض السندي في الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية؛
- ودوافع ذاتية تتمثل في ميول شخصي نحو البحث في هذا الموضوع خاصة بعد طرحه في امتحان مسابقة الماجستير 2006.

### **5- أهداف البحث:**

- بناء على ما تقدم، فإن هذا البحث يهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف نلخص أهمها في النقاط التالية:
- التعرف على البدائل المختلفة لتمويل المؤسسات وموقع القروض السندية منها؛

- دور القروض السندية في تعبئة مختلف مصادر الإدخار المحلية ودورها في التنمية؛
- وواقع القروض السندية في الجزائر ودورها في تنشيط البورصة.

### 6- المنهج المتبع والأدوات المستخدمة في الدراسة:

- بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى أهداف الدراسة تم الإعتماد على منهج يستند على:
- المنهج الوصفي الذي يسمح بدراسة مختلف المفاهيم والتعاريف المتعلقة بالموضوع (التمويل، الادخار، السوق المالي والبورصة ودورها في النمو الاقتصادي، طرح لبرامج الإصلاحات الاقتصادية والمصرفية وكذا نشأة بورصة الجزائر والهيئات المكونة لها...)
- المنهج التحليلي عند دراسة وتقييم القروض السندية والمؤشرات المالية المستخدمة في تحليلها؛
- وحتى تكون الدراسة أكثر عمقا وشمولية سيتم إتباع أسلوب دراسة الحالة عن طريق التركيز على حالة الجزائر والقروض السندية المصدرة، ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية وتنشيط بورصة الجزائر.

### 7- إطار وحدود الدراسة:

- نحاول من خلال عرض أفكار الدراسة الاستفادة من إيضاحها للقضايا ذات الصلة بموضوع البحث والتي قمنا بإنجازها ضمن الحدود والأبعاد التالية:
- **1-7- الإطار الزمني:** تغطي هذه الدراسة في أهم تحليلاتها الفترة 2005-2007، وهي أحدث معطيات إستطعنا الحصول عليها، وإن كانت هناك أفكار لسنوات سابقة لهذه الفترة فهي من باب إيضاح نشأة البورصة في الجزائر مثلا أو تطور قوانين الاستثمار في الجزائر...إلخ.
- **2-7- الإطار المكاني:** اقتصرنا في دراستنا حول القروض السندية في الجزائر.

### 8- صعوبات الدراسة:

- أهم الصعوبات التي واجهناها في إعداد هذه الدراسة هي قلة المراجع الخاصة بالقرض السندي، ونضيف إلى ذلك صعوبة الاتصال بالمؤسسات المصدرة للقروض السندية.

### 9- الدراسات السابقة:

- في حدود علم الباحث، وما توصلنا إليه من دراسات سابقة لاحظنا غالبية الأبحاث أو المذكرات تطرح إشكالية دراسة تمويل المؤسسات من جانب الأسهم ونادرا ما تتكلم هذه الرسائل عن القروض السندية كأداة تمويل، فمثلا مذكرة بعنوان: تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالي وأخرى بعنوان: نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة، فكلتا المذكرتين نجد فيهما إهمال كلي لدور السندات في

التمويل والتركيز فقط على الأسهم فقام الأول بدراسة حالة مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر أما الثاني بدراسة حالة مؤسسة الرياض- سطيف. وأهم ما نجده حول القروض السندية هو وجود صفحة أو أقل يتكلم فيها الباحث عن أول قرض سندي والذي طرح من طرف مؤسسة سوناپراك سنة 1998.

## 10- هيكل الدراسة:

من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة في هذه المذكرة والفرضيات المعتمد عليها، تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول.

نتناول في الفصل الأول ماهية السوق المالي ودور القروض السندية في تنشيطه وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، نتناول في المبحث الأول مفاهيم حول السوق المالي، وفي المبحث الثاني هيكله ودوره في النمو الاقتصادي، أما المبحث الثالث فنخصه للسندات في السوق المالي من خلال التعريف بها وبخصائصها والمؤشرات المالية المستخدمة في تحليلها، وصولاً إلى الاستثمار بالقروض السندية في الأسواق المالية.

بينما نتطرق في الفصل الثاني للقرض السندي كمصدر لتمويل المؤسسات الاقتصادية من خلال التطرق إلى مفاهيم أساسية حول التمويل، أهم مزايا وعيوب مصادر التمويل، وفي المبحث الثالث نتناول دور القرض السندي في تمويل المؤسسات وذلك بإيضاح مفهوم القرض السندي، تحليل وتقييم القروض السندية، وطرق اهتلاكها.

أما الفصل الثالث، فيتناول موضوعه القرض السندي مصدر لتعبئة المدخرات، والذي يتطرق إلى مفاهيم وعلاقات أساسية حول الإدخار في المبحث الأول، وإلى العوامل المحددة له ودوره في التنمية الاقتصادية في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فنخصص لتعبئة الادخار.

ويخصص الفصل الرابع إلى واقع القروض السندية في الجزائر كوسيلة لتمويل الاستثمارات من جهة وكأداة يتم تداولها في الأسواق المالية من جهة أخرى. ولذلك يتم تناول مناخ الاستثمار في الجزائر وبرنامج الإنعاش الاقتصادي بالإضافة إلى التمويل المصرفي للاستثمارات، والتطرق كذلك إلى نشأة السوق المالية الجزائرية ومختلف الهيئات المكونة لها، بالإضافة لنشاط سوق الأسهم ومختلف إصدارات القروض السندية، وخصص المبحث الثالث في هذا الفصل لتناول المؤسسات التي أدرجت سندات قروضها في بورصة الجزائر.

وفي الأخير اختتام هذه الدراسة بخاتمة تتضمن ملخص شامل وأبرز وأهم النتائج والأفاق المستقبلية لهذه الدراسة.

## الفصل 1 السندات في السوق المالي

السندات في السوق المالي عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى المؤسسات والحكومات، حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر فائدة محددة نظير إقراض أمواله لفكرة ما، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها، كما يحصل المستثمر أيضا على مبلغ استثماره الأصلي -المبلغ الأساسي أو سعر إصدار السندات- الذي يستحق في نهاية أجل محدد، ويمكن إصدار السندات لفترات تصل إلى ثلاثين عاما، ويتم تصنيفها حسب جودتها أو احتمالات تسديد قيمتها.

في هذا الفصل، نبحث في مكانة السندات في الأسواق المالية، وذلك من خلال ثلاث مباحث:

- في المبحث الأول، نتطرق لتقديم ماهية السوق المالي حيث نتعرض لمفهومه، وظائفه، وأهم خصائصه؛
- في المبحث الثاني، نقدم هيكل السوق المالي من خلال السوق الأولي، الثانوي، الثالث والرابع؛
- وفي المبحث الثالث، نصل لمكانة السندات في السوق المالي حيث نتعرف بأهم أنواع السندات وخصائصها وعن كيفية الاستثمار بالقرض السندي في السوق المالي.

### 1.1. ماهية السوق المالي

تركز فكرة الأسواق المالية على نظرية أدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، إذ أن فكرة تقسيم العمل تعتمد على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية بشكل أدق على التطور في الأوراق المالية بإيجاد سوق متخصص، وهذا السوق أطلق عليه سوق الأوراق المالية لتواجد حركة للتعاملات المالية. [1] ص 236

كانت الأسواق في القدم تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، كما أن وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كتبادل سلعة بسلعة والتي تسمى بعلم الاقتصاد (المقايضة)، وبعد اختراع الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن تطورت وسائل الاتصال المختلفة ومن هنا تبين أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد تغير. فالسوق أصبح لا

يقتصر على مكان معين أو محدد، أو على سلعة معينة أي أن المكان أصبح لا يشكل شرطا أساسيا لعمليات البيع والشراء وإن كان المكان يعتبر مكملا أو شرطا يزيد من كفاءة وفاعلية السوق. كما أن الأسواق التجارية قد أصبحت في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة، بعضها متخصص في بيعه السلع الغذائية وبعضها متخصص في بيع السلع المعمرة، وبعضها متخصص في بيع الذهب ويطلق عليه سوق الذهب، وبعضها متخصص في أسواق العقارات وبعضها متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية ويطلق عليه السوق المالي.

وعلى الرغم من أن الأسواق تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأوراق المالية الأخرى إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق. وقد ازداد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث يطلق عليها البورصات وبدرجة كبيرة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم.

### 1.1.1. تعريف السوق المالي

الأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به دول العالم حتى وصلت في عصر عولمة يهدف للوصول إلى سوق عالمي واحد دون حواجز أو قيود جمركية وإدارية. [2] ص 120

مفهوم الأسواق المالية هو مفهوم قديم جدا تطور بتطور الاقتصاد في جميع أنحاء العالم، ورغم اختلافه من مفكر اقتصادي لآخر، لكن مجموعها يتفق على نفس المفهوم، ويمكن إدراج بعضها كما يلي:

- السوق المالي هو مكان إلقاء عارضي الأموال وطالبيها في الأجل الطويل والمتوسط حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، ولكن نظرا للتطور الهائل في ظروف الاتصال، لا يعد الإطار المكاني شرطا ضروريا لوجود السوق، بل يكفي وجود وسيلة وقنوات اتصال فعالة ما بين المتعاملين لقيام السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في السوق بالنسبة لأي ورقة مالية متماثلة في كل وحدة زمنية؛ [3] ص 29

- السوق المالي هو تجميع كبير لعارضين وطالبيين للأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل، حيث يتوسط العرض والطلب وسطاء ماليين بواسطتهم تقوم السوق المالية بدور رئيسي في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وإعادة استثمارها بطرق مباشرة وغير مباشرة؛ [4] ص 187

- كما تعرف السوق المالية بمعناها الواسع على أنها مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار مالي مستمر، وهي على هذا النحو تؤدي دورا بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال. ومن الشائع في كثير من الأحيان أن يتحدث البعض عن سوق الأوراق المالية عند استخدام تعبير سوق المال، وليس أدل على ذلك من أن الهيئة التي تتولى بحكم القانون مراقبة كافة المؤسسات العاملة في سوق رأس المال يطلق عليها هيئة سوق المال، ولهذا فمن الأهمية توضيح أن تعبير سوق المال هو التعبير الأوسع، وأن سوق الأوراق المالية هو جزء من سوق المال؛ [5] ص 03

- الأسواق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأوراق وهي شأنها شأن أي سلعة أخرى، إلا أنها تعتبر أسواق أكثر تخصصا وكفاءة من الأسواق الأخرى. ويمكن أن نميز الأسواق المحلية وهي تتداول فيها الأوراق المالية للمنشآت المحلية أما الأسواق العالمية تتداول فيها الأوراق المالية للمنشآت من دول أجنبية، وتتوسع لوجود مستثمرين أجانب، إذ أصبحت رؤوس الأموال الأجنبية تحتل نصيبا معتبرا من إجمالي رأس المال الثابت في عدد كبيرة من دول العالم؛ [6] ص 68

- ويطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراد ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها...، وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي، البنوك التجارية، شركات التأمين، شركات الاستثمار المالي، المؤسسات المالية، بورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون السوق المالية إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية.

بصفة دقيقة ومختصرة، سوق الأوراق المالية هو مكان إلتقاء عارضي وطالبي رؤوس الأموال الطويلة الأجل، وهذا السوق يتفرع إلى سوق أولي، أين يتم إصدار القيم المنقولة، وإلى سوق ثانوي مكان لتبادل القيم المصدرة سابقا. ومن هنا فإن السوق المالية هي المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز.

ويقصد بالوحدات الاقتصادية ذات الفائض، تلك الوحدات التي يكون دخلها الإجمالي يزيد عن إنفاقها على الاستهلاك أو بصفة عامة على الاستثمار، أما الوحدات الاقتصادية ذات العجز فهي التي يكون إنفاقها أكثر من دخلها ويمكن أن يتم الإتصال بين هاتين المجموعتين بطريقة غير مباشرة بواسطة المؤسسات المصرفية أو بطريقة مباشرة.

### مكونات السوق المالية:

تتكون السوق المالية من عدة أسواق متداخلة مع بعضها البعض وهي:

- **سوق النقد** التي تتعامل بأدوات الائتمان قصيرة الأجل (لا تزيد عن سنة) مثل النقود المتداولة والشيكات السفتجات وغيرها من الأوراق التجارية المقبولة الدفع؛
- **سوق رأس المال** التي تتعامل بأدوات الائتمان متوسطة أو طويلة الأجل وتتداول فيها الأسهم والسندات، وغيرها من القروض التي تتراوح آجالها بين 3 و5 سنوات؛
- **سوق الصرف** أين يتم التعامل فيها بطريقتين عاجلة وآجلة، ففي سوق الصرف العاجلة يتم التعامل فيها عن طريق التحويلات البرقية والبريدية إضافة إلى الشراء النقدي، بينما يتم التعامل في سوق الصرف الآجل بالحوالات الآجلة والعقود المؤجلة.

ولا توجد حدود فاصلة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال وأسواق الصرف، ويستدل على هذه الأسواق بنوعية الأوراق والنقود المتداولة. فالاقتراض أو الإيداع لدى مصرف لمدة أشهر معدودة يعتبر تعاملًا مع سوق النقد لأنه تعامل قصير الأجل، وإذا باع المصرف أسهمًا لشركة ما كان بمثابة سوق لرأس المال لأنه تعامل طويل الأجل، وإذا كانت الأسهم لشركة أجنبية في الخارج، وقام المصرف بتحويل عمالات المساهمين إلى العملة الأجنبية التي تقبلها الشركة في الخارج كان بمثابة سوق الصرف.

### 2.1.1. وظائف ودور السوق المالي

للأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، أي ما بين المدخرين والمنتجين. فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحا، والقطاعات المنتجة بحاجة دائما إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية. إذن، تكن الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي تملكها إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال.

وتؤدي سوق الأوراق المالية (البورصة) بشكل خاص وظائف هامة على مستوى الاقتصاد الوطني والمؤسسات والأفراد، فهو يعتبر المصدر الرئيسي للسيولة لتمويل الاستثمارات. [7] ص 12

يمكن ذكر هذه الوظائف في النقاط التالية:

- 1- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار، وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل؛
- 2- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة؛
- 3- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم. إذ تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية؛
- 4- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، حيث أنّ أسعار هذه الأوراق تعتبر مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية؛
- 5- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها؛
- 6- تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية؛
- 7- وتعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

إن الهدف من السوق المالية هو استقطاب الموارد المالية وتقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار. ومن البديهي أن المدخرات إذا لم تجد منفذاً إلى قطاع الاستثمار ستتحول إلى قطاع الاستهلاك، إن لم تبق في صورة سيولة جامدة. ويعد ضعف الأسواق المالية، أو غيابها أحياناً، من الأسباب الأساسية لتدني حجم الادخار وتدفق رؤوس الأموال نحو الخارج. وبالتالي، فإن هذا العجز يمثل سبباً جوهرياً في تفاقم أزمة المديونية الخارجية، والتي طالما بررت بعجز الادخار المحلي.

يظهر لنا أنها تمثل البيئة التي يتم من خلالها إنسياب التدفقات المالية في المجتمع، فهي بمثابة الشرايين التي تغذي عروق الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة لاستمرارية عمله بشكل سليم، وكلما كانت هذه الشرايين واسعة سليمة، كان الاقتصاد الوطني بعيداً عن الجلطات أو الأزمات الاقتصادية التي يمكن أن تلحق به، وتعيقه عن التقدم، بل إن السوق المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي، مما يزيد من جذب المدخرات، واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، وبالتالي

زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي بما يزيد من تقدم البلد ورفاهية مواطنيه. [8] ص 315

تعبر السوق المالية عن شبكة من القنوات التي يتم من خلالها تدفق رؤوس الأموال. وبسبب الانفتاح الواسع النطاق الذي عرفته الأسواق المالية، والتطور الذي عرفته تكنولوجيات الإعلام والاتصال، أعطيا الأسواق المالية بعداً عالمياً، حيث أصبحت التدفقات المالية تتم عبر مختلف نقاط العالم في زمن حقيقي.

ومما سبق يمكن تجزئة دور الأسواق المالية كما يلي: [9]

- **الدور التجميعي:** أي تجميع المدخرات أو الفوائض المالية وإدخالها ضمن الدائرة الاستثمارية. ويتطلب هذا الدور تنويع الأدوات الاستثمارية بحيث تكون تنافسية بالمقارنة مع فوائد البنوك من جهة، وتستجيب لرغبات مختلف فئات المدخرين، بما فيهم الذين يستتكرون نظام الفوائد أصلاً. وهذا التنويع يقتضي بدوره تنويع أدوات الادخار وصيغ الاستثمار، وفي هذا الصدد يتعين تشجيع إنشاء شركات توظيف الأموال وشركات الاستثمار بمختلف أشكالها كشركات المضاربة وشركات رأس المال المخاطر وشركات التأجير...؛
- **الدور التمويلي:** وهذا الدور مرتبط بالدور الأول، إذ أن حجم التمويل وآجاله تابعان لحجم الموارد المجمعة وطبيعتها. وحيث إن التمويل الاستثماري يتطلب موارد مالية كبيرة وذات آجال متوسطة أو طويلة فإنه لا بد لمؤسسات التجميع اعتماد أدوات مالية تفي بهذا الغرض. وهذه هي الميزة التي تتميز بها الأسواق المالية عن الأسواق النقدية، والتي تمثلها أساساً البنوك التجارية؛
- **الدور التخصيصي:** فضلاً عن السياسات الاقتصادية والمالية التي تضعها السلطات العمومية بغرض توجيه الأموال إلى قطاعات ومناطق معينة، تؤدي الأسواق المالية دور المنظم من خلال توجيه التلقائي للتدفقات النقدية وفقاً للمعلومات التي ترصدها وتنشرها حول وضعيات الشركات وحركية أسعار الأوراق المالية. وتسعى الهيئات المنظمة للبورصات إلى جعل هذه الأسعار معبرة، وذلك من خلال استبعاد التأثيرات التي قد تشوب هذه الحركية كالإشاعات والتقارير المزيفة؛
- **والدور الرقابي:** تراقب الأسواق المالية حركة سوق رؤوس الأموال عموماً، والشركات المسجلة في سوق المال خصوصاً، وتؤدي هذه الرقابة عدة وظائف: فهي استشارية، حيث يستفيد المستثمرون منها في اتخاذ قراراتهم؛ وتقويمية، حيث تسمح بإعطاء صورة عن أداء الشركات، وهو ما يدفعها إلى تحسين أدائها؛ توجيهية، وهو ما أشرنا إليه أنفاً في الدور التخصيصي.

### 3.1.1. خصائص السوق المالي

تمثل الأسواق المالية القناة التي من خلالها يتم انتقال مختلف التدفقات المالية إلى مختلف القطاعات الاقتصادية، إن السوق المالية المنتظمة والمنضبطة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات مما يزيد من جذب المدخرات، واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، مما يحسن من الأداء الاقتصادي، وتتمثل أهم خصائص السوق المالي فيما يلي:

- إذا كان التعامل في الأسواق يجدي على سلع منظورة (التعامل في السوق المالي لا يتطلب عرض السلع) حيث يجدي التعامل على أساس مواصفات هذه السلع وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم مبيعاتها؛

- تعقد فيها صفقات كبيرة ومتكررة تؤثر بدرجة كبيرة على الأسعار وذلك على خلاف الأسواق الأخرى؛
- تعتبر الأسواق المالية أكثر الأسواق اقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة وهي أشد الأسواق اتحادا في العالم، وتتوافر فيها وسائل اتصالات فورية ومتقدمة بين المراكز الرئيسية، وتتعامل في سلع متجانسة.

وحتى تتصف السوق المالية بالفاعلية القصوى أو الكفاءة العالية يجب أن تكون فيها الخصائص التالية:

- سوق كاملة: أي أن المعلومات شاملة ومتاحة للجميع وتكلفة الحصول عليها ميسرة لجميع الأعوان الاقتصاديين؛ [10] ص 18
- سوق مرنة: أي هناك استجابة لتغيرات الأسعار؛
- سوق واسعة: أي أن عدد المتعاملين فيها كبير، والذي يترجم عمليا بكبر أحجام أوامر البيع والشراء؛
- وسوق عميقة: ويعبر عمق السوق عن وجود أوامر بيع أو شراء للأوراق المالية قادرة على التأثير في الأسعار الجارية لهذه الأوراق، بحيث تتوفر المعرفة الفورية بالأسعار والقدرة على التنفيذ الفوري للأوامر بالسرعة والتكلفة المناسبة.

وهكذا يمكن أن نعبر عن الفعالية بمدى قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال، أو بالأحرى جذب

الاستثمارات وتنشيطها. والتنشيط هنا ينم عن الحركية والدوران. ومن مؤشرات الفعالية: [11] ص 55

- تمكين أصحاب المدخرات الصغيرة من دخول سوق المال وتثمين أموالهم؛
- جذب رؤوس الأموال المحلية، بما فيها بعض الودائع المصرفية؛
- جذب رؤوس الأموال الأجنبية، أو استرجاع جزء من رؤوس الأموال الوطنية الموجودة في الخارج؛
- تكريس ثقافة الاستثمار في المجتمع؛
- المساهمة في توزيع الثروة وتحقيق العدالة بدلا من تكون أداة لتركيز الثروة؛
- تكريس الحرية الاقتصادية وثقافة الشفافية في مجال الأعمال؛
- والمساهمة في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية وفي رفاهية المجتمع بدلا من أن تكون مجالا للمضاربات وأداة لاغتناء فئة قليلة على حساب فئات عريضة من المجتمع.

### 4.1.1. مواصفات السوق المالي

- لكي يطلق على سوق الأوراق المالية جيداً، ينبغي أن تتوفر فيه بعض السمات والمواصفات منها:
- 1- توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة؛
  - 2- توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (تسمى أيضاً أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق)، وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية؛
  - 3- العمق: أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري؛
  - 4- وانخفاض كلفة التعاملات: كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.

يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال: [9]

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة؛
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني؛
- والمساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى الوطني.

## 2.1. هيكـل السوق المالي

هيكـل السوق المالي هو مكان التقاء عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالبيـن لها وذلك من أجل تسهيل تحقق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مادي وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومن ثم فإن أسواق رؤوس الأموال تترجم إلى وساطة المصرفية التقليدية وتنعكس بشكل كبير في تنمية الاقتصادية وهي شبكة لتمويل الطويل الأجل.

الأسواق المالية الرسمية، هي أسواق يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي معين يعرف بالبورصة وتخضع هذه الأسواق إلى نظام البورصة، والمتمثل في اللوائح والقوانين التي تنظم قواعد التعامل وكذلك الشروط الواجب توفيرها في المتعاملين كما أن الإجراءات للتعامل في الأسواق محددة وتخضع للرقابة الحكومية. ينقسم السوق المالي إلى قسمين:

- **السوق النقدي:** هو سوق المعاملات القصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة) وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، والهدف الأساسي منه هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدّها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، سندات الخزينة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع وان أهم مؤسسات هذا السوق هي البنك المركزي والبنوك التجارية؛
- **سوق رأس المال:** يطلق عليه اسم السوق المالي طويلة الأجل والتي تنفذ في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق المالية، أن هذا السوق أقل اتساعاً من السوق النقدي، لكنه أكثر تنظيماً حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة. وأهم المؤسسات المالية التي تتعامل في هذا النوع من الأسواق: البنوك التجارية، بنوك الاستثمار، وصناديق الادخار والتأمين، وينقسم هذا السوق إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية.

### 1.2.1. السوق الأولي(سوق الإصدار)

السوق الأولي هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية الجديدة لأول مرة حيث يتم بيع الأسهم والسندات للمستثمرين في مقابل نقدي تذهب حصيلته إلى الجهات والشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية. و هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها (أي بين المقرض والمقترض)، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل أي أن الأوراق المتداولة في هذه السوق تكون أوراق جديدة،

وتختص هذه السوق بتأسيس شركات جديدة، وتطرح رأسمالها للاكتتاب في صورة أوراق وتتضمن هذه السوق مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية.

باعتباره كسوق أولي سوق الأوراق المالية يسمح بجمع رأس المال، وتحويل مباشرة ادخار العائلات إلى موارد طويلة الأجل لفائدة الجماعات التابعة للدولة والخاصة، وفي مقابل ذلك تقوم هذه الجماعات بإصدار قيم منقولة تجسد حقوق هؤلاء المدخرين. وعندما تباع هذه الأوراق لعدد محدود من المشترين، نتكلم عن إصدار خاص. ومن جهة أخرى إذا كانت الأوراق الجديدة متوفرة لجميع المستثمرين، الإصدار يكون عاما.

تقوم المؤسسات والحكومات في السوق الأولي (سوق الإصدار) ببيع أصول مالية المتمثلة في الأسهم والسندات للمدخرين وللوسطاء الماليين، في مقابل الحصول على رؤوس أموال تستعمل في اقتناء أصول حقيقية من أدوات ومعدات، ومباني وأراضي. فالسوق الأولي يسمح بتمويل الاقتصاد، بإصدار الأسهم قد يكون من مؤسسة جديدة تريد دخول البورصة، أو من مؤسسة مسعرة في البورصة تطمح إلى زيادة رأسمالها.

أما إصدار السندات فيكون في شكل قرض سندي، فيإمكان مؤسسة إصدار سندات في السوق من أجل تحصيل رؤوس الأموال، لكن هذا سيزيد من مديونيتها. وبهذا حتى الدولة والجماعات المحلية بإمكانها اللجوء إلى السوق من أجل الحصول على رؤوس الأموال مثل الشركات.

أهم المساهمين في السوق الأولي هم: المدخرين، الوسطاء الماليين، الخواص، الحكومات، والسماصرة.

**1 - المدخرون:** بواسطة شراء السندات، والأسهم، وتقديم الودائع إلى البنوك، والمساهمات في صناديق الادخار والمعاشات، والتأمينات... المدخرون يوفرون للوحدات الاقتصادية (حكومات، ومؤسسات) مبالغ مالية مهمة، لتمويل استثماراتهم؛

**2 - الوسطاء الماليون:** مثل البنوك، ووكالات التأمين، وصناديق المعاشات... كل هاته الهيئات تستعمل أموال المدخرين، وتقوم بتقديم قروض للمؤسسات، للخواص، وللحكومات. ومثال للوساطة بنك يبيع شهادات الإيداع للخواص، ويستعمل هذه الأموال لمنح قروض للمؤسسات؛

**3 - الخواص:** الخواص قد يحتاجون إلى أموال من أجل تمويل شراء أصول على المدى الطويل، ك شراء سيارة أو منزل... وعادة ما يقترضون رأس المال الضروري من وسيط مالي كالبنك؛

**4- الحكومات:** في معظم الأحيان، نفقات الحكومات في فترة معينة تكون أكثر بكثير من إيراداتها، وبالتالي يستوجب على هذه الحكومات أن تصدر أوراق مالية وخاصة السندات من أجل تمويل إنشاء المدارس والطرق والمستشفيات؛

**5- ووكالات السماسرة:** وكالات السمسرة تلعب دورا هاما في تحويل رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذو فائض إلى الوحدات الاقتصادية ذو عجز، وبالتالي عندما تحتاج مؤسسة إلى أموال، وتريد القيام بإصدار عام، تقوم بذلك بواسطة وكالة السمسرة في القيم المنقولة، وزيادة على تقديم نصائح للمؤسسة فيما يخص نوع الأوراق التي يجب إصدارها، والوقت المناسب للإصدار والمساهمة في إعداد وثيقة للإصدار (وهو ضروري في حالة عرض عام للشراء).

### 2.2.1. السوق الثانوي

يتم في نطاقها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر. لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع؛ فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما أنهم يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها).

وهذه السوق إما أن تكون منظمة وتدعى حينئذ "بالبورصة"، أو غير منظمة. وفي هذه الحالة يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك من خلال البنوك والسيارفة وسماسرة الأوراق المالية.

وبعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات القائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا قيل بأن السوق الأولى يستمد فعاليته من السوق الثانوي، ويمارس عمليات البيع والشراء في هذا السوق مجموعة من الوسطاء. المستثمرين وخاصة منهم حملة الأسهم يخططون للاحتفاظ بالأسهم والتي يملكونها إلى الأبد وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشأة التي أصدرتها طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة النشاط وعليه فإن وجود هذا السوق ضروري بالنسبة للسوق الأولى إذ يسمح له ويمكنه من أداء دوره على أتم وجه فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل أن يقدم على شراء أوراق مالية من السوق الأولى، إذا كان يعتقد في أن فرصه محدودة في التخلص منها بسعر معروف في الوقت الذي يريده وهو ما يوفر له السوق الثانوي والسوق الثانوي لرأس المال قد يكون

منظما وقد يكون غير منظم، فإذا كان منظما فإنه يعرف باسم "بورصة الأوراق المالية" أما إذا كان غير منظم (أي إذا لم توجد بورصة) فإن التعامل في هذه الحالة يتم فيما بين الأفراد أو المصارف أو سماسرة الأوراق المالية، وبذلك فإن السوق الأولية ظرفية يتم البيع فيها مرة أو مرتين كل سنة أما السوق الثانوية، أو البورصة فيستمر التداول فيها يوميا وعلى مدار السنة ومن هنا تظهر أهمية البورصة ودورها في تمويل الاقتصاديات الوطنية.

بعكس السوق الأولي، السوق الثانوي لا يسمح للمؤسسة بزيادة رؤوس أموالها، وكذلك بالنسبة للحكومات لا يعطي لهم رؤوس أموال إضافية، بل المهمة الرئيسية للسوق الثانوي تتمثل في إقامة قاعدة للاتصال بين المشتريين والبائعين حتى يتمكنوا من إجراء الصفقات على الأوراق المتداولة. إذن وجود السوق الثانوي يسمح بتأمين السيولة للأوراق التي كانت أصلا مصدرة من مؤسسات وحكومات في السوق الأولي.

وبهذا فإن لصاحب السهم أو السند إمكانية بيع أوراقه بسرعة، إذا كان في حاجة إلى أموال؛ وبهذا فهو ليس مجبرا على انتظار تاريخ الاستحقاق حتى يحصل على أموال. أو بصفة أخرى: السوق الثانوي أو سوق التداول، يتم التعامل فيه بالأوراق المالية القديمة المصدرة سابقا، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي، حيث هذا السوق (السوق الثانوي) يوفر للمستثمرين الفرصة للتخلص من تلك الأوراق المالية بسعر معروف في الوقت الذي يريدونه.

السوق الثانوي يضم قطاعين: البورصات المعترف بها، والسوق الذي يجري بين السماسرة، الذي يطلق عليه عادة السوق خارج البورصة. وفي السوق خارج البورصة يتم تفاوض كل القيم ذات الدخل الثابت والأسهم غير المسجلة في تسعيرة البورصة. وفي هذا السوق أيضا السماسرة يعملون لحسابهم الخاص، بينما في البورصات يعملون كأعوان لحساب زبائنهم.

**1- سوق بورصة القيم:** عبارة عن أسواق منظمة أين يتم تفاوض قيم منقولة كالأسهم والسندات وسندات الخزينة، فهي عبارة عن مكان طبيعي أين الأعضاء المتمثلين في وكالات السماسرة يقومون بمبادلات على القيم المنقولة. وفي البورصة تتحدد الأسعار بدلالة قانون العرض والطلب. وبهذا فإذا أعلنت شركة للمستثمرين خبرا جيدا مثلا كأنها تحصلت على عقد جيد، فإن سعر أسهمها سيرجح للارتفاع. وعلى العكس إذا أعلنت الشركة عن خبر سيئ، كنتائج مالية مخيبة وأدنى من توقعات المحللين مثلا، فنتوقع أن أسعار أسهم هذه الشركة ستخفض، وذلك لأن عرض الأوراق يكون أكثر من الطلب عليها. ويتوقف العمل الجيد للبورصة على ثلاث مبادئ أساسية:

- **الثقة:** المعاملات تتم في بداية الأمر تحت شكل أوامر شفوية لتتحول فيما بعد إلى عقود مكتوبة؛
  - **نشر المعلومات:** مختلف المعلومات حول المعاملات، والمؤسسات التي أسهمها مسجلة في البورصة، تكون موضوع نشر منظم؛
  - **والتنظيم:** يجب على وكالات السماسرة احترام القوانين والقواعد المحددة التي تخص وضعيتهم المالية وطريقة عملهم، ويخضع تطبيق هذه القوانين لمراقبة البورصة، ومراقبين مستقلين.
- 2- السوق خارج البورصة:**

يتضمن هذا السوق كل القيم ذات العائد الثابت، مثل السندات والأسهم غير المسجلة في البورصة (عادة ما تتمثل في أسهم الشركات الصغيرة القلية التداول)، يتعلق الأمر بسوق مهم جدا، أين القيمة الكلية للأوراق المتداولة تفوق قيمة الأوراق المتداولة في البورصة.

في البورصة يتحدد السعر الذي تتم به الصفقة أو المعاملة وفقا لمبدأ البيع بالمزاد، بينما في السوق خارج البورصة، يعتبر سعر المعاملة نتيجة لمفاوضات بين المستثمر ووكالة السمسرة. وعلى عكس البورصة، السوق خارج البورصة ليس لديه مكان فيزيائي، بل هو يعمل بفضل شبكة من السماسرة والهيئات المالية المرتبطة فيما بينها عن طريق وسائل الاتصال (الحاسوب، الهاتف، التلكس...).

### 3.2.1. الأسواق غير المنظمة

الأسواق غير المنظمة هي أسواق التفاوض، حيث تتعامل في الأوراق المالية خارج البورصة ويتم إجراء التعامل من خلال شبكة اتصالات واسعة النطاق بمساعدة الحاسب الآلي، عادة ما يجري التعامل في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، وقد تزايد دور هذه السوق بدرجة كبيرة في الولايات المتحدة. بحيث نميز هنا نوعين من الأسواق: [12] ص 24

**السوق الثالث:** هو قطاع من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل شركات إدارة أموال المعاشات (صناديق المعاشات)، والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، وعادة ما تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء؛

**السوق الرابع:** يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الكبرى، والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها

للسماسرة، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة اقل.

#### 4.2.1. الأسواق المالية والنمو الاقتصادي

الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية ما كان لها أن تؤدي وظيفتها بكفاءة ما لم توجد أسواق المال التي تتداول فيها تلك الأصول، وإذا كان لأسواق المال أهميتها في هذا الشأن فإن الدور الحيوي الذي تلعبه الأصول المالية في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على أسواق المال، فالأصول المالية وجدت لسبب جوهري وأساسي يتمثل في أن مدخرات الأفراد والمؤسسات الحكومية تتكون في فترة زمنية ليس من الضروري أن تكون هي ذاتها الفترة الزمنية التي يخطط فيها هؤلاء المدخرين لاستثمار تلك المدخرات في أصول حقيقية من آلات، مباني ومخزون... وما شابه ذلك من أوجه الاستثمار. فلو أن المدخرات لكل وحدة اقتصادية تساوي حجم الاستثمار في الأصول الحقيقية في جميع الأوقات، ما كان هناك حاجة إلى الأصول المالية أو أسواق النقد أو أسواق رأس المال. فكل وحدة اقتصادية كان يمكن تمويل مصروفاتها واستثماراتها الحالية من إيراداتها الحالية، دون حاجة إلى تمويل خارجي.

باختصار نجمت الحاجة إلى الأصول المالية وبالتالي لأسواق المال عن كون الاستثمارات في الأصول الحقيقية لبعض الوحدات الاقتصادية تفوق مدخراتها وتحتاج بالتالي إلى مزيد من الموارد تقدمها لها وحدات اقتصادية أخرى لديها مدخرات تفوق استثماراتها. [13] ص 25

لتحقيق معدلات نمو اقتصادية متزايدة قابلة للاستثمار، يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، ولعل أهم تلك العوائق هو قصور مصادر التمويل ورأس المال الكافي لتمويل المشاريع الاستثمارية الخاصة ومخططات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وهنا تبرز أهمية إنشاء سوق المال التي تعمل على تعبئة الموارد المالية وتنمية المدخرات، ومن ثم تخصيصها للأنشطة الاستثمارية المختلفة على نحو يؤدي إلى زيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة مستوى التشغيل وتخفيض البطالة وزيادة الدخل الوطني، ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي. [14] ص 16

وباعتبار أن القروض السندية هي محور دراستنا، فإن التغيرات في أسعار السندات تنتقل بسرعة إلى السوق للتأثير في معدلات الفائدة الأخرى. فإذا كان معدل عائد السند مرتفعاً مثلاً، فإن المقرضون يصبحون أقل رغبة في عرض مدخراتهم لأغراض الرهون العقارية أو لأنواع أخرى من الإقراض

وبالتالي فإن معدلات الفائدة لهذه الأنواع سترتفع، لذلك فإن معدلات الفائدة للسندات تؤثر في معظم معدلات الفائدة في الاقتصاد، وهذا يعني تأثيرها في مستويات الاستثمار للقطاعات الاقتصادية المختلفة. [15] ص 107

تعمل أسواق الأوراق المالية الصاعدة على جذب المدخرات الأجنبية كذلك للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، الأمر الذي يترتب عليه تجنب المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، والمتمثلة في زيادة مدفوعات الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر. [16] ص 120 ويفضي وجود المؤسسات المالية إلى زيادة الرفاهية الاقتصادية لأفراد المجتمع من خلال تحقيق أفضل توفيق ممكن بين تفضيلاتهم بين الاستهلاك الحاضر والاستهلاك المستقبل، ففي دولة متقدمة مثل الـ.م.أ عندما يتسلم الفرد وظيفة جديدة تتميز بصفة الدوام يمكنه الحصول على قروض طويلة الأجل لشراء سيارة أو بناء منزل واسع والسداد خلال فترة من 20 إلى 30 سنة بشروط ميسرة، وهذا من شأنه أن يزيد الرفاهية الاقتصادية للمستهلكين بسبب إمكاناتهم تحقيق مستوى من الإشباع الكلي يفوق ما يمكن أن يتحقق من وراء إمكاناتهم الحاضرة. [17] ص 13 وفوق ذلك كله فإنه بفضل الرقابة المستمرة من إدارة السوق المالي على المؤسسات من خلال عمليات تقييم الأداء، بل وتقييم المؤسسات باعتبار أن القيم السوقية لأسهم إحدى المؤسسات في تاريخ معين تمثل قيمة المؤسسة من وجهة نظر المجتمع. [18] ص 10

مما سبق نستنتج أن الأسواق المالية تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك من خلال قنوات عدة

أهمها: [19] ص 235

- 1- تمثل أسواق المال أداة هامة لحشد المدخرات وتخصيصها نحو الاستثمارات المنتجة، وتكتسب تلك الوظيفة أهمية خاصة في الدول النامية عند التحول لاقتصاد السوق حيث برامج الخصخصة وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص؛
- 2- تؤثر أسواق المال على النمو الاقتصادي من خلال خلق السيولة، إذا أن العديد من الاستثمارات المربحة تحتاج إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يحجم المستثمرين عن التخلي عن السيطرة عن مدخراتهم لفترات طويلة، وتجعل أسواق الأوراق المالية السائلة الاستثمار أقل خطرا وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر إذا احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم أو رغبوا في تغيير محافظهم للأوراق المالية، وفي الوقت نفسه تتمتع المؤسسات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال بإصدار المزيد من الأسهم؛
- 3- تمكن أسواق الأوراق المالية المستثمرين من تنويع الثروة بين مجموعة من الأصول بشكل أكثر سهولة بالمقارنة بالأشكال الأخرى لأسواق المال، ويؤدي التنويع إلى تخفيض المخاطر التي يتحملها

المستثمرين ومن تخفيض علاوة المخاطر المطلوبة، الأمر الذي يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسات، وتزيد منافع التنوع في ظل اندماج الأسواق الوطنية للأوراق المالية، ولأن المشاريع مرتفعة العائد تميل تكون نسبيا خطيرة، فإن سوق الأوراق المالية من خلال تسهيلها لتنوع المخاطر، تحفز الاستثمار في المشروعات ذات العوائد المرتفعة من خلال توجيه المدخرات إليها، ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، يؤدي ما سبق إلى تعزيز النمو الاقتصادي؛

4- يمكن لسوق الأوراق المالية – من خلال التغيرات المستمرة التي تنعكس على أسعار الأوراق المالية – أن تسهم في الرقابة على أداء مديري المؤسسات التي تتداول أوراقها المالية في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين إدارة وتوجيه تلك المؤسسات، وتتزايد أهمية الدور الرقابي مع تزايد عدد المؤسسات المتداول أسهمها في السوق وتزايد الاستثمارات الأجنبية حيث ترتقي أساليب وتقنيات الرقابة؛

5- وتعكس أسواق الأوراق المالية الكفنة بشكل سريع التغيرات في القيم الحقيقية للأوراق المالية، الأمر الذي يتيح فرص الاختيار من بين أكثر الاستثمارات ربحية. [11] ص 34  
وأحد المحددات الممكنة لخيارات تمويل المؤسسات، هو مستوى تطور الأسواق المالية وخاصة أسواق أسهم رأس المال، ومعظم أدبيات التمويل تفترض وجود أسواق للأوراق المالية تتسم بالسيولة والأداء الجيد، ولكن الاقتصاديات التي تفتقر إلى أسواق للأوراق المالية ذات أداء جيد قد تعاني من ثلاث أنواع من أوجه القصور: [20] ص 45

- **الأول:** أنه إذا لم تكن هناك سوق للأوراق المالية أو إذا كانت تلك السوق لا تتسم بالسيولة، فإن فرص تنوع المخاطر بالنسبة للمستثمرين، ومنظمي المشروعات تكون محدودة، وقد يحتاج المستثمرون الخارجيون إلى علاوة لاقتناء أسهم مؤسسة يجري تداولها في سوق لا تنطوي على السيولة، وقد تدفع التكاليف العالية للتنوع بالمؤسسات إلى تجنب استخدام الأسواق المالية، وقد يؤثر ذلك على قرارات الاستثمار التي تتخذها المؤسسات، ومن ثم فإن المؤسسات قد تختار تكنولوجيات للإنتاج ذات كثافة أقل في رأس المال، وتكون عرضة لمخاطر أقل على المدى الطويل، أو قد تطرح استثمارات أقل وتظل أصغر حجما مما لو كانت أسهمها مملوكة على نطاق أوسع؛

- **ثانيا:** أنه في حالة عدم وجود السواق للأوراق المالية جيدة الأداء، لا تستطيع المؤسسات أن تقوم بهيكله ترتيباتها المالية على الوجه الأمثل، وعادة يكون هناك تضارب في المصالح بين مدراء المؤسسات وعمالها ومورديها، وكذلك بين مختلف فئات المستثمرين فيها، وعلى سبيل المثال، فإن المؤسسات ذات المستويات المرتفعة من المديونية ربما تزيد احتمالات إفلاسها إلى حد يدفعها إلى الدخول في مشروعات تنطوي على مخاطرة جسيمة ومن ثم تلحق إضرارا بدائنها، ولما كان التمويل بالاقتراض يخلق حوافز للقبول بمخاطر أكبر، فإن المؤسسات ذات المديونية العالية قد لا يكون في

مقدورها الحصول على المزيد من الائتمان، وفي هذه الحالات، إذا كانت هناك سوق للأوراق المالية جيدة الأداء، فإن إصدار أسهم رأس المال قد يخفف من مشكلات ذلك الحافز ويسمح للمؤسسة بالحصول على مزيد من القروض؛

- **وثالثا:** بالإضافة لدور أسواق الأوراق المالية في التزويد برؤوس الأموال فإنها تؤدي أيضا دورا مهما في توفير المعلومات. فأسواق الأوراق المالية جيدة الأداء تجمع المعلومات عن إمكانيات المؤسسات التي يجري تداول أسهمها، وتوفر هذه المعلومات للدائنين والمستثمرين، ومن خلال تحسين تدفق المعلومات عن المؤسسات وتبسيط الإجراءات، تسهم أسواق الأوراق المالية جيدة الأداء في الرقابة على المؤسسات، وبالتالي تحقق فعالية إدارية أكبر، وتؤدي الرقابة الأفضل على المؤسسات. وقد ألفت الأزمات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية، الضوء على ثلاثة مجالات تتطلب إجراء تحسينات فيها: [21] ص 21

- **أولا:** يجب بذل جهود قوية لتحديد أوجه الضعف الأولية في الأنظمة المالية الوطنية والدولية، ويجب أن تكون هناك إجراءات منسقة للتوصل لأفضل مصادر المخاطر النظامية وصياغة سياسات مالية وتنظيمية وإشرافية فعالة للتخفيف منها؛
- **ثانيا:** يجب توفير إجراءات أكثر فعالية لضمان استحداث وتطبيق قواعد ومعايير دولية لأفضل الممارسات، وأن يتم تحديد الثغرات في هذه المعايير، وسدها بطريقة فعالة؛
- **وثالثا:** يجب إيجاد ترتيبات محسنة لضمان تطبيق قواعد وترتيبات دولية منسقة في جميع المؤسسات المالية المهمة، وأن تكون هناك إجراءات لضمان التدفق المستمر للمعلومات فيما بين السلطات المسؤولة عن الاستقرار المالي.

### 3.1. ماهية السندات

يمكن للمؤسسات إصدار سندات في السوق المالية، والتي تعتبر قروضا. إن السندات هي أوراق مالية قابلة للتفاوض في البورصة أو خارجها، بحيث عند إصدارها تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين.

#### 1.3.1. السندات وخصائصها

تمثل السندات ديناً بالنسبة لمصدرها الذي يتعهد بموجب عقد بدفع الفوائد، سنويا خلال مدة محددة يتم بعد انقضائها أي عند تاريخ الاستحقاق تعويض قيمة السند كليا. فهي تمثل بوعدها مكتوب من قبل المقترض يدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة.

من خصائص السند:

- 1) يمثل السند دين أو التزام على الجهة التي أصدرته، وبالتالي فإن حاملي السندات هم في الحقيقة دائنون من وجهة نظر الجهة المصدرة؛
- 2) يتحصّل أصحاب السندات على فائدة سنوية بالمعدّل المحدد في السند؛
- 3) يتحصّل أصحاب السندات على هذه الفوائد في جميع الأحوال أي بغض النظر عمّا إذا كانت الجهة المصدرة قد حققت أرباحاً أم لا، ومهما كان حجم هذه الأرباح؛
- 4) عند تصفية الشركة المصدرة فإن حملة السندات يستوفون كل حقوقهم قبل حملة الأسهم؛
- 5) للسندات أجل محدد يتوجّب على الجهة التي أصدرتها أن تستهلكها أو تسدّها خلاله؛
- 6) ليس لأصحاب السندات الحق في المساهمة بإدارة الشركة التي أصدرتها؛
- 7) إن ضمانات حقوق أصحاب السندات قد تنصب على كامل موجودات الشركة التي أصدرتها، كما أنها قد تنصب على بعض أصولها أو جزء منها؛
- 8) إنّ الفوائد التي تدفعها الجهة التي أصدرت السند تعتبر من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح أي أنها لا تخضع للضريبة؛
- 9) بالإضافة إلى العوامل الأخرى، تتحدّد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) انطلاقاً من سعر الفائدة الاسمي، وسعر الفائدة الجاري.

من أجل إيجاد رؤوس الأموال الضرورية لتطوير نشاطاتها، بإمكان جماعة معينة القيام بإصدار سندات الحقوق، وهذه السندات تعطي لحامليها صفة دائن لهذه الجماعة المصدرة، التي تلتزم بتسديده في تاريخ لاستحقاق المحدّد، وأن تدفع له فائدة سنوية ثابتة، ومن هنا اسم هذه القيم، بالقيم ذات العائد الثابت.

تكون الخصائص الأساسية لكل سند موضحة في عقد الإصدار، الذي يحدّد كذلك كل من سعر الإصدار، والفائدة المدفوعة كل سنة، وسعر وطريقة الوفاء، وكيفية الإهلاك التي تحدد الشروط التي يتم بها تسديد السندات، ومدة حياة القرض السندي، وكذلك يتم تحديد التكلفة السنوية التي تتحملها الجماعة المصدرة، وكذلك مخاطر السندات.

على عكس الأسهم التي لا يمكن أن تخلق إلا من طرف شركات رؤوس الأموال، فإنّ السندات بإمكانها أن تصدر من جماعات ذات وضع قانوني مختلف:

- الدولة في بداية الأمر، باسم إصدارات الخزينة العامة؛
- الجماعات المحلية: الولايات، البلديات، الدوائر، المؤسسات العامة...؛

- شركات رؤوس الأموال التابعة للقطاع الخاص، وفي أغلب الأحيان لا تقوم هذه الشركات بإصدار قرض سندي بمضائها الخاص، إلا إذا كانت لديها إمكانيات مالية واسعة، واسم وشهرة خاصة؛
- وعلى عكس الأسهم العادية، السندات تشكل عادة استثمار قليل المخاطر، فبفعل الفوائد المنتظمة للسندات يجب أن تدفع قبل أن توزع المؤسسة الأرباح لمساهميها العاديين والممتازين. إضافة إلى هذا، في حالة تصفية المؤسسة، السندات تكون لها الأولوية في التسديد قبل المساهمين، لكن بعد الدولة.

لكن يجب أن نذكر أن مستوى المخطر، وبالتالي نسبة مردودية السندات تختلف بصفة محسوسة باختلاف الجهات المصدرة. وعليه، يعتبر السند جزء من قرض ويصدر لحامله، وتمارس الدولة تأثيرا هاما على أوضاع الأسواق المالية من خلال طرح سندات القرض العام واسترجاع قسم منها، فزيادتها تكون بهدف سحب الفائض من السيولة في الاقتصاد، وبالتالي تخفيض عرض الموارد في هذه الأسواق، وبذلك فإن تغيير حجم القرض العام ستكون له انعكاسات هامة ومباشرة على مستوى أسعار الفائدة، أسعار صرف العملات، وبالتالي على القيمة الجارية للسندات. ويعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ الحكومة أو الشركات، أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال.

يشترط لإصدار السندات أن يخول للجمعية العامة العادية للشركاء اتخاذ قرار التمويل السندي، والتي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك بهدف حماية المكتتبين من المؤسسات التي لا تقدم ضمانات كافية لتسديد الديون.

عندما ترغب المؤسسة إصدار سندات تلجأ في العادة إلى وساطة بنك أو مؤسسة مالية غير بنكية، والتي تقوم سواء بفتح شبائبيها فقط للمكتتبين أو عن طريق ضمان توظيف كل الأوراق، وذلك بتسديدها لكل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة وفي تاريخ محدد. كل ذلك مقابل عمولة على الخدمة أو عمولة ضمان حسب الدور الذي تلعبه.

- علاوة السداد وقيمة الإصدار: إن قيمة الإصدار (المبلغ المدفوع حقيقيا من المكتتب) يمكن أن يكون مساويا أو أقل من القيمة الإسمية للسند (عكس الأسهم) وعليه تتمثل علاوة السداد في الفارق بين قيمة السداد وقيمة الإصدار للورقة المالية.

فعندما تكون قيمة الإصدار مساوية للقيمة الإسمية (au pair) نفس الشيء عندما تكون قيمة التسديد مساوية للقيمة الإسمية، نقول أن السندات قد سددت بالسعر الإسمي.

تدفع المؤسسة للمكتتبين في تواريخ محددة دفعات مشكلة من:

- الفوائد: والتي تكون عادة سنوية؛

- اهتلاك الدين: وهو تسديد قسط من الدين.

ويتحقق تسديد الدين بالإعتماد على عدة طرق الاهتلاك الدين منها:

- طريقة تسديد دفعات ثابتة: وهو أن تقوم المؤسسة بتسديد دفعات متساوية إلى غاية انقضاء العقد،

والتي تحتوي في البداية على نسب عالية من الفوائد وجزء ضئيل من الاهتلاك ثم تتضاءل تدريجيا بينما يتزايد الإهلاك المدفوع؛

- طريقة الاهتلاك الثابت: وفي هذه الحالة، تتغير قيمة الدفعة من سنة إلى أخرى، إذ تحتوي على قيمة ثابتة الاهتلاك القرض وجزء متغير مخصص للفوائد والذي يتضاءل باستمرار؛

- طريقة تسديد الاهتلاك دفعة واحدة: وهو أن تقوم المؤسسة المقترضة بالتسديد السنوي للفوائد، وتخصيص مبلغ كافي في كل سنة لتشكيل رأس المال يعادل مقدار رأس المال الواجب التسديد عند وصول تاريخ استحقاق الدين.

يعتبر السند دين على المقرض لصالح المستثمر لكن يختلف عن القرض في كون حامله يمكنه بيع السند في أي وقت كان، وبسهولة في السوق الثانوية، في حين أن حامل القرض لا يتمتع بهذه الميزة، كما أن السندات تعتبر أداة من أدوات السياسة النقدية والمالية للدولة، إذ يمكن ضبط الائتمان والسيطرة على معدلات التضخم وأسعار الفوائد عن طريق طرح السندات الحكومية من طرف البنك المركزي.

### 2.3.1. أنواع السندات

أنواع السندات التي يمكن إصدارها والتي تنحصر في:

**1- سندات المساهمة:** التي تعتبر سندات قابلة للتداول تصدرها شركات الأسهم وهي تمثل أداة

دين تتكون عوائدها من جزء ثابت وجزء متغير يخضع تحديده إلى عناصر ترتبط بنشاط الشركة أو نتائجها؛

وتختلف هذه السندات عن السندات العادية كونها غير قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة.

**2- سندات الاستحقاق:** هي أدوات دين تصدرها شركات الأسهم وفقا لمعدلات عوائد ومدة

استحقاق معينة.

ويشترط في الشركة المصدرة لسندات الاستحقاق أن يكون قد مر علي وجودها سنتين على الأقل مع التسديد الكامل لرأسمالها والمصادقة على ميزانياتها بصفة منتظمة. أما فيما يتعلق بحقوق حاملي هذا النوع

من السندات، فلا يجوز لهم التدخل في الشؤون التسييرية للشركة، غير أنه يجوز لممثلي هذه الجماعة حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استثنائية.

#### - سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي تمثل أدوات دين قابلة للتحويل إلى مساهمات في رأس مال الشركة غير أنه لا يجوز التحويل إلا بناء على طلب الحاملين وفقا لشروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار هذه السندات. في حالة اختيار التحويل فلا بد من مراعاة الشرط المرتبط بعدم تجاوز القيمة الاسمية للسهم لسعر إصدار السندات القابلة للتحويل، وبالطبع فإن حملة الأسهم الجدد (من جراء التحويل) بالحق في الأرباح المدفوعة بالنسبة للسنة المالية التي طلب فيها التحويل.

#### - سندات الاستحقاق ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم :

تمنح قسيمة الاكتتاب حق الاكتتاب بأسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر أو بأسعار مختلفة وفقا للشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار، ويمنع القانون أن تتجاوز مدة الاكتتاب مدة استهلاك القرض بأكثر من ثلاثة أشهر.

أما فيما يخص سعر ممارسة حق الاكتتاب، فلا يجب أن يقل عن القيمة الاسمية للأسهم.

### -3- القيم المهجنة :-

يجمع هذا النوع من القيم من حيث الخصائص بين الأسهم التي تمثل امتلاك جزء من الشركة والسنوات التي تمثل ديننا عليها.

وفي هذا الإطار يفرق القانون الجزائري بين نوعين أساسيين من القيم المهجنة ألا وهي:

- شهادات الاستثمار

- شهادات الحق في التصويت

إذ يتم إصدار هذين النوعين من الشهادات في حالتين رئيسيتين :

- زيادة رأس مال الشركة.

- تجزئة الأسهم الموجودة.

يجوز لحاملي شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت الإطلاع على وثائق الشركة وفقا لنفس الشروط المطبقة على المساهمين العاديين.

#### ➤ شهادات الاستثمار:

وهي تمثل حقوق مالية قابلة للتداول، تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لأسهم الشركة المصدرة، يتم إصدار هذا النوع من الشهادات عادة عند الزيادة في رأسمال الشركة حيث يمنح مساهمي الشركة حق التفضيل في الاكتتاب بها، أما في حالة إصدار هذه الشهادات بسبب التجزئة فيتم إعطاء الحق لكل حاملي الأسهم بالاكتتاب بها بنسب مساوية لحصتهم في رأس المال.

وعليه فإن هذا النوع من الشهادات يشبه الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية وبعض الحقوق المخولة لحاملها والمتمثلة عموماً في توزيعات الأرباح، الإطلاع على الوثائق واقتسام الممتلكات في حالة التصفية غير أنهم لا يمتلكون الحق في التصويت. شأنهم في ذلك شأن حملة السندات، لذلك يمكن القول أن هذا النوع من الشهادات يكتسي شكل الأسهم من جهة بصفقتها تمثل مساهمة في رأس مال الشركة وشكل السندات من جهة أخرى إذ لا يخول لحاملها الحق في التصويت أما عن الهدف الرئيسي لإصدار هذا النوع من الشهادات فإنه يكمن في الحصول على مصادر تمويل جديدة ودائمة دون التخلي عن السيطرة على الشركة من طرف المساهمين القدامى الذين يحتفظون بنفس نسب التصويت.

### ➤ شهادات الحق في التصويت:

وهي شهادات موافقة لشهادات الاستثمار تصدر بنفس العدد وتكتسي الشكل الاسمي بالضرورة ومن تسميتها فإنه يتضح أن هذا النوع من الشهادات يسمح أساساً لحاملها بحق التصويت، مما يجعل منها شهادات مكملة لشهادات الاستثمار، إذ أن الجمع بين هاتين الشهادتين يشكل سهماً عادياً كاملاً من حيث الحقوق. يمنع القانون الجزائري حق التنازل عن هذا النوع من الشهادات إلا إذا أرفقت بشهادات أو تم التنازل عنها لمالك شهادة الاستثمار.

أما فيما يتعلق بشكل القرض السندي، فأمام المؤسسة العديد من الخيارات إذ توجد العديد من الصور

والنماذج المختلفة: [22] ص 334

- **السندات ذات العائد الثابت:** والتي فيها يتم تحديد الفائدة طوال مدة القرض، وتعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هي فترات استقرار الأسواق المالية أو حيث تتوفر السيولة، وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين أشكال عدة: فهناك القروض التقليدية والتي يتم تسديدها على أقساط أو بأكملها في نهاية المدة، أيضاً توجد القروض بالشباك والتي تتضمن شرط السداد الآجل والمحدد مقدماً طبقاً لرغبات حاملي السندات أو مصدريها، وتكون هذه القروض من ناحية المبدأ طويلة الأجل مع إمكانية استهلاكها، فضلاً عن ذلك فهناك السندات القابلة للتجديد والتي يمكن تخفيض أجلها لحساب حاملها والتي يمكن أن تقلل من فترة تجميد رؤوس الأموال المكتتبه؛

- **السندات ذات العائد المتغير:** وتتميز هذه السندات بعدة خصائص أساسية أهمها:

- تغير العائد المتوقع؛
- عدم المشاركة في الإدارة؛
- اسمية الصك؛
- القابلية للاستهلاك قبل الأجل في حالة النص على ذلك.

تتخذ السندات أشكالاً عديدة يمكن تصنيفها طبقاً لعدة معايير:

- فطبقا لمعيار الغرض التمويلي قد تكون هذه السندات عامة أو متعددة الأغراض، وقد تكون محددة أو خاصة بنشاط معين؛
- وطبقا لمعيار المدة قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل وطبقا لمعيار العائد قد تكون ذات عائد متغير وفقا لمؤشرات اقتصادية معينة أو مع ضمان حد أدنى من العائد أو مع المشاركة في الأرباح؛
- ووفقا لمعيار دورية العائد قد تكون سندات تمويل ذات عائد متغير دوري شهري، ربع سنوي، نصف سنوي أو سنوي، أو قد تكون ذات عائد متغير متجمع لنهاية المدة أو فترة محددة. ويفضل هذا النوع من السندات في حالة عدم الاستقرار (النقدي، السياسي، والاقتصادي).

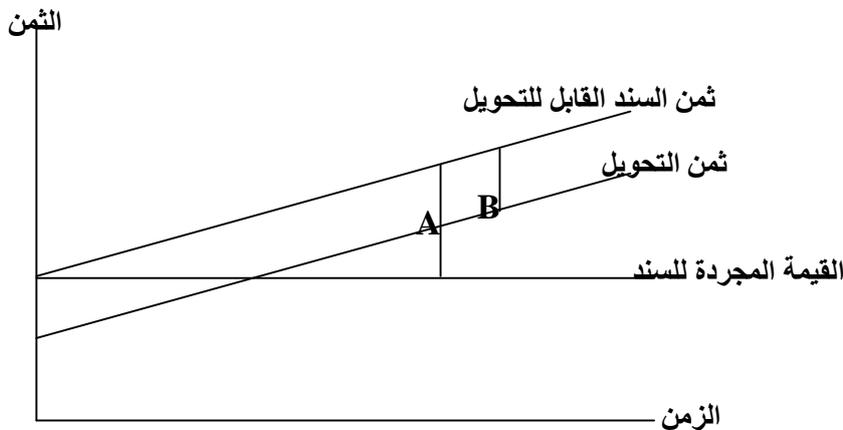
- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** وهذه النوعية من السندات تتميز بخاصية هامة وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية تحدد في شروط الإصدار وتتم في الوقت الذي يلائم المؤسسة المصدرة وحسب رغبة مالكيها، وتناسب هذه النوعية من السندات مؤسسات القطاع العام التي ترغب الجهات المختصة في تحويلها إلى مؤسسة خاصة أو مشتركة. ويتكون ثمن السند القابل للتحويل من عنصرين وهما:

$$\text{قيمة السند القابل للتحويل} = \text{ثمن التحويل} + \text{إعانة التحويل}$$

وتقابل إعانة التحويل، والتي تعتبر دخلا، حق عدم التحويل لو أن سعر التحويل كان أقل من ثمن الاسترداد أو السداد، فهي مكافأة أو حماية ضد المخاطر وحرية خيار المستثمر. كذلك فإن سعر السند القابل للتحويل يمكن أن يتم تحليله بدءا من المعادلة الآتية:

$$\text{قيمة السند القابل للتحويل} = \text{القيمة المجردة للسند} + \text{الإعانة بالنسبة للقيمة المجردة}$$

والقيمة المجردة للسند هي قيمة هذا السند إذا كان من النوع التقليدي، والإعانة بالنسبة للقيمة المجردة ستكافئ اختيار الشراء وتتوقف على تطور سعر التحويل وفائض القيمة الاحتمالية التي يمكن توقعها كما هو مبين في الشكل التالي:



شكل رقم 01: قيمة السند القابل للتحويل [23]

- إعانة التحويل B.

- إعانة القيمة المجردة A.

ففي بداية حياة السند تكون الإعانة على القيمة المجردة ضعيفة، وذلك يرجع إلى عدم تيقن السوق من إمكانية التحويل، في نفس الوقت فإن إعانة التحويل تكون مرتفعة الأمر الذي يعني أنه بالنسبة لحائز السند ينطوي التحويل على مخاطر مرتفعة.

وفي ختام هذه الفقرة المتعلقة بشكل السندات، نشير إلى أن كل نوع من أنواع هذه السندات يتناسب مع نوعية رغبات بعض المدخرين وحائزي الفوائد المالية وكذلك مع رغبات المؤسسات الاقتصادية المستثمرة في الحصول على التمويل اللازم.

### 3.3.1. المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل السندات

هناك العديد من المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل السندات، ومن أهمها ما يلي: [24] ص 147

#### **1- كوبون السند:**

يقصد بكوبون السند الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من كل سند، ويسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي أو على أساس نصف سنوي، ويحسب كوبون السند كما يلي:

$$\text{كوبون السند} = \text{القيمة الاسمية} \times \text{معدل الفائدة}$$

#### **2- مردود السند:**

هو عبارة عن مؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية البدائل الاستثمارية الأخرى وهو ما يعرف بمفهوم الفرصة البديلة، وبذلك يصبح مردود السند مناظر لمردود السهم.

ويمكن قياس مردود السند بعدة صور والتي سيتم توضيحها على النحو التالي:

#### **1-2- المردود الاسمي للسند:**

$$\text{مردود السند الاسمي} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$$

ويلاحظ أن مردود السند الاسمي مرادف لسعر فائدة السند.

#### **2-2- المردود الجاري للسند:**

$$\text{المردود الجاري للسند} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{السعر السوقي للسند}}$$

حيث كلما كان الكوبون السنوي للسند كبيراً كلما كان مردوده الجاري أكبر.

### 3-2- المردود المتوقع للسند:

ويعتبر المؤشر الأكثر أهمية في تقييم ربحية السند لأنه يقاس بعد الأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند، أي الدخل السنوي الذي سيحققه حامل السند باعتبار أنه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافا إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن أن تكون القيمة الاسمية، وذلك حسب ما هو منصوص عليه في عقد الإصدار، ويتم حساب المردود المتوقع للسند وفق النموذج التالي:

$$V = \sum_{i=1}^{t=N} \frac{C_i}{(1+e)^N} + \frac{P_N}{(1+e)^N}$$

حيث: V: تمثل السعر الجاري للسند

C<sub>i</sub>: كوبون السند السنوي

e: المردود المتوقع للسند

P<sub>N</sub>: القيمة الاسمية للسند

N: أجل استحقاق السند

وتفيد المعادلة أعلاه، أن السعر الجاري للسند يتحدد على أساس القيمة الحالية لجملة التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر مخصومة بمعدل خصم يعادل المردود المتوقع. وتمثل هذه التدفقات النقدية بجملة كوبونات السند التي يحصل عليها المستثمر سنويا إضافة إلى القيمة المستردة للسند، والتي تمثل القيمة الاسمية.

### 3- عائد الاحتفاظ بالسند:

ويقصد به العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات، وذلك بدلالة الدخل السنوي (الكوبون) والتقلبات التي تحدث في سعره السوقي.

ويحسب عائد الاحتفاظ بالسند وفق الصيغة التالية:

عائد الاحتفاظ بالسند = القيمة الإجمالية للدخل من جميع المصادر

سعر شراء السند

### 4- المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند:

يقاس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند بعدة طرق، لكن أكثرها شيوعا واستخداما هما

طريقتا "ماكولي" وطريقة "فيشر".

#### 1-1- طريقة "ماكولي" لقياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند:

يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات استخداما في مجال تحليل السندات، خصوصا في مجال

إدارة محافظ السندات الدولية، ويمكن تعريفه بأنه المتوسط المرجح لطول الفترة الزمنية التي تتحقق

خلالها التدفقات النقدية المتوقعة من السند. ويتميز هذا المؤشر عن غيره من المؤشرات الأخرى في أنه يولي أهمية خاصة لعنصر توقيت جميع التدفقات النقدية المتوقعة للسند على مدار عمره، مما يجعله الأكثر كفاءة لقياس مدى حساسية القيمة السوقية لمحافظ السندات للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة، فيصبح بذلك أداة مناسبة لإدارة مخاطر الاستثمار في محافظ السندات.

وتقوم طريقة "ماكولي" في قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند على استخدام النموذج الرياضي التالي:

$$D = 1. \frac{C_1(1+e)^{-1}}{V} + 2. \frac{C_2(1+e)^{-2}}{V} + \dots + N. \frac{(C_N + P_N)(1+e)^{-N}}{V}$$

حيث أن:

D: المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند.

V: السعر السوقي للسند.

C: كوبون السند.

e: العائد الداخلي للسند أو المردود لحين تاريخ الاستحقاق.

P<sub>N</sub>: القيمة الاسمية للسند هي القيمة المستردة لتاريخ الاستحقاق.

فوفقا لهذا المؤشر، فإن السندات ذات المتوسط المرجح الأطول أكثر مخاطرة من السندات ذات المتوسط المرجح الأقصر، وذلك لأن الأسعار السوقية للأولى تكون أكثر تقلبا من الأسعار السوقية للثانية وفقا لتقلب أسعار الفائدة.

وعليه فإن هذا المؤشر يقيس درجة حساسية أو استجابة سعر السند للتغير الحادث في سعر الفائدة، أي أنه لو حدث تغير بالزيادة في سعر الفائدة، فإن ذلك سينعكس على السعر السوقي للسند بالانخفاض.

#### 2-2- طريقة "فيشر" لقياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند:

يقوم نموذج "فيشر" على فرضية تغير أسعار الفائدة، حيث يتم قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند كما يلي:

$$D = 1. \frac{C_1(1+i_1)^{-1}}{V} + 2. \frac{C_2(1+i_1)^{-1}(1+i_2)^{-1}}{V} + \dots + N. \frac{(C_N + P_N)(1+i_1)^{-1}(1+i_2)^{-1} \dots (1+i_N)^{-1}}{V}$$

حيث أن:

D: المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند.

C: كوبون السند السنوي.

i<sub>1</sub>, i<sub>2</sub>, ..., i<sub>N</sub>: تمثل معدلات الفائدة المتوقعة على مدار السنوات القادمة.

P<sub>N</sub>: القيمة الاسمية للسند في نهاية تاريخ الاستحقاق.

V: السعر السوقي للسند.

ومنه، يتحدد عائد الاحتفاظ بالسندات وفق الصيغة الآتية:

عائد الاحتفاظ بالسند = معدل الفائدة على السندات + (السعر السوقي للسند - سعر شراء السند)

سعر شراء السند

وتوضح العلاقة أعلاه، أنه عندما يرتفع سعر الفائدة السوقي ينخفض السعر الذي يكون المستثمر على استعداد لدفعه في شراء السند، أما عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق المالي عن المردود المتوقع، فإن المستثمر يكون على استعداد لشراء السند بثمن يزيد عن قيمته الاسمية أي بعلاوة إصدار. ابتداء من المؤشرات المالية السابقة، نستنتج أن هناك عدة مخاطر قد تنشأ نتيجة إصدار القروض السندية، يتحمل هذه المخاطر المؤسسات الاقتصادية المصدرة لها، أو قد يتحملها المستثمرون أنفسهم، يمكن إجمالها كالتالي: [25] ص 72

- **مخطر مالي:** وهو خطر نقص التمويل مرتبط بحدوث طارئ في المؤسسة المصدرة لا يمكنها مواجهة كل التزاماتها؛
- **مخطر نقدي:** مرتبط بفقدان (ضعف) القدرة الشرائية للنقود والذي يقود إلى انخفاض قيمة رأس المال الواجب رده؛
- **مخطر سعر الفائدة:** والذي ينجر عنه علاقة عكسية بين سعر السند وسعر الفائدة.

### 4.3.1. الاستثمار بالقرض السندي في السوق المالي

إن الميزة الرئيسية للقرض السندي هي كونها أداة استثمارية من أدوات الدين ذات الدخل الثابت، لذا فهي تصدر لحاملها مزايا منها :

- 1 - ميزة ثبات واستمرارية العائد، ذلك لأن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة، على عكس ما هو الحال عليه في حالة السهم الذي لا يدفع عائده إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحاً يكفي للتوزيع، وبعد توصية من مجلس إدارة الشركة، وموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.
  - 2 - كذلك ميزة الأمان في استعادة المبلغ المستثمر، فالسند غالباً ما يصدر مضموناً إما بأصل محدد من أصول الشركة أو بجملة أصولها، وبالإضافة لهذه الميزة فإن حامل السند يمتاز عن حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء دينه على الشركة في حالة التصفية أو الإفلاس.
  - 3 - وتوفر بعض السندات (الحكومية مثلاً) المستثمر ميزة الإعفاءات الضريبية.
- وهذه المزايا تدفع المستثمرين المتحفظين خاصة اللذين لا يميلون للمضاربة، إلى الاستثمار في السندات.

يتكون سوق المال أساساً من سوق رأس المال، وهو السوق الذي يتم فيه التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات. أما السوق الآخر فهو سوق النقد والذي يتم فيه التعامل على الأدوات المالية قصيرة الأجل. [12] ص 24

هذا ويطلق عادة على المكان المخصص لبيع الأوراق المالية اسم البورصة، ويرجع هذا الاسم تاريخياً إلى مدينة بروك البلجيكية، حيث كان يجتمع المشتغلون بالتجارة في فندق منسوب إلى اسم صاحبه Van Du Bourse بقصد عقد الصفقات التجارية دون تقديم أو نقل للبضائع.

وتعتبر بورصة أمستردام بهولندا هي أول سوق منظمة للأوراق المالية تليها أسواق أخرى في أوروبا الغربية أولها بورصة لندن، وتعد بورصة نيويورك الآن أهم وأكبر الأسواق العالمية. [26] ص 23  
إن البورصة ليست أكثر من مجرد سوق بها بائعون ومشترون وسعر متفق عليه وعادة وسيط. وهي متشابهة مع الأسواق الأخرى مع اختلاف نوعية التعامل والبضاعة المعروضة للبيع والشراء. [27] ص 141

وهي كذلك سوق تبادل رؤوس الأموال، أي مكان التقاء بين طالبي رؤوس الأموال وبين العارضين لها. [28] ص 35

كما تعرف البورصة على أنها "قسم من السوق المالي حيث تمثل المكان الطبيعي الذي يتواجد فيه المسعرون ليحددوا سعر القيم البورصية". [29] ص 44  
تعتبر البورصة أو السوق الثانوية جزءاً من السوق المالية ككل، هذا الجزء هو الأهم باعتباره دائماً ومستمر على عكس الجزء الآخر أو السوق الأولية التي تعتبر ظرفية - إذا صح التعبير - بالنسبة للورقة المالية المعنية، وعمليات الإصدار الجديدة قد تتم مرة كل سنة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر، بينما عملية تداول تلك الأوراق في البورصة هي عملية يومية تقريباً. من هنا تأتي أهمية هذه المؤسسة المالية في توفير السيولة للقيم المتداولة. [30] ص 63

كما نجد أن بورصة الأوراق المالية تحتوي على متعاملين رئيسيين وأهمهم صناديق الاستثمار، وهي صناديق تنشئها البنوك أو مؤسسات التأمين أو المؤسسات المساهمة وتديرها مؤسسات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار بهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، وتوجيه حصيلة تلك الأموال للاستثمار في الأوراق المالية وبما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق، كما نجد المؤسسات القابضة التابعة لقطاع الأعمال العام، الأفراد، المؤسسات التي تمارس نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها وكذا المؤسسات التي تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في الأسواق المالية. [31] ص 29  
هذه الأخيرة تعتبر الجهات التي يلجأ إليها المستثمر عندما يريد بيع أو شراء أوراق مالية وهي مؤسسات السمسرة مؤسسات المقاصة والتسوية، مؤسسات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وأقسام الأوراق المالية بالبنوك، وهذه الجهات المفترض أن

تقدم النصح للمستثمر مجاناً وله أن يستشيرها في كل ما يخصه، مثل نوعية الأوراق الجيدة، ومستقبل كل مؤسسة والأوراق المناسبة له كي يستثمر فيها حسب ظروفه، فقد يكون شخصاً على التقاعد يحتاج إلى دخل دوري يبحث عن أوراق مالية ذات توزيعات سنوية مناسبة، وهذا يختلف عن شخص أكثر مغامرة يريد أرباحاً عالية، ويهتم بالأوراق التي تزيد فرص نمو أسعارها السوقية ولهذا فلكل مستثمر ستكون أسئلته حسب ظروفه وحسب حجم محفظته وتشكيلة الأوراق التي يريدها. [32] ص 45

ولن توجد طريقة أفضل من الاستعانة بسمسار البورصة في شراء السندات التي تصدرها المؤسسات، فقد يكون من الصعب في كثير من الأحيان أن تحصل على معلومات فيما يخص بالنتائج وشروط التحويل وعنصر الأمن والحالة الخاصة بالمعدات التي لا تدخل في المعاملات التجارية وهي النقاط التي تحتاج فيها إلى النصح من قبل الجهات المحترفة، ولا تختلف تكاليف العمليات التجارية عن تلك الخاصة بعمليات شراء الأسهم. [33] ص 181

إن عمل سوق السندات يخضع للعناصر الآتية: الأصول المالية المتداولة في السوق، نوع المتدخلين في سوق السندات وقيم أداؤهم من خلال مستوى العقود المنجزة ومن خلال تكاثر العقود عبر الزمن، وكذا أسعار الفائدة المحددة. [34] ص 63 هذه الأخيرة والتي تتحدد بالكمية المطلوبة من السندات مع الكمية المعروضة منها وأن سعر الفائدة يرتبط عكسياً مع سعر السند. [35] ص 173

إضافة إلى سوق المال هناك سوق المال بين البنوك مختص بالتعامل في القروض والودائع الكبيرة التي تتم فيما بين البنوك بصورة أساسية، وترجع أهمية عمليات الإقراض بين البنوك إلى أن بعض البنوك التجارية تحقق فائضاً في الأموال في يوم، في حين تتعرض بعض البنوك الأخرى لعجز في اليوم نفسه، وحتى إذا ظل إجمالي الأموال في النظام المصرفي للبنوك التجارية ثابتاً، من الممكن أن تجري بعض التحركات المالية فيما بين البنوك، حيث يستثمر أو يقرض الفائض المالي ويمول العجز من خلال الاقتراض، وتجمع تلك الأسواق بين ممالي الفائض المالي قصير الأجل والمقترضين. [36] ص 11

## ملخص الفصل الأول

يمر الاقتصاد العالمي بمرحلة تحول نحو اقتصاد السوق وإعطاء دور أكبر للأسواق المالية التي تعتبر مكاناً لالتقاء طالبي الأوراق المالية وعارضين لها.

ينقسم السوق المالي إلى قسمين، الأول يمثل سوق النقد أين تتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، أما الثاني فيمثل سوق رأس المال والذي يخص المعاملات طويلة الأجل، هذا الأخير الذي ينقسم بدوره إلى سوق أولية (إصدار)، سوق ثانوية (تداول)، وسوق غير منظمة تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة أو غير المسجلة في السوق الثانوية (البورصة).

لقد أخذت السندات حيزاً هاماً في الأسواق المالية من خلال إصدار المؤسسات لقروض سندية ساهمت في إنعاش وتطوير هذه الأسواق، كما ساهمت بشكل مباشر في تمويل المؤسسات المصدرة لهذا النوع من القروض، وهو ما سيتم التطرق له في الفصل الموالي.

## الفصل 2 القرض السندي مصدر لتمويل المؤسسات الاقتصادية

تعتبر وظيفة التمويل من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المؤسسات وخاصة الكبيرة منها، وذلك لما يترتب على عمليات التمويل من قرارات أهمها تلك المتعلقة بإختيار مصادر التمويل والقرارات المتعلقة بالائتمان.

في هذا الفصل، نبحث في مصادر التمويل المختلفة ومكانة القرض السندي منها، وذلك من خلال ثلاث مباحث:

- في المبحث الأول، نتطرق لتقديم مفاهيم عامة حول التمويل ومصادره؛
- في المبحث الثاني، نقدم مزايا وعيوب أهم مصادر التمويل؛
- وفي المبحث الثالث، نصل للقرض السندي كمصدر هام لتمويل المؤسسات الاقتصادية.

### 1.2. مفاهيم أساسية حول التمويل

من اجل تحقيق أهدافها، تتبع كل مؤسسة سياسة إقتصادية وتنموية، والتي تتطلب وضع الخطوط العريضة والمتمثلة في التخطيط للمشاريع بتحديد بكل دقة الاحتياجات والقدرات التمويلية، ومهما تنوعت المشاريع فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع. ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعال في تحقيق سياسة المؤسسة التنموية وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع.

ويلاحظ أن لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة يتحملها المشروع عند حصوله منها على الأموال، سواء كان هذا المصدر خارجيا أو داخليا وعلى المستثمر اتخاذ قرار بالنسبة لهيكل التمويل المناسب في ضوء حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، وتكلفة كل مصدر حتى يتسنى في النهاية الحصول على رأس المال اللازم بأقل تكلفة ممكنة.

تعتبر قرارات التمويل واختيار مصادر التمويل من المسائل المعقدة التي تتطلب من المدير المالي دراسته دراسة جيدة، خاصة وأنه يترتب على هذه العملية مجموعة من النتائج أهمها:

- تحديد المركز المالي للمؤسسة؛

- تحديد المركز الائتماني للمؤسسة؛
- تحديد ربحية المؤسسة؛
- تحديد التزامات المؤسسة؛
- تحديد إنفاقها الاستثماري أو إنفاقها الرأسمالي.

وبناء على ذلك فإن الإدارة المالية تبدأ باختيار مصادر التمويل بعد أن تكون قد انتهت من مهمة تحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال. ولتعدد مصادر التمويل، تواجه الإدارة المالية إشكالية تحقيق المزيج الأمثل في ضوء تكلفة الحصول على الأموال وهذا بغرض الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل الذي يتيح توفير الأموال اللازمة للاستثمار بتكلفة مناسبة؛ ومن هذا يتبين لنا جليا ضرورة اعتماد إدارة فعالة للأموال.

### 1.1.2. ماهية التمويل ومصادره

إن النظرة التقليدية للتمويل هي الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل أو تطوير المشاريع، والتي تتركز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة، ففي الاقتصاد المعاصر أصبح التمويل يشكل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال.

"التمويل في الواقع ليس إلا وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقية القائمة"، [37] ويعرف كذلك على أنه: "الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها"، وكذا: "توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع وتطوير مشروع عام أو خاص". [38]

كما يعرف التمويل على أنه الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد وإلزاميته لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد. [39]

وبصفة عامة يتمثل التمويل في كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا للاستثمار والعائد المتوقع الحصول تحقيقه منه، والمخاطر المحيطة به، واتجاهات السوق المالية.

كما يعرف أيضا التمويل على أنه أحد مجالات المعرفة تختص به الإدارة المالية وهو نابع من رغبة الأفراد والمؤسسات لتحقيق أقصى حد ممكن من الرفاهية. [40]

من خلال هذه التعاريف يمكن إستخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها، إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة وفي الوقت المناسب.

ويقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي، والهيكل المالي بهذا التعريف يختلف عن هيكل رأس المال الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة إن وجدت. أما مصادر التمويل قصيرة الأجل - التي تكون مع المصادر طويلة الأجل الهيكل المالي للمؤسسة- فإنها تشتمل أساسا على الائتمان التجاري، والائتمان المصرفي قصير الأجل. [41] ص 05

ويمكن تصنيف مصادر التمويل هذه إلى ثلاثة تقسيمات أساسية: [42] ص 354

### 1- التمويل بالأموال الخاصة: وأهم مصادره:

- التمويل من المصادر الذاتية؛
- التنازل على عناصر الأصول العقارية؛
- الزيادة في رأس المال.

### 2- التمويل بالأموال شبه خاصة: وتتمثل في:

- سندات المساهمة؛
- الحقوق التساهمية؛
- علاوات وإمدادات.

### 3- التمويل بالاقتراض: وأهمها:

- القروض من مؤسسات القرض؛
- القروض السندية؛
- الاستئجار.

كما يمكن تصنيف مصادر التمويل إلى: [43] ص 11

- 1- التمويل من المصادر الذاتية: والتي تتمثل في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحجوزة؛
- 2- التمويل من مصادر طويلة الأجل: كالقروض طويلة الأجل والسندات؛
- 3- التمويل من مصادر قصيرة الأجل: وأهمها الائتمان التجاري، التمويل قصير الأجل من خلال البنوك التجارية، الأوراق التجارية، تمويل حسابات المدينين، التمويل بضمان المخزون؛
- 4- التمويل بالاستئجار: وأهم أشكاله البيع ثم الاستئجار، الاستئجار التشغيلي، الاستئجار المالي.

مما سبق يتضح أن مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسات أن تحصل منها على احتياجاتها المالية تنقسم أساساً إلى: [44] ص 252

أولاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل: أي ذلك الفرع من التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات التشغيلية الجارية أي يستخدم لتمويل رأس المال العامل، وأهم مصادر التمويل قصير الأجل:

- الدائنون؛

- المصروفات المستحقة؛

- القروض المصرفية قصيرة الأجل.

ثانياً: مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل: الذي يمثل المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات في الأصول الثابتة والاستثمارات في الجزء الدائم من الأصول المتداولة أيضاً. وتنقسم مصادر التمويل الدائمة إلى مصادر متوسطة الأجل مثل القروض المباشرة والتمويل بالاستئجار ومصادر طويلة الأجل والتي تنقسم بدورها إلى أموال ملكية (الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، الأرباح المحتجزة) وأموال اقتراض (السندات والقروض طويلة الأجل).

## 2.1.2. خصائص مصادر التمويل

يتصف كل مصدر من مصادر التمويل بخصائص تميزه عن غيره من مصادر التمويل الأخرى، وتدور الخصائص الأساسية لمختلف مصادر التمويل حول أربعة نقاط هي:

### 1- تاريخ الاستحقاق:

تقوم البنوك التجارية بتزويد المؤسسات الاقتصادية بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها الجارية، ويعتبر اختيار البنك من الأمور الرئيسية التي تواجه المؤسسة التي تفكر في الحصول على قروض ومن القواعد العامة التي يستحسن استخدامها في حالة اختيار البنك ما يلي: [45] ص 290

- لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي تعزم الحصول على القروض؛

- يلاحظ أن البنك في حالة درايته وخبرته بعمليات المؤسسة يكون قادرا على مدها بالمشورة المالية؛
- تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي؛
- التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والإدارة الواعية الرشيدة.

ولكل قرض أجل معين متفق عليه بين المؤسسة ودائنيها ومن ثم ينبغي تسديده في ذلك التاريخ وتميز القروض بين بعضها البعض على أساس الفترة المحددة في عقد المديونية. فالقروض قصيرة الأجل هي تلك القروض التي تستحق خلال سنة واحدة، في حين يمتد آجال القروض المتوسطة الأجل من سنة إلى 10 سنوات، بينما القروض الطويلة الأجل فهي التي لفترة زمنية تزيد عن العشر سنوات، ولا شك أن لهذا التقسيم شبه إجماع على قبوله، وإذا لم يتم تسديد القروض في تاريخ استحقاقه فقد يضع الدائنون سلطتهم على الأصول أو يجبرون المؤسسة على التصفية.

ومن المعلوم أن أموال الملكية ليس لها تاريخ استحقاق. ذلك أن المالك عندما يستثمر في المشروع فإنهم لا يتفقون على استرداد أموالهم في تاريخ معين، فهذه الأموال تعتبر مستثمرة بصفة دائمة طالما أن المشروع مستمر. ولكن إذا رغب المالك في استرداد أمواله المستثمرة فيمكنه القيام بذلك إذا استطاع الحصول على مستثمر لشراء حصته أو نصيبه في المشروع. [46] ص 123

## 2- الدخل: [46] ص 124

سنناقش الدخل من خلال ثلاثة مظاهر تميز الاقتراض عن الملكية وهي:

**2-1- الأولوية:** يتمتع الدائنون بحق يسبق المالك على ما يحققه المشروع من دخل، فقبل كل شيء يجب الوفاء بجميع الالتزامات التي تقع على المؤسسة نحو دائنيها، وفي بعض الحالات يمنع المالك من سحب الأرباح إذا أدى سحبهم هذا إلى تهديد الأولوية التي يتمتع بها الدائنون. بينما يتمتع الدائنون بأسبقية على جميع أنواع الملكية، فإننا نجد أن أصحاب الامتياز لهم من الحقوق ما يسبق حقوق الملاك الباقين، والملاك الممتازين هم حملة الأسهم الممتازة في حين حملة الأسهم العادية هم الملاك الباقون.

**2-2- التأكد:** عندما تتعهد المؤسسة بدفع فوائد على الأموال التي اقتترضتها، فيجب دفع هذه الفوائد بغض النظر عما تحققه من أرباح وإلا تعرضت للإجراءات القانونية. فالفائدة على الأموال المقترضة تعتبر من الالتزامات الثابتة لا يجوز تغاضيها. بينما نجد أن ما يدفع للملاك يطلق عليه اسم توزيعات في حالة المؤسسات المساهمة وهذه التوزيعات يقرها مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية في هذه المؤسسة.

**2-3- المقدار:** ما يحصل عليه الدائنون من دخل يتحدد بمقدار ثابت، بغض النظر عن مقدار الأرباح أو الخسائر التي تحققها المؤسسة. وفي مقابل الأولوية التي يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة فإنهم عادة يرتضون تحديد مقدار دخلهم السنوي، وما يتبقى بعد ذلك من أرباح يمكن توزيعه على الأسهم العادية، ولذلك فإن نصيب حملة الأسهم العادية من أرباح لا تتحدد

بمقدار ثابت، بل نجد أن هذه الأرباح الباقية لا تقف عند مستوى معين، وإنما تتغير من سنة لأخرى، وهذا ما يجعل الملاك الباقين (حملة الأسهم العادية) لا يتوقعون الحصول على توزيعات منتظمة.

### 3- الأصول: [46] ص 125

إن هدف الدائنين والملاك عادة هو الرغبة في الحصول على الدخل بأشكاله المختلفة عندما يستثمرون أموالهم في مشروع معين، ولذلك من النادر أن يتفقوا على اقتسام أصولهم عندما يصفى المشروع بصورة نهائية، وهذا يشير إلى أن الرغبة الرئيسية لدى كل المستثمرين هو الحصول على الدخل وهو محل اهتمامهم. لكن هذا لا يمنع من أن تصبح الأصول محل اهتمامات الدائنين وملاك المشروع إذا ما واجهت المؤسسة متاعب وصعوبات أدت إلى القيام بتصفية أصولها، وعندئذ تصبح حقوق الدائنين من الحقوق الأولى الممتازة التي يجب على المؤسسة الوفاء بها قبل دفع أي شيء للملاك، كما أن حقوق الملاك الممتازين عادة ما تسبق حقوق الملاك الباقين.

وفي مقابل هذه الأولوية يحصل الدائنون على أموالهم مضافا إليها الفوائد التي لم تدفع، كما أن الملاك الممتازين لا يحصلون إلا على مقدار يعادل بالتقريب استثمارهم الأصلي، ويأتي أخيرا الملاك الباقون (حملة الأسهم العادية) والذين يحصلون على ما يتبقى من عملية تصفية الأصول، وغالبا لا يحصلون على شيء لأنه من الصعب أن يتبقى لهم شيء من الأصول عند التصفية تحت هذه الظروف الصعبة.

### 4- الإدارة والسيطرة: [46] ص 126

لا يوجد ما ينص على إشراك الدائنين في إدارة المؤسسة رغم أنهم قد يشترطون بعض الشروط في عقد الاقتراض مما يقيد نشاط الإدارة، فقد يشترطون على المؤسسة أن تحافظ على نسبة تداول معينة أو لا يقل حجم النقدية لديها عن مستوى يجب المحافظة عليه أو إتباع سياسة تحفظية عند توزيع الأرباح، وحتى لو لم تكن هذه الشروط مدونة في الاتفاقات المكتوبة فإنه يمكن للدائن تحقيق درجة من السيطرة على المشروع نظرا لأن المؤسسة لا تتوقع استمرار مساعدتهم إذا فشلت الإدارة في عملها وعادة لا يشترك الملاك أصحاب الامتياز في إدارة المؤسسة مما يترك مسؤولية إدارة المؤسسة للملاك الباقين، ففي المؤسسات المساهمة يقوم حملة الأسهم العادية بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذي يقوم بدوره بتعيين الجهاز الإداري، فإنه من المنطق أن يقوم الملاك الباقون بإدارة المؤسسة والسيطرة عليها، ذلك أن الأخطار التي يتعرضون لها تفوق التي يواجهها الدائنون أو الملاك أصحاب الامتياز، كما أن نصيبهم من صافي موجودات المؤسسة هو ما يتبقى من الدخل وكذا ما يتبقى من قيمة الأصول، فإنه ليس من المتوقع إطلاقا تحت مثل هذه الشروط أن يستثمروا أموالهم إلا إذا كانت لديهم القوة الكافية للسيطرة على المشروع وإدارته.

### 3.1.2. محددات الاختيار بين مصادر التمويل

عندما تقرر المؤسسة نوعية الأصول التي ترغب باقتنائها فإنها تقيم مختلف مصادر التمويل

المحتملة في ضوء الاعتبارات التالية: [47] ص 139

- حجم الأموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها؛
- توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات توظيف هذه الأموال؛
- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المتوقع؛
- آجال التسديد وتزامنه مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من تشغيل الموجودات الممولة؛
- القيود التي يفرضها الممولون على المؤسسة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الإقتراض.

من العرض السابق ومن خلال الخصائص والسمات التي تتميز بها مصادر التمويل يمكن أن نستخلص أنها تدور حول أربع نقاط أساسية وهي تكلفة كل مصدر، الاستحقاق ومدى تدخلها أو عدم تدخلها في إدارة المؤسسة ودرجة المخاطر المرتبطة بكل نوع، وإذا استرشدنا بهذه النقاط يمكن التمييز أو المقارنة بين التمويل بالاقتراض أو بالملكية وخاصة الأسهم العادية كالاتي: [48] ص 505

- أن التمويل بالاقتراض يعتبر أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك لأن حملة الأسهم يتعرضوا لمخاطر أكبر نسبيا من المخاطر التي يتعرض لها المقترضين؛
- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثم يجب على المؤسسة العمل على توفير القدر المناسب من النقدية لسداد القرض عند حلول أجله وإلا يترتب على ذلك تعريض المؤسسة للإفلاس، أما الأسهم فليس لها تاريخ استحقاق وليس معنى ذلك التزام صاحب السهم باقتناء دائم ولكنه له حق نقل ملكيته بالبيع أو أي طرق أخرى؛
- ليس للمقترضين حق التدخل في إدارة المؤسسة وذلك عكس حملة الأسهم العادية والذين يمثلون الملكية الأصلية في المؤسسة؛
- يؤدي التوسع في الاقتراض إلى تعريض المؤسسة لنوع من المخاطر يطلق عليه مخاطر مالية مما يؤثر على هدف تعظيم ثروة الملاك؛
- وفيما يلي مثال بسيط لتحديد تكلفة كل بديل والمقارنة بينهما: [49]

مؤسسة رأسمالها 5 مليون دينار لديها الرغبة في التوسع في أحد مشاريعها وتبلغ تكلفة المشروع الجديد 1 مليون دينار وقدرت الدراسات أن المشروع سوف يحقق عائدا يقدر بـ 25 % ولدى المؤسسة عدة خيارات من بينها:

الأول: طرح أسهم عادية للاكتتاب بقيمة اسمية 50 دج للسهم وعددها 20.000 سهم.

الثاني: الحصول على قرض (أو إصدار سندات) بنسبة فائدة 5 % تسدد على سنتين.

أيهما أفضل طرق التمويل ملائمة؟ (بفرض تقييم التكاليف كقيمة مطلقة دون النظر للقيمة الحالية أو المستقبلية للمبالغ - يقصد بها مبلغ دينار واحد الآن يختلف عن قيمة دينار واحد مستقبلا- وبفرض عدم وجود أية تكاليف على إصدار الأسهم تتحملها المؤسسة وأن نسبة التوزيعات السنوية ثابتة وتقدر بـ 15% من رأس المال).

#### أولاً: إصدار الأسهم العادية.

في حالة إصدار الأسهم العادية: تقدر تكاليف التمويل بالتوزيعات النقدية التي سوف تقوم الشركة بتوزيعها لحملة الأسهم وعليه تكون التكلفة للأسهم الجديدة

$$= 1000.000 \times 15\% = 150.000 \text{ د.ج.}$$

#### ثانياً: الحصول على قرض.

التكلفة =  $1000.000 \times 5\% = 50.000 \text{ د.ج.}$

بمقارنة تكلفة كل من البديلين نجد أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار الأسهم، ولكن ما هو تأثير كل من البديلين على صافي أرباح المؤسسة؟

إصدار أسهم:

إيرادات المشروع الجديد =  $125 \times 1000.000 = 1250.000$   
تكاليف المشروع =  $1000.000$

صافي الأرباح = 250.000  
توزيعات على الأسهم الإضافية (15%) = -150.000

المتبقي ( المحتجز ) = 100.000  
القرض:

إيرادات المشروع الجديد =  $125 \times 1000.000 = 1250.000$   
تكاليف المشروع =  $1000.000$   
مصاريف الفوائد =  $50.000$

الباقي (المحتجز) = 200.000

يتبين لنا من خلال المثال السابق ومن هذه المقارنة ككل أن كل مصدر له مزايا وعيوب، وهذا يتطلب أن يكون المدير المالي يقظا في اختيار بديل التمويل المناسب الذي لا يؤثر على ربحية المؤسسة وبالتالي لا يؤثر على القيمة السوقية لها.

## 2.2. مزايا وعيوب أهم مصادر التمويل

تلجأ المؤسسة في المراحل الأولى لتكوينها إلى الاعتماد في تمويلها على التمويل الذاتي، الائتمان التجاري، التمويل عن طريق المساعدات أو القروض بينما تعتمد المؤسسات السريعة النمو في تمويلها على التمويل الداخلي، الائتمان المصرفي وغالبا ما تعتمد في تمويل التوسعات عن طريق الأسواق المالية غير أن هذه المؤسسات والتي في مرحلة التدهور تلجأ إلى استخدام التمويل الداخلي وإعادة شراء أسهمها واللجوء إلى تنويع أنشطتها ومصادر تمويلها والاندماج بهدف تعديل هيكلها التمويلية. هذه العلاقة بين مصادر التمويل ومرحلة النمو للمؤسسة ناتجة لأن التمويل الداخلي أو الذاتي يتميز بعدة خصائص فهو لا يخضع للضريبة أو يخضع لمعدل ضريبة منخفض نسبيا ولا يشكل خطورة على المؤسسة بل يدعم مركزها المالي بالمقارنة بمصادر التمويل الخارجية ولكل مصدر من مصادر التمويل سواء الداخلية منها أو الخارجية مزايا وعيوب والتي سنقوم بعرض هذه المزايا والعيوب لأهم مصادر التمويل.

### 1.2.2. مزايا وعيوب التمويل بمصادر الملكية

تمثل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، والسهم هو حق المساهم في المؤسسة (شركة المساهمة)، وهو الصك الذي يثبت الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري وتشكل الأسهم الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للمؤسسة. [50] ص 54 وللسهم ثلاث قيم: [51] ص 191 **القيمة الاسمية:** هي قيمة السهم عند إصداره لأول مرة وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال ويكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

**القيمة الدفترية:** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المالية والمادية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة.

نستنتج مما سبق أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فمثل مفهوما محاسبيا.

**القيمة السوقية:** القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي.

وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى عادية وممتازة.

**1- الأسهم العادية:** وهي وثيقة تصدر عن مؤسسة (شركة مساهمة) ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية، وفي حالة التصفية فإنها آخر ما يجري تسديدها ولحاملها حصة الملكية في المؤسسة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد. [52] ص 92

إن استخدام هذا المصدر من التمويل له عدة مزايا من وجهة نظر المؤسسة المصدرة للأسهم العادية أهمها: [53] ص 599

- لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على المؤسسة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض؛  
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد؛

- زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة المؤسسة على الاقتراض؛

- يفضل المستثمرين التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل ويعتبر هذا مصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الإستثمارات؛

- نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية أقل من معدل الفائدة على القروض. وإذا كان ما سبق يمثل المزايا فإن مساوئ الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة تتمثل في بعض الانتقادات نذكرها فيما يلي: [53] ص 600

- يشمل بيع الأسهم العادية حق التصويت مما يضر أو يضعف رقابة الملاك الحاليين على المؤسسة؛

- قد يترتب على الاقتراض استخدام أموال الغير بمعدل فائدة ثابت ومنخفض بينما إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة؛

- تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض؛

- إذ كانت المؤسسة تعتمد على التمويل بالملكية بدرجة عالية، أو تستخدم المديونية بنسبة صغيرة مما يعني أن التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال تكون كبيرة مما هو متوقع؛

- لا تخصم التوزيعات من الضريبة (لا تحصل على أي إعفاء ضريبي) كما هو الحال بالنسبة لمدفوعات الفوائد.

قد يفضل استخدام التمويل عن طريق الأسهم العادية من وجهة النظر الاجتماعية لأن المؤسسة في هذه الحالة أقل تعرضا لإعادة التنظيم أو الإفلاس بسبب الأعباء الثابتة المترتبة على استخدام القروض.

**2- الأسهم الممتازة:** مستند ملكية بنفس خصائص الأسهم العادية وله خصائص السندات في كون أن حملة الأسهم الممتازة لهم نسبة محددة من الأرباح، عادة يكون للسهم الممتاز قيمة اسمية (وهي تختلف

في هذا عن الأسهم العادية)، وهذه القيمة لها معنى كمي، أولاً تحدد القيمة الاسمية المبلغ المستحق لحاملي الأسهم الممتازة عند التصفية. ثانياً، أن ربحية الأسهم الممتازة كثيراً ما تحسب كنسبة من القيمة الاسمية. [54] ص 159

أي لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للمؤسسة لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية. [55] ص 29

من وجهة نظر المؤسسة المصدرة للأسهم الممتازة عدة مزايا وعيوب نجملها فيما يلي: [53] ص 628  
**المزايا:** - لا يوجد أي التزام قانوني على دفع هذه التوزيعات؛

- أنه يترتب على استخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية إذا كان أثر الرفع المالي موجبا ونسبة الرفع عالية. ويقصد بالرفع المالي درجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل أنشطتها، وتعني ارتفاع نسبة الرفع المالي ارتفاع قيمة تكاليف الفوائد على القروض؛ [56] ص 374

- تجنب المؤسسة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد لأن عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت، كما لا يحق لحملتها التصويت في الجمعية؛

- إن استخدام هذا التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على المؤسسة؛

- نظراً لأن هذا النوع ليس له تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب تكوين احتياطي استهلاك لهذه الأسهم لذلك فهو أكثر مرونة بالمقارنة بالسندات؛

- أنه لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.

**العيوب:**- أن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات؛

- أن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض؛

- ملاك الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أعلى من المقترضين وذلك ناتج عن احتمالية عدم توزيع الأرباح لذلك يطالبون بنسبة محددة مرتفعة. [49]

### 3- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم: [57] ص 11

بالإضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها:

#### 3-1- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية: نذكر منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي فإنه يسمح للمؤسسات التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

### 3-2- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن ذكر:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاث أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على سندات الخزانة، وحدد مجال تغيير نسبة التوزيعات بين 7.5 % إلى 15.5 % من القيمة الاسمية للسهم.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة، لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

### 3-3- أسهم التمتع: [58] ص 411

هذا النوع من الأسهم تمنحه المؤسسة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة المؤسسة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للمؤسسة، وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم التي استهلكت أسهمه بالمؤسسة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك.

## 2.2.2. مزايا وعيوب التمويل بالاقتراض

تحصل المؤسسات على القروض لتلبية متطلباتها التوسعية عن طريق إحدى الجهات الإقراضية كالبنوك التجارية ويتفق عادة المقرض على معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق والضمانات... ، وهناك نقطة مهمة جدا أنه قد يكون معدل سعر الفائدة للقروض معوما في حالة القروض طويلة الأجل وبالتالي يكون معدل الفائدة متغير حسب أسعار الفائدة السائدة في السوق، ويمكن اللجوء إلى السوق المالي عن طريق إصدار المؤسسة لسندات مديونية طويلة الأجل وتعطي لمالكها حق الحصول على القيمة الاسمية في

تاريخ الاستحقاق والحصول على فوائد دورية بنسبة معينة من القيمة الاسمية، كما يمكن إصدار سندات متوسطة الأجل وتعتبر مصدر من مصادر التمويل، وللسندات قيمة اسمية وقيمة سوقية وتحدد أسعارها حسب المركز المالي للمؤسسة المصدرة بالإضافة إلى أسعار الفائدة على السند مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق، فكلما ارتفع معدل الفائدة على السند عن المعدل السائد في السوق كلما ارتفع السعر السوقي للسند والعكس صحيح. [49]

من خلال التعريف السابق نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت مؤسسة خاصة أو عمومية وعندما يشتري مستثمراً ما سند فهو بذلك يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين من المال لإحدى المؤسسات أو الحكومة وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي: [59] ص 51

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة؛  
- معدل الكوبون: حيث 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 نسبياً؛

- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛

- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية؛

- الإهلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول إهلاك القرض السندي حيث تحدد تعاقدياً عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للإهلاك تتمثل في الإهلاك الكلي أو الإهلاك عن طريق أقساط ثابتة.

والتمويل بهذا المصدر أي السندات والقروض (الاقتراض عموماً) له مزايا وعيوب نلخصها فيما

يلي: [60] ص 513

### 1- مبررات أو مزايا التمويل بالقروض:

\* من جهة نظر مالك السند أو المقرض:

- يعتبر هذا النوع من التمويل من وجهة نظر المقرض أقل من حيث المخاطر لأن له الأولوية على

الدخل ولكن ليس له حق الرقابة على المؤسسة إلا في ظروف إستثنائية؛

- تعتبر القروض ملائمة لأنها تعطي الأسبقية أو الأولوية على الملاك فيما يتعلق بالدخل أو القيمة

عند التصفية؛

- يحصل مالك السند على دخل ثابت؛
- ليس من حق حامل السند أن يمارس حق الرقابة إلا في حالة الإعسار.

\* من وجهة نظر مصدر القرض بالسندات (المؤسسة المصدرة):

- تكلفة القروض محددة مسبقاً، وأن التكلفة المتوقعة لهذا النوع من التمويل أقل من تكلفة الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة؛
- إن الفوائد تعطي إعفاء ضريبي للمؤسسة باعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة؛
- إن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو ذات الحق في شراء عدد معين من أسهم المؤسسة تعطي المؤسسة المرونة لتعديل هيكلها المالي.

## 2- عيوب التمويل عن طريق القروض السندية:

- من وجهة نظر حامل السند فإنه لا يجوز له التصويت أو التدخل في شؤون الإدارة كما أن الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن، [61] ص 86 أما فيما يخص المؤسسة المصدرة:
- يترتب على هذه القروض الالتزام بدفع الفوائد؛
- زيادة المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمدىونية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة؛
- أنها ذات تاريخ استحقاق محدد مما يفرض على المؤسسة سداد هذه القروض أو إصدار قرض جديد لسداد قرض قائم؛
- إن خاصية المخاطر الناشئة عن طول الفترة مما يؤدي إلى تغير الظروف مما يزيد من التكلفة أو قد لا تستطيع المؤسسة مواجهة الأعباء المترتبة على هذا النوع من الالتزامات بسبب انخفاض الدخل؛
- تفرض المعايير المالية والأعراف السائدة حدوداً قصوى للقروض بهيكل رأس المال.
- بالإضافة إلى كل هذا فإن إصدار القروض السندية غير متاح لجميع المؤسسات تحديداً ذات المركز الائتماني المالي الضعيف أو المؤسسات الصغرى. [49]

## 3- العوامل المؤثرة في القرارات الخاصة باستخدام القروض في التمويل: [60] ص 514

- يجب على المؤسسة المتخذة لقرار استخدام القروض في التمويل الطويل الأجل معرفة نسبة المدىونية الحالية ومقارنة ذلك بالنسبة المثلى للمدىونية؛

- يعتبر استخدام القروض قصيرة الأجل سياسة تحفظية أكثر بالمقارنة من استخدام القروض طويلة الأجل، فهذه الأخيرة يترتب عليها معدل مديونية يتصف بالثبات وعدم المرونة لطول مدة القرض لعدة أسباب:

أ- أن هناك علاقة بين الفائدة للقروض قصيرة الأجل والظروف الاقتصادية وبالتالي صافي الدخل والإيرادات، ولكن يترتب على القروض طويلة الأجل التزام طويل الأجل، يصعب تعديله بصرف النظر عن الظروف التي تحدث مستقبلاً؛

ب- استخدام القروض طويلة الأجل ذات معدل الفائدة الثابت هي سياسة تتصف بالمضاربة، حيث يترتب عليها تقلب في صافي الدخل مما يزيد من المخاطر العامة أو المنتظمة؛

- تعتبر سياسة معدل المديونية المتغير سياسة تحفظية بالمقارنة بسياسة معدل المديونية الثابت في حالة وجود علاقة وارتباط بين الإيرادات ومعدل الفائدة؛

- استخدام القروض المكفولة بأصول سياسة ملائمة إذا كانت قيمة الأصول الضامنة للقروض في حالة التصفية قريبة من القيمة السوقية، أما إذا حدث غير ذلك فإنه يفضل استخدام القروض غير المكفولة بضمان أصول.

### 3.2.2. مزايا وعيوب الاعتماد الإيجاري

يلعب التمويل عن طريق الإعتماد الإيجاري دوراً أساسياً في تزويد المشروعات بما تحتاجه من أصول رأسمالية لازمة لأنشطتها، حتى أصبح هذا النوع من التمويل من أكفأ نظم التمويل وأقدرها، بل لقد أخذ يمتد لينافس القروض المصرفية ذات الأجل المحددة، وليس عسيراً تبرير ذلك إذا وضعنا في الحسبان عدم قدرة سوق الإقراض على استيعاب كافة احتياجات الاستثمار، وأن هناك حدوداً لما يمكن للمشروعات اقتراضه لتمويل شراء المعدات والآلات والتجهيزات، فقد يشترط البنك المقرض تقديم ضمانات معينة يصعب توفيرها أو قد يؤثر توفيرها على مستوى السيولة في المشروع، خاصة مع ارتفاع تكلفة الأصول الرأسمالية في ذات الوقت الذي تخضع فيه هذه الأصول للتقادم نتيجة التطورات التكنولوجية المستمرة، من جانب آخر فإن طرح أسهم جديدة أو البحث عن شركاء جدد قد يثير بعض الصعوبات، إزاء ذلك فقد تطلب الأمر استحداث صيغ تمويلية جديدة تكون أكثر استجابة للاحتياجات التمويلية للوحدات الاقتصادية حتى يتسنى لها التوسع الإنتاجي أو التشغيلي بدون إضافة أعباء جديدة على كاهل المشروع.

لقد ظهر هذا الاتجاه في كثير من المشروعات نحو استئجار خدمات بعض الأصول الثابتة، الأراضي والمباني، بدلاً من امتلاكها. ولقد تدعم هذا الاتجاه في السنوات الأخيرة بحيث أصبح يشمل جميع

الأصول الثابتة تقريبا. ومن الناحية النظرية فإن الاستئجار يتشابه مع الاقتراض إلى حد كبير، وبالتالي فإنه يمثل رفع مالي كالقروض. [62] ص 144

أما من وجهة نظر مالية، هذه الطريقة تحلل بنسبة 100% كمصدر لتمويل نفقات الاستثمار. أي أن المؤسسة لا يمكنها إهلاك أصول مستأجرة غير مملوكة، لكن تدفع أقساط التأجير محتواة في نفقات التمويل، ومخصصات الإهلاك تقوم بها المؤسسة المالكة للأصل المؤجر. [63] ص 65  
ويتخذ التمويل بالاستئجار عدة أشكال لعل أهمها:

### 1- الاستئجار التشغيلي: [62] ص 144

ويتضمن كلا من خدمات التمويل والصيانة، ويلاحظ على هذا النوع من الاستئجار أنه يعطي الحق للمؤجر أو المستأجر بإلغائه وفسخه قبل انتهاء مدة العقد الأساسية. ولا تكون عقود هذا الاستئجار دائمة، بل لفترة تقل كثيرا عن الحياة الإنتاجية للأصل. وهذه تعتبر ميزة هامة للمستأجر تتمثل في استطاعته إحلال أصول أحدث تكنولوجيا وقت ظهورها محل الأصل المؤجر له. لذلك كانت الحاسبات الآلية من أهم الأصول الممثلة لهذا النوع من التمويل بالاستئجار.

### 2- البيع ثم الاستئجار: [62] ص 145

وفي هذا النوع من التمويل بالاستئجار تقوم المؤسسة المالكة لأصل معين (مباني، أراضي أو معدات) ببيعها لمؤسسة مالية، وفي نفس الوقت توقع عقدا مع نفس المؤسسة المالية باستئجار نفس الأصل لمدة محددة وشروط خاصة يتفق عليها، ويتلقى البائع للأصل (المستأجر) فورا قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) ويستمر في نفس الوقت في استخدام الأصل مقابل الالتزام بسداد دفعات متساوية لمدة العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل والعائد المناسب لاستثمار المؤجر. والملاحظ أن البيع ثم الاستئجار يتشابه مع الاستئجار المالي.

### 3- الاستئجار المالي: [64] ص 80

ويطلق عليه كذلك التأجير التمويلي وهو اتفاق لتمويل واستخدام أصول رأسمالية يتم بين طرفين:

- المؤجر الذي يتولى تمويل شراء الأصل الرأسمالي؛
  - المستأجر الذي يحق له استخدام وتشغيل هذا الأصل الرأسمالي مقابل أداء قيمة إيجارية يتفق عليها دون إلزامه بشراء هذا الأصل في نهاية مدة الاتفاق أو خلالها.
- وبعبارة أخرى تقوم فكرة التأجير التمويلي على قيام الطرف الممول (المؤجر) بتمويل شراء الأصل الرأسمالي الذي يحدده ويضع مواصفاته الطرف المستخدم (المستأجر). وقد تنشأ هذه العلاقة بشكل مباشر بين طرفيها المذكورين كما يمكن أن تكون هذه العلاقة ثلاثية الأطراف على النحو التالي:
- الطرف الأول: المورد للأصل الرأسمالي (صانعا كان أم موزعا)؛
  - الطرف الثاني: الممول لشراء الرأسمالي (المؤجر - مؤسسة التأجير التمويلي)؛

### - الطرف الثالث: المستخدم للأصل الرأسمالي (المستأجر).

وفي إطار ذلك يمكن تعريف التأجير التمويلي بأنه أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل.

وفي ظل هذه العلاقة التعاقدية يحتفظ المؤجر بحق ملكية الأصول الرأسمالية المؤجرة، ويكون للمستأجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين أحد البدائل الآتية:

- أ- شراء الأصل المؤجر نظير ثمن يتفق عليه يراعى في تحديده ما سبق سداه من قبل المستأجر إلى المؤسسة المؤجرة من مبالغ خلال فترة التعاقد؛
- ب- تجديد عقد الإيجار من قبل المستأجر مع الشركة المؤجرة لمدة أخرى بالشروط التي يتفق عليها الطرفين مع الأخذ في الاعتبار تقادم الأصل المؤجر؛
- ج- إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

ويلاحظ أن زيادة مصادر التمويل وزيادة المنافسة فيما بينها يفسر عن تحسين شروط التسهيلات الائتمانية لصالح النشاط الاستثماري ويتميز الاستئجار المالي بصفة خاصة والتمويل بالاستئجار بصفة عامة بمزايا لكلا الطرفين المستأجر والمؤجر. فبالنسبة للمستأجر يمكن رصد المزايا التالية: [65]

- تمكين المشروع من حيابة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطه الإنتاجي دون أن يضطر إلى تجميد جزء كبير من أمواله إذا ما قام بشرائها، مما يوفر للمشروع مستوى أكبر من السيولة؛
- التأجير هو الطريقة الوحيدة للحصول على حق استعمال موجودات أساسية لآجال طويلة دون زيادة قاعدة رأسمال المؤسسة المستأجرة؛
- تسهيل عمليات الإحلال والتجديد ومواكبة التطور التكنولوجي مما يساهم في زيادة القدرة التنافسية للمنتجات؛
- يمكن للمستأجر سداد إيجار الأصول من عائد إنتاجية هذه الأصول وهي في حالة التشغيل الكامل وبالتالي يقل ما يتحمله من أعباء مالية؛
- الاستفادة من المزايا الضريبية لعملية التأجير حيث أن قيمة إيجار الآلات يتم استقطاعها من الوعاء الضريبي للمشروع، باعتبارها تكاليف لازمة للحصول على الدخل الخاضع للضريبة؛
- تعتبر شروط تأجير الأصول أكثر يسرا وملائمة من الاقتراض خاصة وأن المخاطرة تصبح مشتركة بين المؤجر والمستأجر؛

- حماية المشروع المستأجر من آثار التضخم في المدى القصير وذلك بالنسبة للأصول الرأسمالية المستأجرة؛
- لا يعتبر التأجير عائقا للاقتراض حيث يمكن للمؤسسة المستأجرة الاقتراض للتوسع في استثماراتها الرأسمالية.

أما بالنسبة للمؤجر فيمكن رصد أهم ما يجنيه من مزايا فيما يلي: [65]

- توفر عمليات التأجير مجالا واسعا للاستثمار بعوائد مناسبة وبضمان كافي قوامه ملكية الأصول المؤجرة ذاتها؛
- تخفيض العبء الضريبي عن طريق:
  - خصم قيمة استهلاك الأصول الممول تأجيرها من الوعاء الخاضع للضريبة؛
  - إعفاء المؤجر من جزء من الضريبة المستحقة عليه في حدود نسبة معينة من قيمة الآلات المشتراة في السنة الأولى لتشغيلها؛
- يعتبر تأجير الأصول أفضل للمؤجر من نظام البيع بالتقسيط نظرا لسهولة تطبيقه؛
- يؤدي تأجير الأصول إلى زيادة مبيعات المعدات المؤجرة لأن هناك بعض المستأجرين الراغبين في اقتناء هذه المعدات بعد تجربتها واستخدامها؛
- يعتبر التأجير وسيلة تمويل يمكن إضافتها لنطاق الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لعملائها.

لذلك يعد التأجير التمويلي أو التمويل بالاستئجار بصفة عامة من أبرز ما ابتدعه الفكر الاقتصادي والمالي كصيغة للتمويل لها ذاتيتها المتميزة، فهو يركز على مفهوم مضمونه أن استخدام الأصول هو الذي يحقق الربح وليس الملكية في ذاتها، لذلك فهو وسيلة لتمويل استخدام أصل ما وليس وسيلة لتمويل شرائه أو تملكه.

### 3.2. القرض السندي وتمويل المؤسسات الاقتصادية

تعتبر قروض السندات نوع من القروض ذات مصادر متعددة تتمثل في مختلف الأطراف التي تقتني السندات التي تصدرها المؤسسات بمختلف أنواعها الخاصة والعامة، وهذه الأطراف تأخذ دور الممول في هذه العملية أو المقرض أما المصدرين للسندات هم المقترضين.

ويختلف هذا النوع من السندات عن سندات المساهمة بأن الأولى تعتبر كقروض تتحصل عليها المؤسسة من مشتريها الممثلين في المتعاملين الماليين من مؤسسات اقتصادية أشخاص وبنوك المكتتبين، أما النوع الثاني فتختلف في نوعية المعاملة إذ تعتبر كمساهمة في رأسمال المؤسسة المصدرة والمكتتبين للسندات كشركاء في رأس المال بنسبة قيمة السندات في رأس المال الكلي للمؤسسة.

### 1.3.2. مفهوم القرض السندي

من أجل إصدار قرض سندي، على الحكومة، الجماعات المحلية أو المؤسسات الاقتصادية عرضه على عدد معتبر من المقرضين، وتجزأ القيمة الاسمية **A** للقرض إلى **B** صك متداول يسمى السندات كل سند له قيمة اسمية **C** أي:  $A = B * C$ . وللسند قيمة متغيرة ويكون مسعر في السوق المالي. ويصدر من القرض السندي من قبل المؤسسات الاقتصادية، ويتداول من أجل تمويل استثماراتها. [66] ص 49

وكما سبق الإشارة إليه فإن القرض السندي يوزع عند الإصدار إلى عدد من السندات تكون في مجموع قيمتها قيمة القرض، ويتميز السند بقيمة اسمية وهي القيمة المسجلة عليه والتي تسدد عند تاريخ استحقاقه، وبالمقابل إلى هذه القيمة هناك قيمة الإصدار وهي قيمة الشراء التي يقدمها المقترضون عند شرائهم للسند، وهي عادة أقل من قيمة السند الاسمية.

وفي حالة إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية فإن المشتري يستفيد من الفرق مباشرة عند الشراء بالإضافة إلى الفوائد المحسوبة على أساس القيمة الاسمية للسندات، ويدعى الفرق بين القيمة الاسمية وقيمة الإصدار **علاوة الإصدار**. أما عند إصدار السندات بقيمة تساوي القيمة الاسمية فقد تقدم علاوة تسديد، وذلك عند عملية التسديد حيث يتحصل المقترض على قيمة تفوق القيمة الاسمية المفروض تحصيلها والفرق بين القيمتين يعتبر **علاوة عند التسديد**. [67] ص 11

ويتحصل حاملي السندات أو ملاكها على فوائد دورية (عادة سنوية) هذه الفوائد المحسوبة على القيمة الاسمية للسندات (كوبون) تكون عادة بمعدلات فائدة ثابتة، وقد تكون متغيرة حسب تطورات مؤشرات اقتصادية ترتبط بها ضمن الشروط الخاصة بالقرض. [68] ص 143

تختلف السندات حسب الملكية إلى نوعين أساسيين:

- سندات لحاملها تتميز بحرية التداول بين الأشخاص أو حاملها سواء في السوق المالي أو خارجها، والحامل الأخير هو الذي يستفيد من استرجاع قيمته الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما أن الاستفادة من

فوائد هذه السندات عندما يحين ذلك يكون للحامل بواسطة الكوبون الذي يقدم إلى المؤسسة المقترضة للحصول على الفائدة في التاريخ المحدد.

- سندات اسمية أي تحمل أسماء مالكيها التي تحدد أيضا على سجلات المؤسسة المقترضة ولا يسمح أحيانا للمالكين بمداولة السندات إلا في حدود معينة مع إثبات ذلك لدى المؤسسة المقترضة.

أما عن كيفية طرح القرض السندي، فإن البنوك تتولى عملية الإعلان للجمهور، وكذلك تجميع الأموال، وذلك بعد أن يتم إقرار القرض السندي من الجمعية العمومية للمساهمين.

ويثير إصدار القروض السندية العديد من المشاكل:

- أولها تحديد سعر الفائدة الذي يدفعه المشروع على رؤوس الأموال المطلوبة، حيث يجب على المؤسسة أن توفق بين خفض تكاليف القرض التي تتحملها وجذب المدخرات بتقديم سعر فائدة مرتفع، وتكون هذه المفاضلة على درجة كبيرة من الأهمية إذا كان السعر الحقيقي للقرض أعلى من السعر الاسمي، حيث تقوم المؤسسة بدفع خدمات البنوك والدعاية... الخ، وقد تصدر القروض بقيمة معادلة، وهو الأمر الذي يعني غياب الإعانات التي تزيد من تكلفة القرض.

- وتظهر ثاني مشكلة عند تسديد القرض، أي استهلاك القرض، وهنا نجد عدة خيارات فقد يتم سداد القرض كله في نهاية الفترة، الأمر الذي يتيح رؤوس الأموال طوال الفترة، غير أن المؤسسة تتحمل فوائد سنويا على مجموع رأس المال، فضلا عما يخلقه السداد مرة واحدة من مشاكل لخزينة المؤسسة. كذلك تستطيع المؤسسة أن تقوم بسداد رأس المال المقترض على أقساط منتظمة ذات قيمة ثابتة أو متزايدة.

- المشكلة الثالثة ترتبط بتوقيت إصدار القرض، إذ يجب اختيار التوقيت الملائم الذي يكون فيه الادخار المتاح كافيا وغزيرا، كما يجب ألا تكون هناك منافسة قوية بين أنواع مختلفة من القروض. [22] ص

333

### 2.3.2. تحليل وتقييم القروض السندية

هناك عدة تعاريف للسند:

1- "أنها صكوك تمثل حق على المصدر، تضم مكافئة معلومة في وقت الإصدار (معدل فائدة ثابت

أو متغير) خلال مدة معلومة (مدة القرض)". [69] ص 38

2- "السند هو صك تداول يصدر من طرف مؤسسة خاصة أو عمومية، يجر السند المصدر لدفع

فوائد ورد قيمة رأس المال المكتتب من خلال عقد". [70] ص 240

3- "السند هو صك تداول يمثل حق، يصدر من طرف مؤسسة عامة أو خاصة، يجر المصدر لدفع

فوائد ورد قيمة رأس المال من خلال شروط موضحة في عقد من البداية". [71] ص 300  
ومن التعاريف السابقة نستنتج أن السند هو صك يحرر في شكل عقد يحمل عائد يدفع من طرف الجهة  
المصدرة عند تاريخ الاستحقاق وحسب الشروط الموقعة عند العقد.

عند تقييم السندات تؤخذ بعين الاعتبار عدة متغيرات نحددها في النقاط التالية:

**1- القيمة الاسمية للسند:** وتعتبر عن القيمة التي يتم بها إصدار السند، هذه القيمة يتم تحديدها بواسطة  
جهة الإصدار أو بالتشاور مع البنك المتعهد بناء على ظروف السوق ومستويات الفائدة وطبيعة السند  
نفسه من حيث الاستحقاق والكمية، ومن الناحية العملية يجري بيع السندات بعلاوة على القيمة الاسمية أو  
بخصم على القيمة الاسمية استنادا إلى وضع السوق. [72] ص 149

**2- معدل الفائدة:** تلتزم المؤسسة المصدرة للسندات بدفع مبلغ لحملة السندات سنويا (أو كل ستة أشهر  
في معظم الحالات) هذا المبلغ ينسب إلى القيمة الاسمية للسند للتوصل إلى ما يعرف بمعدل الفائدة على  
السندات أو معدل الكوبون. [73] ص 226

**3- تاريخ الاستحقاق:** يكون لكل سند تاريخ استحقاق معين، والذي يأخذ في الحسبان عند تقييمه، لأن  
طول مدة الاستحقاق تعني زيادة المخاطرة للمستثمر، ولا بد من تعويضه عن ذلك من قبل المقرض،  
وعليه فإنه لكل سند تاريخ محدد للتسديد يسمى بتاريخ الاستحقاق، حيث تعاد القيمة الاسمية لحامل السند،  
وتحديد مدة الاستحقاق يرجع للمؤسسة المصدرة له أو بالتشاور مع البنك المتعهد. [72] ص 149

**4- شرط الاستدعاء والسداد:** في بعض الحالات تشترط المؤسسة مصدرة القرض السندي احتفاظها  
بحق سداد السندات واستردادها في فترة سابقة لتاريخ الاستحقاق، ويرجع ذلك إلى أن معدلات الفائدة في  
الاقتصاد تتعرض لتغيرات مستمرة فإذا وجدت المؤسسة أن سعر الفائدة يتناقص يمكنها في هذه الحالة  
القيام ببيع إصدار جديد من السندات ذات معدل فائدة منخفض على أن يتم استخدام حصيلة بيع هذه  
السندات في استدعاء وسداد الإصدار السابق ذو الفائدة المرتفعة. [73] ص 227

**5- الإصدارات الجديدة والإصدارات القائمة:** يتوقف تحديد قيمة السند في الأساس على مقارنة عائد  
السند المتوقع بالعائد السائد عند الإصدار، لذلك فإن معدل فائدة السند في تاريخ الإصدار يكون مساويا  
لمعدل فائدة الفرصة البديلة مما يدفع إلى تساوي القيمتين الحالية والاسمية تقريبا، وخلاف ذلك فإنه  
يترتب عليه إحجام عن الشراء من قبل المستثمرين أو إقبالا كبيرا، والحالتين المتطرفتين غير ملائمتين  
لاستقرار سوق السندات، ونتيجة ذلك، فإن الإصدارات الجديدة من السندات تباع بأسعار قريبة من أسعار  
الفرصة البديلة، أما الإصدارات القديمة فإن أسعارها تختلف في الغالب عن قيمتها الاسمية. [72] ص

**6- القيمة الاستهلاكية للسند:** وهي القيمة التي يجري دفعها لصاحب السند عند الاستحقاق أو التداول، وقد تكون هذه القيمة مساوية للقيمة الاسمية، وفي هذه الحالة يعتبر السند مستهلك بعلاوة على القيمة الاسمية، كما قد تكون القيمة الاستهلاكية أقل من القيمة الاسمية، ويعتبر حينها أن السند قد استهلك بخصم، لذلك فالقيمة الاستهلاكية أساسها القيمة الاسمية. [74] ص 200

### نماذج تقييم السندات:

هناك ثلاث نماذج مستخدمة في تقييم السندات وهي:

#### 1- نموذج السندات ذات العائد الصفري:

حسب هذا النموذج يتم دفع مبلغ ثابت في تاريخ مستقبلي، وتباع هذه السندات بخصم، أي بسعر يقل عن قيمته الاسمية كبديل عن قسيمات الفوائد. [75] ص 174

وفي حالة اعتبار تاريخ استحقاق السند غير محدد (سند دائم)، فإنه يتم حساب قيمته الحالية وفقا للمعادلة الآتية: [76] ص 279

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} C_t (1+r)^{-t}$$

حيث أن:

$P_0$ : القيمة الحالية للسند.

$C_t$ : الفائدة الدورية في نهاية السنة (t).

r: معدل الفائدة المطلوب.

#### 2- نموذج السندات ذات قسيمات (الكوبونات): [72] ص 153

في حالة السندات ذات القسيمات، فإن العائد المتوقع من طرف مصدره هو:

- القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند الاستحقاق، وتدعى بالقيمة المستقبلية، وقد تكون أعلى من قيمة الشراء أو أدنى منها أو أحيانا مساوية لها، لذلك يوجد فرق يدعى بفرق القيمة الرأسمالية عند التخلي عن السند؛

- التدفق النقدي للفائدة حتى موعد التخلي عن السند.

وكل من هذين العائدين يجب تقييمهما باستخدام معدل خصم حسب السنوات من جهة، وبناء على معدل فائدة الفرصة البديلة من جهة أخرى.

يمكن أن نميز بين ثلاث حالات لحساب القيمة الحالية للسندات ذات القسيمات والتي يمكن ذكرها فيما يلي:

- إذا كان المستثمر يرغب في شراء السند بعد صرف الفائدة مباشرة، فإن القيمة الشرائية تساوي القيمة الحقيقية (الحالية) للقيمة المستقبلية للسند مضافا إليها القيمة الحالية لدفعة دورية مساوي مبلغها مقدار الفائدة؛

- إذا رغب المستثمر في شراء السند قبل صرف القسيمة مباشرة، ففي هذه الحالة يكون هناك عائد إضافي من القسيمة تضاف إلى حساب القيمة الحالية؛

- أما إذا رغب المستثمر شراء السند في تاريخ يقع بين موعدا استحقاق قيمتين (فائدتين دوريتين) فإنه إما تحسب القيمة الحالية للسند في تاريخ صرف القسيمة السابق لتاريخ الشراء وتعديل الفرق من خلال إيجاد القيمة المستقبلية له، أو تحسب القيمة الحالية للسند على أساس تاريخ صرف القسيمة اللاحق لتاريخ الشراء على أساس قبل الصرف مباشرة، ثم يستخرج الفرق ويخصم خلال مدة الفرق.

### 3- نموذج السندات القابلة للاستدعاء: [77] ص 514

في هذا النوع من السندات، يتم الأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء.

والمعادلة الموالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=A} C_t (1+r)^{-t} + S (1+r)^{-A}$$

حيث أن: S: سعر الاستدعاء.

A: تاريخ الاستدعاء.

ومما سبق يمكن استخلاص أن انخفاض معدلات الفائدة في السوق يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحالية للسند ويشجع على الاستثمار، بينما ارتفاعها سيقبل من القيمة الحالية ويدفع بالمستثمر إلى بيع ما يملكه من سندات.

ومن خلال ما تقدم نستنتج أن تقييم السند يقصد به تحديد ثمن شراء السند من سوق التداول في أي لحظة قبل تاريخ أجل استحقاقه، وذلك بمعدل الاستثمار الحقيقي الذي يرغب في تحقيقه مشتري السند، وعليه

فإن ثمن شراء السند سيختلف باختلاف كل من: [78] ص 351

أولاً: تاريخ شراء السند؛

ثانياً: معدل الاستثمار الحقيقي الذي يرغب في تحقيقه مشتري السند؛

ثالثاً: قيمة القسيمة (الكوبونات) أو (الفوائد الدورية المستحقة للسند)؛

رابعاً: القيمة المحددة لاستهلاك السند؛

خامساً: الفترات الزمنية بسداد الفوائد الدورية للسند (الكوبونات) والتي قد تكون سنوية أو تقل عن السنة.

### 3.3.2. إهلاك قروض السندات

إن الدول المتخلفة مدعوة إلى تعبئة مواردها المالية وتوظيفها لصالح الاقتصاد عن طريق استخدامها في مشاريع تنمية منتجة، وحتى تتم تعبئة أحسن للادخار في هذه الدول يجب أن تعمل السلطات على: [79] ص 32

- تقوية البنوك والجهاز المصرفي في تعبئة الادخار ولعل تطبيق أسعار فائدة حقيقية موجبة يسمح باكتساب المدخرين للثقة ويضمن لهم القوة الشرائية من الأموال التي يخصصونها لتوظيفها في الادخار؛  
- الاهتمام بالإنتاجية وتحقيق التقدم فيها حتى يسمح ذلك بزيادة دخل العائلات مما يمكنهم من الادخار أكثر؛

- تخفيض إنفاق الدولة على الإدارة وتوفير هذه الأموال كي توظف في القطاعات الاقتصادية المنتجة مباشرة؛

- محاربة الإسراف والضياع والهدر ووضع معايير للأداء وتحسين الإدارة بشكل عام وذلك لزيادة أرباح القطاع العام؛

- اعتماد سياسة سعرية ملائمة ترفع على أساسها أسعار المنتجات الكمالية التي يراد تخفيض استهلاكها وتخفض فيها أسعار المنتجات الأساسية؛

- وتعتبر الوسيلة الواعدة للرفع من معدل الادخار المحلي هي زيادة الادخار العام عن طريق تحسين الأوعية الضريبية وعمليات التحصيل للإيرادات العادية (الضرائب المختلفة) والتقليل من النفقات العامة وكذا بواسطة أرباح المؤسسات العامة، وبغية تعزيز كفاءة توزيع المدخرات وتمويل الاقتصاد ينبغي توجيه العناية لأدوات الادخار طويلة الأجل؛

لتحقيق الزيادة في الادخار طويل الأجل يجب إجراء تغيير في السياسة يشمل التقليل من اللجوء إلى التمويل الحر من صناديق المعاشات ومؤسسات التأمين على الحياة، وزيادة مشاركة القطاع الخاص للمساعدة في تنشيط المنافسة وتحقيق المزيد من التطور؛

- دعم مختلف المؤسسات الائتمانية من صناديق الادخار، صناديق التأمين على الحياة وصناديق الضمان الاجتماعي إضافة إلى تنشيط أسواق المال ( القصيرة والطويلة الأجل ) التي لا زالت تعرف ضعفا في الدول النامية إن لم نقل غيابها في بعض الحالات، وهذا يستوجب على السلطات أن تعمل على تنشيط هذه الأسواق وبعث الحيوية فيها أو إنشائها إن لم تكن موجودة حتى تعطي دفعا جديدا لتعبئة الادخار وتوظيفه لصالح التنمية.

يتم تنشيط السوق المالي من خلال دخول أكبر عدد من المؤسسات وتشجيع المواطنين للاكتتاب في الأسهم والسندات المصدرة من قبل هذه المؤسسات والمطروحة للاكتتاب من خلال السوق المالي، هذه

العملية تعد جذب لمخدرات الأفراد إضافة إلى تمويل المؤسسات. ومادام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها إضافة إلى فائدة ثابتة أو متغيرة من القيمة الاسمية للقرض السندي في نهاية كل سنة عادة، ولإهلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن

فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة وفيما يلي هذه الطرق: [80] ص 76

**1- السداد الجزئي للسندات:** تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجل استحقاق القرض الجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل المؤسسات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

**2- تكوين احتياطي استهلاك السندات:** قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد؛

- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة؛

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها المؤسسة المصدرة.

**3- السداد التدريجي:** تصدر بعض المؤسسات نوعاً من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث تستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السندات تدريجياً وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

تعتبر عملية السداد في أجل الاستحقاق الكيفية الأسهل بالنسبة للمؤسسة المصدرة ولكنها تجبرها على دفع مبلغ مالي مهم أثناء أجل الاستحقاق بالإضافة للفائدة السنوية المدفوعة على القيمة الاسمية للقرض وهذا خلال كل مدة حياة القرض، ويمكن استعمال المعادلة الآتية لحساب تسديد القرض السندي:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{At}{(1+i)^t} \quad \dots [8] \text{ ص } 360$$

حيث أن M: مبلغ رأس المال المقترض.

At: القسط السنوي للفترة t المدفوع في نهاية السنة والمركب من إهلاك رأس المال

المقترض والفائدة.

i: القيمة الاسمية للقرض.

n: مدة حياة القرض.

مثال: قرض سندي ب 100.000 سند بقيمة اسمية 1000 دج للسند وبمعدل فائدة 6% خلال مدة 5 سنوات وهذا بتسديد مباشر في اجل الاستحقاق وجدول الاهتلاك هو كالاتي:

الجدول رقم 01: اهتلاك القرض السندي مباشرة [81] ص 28

السنوات	الاهتلاك	الفائدة	القسط السنوي
1	—	6.000.000	6.000.000
2	—	6.000.000	6.000.000
3	—	6.000.000	6.000.000
4	—	6.000.000	6.000.000
5	100.000.000	6.000.000	106.000.000
المجموع	100.000.000	30.000.000	

نفس المثال بالنسبة لطريقة الاهتلاك عبر أقساط سنوية ثابتة حيث القرض السابق يهتك كل سنة عبر قسط سنوي ب 20.000.000 ليصبح جدول الاهتلاك كالاتي:

الجدول رقم 02: اهتلاك القرض السندي عبر أقساط ثابتة [81] ص 29

السنوات	الاهتلاكات	الفائدة	الأقساط السنوية
1	20.000.000	6.000.000	26.000.000
2	20.000.000	4.800.000	24.800.000
3	20.000.000	3.600.000	23.600.000
4	20.000.000	2.400.000	22.400.000
5	20.000.000	1.200.000	21.200.000
المجموع	100.000.000	18.000.000	

هذه الطريقة تعطى منفعة للمؤسسة المصدرة من خلال توزيع تكاليف القرض على طول مدته، وتحسب كذلك عبر تسديد عدد معين من السندات كل سنة خلال مدة القرض وذلك حسب المعادلة الآتية:

[81] ص 29

$$A = N \cdot \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

حيث: A: القسط السنوي الأول.

N: عدد السندات.

i : القيمة الاسمية للقرض.

n: مدة حياة القرض.

بتطبيق هذه المعادلة على المثال السابق نجد:  $DA = 17.739.640$  أي  $A = 17.740$  سند.  
وكل سنة نضرب قسط الاهتلاك في 1,06 و جدول الاهتلاك يصبح:

الجدول رقم 03: اهتلاك القرض السنوي عبر عدد سندات ثابت [81] ص 30

السنوات	الاهتلاك النظري	اهتلاك السندات	السندات غير المهتلكة	الاهتلاك الحقيقي	الفائدة	القسط السنوي
1	17.739.640	17.740	100.000	17.740.000	6.000.000	23.740.000
2	18.804.018	18.804	82.260	18.804.000	4.935.600	23.739.600
3	19.932.260	19.932	63.456	19.932.000	3.807.360	23.739.360
4	21.128.195	21.128	43.524	21.128.000	2.611.440	23.739.440
5	22.395.887	22.396	22.396	22.396.000	1.343.760	23.739.760
المجموع	100.000.000	100.000	0	100.000.000	18.698.160	

هناك كيفية أخرى، وهي إعادة الشراء من السوق المالي، والتي تعطي إمكانية لشراء السندات المسعرة التي انخفضت قيمتها، وهذا بسعر منخفض عن قيمة التسديد.

## ملخص الفصل الثاني

يعتبر التمويل عصب المؤسسة والسائد هو التمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض، حيث لعب دورا هاما في تمويل المؤسسات الاقتصادية، وهو الذي يعرف بالتمويل غير المباشر. وباعتبار أن التمويل عن طريق البنوك محدود وغير متاح لجميع المؤسسات، ونتيجة لتنوع مصادر التمويل، فقد اهتمت المؤسسات الاقتصادية بقياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ليتم تحديد على أساسها الهيكل التمويلي الأمثل، ومن ثم تحديد تكلفة رأس المال التي تمثل معدل العائد الواجب على المؤسسة أن تحققه في استثماراتها لكي تستطيع أن تحافظ على قيمتها في السوق. ومع ارتفاع التكاليف نسبيا لمصادر التمويل التي تمنحها البنوك والمؤسسات المالية وبدراسة مزايا وعيوب أهم مصادر التمويل، فقد تحول التمويل من الشكل غير المباشر إلى الشكل المباشر، أي من التمويل البنكي إلى التمويل عن طريق السوق المالي وذلك بإصدار أوراق مالية.

أخذ القرض السندي كمصدر من مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية الكبيرة والقوية في السوق يتطور بشكل مستمر وباعتباره محور هذه الدراسة، فإن دوره لا يقتصر على تمويل المؤسسات فقط بل يتعداه إلى تعبئة مدخرات الأفراد والمؤسسات وهو ما سيتم تناوله في الفصل الموالي.

### الفصل 3 القرض السندي مصدر لتعبئة المدخرات

إن قيمة المدخرات التي يمكن تعبئتها تعتمد أساسا على مركز المؤسسة في السوق المالي وبالتالي يتم اللجوء إلى التمويل عن طريق القرض السندي يتم من طرف المؤسسات الكبيرة والأكثر كفاءة مما يساعد على زيادة معدل الادخار وجعله أكثر جاذبية.

- في هذا الفصل، نبحث في القرض السندي كمصدر لتعبئة المدخرات، وذلك من خلال ثلاث مباحث:
- في المبحث الأول، نتطرق لتقديم مفاهيم عامة حول الادخار، مصادره وأشكاله؛
  - في المبحث الثاني، نقدم للادخار ودوره في التنمية الاقتصادية؛
  - وفي المبحث الثالث، نعرض لتعبئة الادخار.

#### 1.3. مفاهيم أساسية حول الادخار

إن الادخار قضية شاملة اقتصادية، اجتماعية ونفسية يجدر أن ينظر إليها نظرة شاملة لأنها تقدر بارتباطها بالقيم والمعايير نحو الدخل والاستهلاك بقدر ارتباطها بالاستجابات والدوافع والرغبات... الخ. وتتدفق العوائد التي تحصل عليها الوحدات الاقتصادية في العملية الإنتاجية في قناتين: الأولى هي قناة الاستهلاك والثانية هي قناة الادخار. [82] ص 91

لا يتفق الادخار مع الإسراف والتبذير، ولا يتفق أيضا مع الاكتناز الذي يعد تصرف خارج الدائرة المالية والمصرفية يجعل المال راكدا لا ينتفع به أحد.

إن أي محاولة استثمار جديد أو التوسع في المشاريع القائمة تتطلب توفير الموارد المالية اللازمة لذلك وهذا يتم بادخار أصحاب الفائض وتحويل هذه المدخرات إلى استثمارات، ولا يقتصر الادخار على الفرد فقط بل يتم من جانب أعوان الاقتصاد، ويتأسس الادخار على الاحتفاظ بجزء أو نسبة من الدخل لاستخدامه لأجل معين، وغالبا ما يوجه هذا الجزء إلى الاستثمار، وفي حالات أخرى إلى إشباع حاجة ملحة أو لعدة دوافع أخرى.

تكمُن المهمة الأساسية للسوق المالي في تشجيع الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار حيث تؤدي الوظيفة التمويلية الطويلة الأجل للتنمية الاقتصادية وهذا من خلال توجيه الموارد المالية وتشجيعها وتوظيفها في المشروعات الاقتصادية والاستثمارية.

تقوم أساساً مهمة تشجيع الادخار من خلال ما يصدر من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، كما تعتبر السوق المالية بمثابة الوسيط بين المدخرين والمصدرين لهذه الأوراق المالية، حيث تتيح الفرص للمدخرين لاستثمار مدخراتهم وتتيح للمؤسسات فرصة تمويل مشاريعهم وذلك كونها تعمل على جلب المدخرات من مختلف الأعوان الاقتصاديين بكيفيات مختلفة، على نحو يحقق للمدخر توظيف لمدخراته بما يناسبه من حيث الحجم والمدة.

من الأسباب التي تؤدي إلى تشجيع الادخار. نجد توظيف الأموال في شكل القروض السندية التي تضمن عائد أو معدل فائدة متغير أو ثابت وذلك من خلال توفير السيولة اللازمة في الوقت المناسب وهذا ببيع هذه السندات وتحويلها إلى نقود حاضرة.

### 1.1.3. ماهية الادخار

لقد تطور مفهوم الادخار من عصر لآخر نظراً لتطور الأفكار الاقتصادية، ويبقى من الصعب جداً إعطاء تعريف دقيق وشامل للادخار، وقد انقسم الاقتصاديون الكلاسيكيون والمعاصرون حول هذه النقطة وهذا يرجع لتطور المجتمعات من جهة ولمفهوم الادخار ذاته من جهة أخرى.

#### **- الادخار عند الكلاسيك**

يرى الكلاسيك ابتداءً من آدم سميث إلى جون باتيست ساي بأن الادخار من العمليات التي يعتمد عليها في الاستهلاك المستقبلي بدل الاستهلاك الحاضر، وهم بذلك يأخذون في الاعتبار الممتلكات (الإرث) ومجموع الأصول النقدية والمالية في تكوين الادخار [83] ص 50، كما تم إثراء التحليل النقدي الكلاسيكي من قبل جون ستيوارت ميل الذي تطرق إلى مفهوم الاكتناز في تحليله للنقود وبيان أثرها على الأسعار وكذا ريكاردو الذي يحدد تحليله بشكل جيد وبصفة واضحة مفهوم الاكتناز باعتباره متبوعاً إن أجلاً أم عاجلاً بترع الاكتناز، وهذا من خلال تأكيده على عامل الزمن الذي يمكن المنتوجات بأن تكون موضوع مبادلة مقابل النقد المكتنز.

تبرز أعمال مالتوس بأنه ينفي أهمية الاكتناز لأنه يقدر أن مفهومي الادخار والاستثمار متساويان، هذا التحليل دفع بمالتوس إلى إتباع الآخرين وتراجع عن تحليله واعترف بفرضية وجود اكتناز أي إمكانية المحافظة على جزء من الادخار في شكل نقدي، ويسمح لنا هذا بالقول أن مالتوس يقر في نهاية الأمر بأن جزءا من الدخل الموزع على شكل نقدي يذهب إلى الرفع من احتياطي الأفراد. ورغم اعتراف جون باتيست ساي بوجود الاكتناز إلا أنه يلح على أن حركات الاكتناز (نزع الاكتناز) يجب أن لا تطول مدتها وأن لا تأخذ حجما كبيرا.

### - الادخار عند النيو الكلاسيكية

على رأسها فالرأس وفيشر اللذان يقدران أن امتناع المستهلكين من شراء منتج متاح لا يقلل في شيء من قدرتهم وإنما يرفع من اكتنازهم، ويرى فالراس كذلك أن لكل سعر فائدة محتمل ما يقابله من مدخرات الأفراد وكذلك ما يقبل الأفراد على استثماره في أصول جديدة وأن سعر الفائدة هو المتغير الذي يعادل بين الادخار الكلي والاستثمار الكلي. أما ألفريد مارشال الذي ينتمي إلى مدرسة كمبريدج فيبقى وفيها للمبدأ الكلاسيكي في التحليل حيث يرى أن هناك عنصرين مؤثرين في حجم الاحتياطيات المرغوبة تتمثل في أهمية كل من الدخل والثروة، ويؤكد على أن سعر الفائدة هو ثمن استخدام رأس المال في السوق وأن هذا السعر يميل إلى التوازن عندما يتعادل الطلب الكلي لرأس المال عند سعر معين مع العرض الكلي لرأس المال في هذه السوق عند نفس السعر.

وبذلك فإن الدوافع التي تقود الأعوان إلى الحفاظ على احتياطياتهم بالنقد تتمثل في أن حيازتهم الكبيرة للنقد تجعل أعمالهم أكثر سهولة ويسر وتعطي لهم فرصة للتجارة وأن الذي لا يمكنه الدفع نقدا ويطلب قروضا يدفع دائما أكثر بشكل أو بآخر، هذا الأسلوب في تراكم النقد يقود الأعوان إلى تجميد موارد مهمة بدلا من توجيهها نحو الاستهلاك أو الاستثمار إذ يقوم الأعوان بالتحكيم بين النقد من جهة وبين الأشكال الأخرى للحيازة من جهة أخرى.

أما ألفريد مارشال، فيرى أن هناك عنصرين مؤثرين في حجم الإحتياطيات المرغوبة تتمثل في كل من الدخل والثروة، ويؤكد على أن سعر الفائدة هو ثمن استخدام رأس المال في السوق وأن هذا السعر يميل إلى التوازن عندما يتعادل الطلب الكلي لرأس المال مع العرض الكلي لرأس المال في هذه السوق عند نفس السعر [83] ص 93. فبالنسبة لألفريد مارشال فإن العادات والتقاليد والنظرة للمستقبل تعتبر عوامل مهمة تحدد تراكم الثروة عند الأفراد، وهو نفس الدافع بالنسبة للتوجيه الاجتماعي مادام أن هذا الادخار يهدف إلى مواجهة ارتفاع نفقات تعليم الأطفال، والتي تعتبر من وجهة النظر الاقتصادية كادخار إنتاجي

مستثمر [79] ص 15، كما أنه يعطي لنا مجموعة من العوامل الشخصية التي تدفع الأفراد نحو الادخار، من هذه العوامل نذكر: [84] ص 05

- القدرة على إشباع الحاجات في المستقبل؛
- الحصول على عائد مضمون للفرد أو لأسرته بعد وفاته بعد التعرض لمخاطر الاستثمار؛
- إشباع رغبة الاستهلاك لدى بعض الأفراد الذين يشعرون لمنفعة تراكم الثروة أو زيادتها بين أيديهم يوماً بعد يوم؛
- تحقيق الأمان للأسرة من مخاطر المستقبل.

ينتهي الفكر الكلاسيكي إلى تليخيص مشكلة النمو والتشغيل الكامل في مشكلة الادخار وضرورة الاهتمام بتكوين هذا الأخير لتمويل النمو والتشغيل الكامل بفرض أن كل ادخار يتحول بفعل حركات سعر الفائدة إلى استثمار وأن كل ما لا يستهلك يستثمر باعتبار أن الذي يكتنز يصبح عديم الرشد الاقتصادي، وانتهت هذه المدرسة إلى أنه للارتفاع بالادخار يجب خفض الاستهلاك باعتبار ثبات الدخل عند التشغيل الكامل للموارد.

#### - الادخار عند الماركسيين

يقوم ماركس في تحليله بفضل تطرقه لطبيعة العمل التجاري (البيع والشراء) حيث أن هذه الطبيعة تسمح بل وتفرض وجود الاكتناز، وعند ماركس هناك أربع دوافع لظهور هذا الاكتناز.

- تحافظ المؤسسة على جزء من رأسمالها في شكل جامد لتصبح قادرة على مواجهة عدم انتظام رأس المال؛
- لمواجهة فترة دفع الأجور؛
- يكتنز جزء من الفائض في المؤسسة بهدف التوسع في الإنتاج؛
- بغية تعويض رأس المال الثابت والمعدات المهلكة بعد انقضاء مدة صلاحيتها، كل هذه الفترة الطويلة تجبر المؤسسة على المحافظة على أرصدة جامدة في مستواها.

#### - الادخار عند الكينزيين

بينما يعتبر كينز أن الادخار ما هو إلا ذلك الجزء المتبقي من الدخل الذي لم يستهلك وأنه يتوقف على عاملين أساسيين حددهما كينز في الدخل الشخصي والميل الحدي للاستهلاك [85] ص 108. كما يعرف الادخار بأنه الفرق بين الدخل والاستهلاك، أي هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك، لأنه ليس كل جزء لا يستهلك يدخر ربما يكتنز وهذا ما هو موجود في الدول النامية: [86]

$$Y_d = C + S$$

حيث:  $Y_d$ : الدخل الشخصي

$C$ : الاستهلاك

$S$ : الادخار

$$S = -C_0 + (1 - C_1) Y_d$$

حيث:  $C_1$ : الميل الحدي للاستهلاك

$C_0$ : الاستهلاك التلقائي

وبتفصيل أكثر يمثل الإدخار ذلك الجزء من الدخل الذي لا يستعمل للإنفاق على السلع الاستهلاكية أو أنه ذلك الجزء الذي احتفظ به بعد الاستهلاك، ومن الممكن أن يحتفظ بهذا الجزء من الدخل في أشكال عدة كان يحتفظ بها كنفود سائلة في المنزل مثلا وهذا ما يسمى بالاكنتاز الذي يختلف في مضمونه عن الإدخار، والمقصود بالاكنتاز هو ذلك الجزء من الدخل بشكل حسابات جارية أو حسابات ادخار أو أي شكل من أشكال الادخار الأخرى. [87] ص 161

إن التعريف الحديث للادخار المتمثل في أن الإدخار هو الحد من الاستهلاك لغرض أساسي هو الامتناع عن جزء معين من الدخل بغرض توجيهه للاستثمار في إنتاج سلع أخرى تأخذ طريقها بدورها للإنتاج، هو تعريف يحدد بحق المعالم الاقتصادية للادخار أي أن الإدخار عملية اقتصادية يقوم بها الفرد كما تقوم بها الدولة. [88] ص 27

عدد كينز ثمان بواعث أساسية تجعل الأفراد يجمعون عن إنفاق قدر معين من دخولهم وهي: [89] ص

129

- تكوين احتياطي لمواجهة الاحتمالات غير المتوقعة؛
- حجز قدر من الدخل لمواجهة أحداث متوقعة تغير النسبة بين الدخل والحاجات الشخصية للأفراد كالشيخوخة؛
- ادخار جزء من الدخل وتوظيفه على أساس تفضيل استهلاك أكبر في المستقبل عن الحاضر؛
- الرغبة في التمتع بالتزايد التدريجي في الاستهلاك إشباعا للحاجيات المتزايدة؛
- التمتع بشعور الاستقلال والقدرة على التصرف؛
- توفير قدر من المال بغرض القيام بأعمال المضاربة والمتاجرة؛

- التوصية بالثروة للسلف؛
- وإشباع عاطفة البخل.

أما مجموعة العوامل الموضوعية فتتمثل في العوامل التي تخضع للتقدير الاقتصادي والتي يمكن التحكم فيها وتوجيهها عن طريق السياسة الاقتصادية والمالية، ومن بين هذه العوامل:

- مدى استقرار الأسعار وتوقعات الأفراد بشأن تطوراتها مستقبلاً بالارتفاع أو الانخفاض؛
- نمط توزيع الدخل المتاحة بين أفراد المجتمع؛
- حجم ممتلكات الأفراد من الأصول العينية؛
- نمط توزيع الأصول المملوكة للأفراد؛
- الأرباح والخسائر المقدرة والتغير في السياسة المالية؛
- ومستوى أسعار الفائدة ومدى انتشار البنوك والمؤسسات الادخارية ووفرة الأوعية الادخارية وتنوعها والاتجاهات العامة للأفراد لحيازة الثروات.

والملاحظ بصفة عامة أن مدخرات القطاع العائلي في الدول النامية تتصف بالانخفاض الشديد، ويرجع ذلك إلى عوامل كثيرة من أهمها: [90] ص 315

- انخفاض الدخل؛
- سوء توزيع الدخل؛
- أثر المحاكاة: أي محاكاة الفرد في الدول المتخلفة لأنماط الاستهلاك في الدول المتقدمة؛
- عدم كفاية أجهزة تجميع المدخرات؛
- عدم استقرار القوة الشرائية للنقود.

إن تحليل مختلف وجهات نظر الاقتصاديين حول دوافع الإيداع تسمح لنا بالقول أنها تختلف من فرد لآخر ومن مجتمع لآخر حسب متغيرات عميقة في نفسية المدخرين تتألف فيما بينها حول النقاط التالية:

- بواسطة الإيداع تهدف العائلات إلى تحقيق الأهداف في المدى الطويل، هذه النظرة البعيدة يمكن أن تحلل إلى ثلاث مستويات، ففي المستوى الأول يرتبط قرار الإيداع مباشرة بهدف الاستثمار وفي المستوى المتوسط يأخذ الإيداع شكل التأمين ضد الخطر وفي المستوى الأعلى يؤخذ قرار الإيداع بهدف زيادة الاستقلالية ودعم حرية التصرف؛

- ميل الاستهلاك إلى الجمود عندما يرتفع دخل الأفراد هنا يكون الإيداع طابع البقية من الدخل على

الاستهلاك؛ [91] ص 25

- وأخيرا يمكن للفرد أن يملك غريزة الإدخار بغرض الغنى والثراء الذي يحدث تدريجيا فيحول الإدخار في البداية لشراء سلعة استهلاكية دائمة ثم يحول الإدخار للرفع من دخله بفضل امتلاك سلعة إنتاجية، ثم في مرحلة متقدمة لا يكتفي الفرد بالحصول فقط على سلعة استهلاكية أو إنتاجية لكن يرغب في بلوغ قوته الاقتصادية. [92] ص 62

إن الادخار يؤثر بصفة مباشرة على الحياة الاجتماعية والاقتصادية لبلد ما حيث أن آثاره متعددة وتشمل التشغيل (العمالة)، توزيع الدخل، تحسين الاستهلاك والرفع من الأرصد الموجهة للاستثمار، وبنفس هذا التسلسل في الأفكار يمكن لكل من الإدخار والاستثمار أن يعتبران كعنصرين ضروريين في نشر التقدم التقني والاقتصادي الذي يؤثر بدوره على النمو والمستوى المعيشي للدولة.

إن الادخار يجب أن يكون القاعدة الأساسية لكل تنمية اقتصادية التي هي حجر الزاوية في كل سياسة استثمارية وعليه فإن كل إستراتيجية تنموية اقتصادية يجب أن تؤسس على تعبئة الادخار، هذا الأخير يسمح بتوجيه فعال للموارد الموجودة بالتحكم أفضل في التكاليف الوسيطة وبفضل توزيع متكافئ للدخل تساهم في النهاية في تقليص آثار التضخم على الحياة الاقتصادية للدولة.

ويختلف الادخار عن الاكتناز من حيث أن هذا الأخير لا يمكن أن يتحول إلى رأس مال عيني مادام الفرد يحتفظ به في صورة نقود، ومن ثم فإنه لا يزيد دخل المجتمع أو ثروته. [93] ص 16

يمثل الادخار ذلك الجزء من الدخل الذي يعرض في سوق رأس المال، أما الاكتناز ولو أنه يتشابه مع مفهوم الادخار كونه جزءا من الدخل لم ينفق على الاستهلاك، إلا أنه لا يعرض في سوق رأس المال، بل يحتفظ به على شكل نقد، وبالتالي يمثل تسربا من دورة الدخل، وعلى هذا النحو يمثل الاكتناز جزءا من الدخل الوطني المعطل. [94] ص 09

وللاكتناز بمعناه السابق آثار ضارة بالتنمية الاقتصادية، وخاصة إذا علمنا أن بعض الدراسات أوضحت انه يمكن تحرير جزء من المكتنزات التي تأخذ شكل الذهب والأحجار الكريمة والعملات الأجنبية لاستخدامها في تمويل الاستثمارات المطلوبة للتنمية، وعلى الرغم من صعوبة تقدير حجم أو قيمة هذه المكتنزات خاصة في الدول النامية إلا أن بعض الدراسات أوضحت أن ما يكتنزه الأفراد من الذهب فقط حوالي 10% من الدخل في بعض دول شرق آسيا وبعض دول الشرق الأوسط. [95] ص 04

إن سياسة الادخار الجيدة المؤسسة على سوق مالي فعال تقلل كثيرا من الفوارق في توزيع المداخل بين كل من المقرضين والمقترضين، ويمكن التأكد من هذا عندما يقترح السوق المالي تنويعا أكبر في الإيداع تصاحبه مردودية مغرية جدا. [96] ص 27

### 2.1.3. مصادر الادخار

إن القيام بأي عملية تنمية تتطلب رؤوس أموال ضخمة للحصول على السلع والخدمات الممكن استخدامها في عملية التكوين الرأسمالي، ولذلك يمكن الاعتماد على الإيداع كمصدر هام لتمويل تكوين رأس المال، وذلك بالمساهمة المعتبرة لثلاث أعوان اقتصاديين: العائلات، المؤسسات والدولة وتشكل الفئات الثلاثة ما يصطلح على تسميته بـ "الإيداع المحلي"، لكن قد تكون الموارد المحلية غير كافية لتغطية احتياجات التنمية من موارد لذلك يستوجب استكمالها بموارد أجنبية والتي يطلق عليها اسم "الإيداع الخارجي".

وبصفة عامة يمكن القول أن هناك ثلاث مصادر أساسية للتمويل الخارجي وهي: المعونات الأجنبية، القروض الأجنبية والاستثمارات الأجنبية المباشرة، ورغم المزايا التي تضيفها المساهمة الأجنبية في الاستثمار المحلي سواء في شكل رؤوس الأموال أو في شكل تحسين في كفاءة الأداء والإنتاجية أو في شكل تحسين جودة المنتجات وما إلى ذلك [97] ص 92، إلا أنها تصاحبها العديد من السلبيات أبرزها:

[98] ص 07

- إن هدف المساهم الأجنبي هو في الواقع تحقيق أقصى قدر ممكن من الأرباح وبالتالي الحصول على أكبر معدل عائد استثماري وليس المساهمة في تنمية وتطوير الاقتصاد المحلي بدرجة أساسية، وقد يكون تحقيق هذا الهدف على حساب الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المحلية؛
- إن الاستثمارات أو الشركات الدولية خاصة الضخمة قد يمكنها من تكوين احتكارية معينة تسيطر بها على بعض مجالات الإنتاج في الاقتصاد المحلي؛
- عدم استخدام الأرباح المتولدة عن هذه المشاركات في رفع معدل التراكم الرأسمالي المحلي في القطاعات الأخرى؛
- الأعباء التي تفرضها إعادة تحويل الأرباح المتولدة عنها على ميزان المدفوعات قد تترك أثارا غير مرغوب فيها من الناحية التمويلية والاقتصادية؛
- قد يترتب عن الاستثمارات الأجنبية خاصة الضخمة أثارا سلبية على البيئة مثل التلوث البيئي بجميع أنواعه أو استنزاف للموارد الاقتصادية. لذا يجب أن تسن القوانين أو التشريعات المناسبة لمعالجة مثل هذه السلبيات.

وأكثر ما يهتما هنا هو تعبئة المدخرات المحلية، فمصادر الادخار المحلي والتي تتمثل في ادخار القطاع العائلي، ادخار قطاع الأعمال، والادخار الحكومي.

### 1- ادخار القطاع العائلي:

عادة ما يقاس حجم الإدخارات لهذا القطاع بالفرق بين مجموع الدخل الممكن التصرف فيها، والإنفاق الخاص على الاستهلاك، وتوضح هذه الفجوة في الإدخارات بين البلدان المتقدمة والبلدان النامية، ففي البلدان المتقدمة يشكل القطاع العائلي المصدر الرئيسي للإدخارات المحلية (فعلى سبيل المثال في، و.م.أ يشكل أكثر من 70 %) أما في الدول النامية – وخاصة غير النفطية منها-، فإنها لا تحقق إدخارات كبيرة بل وأحيانا سالبة. [6] ص 41

تتخذ مدخرات القطاع العائلي عدة صور منها:

- الاستثمار المباشر: ويشكل هذا النوع من المدخرات جانبا هاما من الإدخار في الريف ومثاله اقتناء المزارعين للآلات والمعدات الزراعية وبناء المساكن وإصلاح المزارع.... الخ؛  
- المدخرات التعاقدية: مثل عقود التأمين على الحياة أو نظم التأمينات الاجتماعية والمعاشات وتتميز هذه المدخرات بدرجة من الثبات؛

- الأصول السائلة: مثل الأرصدة النقدية أو الأصول المالية كالأسهم والسندات وشهادات الاستثمار أو تأخذ شكل الودائع في صناديق التوفير أو المصارف سواء الجارية أو الآجلة.

وتزداد أهمية كل من الشكلين الأخيرين (المدخرات التعاقدية والودائع والأوراق المالية) في الدول المتقدمة وفي الدول النامية التي حققت شوطا من التقدم، حيث تنتشر البنوك والمؤسسات المالية ويقبل الأفراد على التعامل معها والتعرف بذلك على الأوعية الادخارية المختلفة، وفي هذه الحالة تصبح المدخرات في متناول المستثمرين وأرباب الأعمال، حيث تزداد الأرباح المتوقعة عادة عن أسعار الفائدة السائدة. [99] ص 188

### 2- ادخار قطاع الأعمال:

يقصد بقطاع الأعمال كافة المشاريع الإنتاجية التي تستهدف تحقيق الأرباح من مبيعاتها التي تشكل بدورها مصدرا للإدخارات. وتنقسم هذه الإدخارات إلى نوعين هما: [6] ص 44

**1-2- إدخارات قطاع الأعمال الخاص:** وتتمثل بالأرباح غير الموزعة التي تحتفظ بها الشركات المساهمة – فقط – وبالتالي فإنه تزداد إدخاراتها كلما ازدادت أرباحها، وفي الدول النامية، لا تقوم هذه الإدخارات بدور مهم في عملية التنمية لأسباب تتعلق بسلوكيات أصحاب هذه المؤسسات مثل نمط الاستهلاك البذخي، وقلة الحافز على توسيع مشروعاتهم نظرا لعدم مؤاتاة البيئة الاقتصادية والسياسية مثل مخاطر التأمين والإضطرابات السياسية التي غالبا ما تحدث في مناطق عدة من العالم النامي.

**2-2- ادخار قطاع الأعمال العام:** وتتمثل بأرباح المشروعات التي يمتلكها القطاع العام، وهي عبارة عن الفرق بين قيمة السلع النهائية المنتجة وتكاليف إنتاجها، بيد أن هذه الإدخارات تعاني هي الأخرى من تضائل في مقاديرها بسبب فشل إستراتيجية إحلال الواردات وبالذات في الصناعات التجميعية، وهي صناعات تعتمد برامج إنتاجها وتشغيلها بقدر كبير على استيراد المستلزمات من الخارج، يضاف إلى ذلك كله حالة الإسراف في الاستثمارات العامة وانخفاض الإنتاجية وسوء الإدارة وما إلى غيرها من العوامل التي أدت بالتبعية إلى انخفاض في أرباح هذه المشروعات.

وبصفة عامة يتمثل ادخار قطاع الأعمال في ذلك الجزء الذي تخصصه مختلف المؤسسات الزراعية والصناعية والتجارية والخدماتية سواء كانت ذات طابع عمومي أو خاص، من أرباحها في زيادة استثمارها في القطاع نفسه أو في قطاعات أخرى منتجة، وتعتبر مدخرات هذا القطاع أهم مصادر الإدخار حجما في الدول المتقدمة اقتصاديا كما في الوم. أ، اليابان ودول أوروبا. ويتوقف ادخار قطاع الأعمال على الأرباح المحققة وعلى سياسة توزيع لك الأرباح فكلما كانت الأرباح كبيرة كلما زادت المدخرات. كذلك كلما كانت سياسة توزيع الأرباح غير مستقرة وغير منتظمة فإنه يترتب على ذلك زيادة ادخار المنشآت في فترات الرواج والرخاء بينما تميل إلى الانخفاض أو الاختفاء في فترات الكساد والركود. [100] ص 241

### 3- الادخار الحكومي:

يتمثل الادخار الحكومي، بالمعنى الواسع، في الفرق بين الإيرادات الجارية والنفقات الجارية. وتشمل الإيرادات الجارية الضرائب وما يسمى الموارد الإدارية كالرسوم والرخص والغرامات وغير ذلك، وهي بذلك لا تشمل على أرباح القطاع العام أو حصيله القروض العامة (محلية أو أجنبية). أما النفقات الجارية فتشمل مصاريف الإدارة الحكومية وتكاليف المرافق العامة وفوائد الدين العام.... وبذلك فهي لا تشمل على النفقات الاستثمارية التي تنفقها الدولة في غمار عملية التنمية الاقتصادية.

أما الادخار الحكومي بالمعنى الضيق، فيتمثل في الفرق بين الضرائب والنفقات الجارية وأيا ما كان الأمر، فإن الإدخار الحكومي هو عبارة عن الفائض المتبقي الذي يحققه القطاع الحكومي ويكون أحد مصادر تمويل التنمية الاقتصادية. [101] ص 351

إن مجمل الإيرادات النهائية للإدارات والجماعات المحلية والضمان الاجتماعي تشكل دخل الدولة، هذا الدخل يتشكل من الضرائب، الاشتراكات والاقتطاعات الإجبارية وهو يأخذ ثلاث اتجاهات رئيسية: فيمثل الجزء الأول دخل الأعوان الاقتصاديين الآخرين في شكل مرتبات وأجور الموظفين، ويوجه الثاني نحو نفقات الإدارات والجزء الباقي يمثل الإدخار الإجمالي للدولة والذي يخصص بدوره لتمويل الاستثمارات الإنتاجية والنفقات العمومية الأخرى كإنشاء الهياكل القاعدية الأساسية مثل المستشفيات، المدارس والمسكن.... الخ [102] ص 53 وتؤدي هذه النفقات العامة أو الإعانات الحكومية إلى

ارتفاع ميل المستفيدين إلى الإدخار سواء اتخذت هذه النفقات صورة خدمات مجانية أو إعانات اقتصادية أو اجتماعية. [103] ص 150

وباستثناء الدول النامية البترولية فإن الإدخار الحكومي يسهم بنصيب ضئيل في المدخرات الوطنية، وفي الكثير من الأحيان تكشف الميزانيات عن ادخار حكومي سالباً ويكمن السبب وراء ذلك في تخلف معدل الزيادة في الإيرادات الجارية عن نسبة الزيادة في النفقات الجارية والذي يعود إلى:

- قصور النظام الضريبي في الدول النامية، فالضرائب غير المباشرة تمثل المصدر الرئيسي للإيرادات الجارية في حين تمثل الضرائب المباشرة نسبة ضئيلة من الدخل الوطني مع عدم خضوع ناتج بعض الأنشطة للضرائب؛
- ضعف كفاءة الجهاز الضريبي وارتفاع معدل الغش والتهرب الضريبي؛
- تصاعد أرقام الاستهلاك العام بفعل الإسراف وعدم الرشادة في الإنفاق.

### 2.3. الادخار والتنمية الاقتصادية

إن للادخار وتوظيفه من أجل التنمية الاقتصادية أمر ضروري لكل اقتصاد حتى يؤمن الأموال اللازمة والضرورية للعملية التنموية وذلك لأن مشكل التمويل هو في نفس الوقت مشكل تعبئة الموارد المالية، فالدول النامية مدعوة إلى تعبئة مواردها المالية المحلية وتوظيفها لصالح الاقتصاد عن طريق استخدامها في مشاريع تنموية منتجة، ولتدعيم هذا الإدخار يجب على السلطات النقدية والمالية في هذه الدول أن تخلق المناخ المناسب للمؤسسات المالية الموجودة فيها حتى تلعب دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وذلك باتخاذ وسائل فعالة تأخذ طابع ومميزات تتعلق بالهدف الذي تصبوا إليه الأوعية الادخارية والانتمائية الموجودة في البلاد والتي يجب أن تتماشى مع احتياجات ظروف الاقتصاد. إن من بين أهم الأدوات التي تتولى عملية توجيه المدخرات نحو الاستثمار والتي من شأنها تحقيق التنمية الاقتصادية خارج النظام المصرفي نجد الأسواق المالية وبصفة خاصة طرح قروض سنوية للاكتتاب فيها عن طريق السوق المالي، هذه الوسيلة في تعبئة المدخرات والتي بدأت تنتشر في السنوات الأخيرة وبصفة متزايدة.

### 1.2.3. العوامل المحددة للادخار

علق الكلاسيك أهمية كبيرة على علاقة سعر الفائدة بالمدخرات الفردية واعتبروها علاقة طردية، إلا أن كينز أوضح قصور النظرية الكلاسيكية في تحليلها لعلاقة سعر الفائدة بحجم المدخرات على أساس عدم واقعية بعض الافتراضات التي قامت عليها، وأبرزها أن الطابع الغالب على سلوك الأفراد هو عدم إعطائهم أهمية لسعر الفائدة عند توزيع دخولهم بين الاستهلاك والادخار، وأن قدرتهم

على الإدخار تتحدد بالدخل المتاح، بل تصور حالات تكون فيها العلاقة بين سعر الفائدة والإدخار عكسية، وقد ركز كينز على أهمية الدخل الممكن التصرف فيه كعامل محدد للإدخار، أما سعر الفائدة فلم ينل اهتمام كبير في تحليله للعوامل المحددة للإدخار بالقدر الذي تناوله الاقتصاديين الكلاسيك. [104]

ص 18

كما يتوقف حجم الإدخار على مقدار دخول الأفراد وعلى مدى مقدرتهم على إشباع حاجاتهم الأساسية وعلى عدالة توزيع الدخل ومدى استقرارها، ويشكل الإدخار السلبي الذي يتخذ صورة الاكتناز في المعادن الثمينة نسبة معتبرة في الدول المتخلفة فقد قدرت تقارير الأمم المتحدة نسبة الاكتناز في الدول المتخلفة في حدود 10 % من الدخل وخاصة منطقتي آسيا والشرق الأوسط. [105] ص 24

ويمكن حصر العوامل التي تسهم في تحديد الإدخار وحجمه على النحو التالي:

**1- الدخل:** يعتبر الدخل من أهم العوامل الاقتصادية الموضوعية المؤثرة في حجم المدخرات ويمكن اعتباره مؤشرا متغيرا في سلوك الإدخار بشكل عام والطلب على الودائع بشكل خاص وله علاقة وثيقة بالنتائج المحلي الإجمالي. [106] ص 12

إن نتائج دراسة كينز قد فتحت المجال أمام الإقتصاديين المعاصرين لإجراء توفيق بين نتائج هذه الدراسة وفروض الدالة الكينزية، ولقد تبلور ذلك في إعادة إيضاح نظرية كينز فيما يتعلق بالدخل وأصبحت تعرف بنظرية الدخل المطلق وظهور نظرتين آخريتين هما نظرية الدخل النسبي ونظرية الدخل الدائم، وعلى الرغم من أن هذه النظريات ترى أن الدخل الشخصي هو المحدد للاستهلاك والإدخار، إلا أن كل منها تحدد دورا مختلفا للدخل كمؤثر على الإنفاق الاستهلاكي وبالتالي الإدخار الشخصي. [107] ص

61

يعتبر مستوى الدخل الكلي المتاح واحدا من أهم العوامل المحددة لمستوى الإنفاق الاستهلاكي الكلي وبالتالي لمستوى الإدخار الشخصي الكلي، ومع ذلك يتوقف مستوى الإنفاق الاستهلاكي عند أي مستوى للدخل المتاح على نمط توزيع هذا الدخل بين الطبقات. وبصفة عامة، يمكن القول أن تحقيق المزيد من المساواة في توزيع الدخل قد يؤدي إلى زيادة نسبة ما يوجه للاستهلاك وبالتالي تقليل ما يوجه للإدخار. [107] ص 99

**2- سعر الفائدة:**

لا يوجد اتفاق كبير في الرأي حول العلاقة بين الإدخار والسعر الحقيقي للفائدة في الدول النامية حيث لا تبدو هناك علاقة منتظمة بين معدلات العائد وسلوك الاستهلاك والإدخار وذلك لوجود عدة أسباب، ولعل أهم هذه الأسباب التي قد تجعل الإدخار أقل استجابة للتغيرات في أسعار الفائدة الحقيقية في بلدان الدخل المنخفض عنه في بلدان الدخل المتوسط، كون البلدان المنخفضة الدخل تتميز بنقص السيولة المالية، مما

يعني أن التغير في الاستهلاك سينتأثر بشدة في الدخل الجاري أكثر من تأثره بالتغيير في معدلات العائد. [108] ص 16

### 3-العوامل الاقتصادية الأخرى:

يمكن القول أن الدخل ليس وحده هو المفسر الكامل للتغيرات في الإدخار، بل هناك دور للعوامل الاقتصادية الأخرى غير الداخلية مثل: هيكل توزيع الدخل بين الطبقات كما سبق الإشارة إليه وكذا المستوى العام للأسعار وما ينجم عنه من انخفاض في القيمة الحقيقية للنقود إلى تدهور ثقة الأفراد في العملة وإضعاف لأحد وظائف النقود باعتبارها أداة للإدخار وكمخزون للقيمة، ولهذا فإن التضخم يخفض الإدخار النقدي ويشجع على الإدخار العيني أي الاحتفاظ بالسلع بدلا من النقود، كما نجد أن حجم الثروة من محددات الإدخار من خلال ما تمتلكه الأسر من أصول مالية نقدية وأصول غير مالية مثل رصيد السلع الاستهلاكية المعمرة ويمكن القول بأن التغيرات في القيمة الحقيقية لحجم الأصول المالية هي التي تستتج بعض الآثار المباشرة على نسبة ما يوجه للاستهلاك والإدخار عند مستوى معين من الدخل الحقيقي المتاح. [107] ص 97 هذا إضافة إلى مدى توفر وتطور المؤسسات المختلفة التي تساعد على تعبئة المدخرات.

### 4-العوامل غير الاقتصادية:

لقد اتسمت الدراسات الاقتصادية للاستهلاك والإدخار في الفكر الكلاسيكي بابتعادها عن دراسة الجوانب الاجتماعية أو الشخصية، ثم ما لبث أن تلاشى هذا الوضع شيئا فشيئا ولقد كانت البداية الواضحة لمراعاة هذه الجوانب غير الاقتصادية عند ظهور النظرية العامة لكينز وما كشفته من عوامل شخصية تؤثر على الاستهلاك والإدخار.

أما الفكر الحديث ونظرية الدخل النسبي التي تركز على الموقف الاجتماعي في تفسير السلوك الإدخاري، والتركيز على الفروق الشخصية وكذا التغير في الهيكل العمري للسكان لدراسة الإدخار الشخصي داخل إطار العامل الأساسي وهو الدخل. [107] ص 140

إن العوامل الشخصية أو الذاتية هي تلك العوامل التي تصدر من أعماق ذاتية للفرد لتوجيهه بذلك سلوكه في الاستهلاك أو الإدخار، وتتميز بصعوبة ضبطها نظرا لعلاقتها الجذرية بنفسية الشخص، حيث أن لكل فرد منا سلوكه الخاص به يتميز به عن غيره، كما أن الإنسان بطبعه وجزئته وعاداته وتقاليده تجعل منه قادرا على تبني طريقة رشيدة وعقلانية في تقسيم دخله، وهناك بعض العوامل النفسية التي تؤثر على سلوك الفرد عند تقسيم دخله فيما بين الاستهلاك والإدخار، فالفرد يمكن أن يقطع جزء من دخله بغرض إدراجه ضمن المدخرات تحت وطأة نفسية، ومن بين العوامل الذاتية نجد دافع الأمن والأمان والاطمئنان على المستقبل يعد من العوامل المؤثرة في حجم المدخرات، دافع حب الاقتناء للسلع

والخدمات، دافع الربح، دافع التقليد والمحاكاة، دافع السيولة، دافع الحيلة والحذر، دافع المضاربة والذي يقصد بها عملية شراء وبيع الأوراق المالية من أسهم وسندات بهدف تحقيق الربح، كما نجد العوامل الاجتماعية والثقافية وتأثيرها في نمط الإدخار من خلال عامل الهجرة أو السفر وقضاء العطل، عامل اختلاف البيئة الثقافية وحسب الطبقة الاجتماعية التي ينتمي إليها الفرد ودرجة التعليم، كما يلعب العامل الديني دورا هاما في عملية الإدخار ويلاحظ ذلك انطلاقا من التعاملات مع المصارف في مختلف صور الإدخار. [109] ص 18

وبصفة عامة سوف يختلف حجم المدخرات المحلية والوزن النسبي لكل مصدر وفقا لاختلاف الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تمر بها الدولة بالإضافة إلى مستوى التقدم الاقتصادي. [110] ص 05

### 2.2.3. الادخار والتنمية الاقتصادية

إن التنمية الاقتصادية والاستمرار فيها يتطلب إضافات مستمرة من رؤوس الأموال لتوظيفها في المشاريع المختلفة، هذه الإضافات التي تؤدي إلى تكوين الطاقات الإنتاجية والتي تؤدي إلى توليد الزيادة المرغوبة في الناتج الكلي كهدف مباشر للتنمية الاقتصادية، وتأخذ هذه الأهمية بوضوح عندما نأخذ بالمفهوم الحديث الواسع لرأس المال على أنه لا يتضمن رأس المال المادي فقط بل يشمل أيضا رأس المال البشري ومن هنا يبرز الدور الكبير للموارد الحقيقية المطلوبة لتكوين الطاقات الإنتاجية في صورها المختلفة وأهمية توفير الموارد التمويلية اللازمة.

الادخار، الاستثمار، التنمية، هذه الكلمات تدق بقوة في آذان كل من يسمع لمشاكل الدول النامية، إنها في الحقيقة ظاهرة متداخلة، ولا يمكن للمسؤولين في الدول السائرة في طريق النمو التكلم عن واحدة دون التطرق للباقي، إنها حاملة التقدم الاجتماعي وكذا أمل آلاف المواطنين لتنمية مؤسساتهم. مع ذلك بعض الاقتصاديين لم يترددوا في الكشف عبر تحليلهم عن دائرتين تخفيان واقع التنمية مستندة على الادخار والاستثمار في الدول النامية. الأول يقوم على ضعف قدرة الإدخار مؤسس هو الآخر على ضعف الدخل أما الثاني فعلى ضعف قدرة الاستثمار الناتج عن ضعف القدرة الشرائية. [111] ص 14

وتشير العديد من الدراسات إلى أن الحد الأدنى من الاستثمار اللازم للمحافظة على مستوى ثابت لدخل الفرد في حالة زيادة السكان بنسبة 1 % سنويا يتراوح بين 2 % إلى 5 % من الدخل الوطني سنويا، وبافتراض أن الحد الأدنى من الاستثمار اللازم هو 4 % من الدخل الوطني سنويا وكانت نسبة الزيادة في السكان 2 % فإن الحد الأدنى من الاستثمار في هذه الحالة يجب أن يرتفع إلى 8 % من الدخل

الوطني سنويا إذا كان الهدف هو المحافظة على المستوى الحالي لدخل الفرد ومنعه من التدهور، أما إذا أريد تحقيق زيادة في مستوى دخل الفرد بنسبة 2 % فإن الحد الأدنى من الاستثمار المطلوب يجب أن لا يقل عن 16 % من الدخل الوطني سنويا. [112] ص 92

في إطار هذا المسعى لا شك أن دور الإدخار في نمو الدخل كبير، ولقد تحقق هذا الربط فعلا بين النمو من جهة والادخار والاستثمار من جهة أخرى في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير العديد من الدراسات إلى أن التوسع في مدخلات رأس المال العيني وحده مسؤول عن حوالي نصف النمو في الدخل الكلي في تسع دول متقدمة خلال الخمسة عشر (15) سنة التي سبقت 1975 وأن ثلث النمو في الدخل الكلي في دول ذات الدخل المتوسط مثل كوريا، الفلبين والمكسيك يعزى للنمو في مخزون رأس المال العيني دون الاعتبار برأس المال البشري وأن النسب العالية قد تصل إلى النصف في الدول الفقيرة خاصة في المراحل الأولى للتنمية.

إن العمل على إنعاش معدلات الإدخار والاستثمار المحلي من أهم المتطلبات اللازمة لتحسين أداء النمو على المدى المتوسط في الدول النامية، حيث أن الأهداف المتوخاة في أغلب الحالات هي تحقيق زيادة ملحوظة في الإدخار والاستثمار ولكنها مشروطة بالتزام الدول بخطط تحقيق الاستقرار وإجراءات الإصلاح الاقتصادي. ولا شك أن تأثير أزمة الديون أدى إلى الهبوط في معدلات الإدخار والاستثمار في كثير من الدول النامية وتغير نمط تمويل الاستثمار بالاعتماد على الموارد المحلية بصورة أكبر، وقد نجحت بعض البلدان في زيادة الإدخار والاستثمار وظلت في حالات أخرى معدلات تراكم رأس المال منخفضة للغاية. [79] ص 11

من العناصر الهامة في جهود تعزيز التخصيص الكفاء للمدخرات في الدول النامية إتباع سياسات نمو فائدة واقعية في إطار الأسواق المالية المتحررة، مما يسمح لأسعار الفائدة أن تعكس ظروف السوق، وقد يكون هذا التحرير كاملا - كما في حالة الأرجنتين - أو بإلغاء الضوابط تدريجيا - مثل حالة اندونيسيا، كوريا وسيريلانكا - ولا تستهدف مثل هذه السياسات والإصلاحات مجرد رفع المستوى العام للإدخار الخاص بل كذلك توجيه المدخرات بعيدا عن جهات أخرى (كالسوق الموازية وغير النظامية وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج) ونمو النظام المصرفي المحلي أو الأسواق المالية الأخرى.

إن هروب رؤوس الأموال نحو الخارج يعتبر مشكلة في أغلب الدول النامية أين وزن دفع الديون المتركمة بدأ يتضاعف، هذا وحسب تقرير لصندوق النقد الدولي خلال الفترة 1974-1985 أن رؤوس

الأموال الخارجة من الدول في طريق النمو أكثر من 250 مليار دولار، نجد حوالي 2/3 (ثلثي) هذه القيمة لم يتحدد مكانها في تصريح للممتلكات وبالتالي اعتبرت هروب لرؤوس الأموال – هذه الأموال توافق حوالي 1/4 (ربع) القروض الجديدة التي تحصلت عليها الدول في طريق النمو في نفس الفترة السابقة الذكر، ومن هنا نلاحظ أنه ليس مشكل هروب رؤوس الأموال نحو الخارج بالهين ولكن العكس فهو يمثل مشكل ذو أهمية قصوى يجب إيجاد الحلول المناسبة له في أقرب وقت ممكن. [111] ص 21

ومن بين الحلول لمشكلة هروب رؤوس الأموال التي تعاني منها الدول النامية المثقلة بالديون يتطلب خلق شعور لدى المدخرين المحليين بأن الاحتفاظ بأصولهم محليا – المادية أو المعنوية – مريح وذو مردودية، ولكن حتى إن وجدت فرص الاستثمار المحلي المجزي فإن القيود المالية قد تدفع الأفراد إلى الاحتفاظ بأصولهم في الخارج.

ويمكن لتدابير الإصلاح المالي أن تخفف الحاجة إلى الوساطة المالية الأجنبية (الاقتراض الخارجي) بتغيير تكوين الإدخار الوطني بحيث يبتعد عن تجميع الأصول المالية الأجنبية ويتجه إلى الأصول المحلية.

بالإضافة إلى أن مستوى تقدم النظام المصرفي والمؤسسات المالية هي أفضل المؤشرات للتنمية وأن الزيادة في مدخرات النظام المصرفي والمؤسسات المالية تعكس الدور المهم لهما والدور الذي يقوم به الجهاز المصرفي والمالي يجب أن يقاس من خلال قدرتهما على تعويض في الإدخار المحلي المقابل للاستثمار وذلك بتحقيق التعبئة القصوى للمدخرات إضافة لهما نجد كل من السوق المالي ومؤسسات التأمين والمؤسسات الادخارية الأخرى تلعب دورا هاما في تعبئة المدخرات مما يساهم في تقليص هروب رؤوس الأموال نحو الخارج.

على سبيل المثال فانه يصعب توفير المهارات الفنية والإدارية بالكمية والنوعية المطلوبتين ما لم يتم استثمار ضخم في مجالي التعليم والتدريب كما أن زيادة رقعة الأرض الزراعية تتطلب إنفاق قدر كبير من الاستثمار في أعمال استصلاح الأراضي ومد شبكات الري والصرف وهكذا فإن تحقيق مستوى أعلى من التنمية ورفع مستوى المعيشة يتطلبان القيام بإنشاء عدد كبير من المشروعات الإنتاجية لزيادة طاقة المجتمع الإنتاجية وهذا يتطلب قدرا كبيرا من الموارد في شكل ادخار. [84] ص 16

### 3.3. تعبئة الادخار

الادخار في المؤسسات المصرفية وفي المؤسسات غير المصرفية وفي المؤسسات الاقتصادية، يكون العون الاقتصادي متصرف واعي بالإحجام عن الإنفاق وتأجيل الاستهلاك الحاضر إلى المستقبل. فالمؤسسات المصرفية تعد هي المؤسسات الغالبة لجذب الادخار، لكن هناك مؤسسات أخرى تقوم بعملية تعبئة الادخار. ونجد على رأسها على الخصوص المؤسسات الاقتصادية وشركات التأمين التي تلجأ للاكتتاب العام مقابل تحمل المؤسسات الطالبة للمدخرات دفع عمولات وتكاليف مهنية (رسوم وأتعاب قانونية وأتعاب المحامين وأتعاب المصارف والمؤسسات المالية) وتكاليف معلنة إضافية (الطباعة ورسوم التسجيل) وتكاليف أخرى غير ظاهرة ومستقبلية.

#### 1.3.3. أشكال تعبئة الادخار

حين تحدثنا عن المفهوم العام للادخار، ذكرنا أن الادخار يتأسس على تجنيد جزء من الدخل لاستخدامه بعد أجل معين (استثماره). فالادخار ثم الاستثمار يتم من جانب الفرد ومن جانب الدولة، فالفرد يحتجز جزء من دخله ليستثمره لصالحه ولصالح المجتمع إذا عرف السبيل إلى استثمار ماله عن طريق أحد الأوعية الادخارية. والدولة تحتجز جزءاً من دخلها تستثمره لصالحها العام ولصالح المواطن وتشجع المدخرات الفردية لصالح المدخرين ولصالح المجتمع بصفة عامة.

يتضح من ذلك وجود شكلين أساسيين للادخار هما الادخار الإجباري الذي تلزمه الدولة والادخار الاختياري الذي يمارسه الفرد تلقائياً.

#### **1- الادخار الإجباري:**

يقصد به ذلك الادخار الذي يتحقق باقتطاع جزء من الدخل بصورة إلزامية ومن ثم يتمثل في إحداث قيد على الميل الطبيعي للاستهلاك، خاصة لدى الأفراد. [95] ص 08 وتلجأ الدولة لمثل هذا الادخار لعدة أسباب تتمثل في كونه مصدراً لتمويل المشاريع الاستثمارية كشق الطرق، وبناء المدارس... الخ، إضافة إلى كونه منفعة للفرد المدخر نفسه كالمعاشات واشتراكات الضمان الاجتماعي... الخ. [88] ص 33 ويتضمن هذا الشكل من الادخار ما يلي: [84] ص 06

**1-1- الادخار لصالح الدولة:** هو نوع من الادخار الذي تتضمنه خطة الدولة وتلتزم به بالامتناع عن استهلاك جزء من الإنتاج ومن ذلك احتجاز جزء من الأرباح في المؤسسات ومشروعات القطاع العام وحصيلة الرسوم والضرائب التي تحدها الدولة على السلع المستوردة أو المنتجة محلياً وأنواع الضرائب والرسوم الأخرى.

**1-2- الادخار لصالح المواطن:** هو نوع من الادخار الذي تتضمنه خطة الدولة وتلتزم به كمشروعات التأمينات الاجتماعية والمعاشية وبالتالي فإن الدولة تقوم بهذا النوع من الادخار باعتبارها ملزمة بالتنمية

الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع وبالتالي حماية المواطن وتأمين مستقبله. كما يشمل هذا الشكل من الادخار ما يسمى بالإدخارات الجماعية: وهي الإدخارات التي تقتطع من دخول بعض الجماعات بطريقة إجبارية طبقا لتشريعات معينة ملزمة بقانون، ومثلها أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة وهي خاصة بالعاملين في الجهاز الإداري للدولة والهيئات العامة وبالوحدات الاقتصادية التابعة لها، حيث تقوم هذه الأموال المتجمعة إلى الهيئات المختلفة التي تحتاج إليها في صورة استثمارات تمثلها أحيانا أوراق مالية مختلفة وتختلف هذه الإدخارات عن باقي الإدخارات الإجبارية في أن الأفراد المساهمين في تكوينها سيحصلون على مزايا مباشرة مثل الخدمات الصحية والتعويضات والمعاشات... الخ.

ومعنى ذلك أن هذا الادخار إلى جانب إسهامه في تمويل التنمية الاقتصادية، فإنه يسهم أيضا في استقرار العلاقات الاجتماعية بين الأفراد عن طريق تأمين حياتهم ومستقبلهم وضمان حقوقهم، ولذا فهو أكثر قبولا لدى الأفراد والهيئات عن الأنواع الأخرى للإدخار الإجباري. [6] ص 47

## 2- الادخار الاختياري:

وهو الشكل الأساسي الثاني من أشكال الادخار ويتم عن طريق اقتناع الفرد اقتناعا إراديا بالامتناع عن استهلاك جزء مما يحصل عليه من دخل واستثماره بقصد إحداث توازن مرغوب فيه من جانب الفرد بين ما يحصل عليه من فائدة عاجلة وفائدة آجلة تترتب على تجنب هذا الجزء من الدخل لسبب أو لآخر وعلى ضوء اعتبارات مستقبلية تتصل بالفرد، وبالتالي فإن الادخار الاختياري هو ادخار فردي متروك لحرية الفرد ووعيه ورغبته في الادخار دون أي دوافع خارجية تجبره عليه أو تلزمه به. [84] ص 07 ولما كان الادخار الفردي اختياريا فللفرد علاوة على حريته في تحديد المبلغ الذي يدخره فإن له الحرية المطلقة في اختيار الوسيلة لذلك.

### 2.3.3. تعبئة الادخار خارج القرض السندي

إن الادخار في المؤسسات المصرفية، يعني تجنب العون الاقتصادي لجزء من مقتنياته للمحافظة عليها لوقت الحاجة، أو تكون الوديعة في الحساب لغرض معين كضمان قرض يقدمه المصرف للمودع المدخر. وتتعدد الحسابات الادخارية المصرفية من حساب تحت الطلب إلى حساب لأجل وإلى غيرها من المشتقات الادخارية المصرفية.

في الجزائر، انطلقا من تأكيد النظريات الاقتصادية على الاستعمال العقلاني للموارد المتوفرة من دخل بتعبئة الادخار المحلي الذي هو من المسائل الحيوية لكل تنمية اقتصادية، قامت السلطات العمومية بتأسيس الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بالقانون 64-227 المؤرخ في 10/08/1964 ليكون ربط

بين الادخار والاستثمار لإنجاز المشاريع السكنية وتجميع الادخار لصالح التنمية الاقتصادية والاجتماعية عن طريق فتح حسابات التوفير.

### 1- الودائع والحسابات الجارية:

يطلق عليها أيضا بالودائع تحت الطلب والتي تتميز بخاصية وهي أنها تكون دائما تحت تصرف أصحابها كلما احتاج إليها، تمكن لهم السحب كما أرادوا ودون أي إشعار مسبق ولا يحق للبنك وضع قيود أمام أصحابها أثناء السحب. [113] ص 27 ولا يمكن لأصحاب هذا النوع من الودائع الحصول على فوائد، على الرغم من أن البنك بإمكانه استعمالها في منح قروض استثمارية.

### 2- الودائع لأجل:

يجمد الحساب وديعة لأجل لمدة معينة (شهر على الأقل) مقابل فائدة تتزايد كلما زادت المدة، وهذا باستثناء وجود حسابات دون فائدة. ومن حيث المبدأ، لا يحق للزبون المودع لأمواله لأجل محدد أن يقوم بسحب وديعته أو جزء منها قبل انتهاء أجلها المحدد. [91] ص 16

### 3- الحسابات الجارية:

وهي التي يستخدمها الفرد لتكوين حصيلة ادخارية تحقق أهداف معينة له، وتتنوع هذا الحسابات بما يتفق واتجاهات الفرد نفسه فقد تتم هذه الحسابات عن طريق الأجهزة الادخارية، كصندوق التوفير والاحتياط وبنوك الادخار والبنوك التجارية.... الخ. [88] ص 35

### 4- أقساط التأمين:

تلعب شركات التأمين دورا هاما في تعبئة وتجميع المدخرات بالإضافة إلى أنها تقوم على بث الطمأنينة والاستقرار في نفوس الأفراد، وبالتالي يمكن اعتبارها تلعب دور مزدوج فهي تقدم خدمة التأمين على تخفيض حجم الخسائر التي يتعرض لها المؤمن لها، بل للتأمين مساهمة اقتصادية خاصة ومن أبرز المساهمات توفير الموارد المالية إضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الادخاري. [114] ص 215  
إن دور شركات التأمين مماثل للدور الذي تقوم به المؤسسات المالية الأخرى كالمصارف التجارية. ويمكن ذكر أهم هذه الأدوار:

- الدور الأول يتمثل في توفير الموارد المالية بقيام شركات التأمين في الفترة الممتدة ما بين تجميع أقساط التأمين إلى تاريخ استحقاق مبلغ التأمين باستثمار حصيلة الأقساط في شراء الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الإعلام والحكومة لغرض تمويل نشاطاتها؛
- الدور الثاني يتمثل في تنمية وتشجيع الادخار، إذ تشجع شركات التأمين عملية تعبئة وتجميع المدخرات والذي من بين أبرز أنواعه التأمين على الحياة كونها الوعاء الرئيسي لتدفق المدخرات من الأفراد المتقنين للمستقبل ويعد هذا النوع من التأمين وسيلة هامة للادخار كونه يقطع من الدخل ويبعد عن الاستهلاك.

إن مؤسسات التأمين وسيلة يلجأ إليها الأفراد للادخار فالفرد المؤمن في هذه المؤسسات يلتزم بدفع أقساط محددة حسب جداول تضعها هذه المؤسسات على أن يتم إيداع هذه الأقساط في مواعيدها المقررة التي يتفق عليها وبصفة منتظمة طوال مدة التأمين، في مقابل الحصول على حصيلة مالية معينة في حالة حصول أخطار معينة يتفق عليها كالعجز أو الوفاة... الخ. ونظرا لأن هذه المؤسسات تتحمل التعويض عن الأخطار فإنها لا ترد المبالغ المدخرة كاملة لأصحابها في حالة مطالبة الفرد بتصفية مبالغ تأمينه ولذلك فإن المدخر لدى مؤسسات التأمين على الحياة يواظب عادة على الادخار ضمانا للحصول على الحصيلة التي يستهدفها من تأمينه. [84] ص 07

### 5- الأسهم والسندات:

السهم عبارة عن حق المساهمة في شركة أموال وهو الصك (ورقة) الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، تتصف أسهم رأس المال بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما المؤسسة قائمة ومستمرة، ولكن من حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل، وكذلك المتبقي من أصول المؤسسة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد، [115] ص 36 حيث يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد يتمثل في ربح السهم أو الحصة، ويعتبر السهم كمحفظة مالية ادخارية لصاحبه حيث يسيرها بالشكل الذي يحقق له أفضل تكوين مالي ممكن.

أما السند فهو صك قابل للتداول تصدره الشركة أو شخص معنوي، ويتعلق بقرض طويل الأجل، يوجد عدة أنواع مختلفة من السندات، تتصف بان لها تاريخ استحقاق محدد حيث ينبغي أداء هذه الالتزامات، ولحملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت يتمثل في الفائدة إما يدفع سنويا أو نصف أو ربع سنوي بصرف النظر عن الدخل الذي حققته المؤسسة، [115] ص 36 ويحصل عليه طيلة عمر السند، إذا السند يعبر في الواقع عن ادخار حقيقي.

### 6- سندات الخزينة العمومية:

تقوم الخزينة العمومية أيضا بتعبئة الادخار من قبل المؤسسات (خاصة مؤسسات الدولة) ولعدد من الأفراد المرتبطين في عملهم بالخزينة العمومية. فتصدر الخزينة سندات خزينة في شكل سندات صندوق يكون المكتتب فيها الدولة، تكون في مدة طويلة (من سنتين إلى 5 سنوات) أو متوسطة (حوالي 5 سنوات) أو قصيرة (بـ 13 و 26 و 52 أسبوع) لمقابلة الغطاء المترتب على زيادة الإصدار النقدي أو لسد عجز طارئ أو موسمي في موازنتها بالقروض.

ومثل سندات الخزينة، هناك سندات تجهيز تصدرها الخزينة العمومية في المدى القصير، تكون غير قابلة للتحويل أو الصرف قبل آجال الاستحقاق، وذلك بهدف المساهمة في تمويل الهياكل القاعدية الكبرى

(من طرق وسدود ومؤسسات تعليمية...) من أجل الاستمرار في تنفيذ خطة الدولة ضمن البرنامج الوطني للتنمية الاقتصادية. ولقد تم إدخال تقنية التمويل بسندات التجهيز في الجزائر منذ 1971. في الجزائر، تم إصدار سندات الخزينة في شكل صيغ:

1. إصدار سندات الخزينة في حساب جاري بمواصفات وكيفيات في السوق الأولي ومفاوضاتها في السوق الثانوي؛
2. وإصدار سندات الخزينة على صيغ وفقاً لقرار بمقتضى قانون المالية الذي يتم فيه تحديد معدلات الفوائد تبعاً للمدة.

### **7- الحسابات البريدية:**

بالرغم من أن المصالح المالية للبريد لا تتبع الجهاز المصرفي الذي هو تحت سلطة البنك المركزي، إلا أنها مؤسسة خصوصية تقوم أيضا بتعبئة الادخار، إذ يبلغ عدد الحسابات البريدية في الجزائر بـ 6 ملايين حساب مسير من قبل 9.500 شباك بـ 3.255 مكتب بريدي مؤطر بواسطة 5 مراكز بريدية كبرى.

### **3.3.3. تعبئة الادخار بواسطة القرض السندي**

يعدّ القرض السندي أحد حسابات التوظيف لتعبئة المدخرات للأفراد وللمؤسسات على حد سواء يمثل دين على الهيئة التي طرحته مؤسسات (مؤسسات اقتصادية، جماعات محلية، الدولة...). في الغالب ليست مؤسسات مصرفية التي تطلب قروضاً في شكل سندات لتدعيم استثماراتها، ومن جهة أخرى، يعد الدعوة لرفع رؤوس الأموال لشركات المساهمة هو أيضاً أحد صيغ تعبئة المدخرات. ويتميز هذا القرض بأنه غير تضخمي إضافة إلى أنه يعد كمساهمات مؤكدة لرؤوس الأموال، إلا أن استخدام هذا النوع من القروض يستوجب توفير المحيط المناسب والشروط ذات الطابع القانوني، المالي والتنظيمي وتتطلب عملية إنجاز القرض السندي الامتثال إلى بعض القواعد والقوانين الصارمة التي تتعلق بكيفية الإعداد وكذا الإعلام والإشهار بهدف ضمان الشفافية والحماية اللازمة للمدخرين.

بفضل تعبئة الادخار المحلي بواسطة القرض السندي، يعتبر هذا الأخير مصدر من مصادر التمويل تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية للتوسع في استثماراتها ويعرف القرض السندي على أنه عبارة عن قرض ذو مقدار مرتفع، يقسم إلى أجزاء متساوية تسمى السندات تطرح للجمهور للاكتتاب فيها عن طريق الوسطاء الممثلين في المؤسسات البنكية. [42] ص 364

كنتيجة لعملية الادخار من قبل الأعوان الاقتصاديين، يتحصل حاملي السندات على فوائد دورية (عادة سنوية) محسوبة على أساس القيمة الاسمية للسندات تكون عادة بمعدلات فائدة ثابتة أو متغيرة.

[68] ص 143

وبهذا يعد القرض السندي من جهة يعمل على ضخ المدخرات في الدورة الاقتصادية ومن جهة أسلوب لانتفاع المدخرين بالفوائد مقابل دفع ضريبة على الدخل الإجمالي تقتطع من الفوائد المحصلة من جراء التمويل.

لجذب مدخرات الأعوان الاقتصاديين من عائلات ومؤسسات أخرى، تطرح المؤسسات الاقتصادية قروضا سندية في شكل سندات تمثل ورقة مالية ذات قيمة متساوية تصدرها المؤسسات التي تحتاج إلى ذلك سواء عن طريق البنوك في حالة عدم وجود سوق مالي أو حالة عدم مشاركة المؤسسة فيه، أو عن طريق السوق المالي في حالة توفر الشروط، وعملية الإصدار تتم في السوق الأولية أما عملية تداول هذه السندات تتم في السوق الثانوية.

في أول عملية من نوعها في الجزائر لتعبئة الادخار المحلي وتحقيق برنامج استثماري لتثمين المحروقات ولتنشيط بورصة الجزائر للقيم المنقولة المنشئة حديثا، أصدرت سنة 1998 مؤسسة سوناطراك قرض سندي مدته 5 سنوات بفائدة بمعدل ثابت 13% سنويا مغفأة من كل ضريبة قابلة للدفع يوم 4 جانفي من كل سنة، وهي غير قابلة للتراكم. وكان التسديد النهائي لهذه السندات في 4 جانفي 2003. وكان إصدار هذه السندات بين 10 جانفي و28 جانفي 1998 بمنحة تقدر بـ 2,5% أقل من قيمتها الاسمية.

تمثل إصدار القرض السندي في إصدار 115.000 سند بمبلغ إجمالي يقدر بـ 5 ملايين دينار جزائري وفق التوزيع التالي:

- 25.000 سند بـ 100000 دينار للسند الواحد؛

- 40.000 سند بـ 50000 دينار للسند الواحد؛

- و50.000 سند بـ 10000 دينار للسند الواحد.

تركبت تكاليف عملية القرض السندي سوناطراك من ثلاث عناصر أساسية:

- التكاليف المستحقة للوسطاء الماليين: المترتبة من ثلاث عمولات هي:

o عمولة مقدم الصف بمعدل 0,25%؛

o عمولة التسيير بمعدل 0,20%؛

o وعمولة التوظيف بمعدل 1,50%؛

- نفقات الطبع بحوالي 12 دينار للسند؛

- ونفقات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بحوالي 12 دينار للسند بمعدل 0,075%.
- تضمن سيولة هذه السندات من قبل وسطاء ماليين معتمدين بضمان البنك الجزائري الخارجي "BEA" لخدمة السندات بصفة مقدم الصف لتجميع عدد من المؤسسات:
- مؤسسات مصرفية أخرى هي بنك الفلاحة والتنمية الريفية "BADR"، القرض الشعبي الجزائري "CPA"، البنك الوطني الجزائري "BNA"، بنك التنمية المحلية "BDL"، الصندوق الوطني للتوفير الاحتياط "CNEP"؛
- ومؤسسات التأمين هي الصندوق الجزائري للتأمين وإعادة التأمين "CAAR"، الصندوق الجزائري لتأمينات النقل.

### ملخص الفصل الثالث

يعتبر الادخار جزءا من الدخل لم يصرف على الاستهلاك لسبب أو لآخر، ومصادره عديدة ومتعددة، وقد اخذ هذه الأهمية كون ذلك الجزء يوجه إلى الاستثمار فتسارعت الدول إلى تشجيع تعبئته بشتى الوسائل.

هذا وتعتبر المؤسسات بما فيها المصرفية أو غيرها والأسواق المالية من أهم مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية لما لها من دور جد مهم في عملية تعبئة الإذخار، وتعتبر الودائع والقروض السندية من أجود الوسائل وأفضلها للمساهمة في عملية التعبئة، خاصة القرض السندي الذي حقق نجاحا كبيرا وفوائد عديدة نذكر منها:

- تسمح للمصارف بتوظيف أحسن لرؤوس أموالها؛
- تفادي مخاطر الإقراض؛
- إدارة أحسن للسيولة وزيادة الأرباح؛
- تقليص خطر الصرف؛
- التقليص من خطر السيولة.

## الفصل 4 القرض السندي في الجزائر

دفعت التحولات العالمية الراهنة مختلف الدول وخاصة المتخلفة منها إلى سعيها الحثيث نحو ترقية وتشجيع الاستثمار، بسن قوانين وتشريعات محفزة لتهيئة مناخها الاستثماري بغية إستقطاب تدفقات مستمرة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية لتحقيق تنميتها المنشودة.

في إطار برامج التصحيح في الجزائر، بدأ الإستثمار المحلي الخاص أو الأجنبي يلعب دورا متزايدا في الحياة الإقتصادية، مقابل الإنحصر التدريجي لدور الدولة في النشاط الإقتصادي، وما كان في الماضي يقع تقليديا في نطاق صلاحيات القطاع العام أصبح الآن ينتقل على نحو متزايد إلى القطاع الخاص المحلي والأجنبي ملكية وإدارة.

في هذا الفصل، نبحث في القرض السندي للجزائر، وذلك من خلال ثلاث مباحث:

في المبحث الأول، نتطرق لتقديم الوضع الراهن لاستثمارات المؤسسات الاقتصادية؛

في المبحث الثاني، نقدم السوق المالي الجزائري؛

وفي المبحث الثالث، نصل إلى مختلف القروض السندية المصدرة من طرف المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

### 1.4. الوضع الراهن لاستثمارات المؤسسات الاقتصادية

شهد الإقتصاد العالمي في العقد المنصرم تحولات جذرية حملت في طياتها دلالات هامة لمستقبل الإقتصاديات العالمية، التي دفعت بالعديد من الدول خاصة النامية منها إلى تبني برامج تصحيح هيكلية لتسهيل دمج إقتصادياتها بالإقتصاد العالمي الجديد.

وفي ظل هذه الظروف وأمام تزايد أهمية ودور الاستثمار في الحياة الإقتصادية تسعى الجزائر للبحث عن الوسائل والآليات التي تسمح بها بالتأثير على الإستثمارات قصد جذبها وتشجيعها وهذا عن طريق تطبيق سياسات مختلفة من شأنها أن تحقق مناخا مناسبا لها.

#### 1.1.4. البيئة الإستثمارية والاقتصادية

إن هيكل الإستثمار في الفترة الحالية يختلف جذريا عن هيكله في الماضي وقد أصبح الإستثمار غير المادي (البرامج المعلوماتية، التدريب والتكوين، البحوث والاختراعات العلمية وما إلى ذلك) يشكل نسبة لا يستهان بها من رصيد رأس المال الكلي. وبذلك فإن التراكم الإجمالي لرأس المال الثابت لا يعكس حقيقة مستوى الإستثمار لأنه يهمل الجانب غير المادي فيه. فحسب دراسة قام بها معهد "Rexeode" في فرنسا، فإن الإستثمار غير المادي يشكل 40 % من رأس المال الثابت الإجمالي الكلي في سنة 2002 بعدما كانت نسبته لا تتعدى 30 % في 1987. [116]. ص 47

من خلال ما تقدم فإن الإستثمار هو استخدام المال وتشغيله قصد تحقيق ثمرة هذا الإستخدام فيكثر المال وينمو على مدى الزمن أي زيادة الفرد لثروته، كما أن للإستثمار عدة مفاهيم أهمها:

**1- المفهوم الاقتصادي:** الإستثمار بالنسبة للاقتصاديين أحد عمليات إستغلال رأس المال بهدف تحقيق فائض مالي، كما يعرفه البعض بأنه تكوين رأس المال واستخدامه بهدف تحقيق الربح في الأجل القريب أو البعيد. [117]. ص 07

أما كينز فيقول أن: " الإستثمار هو تلك النفقة التي تحفز على الشراء والتي بدورها تخلق الإستثمارات". [118]. ص 366 ويعرفه سامويلسن على أنه ثاني أهم عنصر من الإنفاق الخاص، ويعتبر أنه الزيادة في مخزون رأس المال المادي (من آلات، مباني... إلخ) بالنسبة للإقتصاد الكلي أما بالنسبة للأشخاص العاديين، الإستثمار هو شراء قطعة أرض، أسهم أو سندات، ولا يمكن اعتبار مشروع استثماري إلا عندما يكون هناك خلق حقيقي لرأس المال. [119]. ص 635

**2- المفهوم المالي:** يعرف الرجل المالي الإستثمار على أنه عملية الحيازة على أسهم أو سندات لغرض تحقيق قيمة مضافة في رأس المال، وهو يقوم على المضاربة المالية أو على أساس سعر الفائدة. [120]. ص 05

إذن الإستثمار هنا قائم على أساس توظيف الأموال من أجل كسب الربح من خلال عدة مراحل متتابعة سواء كان هذا عن طريق شراء أسهم في مؤسسة أو سندات، فالمستثمر هنا يقوم بتوظيف أمواله ويقتنع بالأرباح الناجمة عن ذلك. [121]. ص 04

يعتبر الإستثمار الوسيلة الضرورية لتحقيق عملية التنمية الشاملة، لذلك تتجلى أهميته من خلال الزيادة في معدلات النمو وكذا مضاعفة ما هو متوفر من الطاقات المتاحة وكذا الموارد الأخرى سواء كانت مالية، مادية أو بشرية، وهو بذلك يعتبر الأداة أو السبيل الوحيد الذي يؤدي إلى مضاعفة الثروات بغية تحسين الأوضاع المعيشية للأشخاص الطبيعيين وكذا تحقيق الرفاهية لكافة الأفراد، وبهذا فإن الإستثمار يربط بين

العلاقات الفنية (تطوير التكنولوجيا)، والاقتصادية (تحقيق أفضل معدل نمو) واجتماعية (تحقيق أرقى مستوى معيشي) في أن واحد. [122] ص 16

ومن أجل التعرف على مدى مساهمة الإستثمارات في الإقتصاد الوطني يجب إجراء

دراسات اقتصادية تهتم على الخصوص بمعرفة وإبراز ما يلي: [123] ص 26

1- درجة مساهمة الإستثمار الجديد في الناتج الوطني الإجمالي؛

2- درجة مساهمة الإستثمار في دعم ميزان المدفوعات؛

3- درجة مساهمة الإستثمار في خلق مناصب شغل؛

4- درجة مساهمة الإستثمار في التكاليف غير المباشرة التي يتحملها المجتمع؛

5- دور الإستثمار في إشباع الحاجات الأساسية لأغلبية السكان؛

6- مدى ما يوفره الإستثمار من العملات الصعبة عن طريق إنتاج منتجات تم تصديرها.

لقد عالجت الجزائر مسألة الإستثمارات منذ إنتهاج سياسة الإصلاحات بمجموعة من التشريعات والقوانين التي تتوافق مع النهج الجديد الذي باشرته في شتى المجالات، ويعتبر القانون رقم 12/93 الذي صدر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 12/93 المؤرخ في 05 أكتوبر 1993، المتعلق بتشجيع وترقية الإستثمار في الجزائر، والقانون رقم 01-03 الذي صدر بموجب الأمر الرئاسي رقم 03-01 الموافق لـ 20 أوت 2001، المتعلق بتطوير الإستثمار حيث أصبح بموجبه تدخل الدولة لا يتم إلا بهدف تقديم الإمتيازات التي طلبها المستثمر وذلك عن طريق الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار (ANDI) ومن خلال الشباك الوحيد الذي أنشأته لهذا الغرض. كما أن هناك العديد من القوانين المتممة والمعدلة لها التي صدرت خلال السنوات الأخيرة والتي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بموضوع الإستثمار. [124] ص

04

وتهدف هذا القوانين والأنظمة إلى إزالة كل الفوارق الموجودة بين الإستثمارات العمومية والخاصة وبين الوطنية والأجنبية وبشكل كلي ونهائي، كما تهدف إلى محافظة الحكومة على سلطتها في تسيير الإقتصاد، فعوض التدخل المباشر كما كان عليه الحال سابقا خلال برامج الإستثمارات العمومية، فهي تبحث الآن عن خلق مناخ إستثماري سعيها منها لجلب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية الخاصة لتحقيق أهدافها. [125] ص 12

يعرف المناخ الإستثماري لدولة ما بأنه مجمل الظروف والأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية والقانونية التي يمكن أن تؤثر على فرص نجاح المشروع الإستثماري.

وهكذا فإن أهم العوامل المكونة للمناخ الإستثماري، بعضها متغير وبعضها ثابت، والتي تؤدي

محصلة تفاعلها إلى تشكيل معطيات جديدة وأوضاع جديدة تؤدي إلى جذب أو طرد الإستثمار يمكن

إجمالها فيما يلي: [126] ص 03

- الظروف السياسية والأمنية؛
- الظروف الاجتماعية؛
- الأوضاع الاقتصادية؛
- النظم القانونية ومدى فاعليتها ووضوحها؛
- التنظيم الإداري؛
- حجم السوق ويعتمد على الدخل ودرجة تطوره ويعتمد على معدل النمو؛
- مدى تطور البنى التحتية.

ويأتي في المقام الثاني الحوافز والمزايا الاستثمارية وكذلك الترويج للاستثمار (تنفيذ حملات ترويجية للتعريف بمزايا وجاذبية الاستثمار في الدولة الراغبة إستضافة الإستثمار الأجنبي) لكن وحتى مع أهمية الحوافز الإستثمارية والبرامج الترويجية في جذب الإستثمار، إلا أن تنفيذ إصلاحات في السياسة الإقتصادية يبقى العامل الأهم. [127]

فيما يخص مناخ الإستثمار في الجزائر فإنها تتوفر على إمكانات طبيعية واقتصادية وبشرية هائلة منها:

- تقدر مساحة الجزائر 2,382 مليون كم<sup>2</sup>، تمتد سواحلها على مسافة 1200 كلم؛
- إحتياطي البترول يقدر بحوالي 10 مليار برميل أي ما يعادل 1% من الإحتياطي العالمي، في حين أن إحتياطي الغاز يصل إلى 4000 مليار م<sup>3</sup>، أي ما يعادل 5% من الإحتياطي العالمي، وبهذا تكون الجزائر في الصف الخامس عالميا من حيث الإحتياط ولكنها تتقدم إلى الصف الثاني عالميا من حيث تصدير الغاز؛ [128] ص 02
- تحتوي على 53 أرضية مسطحة للمرفأء الجوية، 12 ميناء بحريا متعدد الخدمات وميناءين متخصصين في المحروقات و18 ميناء كملجأ للصيد، وتمثل موانئ عنابة، الجزائر ووهران في مجموعها 70% من النقل البحري خارج المحروقات؛ [129]
- تمتد شبكة السكك الحديدية على طول 4200 كلم، 120 ألف كلم شبكة الطرق، 12 مطارا دوليا؛
- 24 % من العمال يعملون في قطاع البناء ونفس النسبة في القطاع الفلاحي و28 % يعملون في قطاع الوظيف العمومي؛
- أغلب إيرادات الجزائر من الصادرات تتمثل في المحروقات بنسبة بين 95 و98 % من الصادرات الجزائرية، كما تشكل المحروقات أكثر من 60 % من الإيرادات الجبائية.
- وحسب خبراء البنك الدولي في تقديرهم لمناخ الأعمال في الجزائر، فإن الفترة الزمنية اللازمة لبعث مشروع إستثماري في الجزائر قد قلصت من 120 يوما إلى حوالي 27 يوما فقط، وحددوا بدقة أن العقار الصناعي يشكل أهم العقبات للمشاريع الإستثمارية، وأن مناخ الأعمال متعلق بالهياكل القاعدية (موانئ،

مطارات، وشبكة الطرقات)، وكذلك متعلق بالسياسة النقدية والمالية للبلد، كما بينوا أهمية المعاهدات والاتفاقات الدولية المتعلقة بالنزاعات في مجال الاستثمارات والوضوح والاستقرار في الإطار التشريعي، وتنظيم المبادلات والاقتصاد الموازي، وعقود العمل، ولحد الأدنى للأجور.

أما فيما يتعلق بالموثرات الكلية فان الجزائر قد عرفت عدة تحسينات منها: [130]

عرفت قيمة الدين الخارجي انخفاضا مستمرا، ورغم انخفاض المداخيل الجمركية ب 9.8 % بسبب دخول اتفاق الشراكة مع الإتحاد الأوروبي حيز التطبيق ، إلا أن احتياطي الصرف وإلى غاية سبتمبر 2005 بلغ أقصى حد له ب 51 مليار دولار، ثم يصل إلى 68 مليار دولار بداية سبتمبر 2006. بلغ التضخم نسبة 3.5 % سنة 2005، وبلغت نسبة البطالة 15.7% في نفس السنة و13% في 2006.

اعتمادا على تعريف المناخ الاستثماري من جهة وعلى التشخيص الوارد أعلاه لمناخ الإستثمار في الجزائر يمكننا أن نخلص إلى ما يلي:

1- الجوانب الإيجابية ويمكن إيجازها على النحو التالي:

- عودة التوازنات الكبرى وتحسن واضح في الأوضاع الاقتصادية، تحسن معدل النمو، تراجع معدل التضخم، تراجع في معدلات البطالة... الخ؛
  - تغير واضح في المجال التشريعي لصالح المزيد من التحرر الإقتصادي بما يسمح بتعميق وتكريس مبادئ اقتصاد السوق والحث على المنافسة؛
  - تحسين النظام الجبائي وتقديم المزيد من المزايا والتحفيزات وفقا للنظام الإستثماري الذي ينشط ضمنه المستثمر؛
  - تقديم المزيد من الضمانات للمستثمر الأجنبي سواء بشكل مباشر: ضمان تحويل رؤوس الأموال والأرباح وإمكانية اللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة اختلاف الأطراف المتعاقدة، أو بشكل غير مباشر من خلال إبرام اتفاقيات منع الازدواج الضريبي وكذا إبرام اتفاقيات ثنائية وإقليمية لحماية الاستثمارات والمصادقة على الاتفاقيات الدولية لتسوية النزاعات؛
  - توقيع الجزائر لاتفاقية الشراكة مع الإتحاد الأوروبي وانضمامها المرتقب للمنظمة العالمية للتجارة يعد ضمانا إضافيا للمستثمر الأجنبي؛
  - توفر الموارد الطبيعية واليد العاملة الرخيصة وفرص استثمارية عديدة غير مستغلة.
- 2- الجوانب السلبية ونذكر من بينها:
- ضعف وتيرة الإصلاحات وخاصة عدم تسريع الخوصصة؛
  - جمود النظام المصرفي وعدم أهليته للقيام بدوره كوسيط مالي بما يستدعي إدخال إصلاحات جذرية عليه؛

- وضع أمني غير مستقر؛
- تأزم الأوضاع الاجتماعية وتدهور الظروف المعيشية للسكان عبر عنها بالإضرابات والاحتجاجات؛
- العراقيل البيروقراطية والإدارية وسوء التسيير وانتشار الفساد والرشوة؛
- مشاكل العقار ( مشاكل عقد الملكية )؛
- عدم فعالية وكالة ترقية ودعم ومتابعة الاستثمارات APSI.

#### 2.1.4. برنامج الإنعاش الاقتصادي

كشف تقرير الوضعية الاقتصادية للجزائر لسنة 2005 للحكومة المستقلة أن المبلغ الإجمالي للإستثمار هو حوالي 1200 مليار دينار ( أزيد من 16 مليار دولار ) منها 730 مليار دج ( أكثر من 60 % ) قدمت من طرف الدولة وحوالي 250 مليار دج من قبل الأداة الاقتصادية الوطنية وأكثر من 200 مليار دج من قبل المؤسسات الأجنبية. في نفس السياق كشف المدير العام للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات، السيد عبد المجيد بغدادلي، أنه تم التصريح سنة 2005 ب 18 مشروعا كبيرا على مستوى الوكالة بقيمة 5.6 مليار دولار كاستثمارات مباشرة أجنبية، في وقت قدرت الاستثمارات الوطنية والأجنبية الفعلية المحققة سنة 2004 ب 7 ملايين دولار، وتمثل هذه القيمة 2255 مشروع تم التصريح بها، منها 5.1 مليار دولار كاستثمارات أجنبية مباشرة، وقد ساهمت الاستثمارات الأجنبية المباشرة لسنة 2005 حسب المسؤول الأول للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمارات في تمويل 84 مشروعا.

إلا أن الأرقام المقدمة عن واقع الإستثمار لم يطرأ عليها تغير كبير حسب تقييم البنك العالمي في آخر تقرير له حول " القيام بالأعمال 2006 " الذي صنف الجزائر في المرتبة 128 عالميا من مجموع 155 دولة في التصنيف الجديد لعام 2006 بعيدا عن معظم الدول العربية بما في ذلك موريتانيا، سوريا، المغرب، تونس واليمن.

ومن النتائج التي ركز عليها التقرير والتي تنطبق على الجزائر أن الأعمال والاستثمار لا يزال يعاني من عقبات كبيرة خاصة في مجال تعقيدات التشريعات والقوانين السارية مقارنة بالدول الصناعية، ومن بين المشاكل المطروحة بحدّة نجد كلفة التسيير الإداري، يضاف إليه الإجراءات البيروقراطية والمدة التي تتطلب تسوية ملفات الإستثمار والأعمال، هذا إلى جانب انتشار ظاهرة التهرب الضريبي والجبائي التي تمثل 30 % من أعمال المؤسسات، وصعوبة الوصول إلى القروض، أي وضعية النظام البنكي الذي يظل إحدى الحلقات الأضعف في مجال الإستثمار في الجزائر إلى جانب العقار، فقد صنف التقرير الجزائر ضمن الدول التي تسجل أصعب مستوى في مجال الوصول إلى القروض البنكية إلى جانب دول

مثل أفغانستان وكمبوديا وغينيا والكونغو الديمقراطية فضلا عن إريتريا، وكلها دول تعرف أزمات كبيرة وتصنف ضمن الدول الأقل تقدما.

رهان رفع الإستثمار مرتبط بأن يكون من أولويات برنامج الحكومة التي عليها أن تحارب التسيير البيروقراطي للمشاريع والفساد الإداري والمالي من اختلاسات ورشاوى ونسب البطالة المرتفعة، بالإضافة إلى غياب مخطط واضح للتنمية المحلية والوطنية والتمهيش المزدوج للمنتخبين المحليين والحركة الجموعية في اتخاذ القرارات، خاصة في المخططات التنموية المحلية لتحقيق أحد أهم التحديات الاقتصادية. وبسبب هذه المشاكل الإدارية والتسيير البيروقراطي، تم تضييع الجزائر لـ 18 مليار دولار بسبب العراقيل البيروقراطية ومشاكل يواجهها المستثمرون الأجانب. . . [131]

رصد لبرنامج الإنعاش الاقتصادي مائة وخمسين مليار دولار بين 2005 و2009 يفترض أن يعطي دفعا قويا للاقتصاد الجزائري لا سيما وأنه يركز على تطوير البنية الأساسية والتي ستوفر بيئة استثمارية هائلة ويشمل خمسة محاور: [132]

- تحسين ظروف المعيشة؛

- تطوير المنشآت القاعدية؛

- دعم النمو الإقتصادي؛

- تحديث الخدمة العمومية؛

- ترقية تكنولوجيات الإتصال الجديدة.

غير أن المحورين الأولين هما اللذين يشكلان الأولوية بالفعل، حيث خصص لهما على التوالي 45.4 و 40.5 % من الغلاف المالي الإجمالي، وذلك لضرورة الإسراع في تصحيح النقائص الملحوظة في عدد من الميادين.

وفضلا عن قطاع التربية والتعليم وذلك بتشديد العديد من المشاريع: حوالي 500 ثانوية وأكثر من 1000 إكمالية وأكثر من 2000 مطعم مدرسي داخلي ونصف داخلي وحوالي 500 ألف مقعد بيداغوجي جامعي و50 ألف مقعد للتكوين المهني، يشمل البرنامج على:

- السكن (مليون مسكن)؛

- الصحة (إنجاز 40 مستشفى)؛

- الماء (إنجاز 10 سدود، 1280 محطة للتزويد بالماء الشروب وتطهير 1150 بئر، وإنجاز 350 حوض مائي)؛

- توزيع الغاز (1.200.000 منزل بالغاز الطبيعي وربط أزيد من 600.000 بيت ريفي بالكهرباء).

كما تم الشروع في مشاريع كبرى في مجال المنشآت القاعدية منها:

## 1- قطاع النقل:

- تحديث السكة الحديدية للشمال 1220 كلم وإنجاز أكثر من 10.000 كلم من الطرق الجديدة أو تلك التي تم تجديدها وكذا كهربية السكك الموجودة 2000 كلم؛
  - تجهيز ميٹرو العاصمة ودراسة إمكانية إمداده؛
  - إنجاز سكك التراموي في المدن الكبرى؛
  - إنجاز ثلاث مطارات.
- ## 2- قطاع الأشغال العمومية:
- إنجاز الطريق السريع شرق-غرب 1213 كلم؛
  - إنجاز ثلاث طرق سريعة حول المدن؛
  - تحسين شبكة الطرق 6000 كلم؛
  - تعزيز المنشآت الخاصة بالموانئ.

### 3.1.4. التمويل المصرفي للاستثمارات

لقد أبدت الجزائر عزمها على ضرورة إصلاح قطاع الاقتصاد والتسريع من وتيرة خصخصة المؤسسات العمومية غير المؤهلة وترقية القطاع الخاص لتشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، بما في ذلك القطاع المصرفي الذي يؤثر بشكل مباشر في الاقتصاد، بإعتباره القطاع الذي يعمل على تدبير وسائل التمويل اللازمة لتحقيق وتنفيذ مختلف البرامج.

إن تحقيق النمو الاقتصادي وضمان إستمراريته، يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بمردودية الإستثمارات التي تعتبر نواة الإقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي أو التمويل المباشر الذي يعتبر الآلية التي تسمح بالحصول على الموارد المالية من الجمهور سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات، مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية، وذلك من خلال آلية السوق المالي.

أولت اليوم إهتمامات واضحة بأسواق المالية بسبب تكاليف مرحلة الثمانينات ومشاكل إعادة تأهيل الإقتصاد في التسعينات من خلال بداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة. مما جعل الأسواق المالية تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد.

عرفت الجزائر إصلاحات اقتصادية عديدة فمنذ الاستقلال وهي في صراع من أجل وضع نظام إقتصادي متكامل واعتماد سياسات اقتصادية متجانسة للخروج من دائرة التبعية وتحقيق أهداف التنمية

المنشودة. إن نصيب الإصلاحات المصرفية كان كبيرا نظرا لما لهذا القطاع من مكانة إقتصادية في مجال تمويل وتنمية الاقتصاد الوطني، فأول ما قامت به الجزائر عند الإستقلال هو ضرورة إيجاد نظام مصرفي جزائري 100% مرورا بإعادة تنظيم عمليات التمويل سنوات السبعينات وصولا إلى حتمية تكريس مبدأ إقتصاد السوق وفتح المجال أمام الإستثمار الأجنبي وتشجيعه.

إن الرغبة في تفادي سلبيات المرحلة السابقة تجاوزت قصور الإصلاحات السالفة وتماشيا مع سياسة الإفتتاح على إقتصاد السوق والإندماج في الإقتصاد العالمي، جاء القانون المتعلق بالنقد والقرض والذي أعاد التعريف كلية لهيكل النظام المصرفي الجزائري وجعل القانون المصرفي الجزائري في سياق التشريع المصرفي الساري المفعول في البلدان الأخرى، لا سيما البلدان المتقدمة. حيث ظهرت المفاصلة جلية مع المرحلة السابقة إما على مستوى القواعد والنظريات أو على مستوى التعامل والميكانيزمات، فضلا عن تغيير المفاهيم وتجديد الصلاحيات المخولة للمؤسسات المالية والمصرفية للقيام بدورها ومزاولة نشاطها في إطار الإقتصاد الحر، وما يترتب عن ذلك من تداعيات على المؤسسة الإقتصادية الجزائرية، ويمكن تلخيص أهم ما جاءت به الإصلاحات المالية المصرفية لسنة 1990، فيما يلي: [133]

ص 97

- تحوير أو تعديل مهام البنوك؛
  - إنشاء هياكل جديدة للمراقبة البنكية؛
  - عدم التخصص البنكي؛
  - إنشاء السوق النقدي؛
  - استقلالية البنك المركزي؛
  - دخول البنوك الأجنبية وظهور البنوك الخاصة؛
  - إنشاء السوق المالي- بورصة الجزائر-؛
  - ترشيد العلاقة بنك مركزي- خزينة عمومية؛
  - تفعيل العلاقة بنوك تجارية- مؤسسات إقتصادية.
- وبموجب هذا القانون "قانون النقد والقرض 90-10" وفي المادة 114 منه "تعتبر البنوك أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية إجراء العمليات الموصوفة في المادة 110 و 113 من هذا القانون"، بحيث تتضمن هذه المواد النقاط الآتية: [134] ص 121
- تلقي الودائع من الجمهور، ومختلف إيداعاته؛
  - القيام بمنح القروض؛
  - توفير وسائل الدفع اللازمة ووضعها تحت تصرف الزبائن والسهر على إدارتها.

مثل القطاع البنكي الجزائري، المتكون أساسا من بنوك عمومية، حتى سنوات الثمانينات الوسيلة المفضلة لتمويل القطاع العام، وهذا السلوك الذي بدأ يتغير بين 1989-1991، وخاصة منذ المصادقة على القانون السابق الذكر، قانون النقد والقرض الذي حرر البنك المركزي من وصاية وزارة المالية. [135] ص 87

وكان القطاع المصرفي حتى مطلع التسعينات حكومي الهوية ويعاني الاحتكار والتخصص، بحيث أن كل مصرف كان متخصصا في تمويل قطاع إقتصادي أو نشاط معين، وما إن باشرت الجزائر إصلاحاتها حتى التفتت إلى القطاع المصرفي الذي كان يعاني من نتائج السياسة الإقتصادية السابقة، ففتحت هذا القطاع أمام المستثمرين الذي تمخض عنه بروز الكثير من البنوك الخاصة وطنية وأجنبية، إلا أن الممارسات غير القانونية لبعض البنوك الخاصة دفع بالدولة إلى إقصائها من الساحة، فمنذ سنة 2003 إلى غاية 2005 تم حل بنوك ومؤسستين ماليتين، ومع مطلع 2006، قرر مجلس النقد والقرض تصفية بنك الريان، وعليه لم يبق في الساحة البنكية الجزائرية سوى 17 بنك منها 07 بنوك عمومية و05 مؤسسات مالية و05 بنوك خاصة. [136] ص 02

كما تجدر الإشارة إلى أن الإصلاحات التي قامت بها الوزارة المكلفة بالإصلاح المالي كان لها الأثر الإيجابي على معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي، حيث كان في أفريل 1994، 15 % ثم انتقل إلى 11 % في ديسمبر 1997 حتى 1999، ثم انتقل إلى 6% سنة 2001 ثم 5.5 % سنة 2002 ثم إلى 4.5 % في جوان 2003. [137] ص 16

وفيما يلي جدول يبين تطور القروض البنكية للاقتصاد:

الجدول رقم 04: تطور القروض البنكية للاقتصاد [138] ص 144

(الوحدة مليار دج)

جوان 2005	مارس 2004	2003	2002	2001	2000	
811.94	801.26	791.69	715.83	740.08	701.81	القروض للقطاع العام:
/	/	791.49	715.83	735.09	701.81	- البنوك العمومية
/	/	0.19	-	4.98	-	- البنوك الخاصة
609.25	596.80	586.55	550.20	337.61	291.24	القروض للقطاع الخاص:
/	/	487.74	368.95	297.91	264.87	- البنوك العمومية
/	/	98.81	181.25	39.69	26.36	- البنوك الخاصة

من الجدول أعلاه يتبين احتواء البنوك العمومية لتمويل القطاع العام، وبسبب التطور السريع للقروض المقدمة من البنوك الخاصة، انخفضت نسبة القروض المقدمة من البنوك العمومية إلى القطاع الخاص من 88.2% سنة 2001 إلى 67% سنة 2002. وتقوم البنوك العمومية بالتمويل الكلي للقطاع العام وفق ما هو مسجل في سنة 2003، حيث انتقلت حصتها من 67% سنة 2002 إلى 83.2% سنة 2003. وازدادت القروض المقدمة للقطاع الخاص بنسبة 6.6% مقابل 10.6% بالنسبة للقطاع العام. وعليه تكون حصة القطاع الخاص من القروض للاقتصاد المستحقة قد انخفضت من 43.5% في نهاية 2002 إلى 42.6% في نهاية سنة 2003، باستثناء القروض التي تم توزيعها من طرف البنوك الموجودة في حالة تصفية، فان نسبة القروض التي منحها البنوك الممارسة لنشاطها في نهاية 2003 تقدر ب 17.5%. [138] ص 144

إن البنك أو المؤسسة المالية، في مواجهتها لطلبات الأفراد الكثيرة على الائتمان، سوف تلجأ لا محالة إلى الحصول على رؤوس الأموال لتلبية هذه الطلبات، فرأس مال البنك لا يفي بالعرض نظرا لضعفه بالمقارنة مع موجودات البنك الأخرى، وبالتالي فإن البنك سوف يضطر إلى دفع ثمن هذه الأموال، وعندها فهو مضطر إلى طلب وفرض تكاليف على المستفيدين من عملية الإقراض، حتى يستطيع تحقيق ربح مع تغطية تكاليفه هو. [139] ص 45 ومع ارتفاع تكاليف القروض المصرفية وجب البحث عن مصادر تمويل بديلة تكون اقل تكلفة.

من المتعارف عليه أن لكل عون إقتصادي علاقة تربطه بالنظام المالي السائد في البلاد، الذي يتكون من مجموعة من المؤسسات البنكية وغير البنكية، التي تقوم أساسا على تقديم خدمات مختلفة لكل واحد من هؤلاء الأعوان بها يتناسب مع طبيعة إحتياجاته.

ويشمل النظام المالي نوعين من الأسواق: السوق المالية أو ما يسمى بالبورصة، أين تتم عملية تداول الأوراق المالية، بيعا وشراء، بما يوفر للمؤسسات موارد مالية تتميز بنوع من الثبات والاستمرارية في الزمن، بالإضافة إلى هذا الأخير نجد السوق النقدية وهي سوق القروض القصيرة الأجل، أو سوق التعامل بين البنوك، [80] ص 16 الذي يعتبر الميزة الرئيسية لإقتصاديات المديونية، التي تنسم بسيطرة الجهاز المصرفي على كل عمليات تمويل الإقتصاد. حيث نجد أن الأعوان الإقتصاديون الذين هم في حاجة إلى أموال لا يتوجهون مباشرة إلى الأعوان أصحاب الفائض وإنما يلجئون إلى الوسطاء الماليين وهم عموما بنوك ومؤسسات مالية أخرى، والتي تشكل ما يسمى بالجهاز المصرفي، الذي تقاس فعاليته بعنصرين أساسيين هما: [113] ص 173

- مدى قدرته على تعبئة الموارد المالية والمدخرات اللازمة؛
- ومدى قدرته على تخصيص الأموال القابلة للإقراض بكفاءة.

ولقد شهد هذا النوع من الأسواق حركة معتبرة في الجزائر خلال السنوات الأخيرة نظرا لإقبال عدد من المؤسسات لإصدار قروض سنديّة يتم تداولها في هذا السوق بغية تمويل استثماراتها والتي سنتطرق إليها بأكثر من التفصيل في الفصل الأخير.

وباختصار يتميز هذا النظام المالي بخصائص تجعله ينقل الاقتصاد من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد

الأسواق المالية وهذه الخصائص هي: [140]

- وجود منافسة حادة بين المؤسسات المالية مما يعني وجود هامش مناورة كبير عندها للاقتراض وتحديد سعر الفائدة؛

- دعم الحكومة للأسواق المالية يعمق المنافسة بين المؤسسات المالية والأسواق المالية، مما يؤدي إلى وجود أسعار فائدة متغيرة ومحددة عن طريق قوى السوق وخاضعة لقوى العرض والطلب؛

- ارتباط الاستثمارات بربحيّتها، فالاستثمارات التي لا تحقق ربحية لا يمكن القيام بها لأنها لن تجد من يمولها ( هذه الربحية يجب أن تكون على الأقل تفوق سعر الفائدة)؛

- تعبئة الادخارات بأسعار فائدة حقيقية وموجبة ومرتفعة يجلب المدخرات من الأفراد والمؤسسات يساعد في تحريك المصادر الموجودة للمساهمة في عملية تمويل التنمية.

#### 4.1.4. الإطار القانوني للقرض السندي

تعرف القروض السندية بأنها: "أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص وفقا لأحكام القانون للحصول على قرض قصير، متوسط، أو طويل الأجل، وتتعهد المؤسسة بموجب هذه السندات بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"، وبالتالي فإن مالك السند يعتبر دائنا للمؤسسة وليس له الحق في التدخل في إدارتها، وتنتهي علاقته بالمؤسسة بمجرد تسديد قيمة القرض وفوائده والسند لا يقبل التجزئة، ويطرح للاكتتاب العام أو الخاص وهو قابل للتداول. [141] ص 171

تكتسي القيم المنقولة، التي تصدرها شركات المساهمة، شكل سندات للحامل أو سندات اسمية، ويمكن أن يفرض الشكل الاسمي للقيم المنقولة عن طريق أحكام قانونية أو أحكام القانون الأساسي، ويجوز لكل مالك لسندات إصدار تتضمن سندات للحامل، أن يطلب تحويلها إلى سندات اسمية أو العكس. كما يمكن أن تكتسي القيم الصادرة في الجزائر إما شكلا ماديا بتسليم سند أو أن تكون موضوع تسجيل في الحساب وتمسك المؤسسة المصدرة الحساب عندما تكتسي القيم الصادرة الشكل الاسمي أو عن طريق وسيط مؤهل عندما تكتسي شكل قيم لحاملها، ويحول السند للحامل عن طريق مجرد تسليم أو بواسطة قيد في الحسابات، أما السند الاسمي فيحول إزاء الغير وإزاء الشخص المعنوي المصدر عن طريق نقله في السجلات التي تمسكها المؤسسة لهذا الغرض، وتحدد الشروط التي تمسك وفقها هذه السجلات عن طريق

التنظيم، وترفع الطلبات المتعلقة بتسديد السندات الصادرة عن شركات المساهمة أو دفع القسيمات أمام محاكم مقر المؤسسة المدعى عليها. [142]

وفيما يلي بعض النقاط التي تمثل الطرح القانوني لسندات الدين أو سندات الاستحقاق حسب

المشروع الجزائري: [143]

- سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية؛

- لا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازننتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله، لا تطبق هذه الشروط على إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها في الفقرة أعلاه، ولا تطبق هذه الشروط كذلك على إصدار السندات المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام؛

- تكون سندات الاستحقاق حسب كل حالة، مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الاستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب؛

- إذا لجأت المؤسسة علنية إلى الادخار، يتعين عليها قبل افتتاح الاكتتاب، القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار، وتحدد إجراءات الإشهار عن طريق التنظيم؛

- لا يجوز للمؤسسة تكوين أي رهن على سندات ذاتية؛

- يكون حاملو السندات من نفس الإصدار جماعة بقوة القانون، للدفاع على مصالحهم المشتركة، وتتمتع هذه الجماعة بالشخصية المعنوية؛

- يمثل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق وكيل أو عدة وكلاء، يعينون في الجمعية العامة غير العادية؛

- لا يجوز لأصحاب سندات الاستحقاق وممثلي الجماعة التدخل في تسيير شؤون المؤسسة، غير انه يجوز لممثلي جماعة أصحاب السندات حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استشارية، ولهم الحق في الاطلاع على وثائق المؤسسة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين؛

- تتداول الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق في كل المسائل المتعلقة بحماية أصحاب السندات وتنفيذ عقد القرض، كما تتداول في كل اقتراح يهدف إلى تعديل العقد أو بعض عناصره، هذا ويحق لكل صاحب سندات الاطلاع على الوثائق التي تقدم للجمعية العامة لأصحاب السندات والاطلاع على المحاضر وأوراق الحضور؛

- تتكفل المؤسسة المدينة بمصاريف تنظيم الجمعيات العامة لأصحاب سندات الاستحقاق وسيرها، كما تتكفل بدفع مرتب ممثلي أصحاب السندات؛
- لا يقبل أصحاب سندات الاستحقاق بصفة فردية لممارسة الرقابة على عمليات المؤسسة أو لطلب الاطلاع على وثائقها؛
- تلغى السندات التي أعادت شراءها المؤسسة المصدرة، وكذا سندات الاستحقاق الناجمة عن قرعة والمسددة، ولا يمكن إعادة تداولها؛
- لا يجوز للمؤسسة المصدرة، بأي حال من الأحوال، أن تفرض التسديد المسبق لسندات الاستحقاق إلا في حالة وجود شرط صريح في عقد الإصدار؛
- يجوز للجمعية العامة لأصحاب السندات أن تطلب تسديد سندات الاستحقاق في حالة حل مسبق للمؤسسة لم يسببه إدماج أو انقسام، ويمكن للمؤسسة أن تفرض هذا التسديد؛
- يجب أن يتم تكوين ضمانات خاصة من المؤسسة المصدرة بواسطة سندات الاستحقاق، قبل إصدار هذه السندات. تنشئ الأجهزة المؤهلة للمؤسسة هذه الضمانات لفائدة جماعة أصحاب سندات الاستحقاق، يترتب عن الضمانات القيام بإشهار قبل كل اكتتاب حسب الكيفيات المحددة عن طريق التنظيم؛
- في حالة إفلاس المؤسسة أو تسويتها القضائية، يؤهل ممثلو الجماعة للتصرف باسم جميع أصحاب السندات، ويصرحون في خصوم التسوية القضائية بالمبلغ الأصلي لسندات الاستحقاق التي لا تزال متداولة، مع قسيمة فوائده مستحقة وغير مسددة، يعد تفصيل حسابها ممثل الدائنين، ولا يلزمون بتقديم سندات موكلهم لدعم هذا التقديم؛
- يعين قرار قضائي، في كل الحالات وكيلا يتولى تمثيل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق في حالة عجز وكلاء هذه الجماعة؛
- تقرر الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق كيفيات تسديد هذه السندات التي يقترحها ممثل ديون المؤسسة؛
- لا تطبق أحكام المواد المتعلقة بتنظيم أصحاب سندات الاستحقاق في شكل جماعة، على القروض التي تضمنها الدولة أو الجماعات المحلية أو المؤسسات العمومية، إلا بمقتضى شرط في عقد الإصدار.

## 2.4. السوق المالي الجزائري

إن الحديث عن البورصة في الجزائر حديث النشأة، إذ أنه في ظل الظروف التي كانت تعيشها والنظام السائد لم يكن من السهل إنشاء مثل هذه المؤسسات المالية، لكن بعد تطور الوضع والتحويلات الاقتصادية والسياسية عبر العالم وأثرها على الجزائر ومع الإصلاحات التي أدت إلى انهيار النظام الاشتراكي صدرت عدة قوانين تكرر استقلالية المؤسسات العمومية، وبالتالي الانتقال إلى نظام جديد يقوم على مفاهيم اقتصادية تتعايش مع مفهوم النظام المالي للبورصة كالاقتصاد السوق والتنافس والاقتصاد الحر... الخ، وجاءت هذه الإصلاحات لتؤكد حتمية إنشاء سوق مالي لتمويل الإستثمارات خاصة بعد تخلي الخزينة العمومية عن تمويلها وضعف الجهاز المصرفي، فتوجب البحث عن بديل لتمويل هذه الإستثمارات.

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية، يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، وسنحاول معالجة التجربة الجزائرية في السوق المالية ودور القروض السندية في تنشيطها، محاولين إعطاء الموضوع ما يمكن من الشمولية، دون تيه في التفاصيل القانونية التي لا تشكل أهمية أولية في إطار عملنا هذا والأهداف المرجوة منه.

### 1.2.4. بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها

إن فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر والتي دخلت حيز التنفيذ تحت اسم "شركة القيم المنقولة" بتاريخ 09-10-1990 مرت بعدة مراحل: [144] ص 104 المرحلة الأولى 90-92: وتميزت هذه المرحلة بإنشاء صناديق المساهمة ومن بينها شركة القيم المنقولة وذلك بعد استقلالية معظم المؤسسات العمومية.

المرحلة الثانية 92-98: في هذه المرحلة كان يشوب البورصة الغموض خصوصا فيما يتعلق بالوظائف المنوطة بها، حيث أن الاسم الرسمي لبورصة القيم المنقولة أطلق عليها رسميا وذلك تبعا للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ بتاريخ 1993/05/23، والذي يحمل عبارة لقد "أسست بورصة القيم المنقولة". [145]

المرحلة الثالثة ما بعد 98: وهي المرحلة التي كان ينتظر منها الانطلاقة الحقيقية لبورصة الجزائر والتي من خلالها يجب أن يعاد تنشيط البورصة بكل الوسائل.

لقد كانت الانطلاقة الأولى لبورصة الجزائر انطلاقة عرجاء، حيث تدرج بها إلا أربعة مؤسسات عمومية، عرضت أوراقها المالية بأدنى نسبة يحددها القانون ب20% من رأس المال وهي على التوالي: سوناطراك في قطاع المحروقات عن طريق عرض سنداتهما، وذلك بسعر فائدة 13%، ثم طرحت أسهم

مؤسسة رياض-سطيف في قطاع الصناعات الغذائية في نوفمبر 1998، وتبعتها أسهم مجمع صيدال لصناعة الأدوية في فيفري 1999، وفي جوان 1999 عرضت أسهم فندق الأوراسي.

ولقد حدد المرسوم التشريعي السابق رقم 10/93 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة الإطار القانوني لهذه

البورصة وأوضح شكلها، وتحتوي هذه البورصة على هئتين اثنتين:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والتي تشكل سلطة بورصة القيم المنقولة؛

- شركة تسيير بورصة القيم وهي شركة ذات أسهم تأسست من قبل وسطاء عمليات البورصة.

وينبغي ضم مندولين آخرين كوسطاء عمليات البورصة، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

### 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

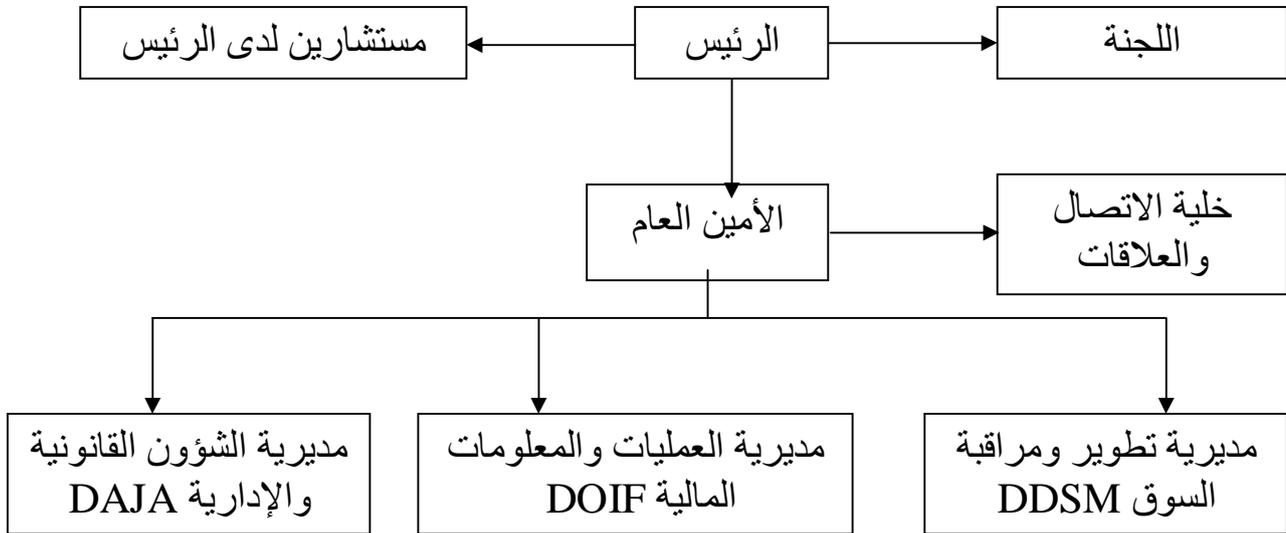
تعتبر هذه اللجنة بمثابة سوق القيم المنقولة والتي تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، لكن هذه اللجنة بدأت في النشاط رسميا في فيفري 1996، وهي مزودة باستقلالية إدارية ومالية، تتكون من 06 أعضاء يعينون لمدة 04 سنوات تنتهي مهامها حسب الشروط المحددة، يعين الرئيس وفقا للمرسوم التطبيقي المقرر في مجلس الحكومة وباقتراح من وزير المالية. [146]

في حين يعين أعضاء اللجنة حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي: [147]

ص 09

- قاضي يقترحه وزير العدل؛
- عضو يقترحه وزير المالية؛
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي؛
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة؛
- عضو يقترحه المعهد الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين. وتمثل مهمة اللجنة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على:
- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها؛
- إلزام نشر المعلومات فيما يخص إصدار الأوراق المالية عن طريق اللجوء العلني للادخار أو الطلب العمومي للادخار والذي يتطلب: [148]

- يجب على المؤسسة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها إما في الإشهار، أو في تحضير ملف القبول؛
  - تسجيل أوراقها المالية بنظام التسعيرة المعمول به في بورصة القيم المنقولة؛
  - أن تكون هذه الأوراق المالية موزعة بين 100 حامل على الأقل.
- لقد زود المشرع هذه اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها مجموعة من السلطات وهي:
- السلطة التنظيمية؛
  - سلطة الاعتماد والتأهيل؛
  - سلطة المراقبة والتفتيش والتحقيق.



شكل رقم 02: الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. [149]

## 2- شركة تسير بورصة القيم SGBV:

شركة تسير بورصة القيم هي شركة أسهم، يقدر رأسمالها بـ 24.000.000 دج، وهي مدعوة إلى تزويد الإقتصاد الجزائري ببورصة تعكس مكانته وبعده الجهوي والدولي، ولقد عكفت منذ نشأتها على وضع الترتيبات العلمية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم قصد السماح بفتح رأسمال المؤسسات العمومية والخاصة المنظمة في شركات أسهم مع تقييم فعلي لهذه المؤسسات عن طريق السوق، وكذلك ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي مع توفير السيولة للمستثمر على المدى البعيد.

يشارك الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة تسير البورصة، ويقومون باحتكار تداول الأوراق المالية المقبولة في البورصة لحساب زبائنهم (المستثمرون في الأوراق المالية) أو لحسابهم الخاص.

يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص:[145]

- التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
  - التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛
  - تسجيل مفاوضات الوسطاء عمليات البورصة؛
  - تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة؛
  - تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
  - إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.
- تمارس شركة تسيير إدارة البورصة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

### 3- المتدخلون الآخرون:

#### 3-1- الوسطاء في عمليات البورصة IOB:

الوسطاء في عمليات البورصة هم عبارة عن شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين معتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبالإضافة إلى حصرية التفاوض على القيم المنقولة المقبولة بالبورصة يمكن لوسطاء عمليات البورصة أن يوسعوا مجال تدخلهم مثل نشاط تقديم النصح والتوظيف والتسيير بالوكالة لمحفظه القيم المنقولة لزيائهم،[150] ص 89 وتسيير المحفظه الجماعية الذي يؤول إلى هيئات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة.

#### 3-2- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM:[151]

تهدف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة لجمع الادخار لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة، وقد تم تأسيسها في إطار إنشاء السوق المالية، وذلك بمقتضى الأمر 08-96 المؤرخ في 10 جانفي 1996، ويتمثل المدخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند أو ذاك فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بهذه الأموال في السوق.

مازالت سوق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة محصورة في شركة الإستثمارات ذات الرأسمال المتغير الوحيدة - سليم- المعتمدة منذ سنة 1998، ولقد حققت هذه الشركة سنة 2006 ارتفاعا قدره 2.264.292 دج بنمو معتبر بلغ نسبة 63% (5.837.612 في سنة 2006 مقابل 3.573.320 دج في سنة 2005)، ويعود السبب في تحقيق هذه النتيجة أساسا إلى تحسن إيرادات حافظة الشركة

(سهمين اثنين مقابل خمسة سندات)، علما أن أعباء التكاليف شهدت بدورها ارتفاعا ولكن بنسبة أقل. [152] ص 22

### 3-3- المؤتمن المركزي على السندات: [153] ص 49

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 وهي شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية "الجزائرية للتسوية" ويتكون رأسمالها المقدر مبلغه بـ 65 مليون دج من مساهمات مؤسسيه وهم البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض-سطين.

إن المساهمة في رأس المال مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة وللمؤسسات المصدرة للسندات، ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليون دينار، وتتمثل مهام المؤتمن المركزي فيما يلي:

- حفظ السندات التي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حسابات إلى حساب آخر؛
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛
- الترقيم القانوني للسندات؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

### 2.2.4. سوق الأسهم

سجلت سنة 2006 استئناف الجلسة الثانية من التسعير التي كانت معلقة منذ سنة 2002، وجرى استئناف هذه الجلسة في 2006/05/17، وصارت البورصة تقوم منذ هذا التاريخ بجلستين أسبوعيا، يومي الاثنين والأربعاء.

كما تميزت هذه الفترة، بسحب سند الرياض-سطين من البورصة بتاريخ 06 ديسمبر 2006، وتم الانسحاب بطلب من المصدر الذي عرض ملف علني للانسحاب طبقا للتشريع المعمول به، وجاء هذا الطلب على إثر قرار مجلس مساهمات الدولة بسحب المؤسسة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص. امتدت فترة العرض العلني للانسحاب من 18 سبتمبر إلى 31 أكتوبر 2006، وسمحت ببلوغ نسبة إنجاز قدرها 94,28% وعرض سند الرياض-سطين على المساهمين بسعر 1500 دج للسهم الواحد أي بفارق 800 دج مقارنة بسعر الاكتتاب المحدد بمبلغ 2300 دج للسهم الواحد أثناء إدخال المؤسسة إلى البورصة.

وفيما يلي بعض المعلومات المالية فيما يخص مؤسستي الأوراسي ومجمع صيدال:

الجدول رقم 05: الوضعية المالية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي. [154]

2006	2005	البيان / السنوات
1.693.610.924	1.643.910.838	رقم الأعمال
1.340.053.187	1.281.906.557	القيمة المضافة
826.908.390	617.857.216	التدفق النقدي
679.661.312	472.861.974	النتيجة الصافية للسنة
45 دج	40 دج	ربح السهم الواحد
10.7%	9.93%	عائد السهم
113 دج	78 دج	الربحية الصافية للسهم

الجدول رقم 06: الوضعية المالية لمجمع صيدال. [155]

2006	2005	البيان / السنوات
7.222.361.143	6.720.842.689	رقم الأعمال
4.279.436.814	3.707.637.469	القيمة المضافة
1.084.674.024	870.573.802	التدفق النقدي
547.483.833	430.555.200	النتيجة الصافية للسنة
23 دج	20 دج	ربح السهم الواحد
5%	4.96%	عائد السهم
54.75 دج	43.05 دج	الربحية الصافية للسهم

من خلال الجدولين السابقين تتضح لنا الوضعية المالية للمؤسستين فندق الأوراسي ومجمع صيدال والنتائج المعتمدة المحققة وذلك من خلال ارتفاع رقم أعمال المؤسستين سنة 2006 مقارنة بسنة 2005 كما أن النتيجة الصافية للسنة المالية 2006 ارتفعت بمبلغ قدره 206.799.338 دج بالنسبة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي أي بنسبة 30.42% مقارنة بسنة 2005، أما مجمع صيدال فحقق ارتفاع في نتيجته الصافية قدره 116.928.633 دج أي بنسبة 21.35% مقارنة بين سنتي 2006 و 2005 دائما.

وبهذه النتائج المحققة في كلتا المؤسستين فإن ربح السهم الواحد قد ارتفع إلى 45 دج مقابل 40 دج في سنة 2006 مقارنة مع 2005 بالنسبة لفندق الأوراسي، و23 دج مقابل 20 دج بالنسبة لمجمع صيدال، علما أن المؤسستين تقومان بتوزيع أرباح الأسهم بصفة دورية كل سنة. هذا وبلغ حجم الصفقات الخاص بسوق الأسهم 63.561 سندا خلال السنة المالية 2006 وذلك بمبلغ إجمالي يقدر بـ 23.756.950 دج بارتفاع قدر بـ 19.568.750 دج مقارنة بسنة 2005 والجدول التالي يوضح حجم ومبالغ الصفقات موزعة على المؤسسات المدرجة.

الجدول رقم 07: حجم ومبالغ الصفقات للمؤسسات المدرجة في البورصة. [156]

التقدم		2006		2005		السند
القيمة المتبادلة	الحجم المتبادل	القيمة المتبادلة	الحجم المتبادل	القيمة المتبادلة	الحجم المتبادل	
1.600	10	1.600	10	0	0	الرياض- سطيف
15.762.875	41.043	18.121.870	49.285	2.358.995	8.242	الأوراسي
3.804.275	9.021	5.633.480	14.266	1.629.205	5.245	صيدال
19.568.750	50.074	23.756.950	63.561	4.188.200	13.487	المجموع

بلغ حجم الصفقات فيما يخص السنة المالية 2006 إلى 63.561 سندا وهذا بمبلغ إجمالي قدر بـ 23.756.950 دج أي تحقيق ارتفاع بلغ 19.568.750 دج يتوزع كما يلي:

- 49.285 سندا فيما يخص سندا "الأوراسي" ما يمثل 77.54 % من الحجم الإجمالي للصفقات أي تقدما من حيث الحجم بلغ 41.043 سندا تقابلها 15.762.875 دج كارتفاع في قيمة الصفقات؛
  - 14.266 سندا فيما يخص سند " صيدال " ما يمثل 22.44 % من الحجم الإجمالي للصفقات أي تقدما من حيث الحجم بلغ 9.021 سندا تقابلها 3.804.275 دج كارتفاع في قيمة الصفقات؛
  - 10 سندات فيما يخص سند " الرياض - سطيف " ما يمثل 0.02 % من الحجم الإجمالي للصفقات ما يقابله 1.600 دج كقيمة إجمالية متداولة.
- أما فيما يخص تطور أسعار الأسهم فكان على الشكل التالي:

الجدول رقم 08: تقلبات أسعار سندات رأس المال. [147] [156]

2006		2005		
السعر الأعلى	السعر الأدنى	السعر الأعلى	السعر الأدنى	
160	160	-	-	الرياض - سطيف
415	300	300	265	الأوراسي
440	360	360	345	صيدال

- عرف سند الأوراسي في سنة 2006 تذبذبا قدره 115 دج مقابل 35 دج في سنة 2005؛
- و عرف سند صيدال تذبذبا قدره 80 دج مقابل 15 دج في سنة 2005؛
- أما تذبذب سند الرياض – سطيف فكان منعدما، إذ لم يسجل هذا السند إلا جلسة مثمرة واحدة فقط.

### 3.2.4. سوق السندات خارج البورصة

تميزت الفترة الممتدة بين 2005 و 2007 بعدة إصدارات سنديّة جديدة في السوق:

#### **1- خلال سنة 2005:**

في سنة 2005 عرف التمويل من خلال السوق المالية عن طريق إصدار القروض السندية نشاطا ملحوظا حيث لوحظ عودة بعض المؤسسات من جديد إلى السوق السندية للتمويل مثلما فعلت مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية ومؤسسة سونلغاز وأخرى تقوم بأول إصدار قرض سندي لها عن طريق الطلب العلني للادخار كمؤسسة اتصالات الجزائر، كما شهدت دخول القطاع الخاص للتمويل من خلال هذه السوق، وقد تم رفع مبلغ 62.72 مليار دج أي بارتفاع نسبته 40% وفيما يلي تفصيل القروض السندية المصدرة خلال سنة 2005:

#### **-القرض السندي لسونلغاز: (مارس 2005).**

في إطار مواصلة تلبية احتياجات التمويل، وتنفيذ خطة الاستثمار للفترة اللاحقة 2005-2010 المقدر ب 611 مليار دج، منها 78% للكهرباء و22% للغاز، حيث خصصت 93 مليار دج كاستثمارات لعام 2005 في السوق المحلية، واحتياجات مؤسسة سونلغاز من القروض هي حوالي 250 مليار دج، وتعمل على الحصول عليها من السوق المحلي، كما تم إعداد برنامج لتطوير مؤسسة سونلغاز باستثمار حوالي 84 مليار دج، وهي مشاريع تخص نقل الكهرباء، إنشاء بعض المراكز في سكيكدة، البرواقية، وحجرة النص بشرشال، بالإضافة إلى تحديث الإنشاءات لنقل وتوزيع الغاز الطبيعي. [157]

قيمة القرض 10 مليار دينار مجزأة إلى: [158]

- سندات القرض الأول: 1.8 مليار دينار بمعدل فائدة 3.5% ومدة إنضاج قدرها 6 سنوات و9 أشهر؛

- سندات القرض الثاني: 3.3 مليار دينار بمعدل فائدة 4.00% ومدة إنضاج قدرها 9 سنوات؛

- سندات القرض الثالث: 4.9 مليار دينار بمعدل فائدة 4.20% ومدة إنضاج قدرها 11 سنة

هذا القرض السندي موجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين وهو بهدف تمويل الإستثمارات المتعلقة بإنتاج الكهرباء خلال 3 سنوات اللاحقة.

- القرض السندي للخطوط الجوية الجزائرية: [159] ( ماي 2005 )

عادت مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالية سنة 2005 وذلك بإصدار قرض سندي قيمته 13.13 مليار دينار، وأشتمل هذا القرض الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين على مدة إنضاج قدرها 6 سنوات ومعدل فائدة 4%.

هذا القرض بهدف تمويل 80% من تكاليف شراء أربع (04) طائرات من نوع أرباس (200-A 330)، محركات وقطع غيار للطائرات.

- القرض السندي للاتصالات الجزائرية: [160] ( نوفمبر 2005 )

أصدرت المؤسسة الوطنية للاتصالات قرضا سنديا مبلغه 6.5 مليار دينار موجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين على جزئين:

- 3.35 مليار دج، بمعدل فائدة 2.75% ومدة إنضاج قدرها سنتين؛

- 3.15 مليار دج بمعدل فائدة 3.00% ومدة إنضاج 3 سنوات.

- القرض السندي للمؤسسة الوطنية للتنقيب ENAFOR: [161] (ديسمبر 2005)

أصدرت هذه المؤسسة قرضا سنديا بقيمة 8 مليار دينار مجزأ إلى:

- 4.08 مليار دينار بمعدل فائدة 3.00% ومدة إنضاج 5 سنوات؛

- 3.92 مليار دينار بمعدل فائدة 3.50% ومدة إنضاج 6 سنوات.

هذا القرض السندي بهدف اقتناء آلات التنقيب، للإشارة فان مؤسسة سوناپراك ملتزمة بالضمانات المتعلقة بالقرض.

### - القرض السندي للمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTTP: [162] ( جوان 2005 )

أصدرت هذه المؤسسة قرضا سنديا بمبلغ 5 مليار دج بمعدل فائدة 2.75% ومدة إنضاج 5 سنوات، موجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين، وهذا بهدف اقتناء معدات وآلات للحفر، كما أن مؤسسة سوناطراك التزمت بكل الضمانات المتعلقة بهذا القرض.

### 2- خلال سنة 2006:

تميزت سنة 2006 بأربعة إصدارات جديدة في السوق سمحت برفع مبلغ إجمالي قدره 44.89 مليار دينار، أي بانخفاض 29% عن سنة 2005، وتمثلت البنوك المرافقة للمصدرين في عملية تركيب هذه العمليات وإنجازها في البنك الوطني الجزائري وبنك الجزائر الخارجي والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

### - القرض السندي لسيفيتال: [163] ( جانفي 2006 )

سيفيتال هي المؤسسة الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى السوق السنديّة من أجل تمويل جانب من استثماراتّها. وبلغ القرض المصدر خمسة (05) ملايين دينار مشفوعا بضمان يتألف من الرهون العقارية والرهن الحيازية على ممتلكات المؤسسة العقارية وتجهيزاتها. يتضمن جزئين:

○ 2.93 مليار دينار، بمعدل فائدة 3.75% ومدة إنضاج 5 سنوات؛

○ 2.07 مليار دينار، بمعدل فائدة 4.00% ومدة إنضاج 6 سنوات.

يتضمن قرض سيفيتال خيار " التحصيل المسبق " بموافقة الحائز مع نهاية السنة الثالثة فيما يخص سندات الجزء الأول ومع نهاية السنة الرابعة فيما يخص سندات الجزء الثاني.

### - القرض السندي لسونلغاز: [158] ( افريل – ماي 2006 )

مبلغ القرض 11.65 مليار دينار موزع إلى جزئين:

● 6 مليار دينار، بمعدل فائدة 4.65%، مدة إنضاج 9 سنوات؛

● 5.65 مليار دينار، بمعدل فائدة 4.85% مدة إنضاج 11 سنة.

أصبحت مؤسسة سونلغاز مصدرا منتظما في سوق السندات، وهي تقوم بالفعل بإنجاز العملية الرابعة للإصدار ( عملية واحدة في سنة 2004 وعملياتين في 2005 )، ومن خلال اللجوء إلى اختيار هذه الطريقة في التمويل على المدى الطويل ( حاليا ) وهي المؤسسة الوحيدة التي لديها سندات ذات آجال استحقاق مدتها تسع (09) سنوات وإحدى عشرة (11). فإن سونلغاز تكرر مبدأ تنويع مصادرها في مجال التمويل قصد تلبية حاجات برنامجها الإستثماري الواسع في ميدان إنتاج الكهرباء وتوزيعها.

- **القرض السندي للمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTP: [162] (جوان 2006)**

تعود المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار ENTP من جديد للسوق المالية وهذا بإصدار قرض سندي جديد قيمته 8 مليار دينار موجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين، بهدف اقتناء آلات للحفر والتخلص من ديون سابقة.

- الجزء الأول: 4.45 مليار دينار، بمعدل فائدة 3.30 % ومدة إنضاج 5 سنوات؛
- الجزء الثاني: 3.55 مليار دينار، بمعدل فائدة 3.50 % ومدة إنضاج 6 سنوات.

- **القرض السندي للشركة العربية للإيجار ALC: [164] (جوان 2006)**

الشركة الوطنية للإيجار مؤسسة من القطاع الخاص تلجأ إلى السوق السندية من أجل رفع أموال لتمويل عملياتها في مجال الإيجار، تأسست في أكتوبر 2001 وحصلت على الاعتماد من بنك الجزائر في فيفري 2002 بصفتها مؤسسة مالية متخصصة، ويتمثل المساهمون الرئيسيون فيها في الشركة المصرفية العربية الجزائرية (34 %) وشركة الإستثمار العربية (25 %)، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (20 %) والشركة المالية الدولية (7 %).

أشتمل القرض الذي تم إصداره بمبلغ 3.65 مليار دينار على حصتين اثنتين:

- حصة أولى مبلغها 2.55 مليار دينار مع قسيمة 3.85 % وفترة إنضاج مدتها 5 سنوات؛
- حصة ثانية مبلغها 1.1 مليار دينار مع قسيمة 4 % وفترة إنضاج مدتها 6 سنوات.

**3- خلال سنة 2007:**

شهدت سنة 2007 انخفاض شديد في إصدارات القروض السندية ويعود سبب ذلك إلى عدم دخول مؤسسات قوية مثل سونلغاز، اتصالات الجزائر والخطوط الجوية الجزائرية إلى السوق المالية وتمت ثلاث إصدارات جديدة، وبمبالغ ضعيفة وصلت إلى حوالي 8 مليار دينار أي بانخفاض 80 % مقارنة بسنة 2006.

- **القرض السندي لمؤسسة ALC: [164] (جانفي 2007)**

عادت المؤسسة الوطنية للإيجار في سنة 2007 لإصدار قرض سندي جديد بمبلغ 3.3 مليار دينار موجه للبنوك والمؤسسات المالية والمستثمرين المؤسسين، الهدف منه تمويل عمليات الإيجار و/أو إعادة تمويل القروض المتعلقة بتمويل عقود الإيجار. البنك المرافق هو الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط باعتباره من المساهمين الرئيسيين في هذه المؤسسة.

القيمة الاسمية للسند حددت ب 10.000 دينار، بمعدل فائدة 3.85 %، ومدة إنضاج 5 سنوات.

- **القرض السندي لمؤسسة EEPAD TISP: [165] (ماي- جوان 2007)**

قيمة القرض 500 مليون دينار، تتوزع على حصتين:

- الحصة الأولى 300 مليون دينار، بمعدل فائدة 4.20 %، ومدة إنضاج سنتين؛
- الحصة الثانية 200 مليون دينار، بمعدل فائدة 4.80 %، ومدة إنضاج 4 سنوات.

البنك المرافق هو بنك الفلاحة والتنمية الريفية، هذا القرض موجه للبنوك والمستثمرين المؤسسين وتلتزم المؤسسة بضمان هذا القرض بأصولها المتكونة من قطعة أرض ومبنى إداري متكون من 5 طوابق (R+5) ببئر مراد راييس ولاية الجزائر. الهدف منه تمويل جانب من استثمارات المؤسسة.

- **القرض السندي لمؤسسة ENTP: [162] (ديسمبر 2007)**

تقوم المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار بإصدار قرض سندي ثالث على التوالي (قرض سندي في سنة 2005 وآخر في سنة 2006) وهذا بهدف اقتناء آلات للحفر، وباعتبار هذه المؤسسة هي فرع من فروع مؤسسة سوناطراك، فإن هذه الأخيرة تلتزم بكل الضمانات المتعلقة بالعملية. هذا القرض الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين أصدر بمبلغ 4 مليار دينار بمعدل فائدة 3.85% تحصل كل سنة خلال مدة إنضاج قدرها 5 سنوات.

**3.4. القروض السنديّة للمؤسسات المدرجة في البورصة**

**1.3.4. القرض السندي لمؤسسة سونلغاز [166]**

القرض السندي الخاص بمؤسسة سونلغاز والمقدر ب 10 مليار دينار قابلة للرفع إلى 15 مليار دينار، شهد إقبالا منقطع النظير إلى درجة أن مدة الاكتتاب المقررة على مدى شهر كامل ما بين 22 ماي إلى 23 جوان 2005، أفلتت بعد 15 يوما من افتتاحها. [167] ص 100

هذا القرض السندي مقسم إلى 1.5 مليون سند عادي بقيمة اسمية تقدر ب 10000 دينار، ومدة صلاحية تصل إلى 6 سنوات أي أن تاريخ استحقاقها يوم 22 ماي 2011، هذه السندات من نوع سندات لحاملها، ولقد تم وضع مبلغ أدنى للاكتتاب يقدر ب 20.000 دينار.

سندات هذا القرض لا تسدد عن طريق دفعات وإنما يكون التعويض في نهاية مدة القرض أي 22 ماي 2011، مع الاستفادة من معدلات الفائدة السنوية كل 22 ماي والتي كانت تدرجية أي: 22 ماي 2005 إلى 22 ماي 2006 بمعدل فائدة 3.5 %؛

22 ماي 2006 إلى 22 ماي 2007 بمعدل فائدة 3.75 % ؛

22 ماي 2007 إلى 22 ماي 2008 بمعدل فائدة 4 %؛

22 ماي 2008 إلى 22 ماي 2009 بمعدل فائدة 4.25 %؛

22 ماي 2009 إلى 22 ماي 2010 بمعدل فائدة 5 %؛

22 ماي 2010 إلى 22 ماي 2011 بمعدل فائدة 7 %.

هذا القرض السندي الموجه إلى البنوك المستثمرين المؤسسين والجمهور الواسع، مسجل لدى إحدى الوسطاء المكلفين بالعملية والمرخص لهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية "COSOB" ويختار المستثمر الوسيط الذي يشاء الاكتتاب في السندات أو ما يسمى بنقابة الإصدار، أما البنك المرافق للمؤسسة في هذه العملية فهو البنك الوطني الجزائري "BNA". أما التكاليف الخاصة بهذه العملية فهي كما يلي: [157] ص 292

- ✓ قسط أو حصة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لمبلغ 5 مليون دج؛
  - ✓ عمولة البنك "BNA" بنسبة معينة من المبلغ الإجمالي المجمع؛
  - ✓ عمولة المجمع البنكي للإصدار الذي يرأسه ويوجهه البنك الوطني الجزائري بنسبة معينة من المبلغ الإجمالي؛
  - ✓ تعويضات خدمات المؤتمن المركزي للسندات التي تشمل 700.000 دج خارج الرسوم، و11.900 دج للقيمة المضافة القابلة للاسترجاع، و819.000 دج لكل الرسوم؛
  - ✓ نفقات الاتصال، وتضم 100.098.533 دج خارج الرسوم، و17.016.750 دج للقيمة المضافة القابلة للاسترجاع، و73.724.410 دج لكل الرسوم.
- تم أول تسعير لسندات سونلغاز في بورصة الجزائر يوم 29 ماي 2006 وكان السعر المرجعي للتسعير الأول بنسبة 101.10 % من القيمة الاسمية للسند، وهكذا أصبحت منذ ذلك التاريخ تتداول على مستوى البورصة، كما يمكن تداولها في السوق خارج البورصة بين الوسطاء المعتمدين.
- عرف سند سونلغاز في سنة 2006 حجم تداول قدره 9.899 سندا، أي نسبة 79,51% من الحجم الإجمالي للتداول في القسم الخاص بالسندات وذلك فيما يخص 27 جلسة مثمرة، كما بلغت القيمة الإجمالية المتبادلة فيما يخص سند سونلغاز 99.956.460 دج من مجموع 78 صفقة. [156]
- إن القيمة الصافية المحصلة من هذا القرض السندي ستستعمل من طرف المؤسسة لتمويل جزء من استثماراتها، خلال الثلاث (03) سنوات اللاحقة، مع العلم أن المؤسسة لم تضمن تسديد هذه السندات بضمان خاص بما أنها تشكل ضمانا قويا لما تتمتع به من سمعة طيبة ووضعية مالية جيدة تسمح لها بالتحكم في ديونها وتضمن لها إمكانية التسديد بكل أمان، والدليل على ما تتمتع به المؤسسة من سمعة هو إقبال مدة الاكتتاب بعد 15 يوما فقط من افتتاحها والتي كانت مقدرة بشهر كامل، كما أن هذه السندات تستفيد من الإعفاء الضريبي ( الضريبة على أرباح الشركات أو الضريبة على الدخل ) حسب البند 26 من قانون المالية لسنة 2004. [166]

### 2.3.4. القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر [168]

أصدرت مؤسسة اتصالات الجزائر في سنة 2006 قرضا سنديا مشتركا عموميا ومؤسسيا أي موجه إلى البنوك، المؤسسات المالية، المستثمرين المؤسسين والجمهور الواسع وذلك بمبلغ 20 مليار دينار قابلة للرفع إلى 25 مليار دينار، وفي نهاية عملية الاكتتاب بلغت الأموال المرفوعة منه 21.59 مليار دينار، وستخصص الموارد المالية المحصلة من هذا القرض لاقتناء تجهيزات موجهة لتطوير شبكة الهاتف النقال التابع لفرع موبيليس ولإنجاز استثمارات في صالح المؤسسة الرئيسية.

وعلا على ضمان نجاح عملية التوظيف التي جرت من 17 سبتمبر إلى 31 أكتوبر 2006 عمدت اتصالات الجزائر إلى تأسيس نقابة قبض ثابت تتألف من:

- البنك الوطني الجزائري وهو البنك المرافق للمؤسسة؛
- بنك الجزائر الخارجي؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

وكان توزيع المكتتبين حسب الفئة، عند اختتام عملية الاكتتاب كما يأتي:

- الأشخاص الطبيعيون: 44 %؛
- أعضاء نقابة القبض الثابت: 30 %؛
- الأشخاص المعنويون: 24 %؛
- المؤسسات المالية: 2 %.

هذا وقد طرح سندات عادية بقيمة اسمية 10.000 دينار للسند ومدة صلاحية تصل إلى 5 سنوات بمعدل فائدة سنوية تستحق كل 17 أكتوبر وكانت تدرجية على النحو التالي:

- 17 أكتوبر 2006 إلى 17 أكتوبر 2008 بمعدل فائدة 4 % ( السنيتين الأوليتين )؛
- 17 أكتوبر 2008 إلى 17 أكتوبر 2010 بمعدل فائدة 4.5 % ( السنيتين التاليتين )؛
- 17 أكتوبر 2010 إلى 17 أكتوبر 2011 بمعدل فائدة 7.9 % ( السنة الأخيرة ).

هذا القرض لا يسدد عن طريق دفعات وإنما يكون التعويض في نهاية مدة القرض أي 17 أكتوبر

.2011

تم قبول سند اتصالات الجزائر للتداول في البورصة من خلال تسعيره بتاريخ 22 نوفمبر 2006 مع سعر قدره 100.70 % من القيمة الاسمية للسند، ولقد عرف في السنة الأولى من تسعيره حجم تداول قدره 2.550 سندا أي نسبة 20.48 % من الحجم الإجمالي المتداول في ثلاث (03) جلسات مثمرة، هذا ولقد بلغ المبلغ المتداول على السند أثناء الشهرين الأخيرين من السنة المالية 2006 مبلغ 25.678.500 دينار أي 20.44 % من القيمة الإجمالية للقسم الخاص بالسندات المسجلة خلال نفس السنة المالية. [156]

للإشارة فإن هذا القرض السندي لم يسند بضمان خاص من طرف المؤسسة، غير أن سندات معفاة من الضريبة ( الضريبة على أرباح الشركات أو الضريبة على الدخل) حسب البند 44 من قانون المالية لسنة 2006.

### 3.3.4. القرض السندي لمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية [169]

القرض السندي الخاص بمؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية بمبلغ 14.18 مليار دينار والموجه للجمهور الواسع خلال فترة اكتتاب بين 02 نوفمبر و09 ديسمبر 2004، وهذا بهدف تمويل 80 % من تكلفة شراء 4 طائرات من نوع أرباص A 330-200 سلمت طائرة في جانفي 2005، طائرتين في فيفري 2005 وأخرى في مارس 2005، قطع غيار ومحركات للطائرات.

عند شراء السندات يفتح البنك المعني ( البنك الوطني الجزائري ) بصفته قابض حساب محافظ، حسابا نقديا لفائدة المكتتب، هذا الحساب موصول بحساب نقدي، وعند نهاية العملية يقدم البنك للمكتتب كشفا يبرهن على تصفية حساب السندات.

تم الاكتتاب من طرف الجمهور الواسع في سندات عادية بقيمة اسمية تقدر ب 10.000 دينار ومدة صلاحية 6 سنوات، ويستفيد المكتتبون من معدل فائدة سنوية ( 01 ديسمبر من كل سنة ) وتدرجية كما يلي:

3.75 % بالنسبة للسنتين الأوليتين (2005 و2006)؛

4.5 % بالنسبة للسنتين التاليتين ( 2007 و2008 )؛

6 % بالنسبة للسنتين الأخيرتين (2009 و2010).

وهذا بمتوسط معدل فائدة يصل إلى 4.75 % عند نهاية استحقاق السندات، مع العلم أن هذه السندات لا تسدد عن طريق دفعات وإنما يكون التعويض في نهاية مدة القرض أي 01 ديسمبر 2010، ولقد تم وضع حد أدنى للاكتتاب يقدر ب 50.000 دينار.

الجدول رقم 09: مساهمة المكتتبين في القرض الموجه للجمهور الواسع [170]

المبلغ المكتتب		السندات		المكتتبين		
النسبة	المبلغ	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
%49	6.950.220.000	%49	695.022	% 95	3085	أشخاص طبيعيين
%51	7.233.900.000	%51	723.390	% 05	161	أشخاص معنويين
% 100	14.184.120.000	% 100	1.418.412	% 100		مجموع المكتتبين

نلاحظ أن نسبة المكتتبين من الأشخاص الطبيعيين هو المصدر 95 % مقارنة ب 5% من الأشخاص المعنويين، وبالمقابل نجد أن نسبة السندات المكتتب فيها من طرف الأشخاص الطبيعيين تكاد تعادل النسبة لدى الأشخاص المعنويين وكذا المبلغ المكتتب فيه. وتفسير هذا أن الأشخاص المعنويين يقومون بالاكتتاب في أكبر عدد من السندات بالمقارنة مع الأشخاص الطبيعيين.

وعلا على نجاح عملية التوظيف عملت مؤسسة الخطوط الجوية إلى تأسيس نقابة قبض ثابت تتألف من:

- البنك الوطني الجزائري وهو البنك المرافق للمؤسسة؛
- بنك الجزائر الخارجي؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛
- بنك التنمية المحلية.

تم تسعير سندات القرض بتاريخ 12 فيفري 2007 بسعر مرجعي للتسعير الأول ب 100.90 % من القيمة الاسمية للسند، ومنذ ذلك التاريخ أصبح سند الخطوط الجوية يتداول في بورصة الجزائر.

التزمت مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية بضمان تسديد القرض وهذا عن طريق:

- رهن الطائرات: الطائرات الأربعة من نوع أرباص التي تم شراؤها سيتم رهنها لصالح المكتتبين؛
- رفع مستحقات الخدمة العمومية: تلتزم المؤسسة باستعمال ما تدفعه الدولة مقابل الخدمة العمومية لتسديد ديون المكتتبين.

كما استفادت هذه السندات من الإعفاء الضريبي (الضريبة على أرباح الشركات أو الضريبة على الدخل) حسب البند 26 من قانون المالية لسنة 2004.

تم تقييم المبلغ الكلي للتكاليف المتعلقة بالعملية وتقدر هذه التكاليف بأكثر من 387.379.440 دينار وهي مقسمة كما يلي:

- لجنة البنك المرافق ( البنك الوطني الجزائري ): 74.670.000 دج ؛
- اللجنة المكلفة ببيع السندات: 141.841.200 دج ؛
- لجنة تسيير الإتحاد البنكي: 74.670.000 دج؛
- إتاوات مقدمة للجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة COSOB: 5.000.000 دج؛
- تكاليف الإشهار: 112.000.000 دج؛
- تكاليف أخرى خاصة بالطائرات المشتراة: 25.500.000 دج.

## مخلص الفصل الرابع

يعتبر الإستثمار عصب الحياة في اقتصاد أي دولة في العالم، ولهذا عملت الجزائر على وضع نظم وقوانين توفر مناخا مناسباً له، وذلك بعد تحسن الأوضاع والاستقرار على كل المستويات ولما تتوفر عليه من إمكانيات خاصة من الناحية المالية بعد الارتفاع الكبير لأسعار البترول.

يعتمد المستثمر في المقام الأول على أمواله الذاتية ولكنها في غالب الأحيان لا تكفي للاستمرار في المشروع الاستثماري، لذلك يلجأ إلى وسائل عدة للحصول على الموارد المالية اللازمة وأهم هذه الوسائل، النظام المصرفي رغم التعقيدات والضمانات التي يطلبها لمنح القروض، كما نجد السوق المالي أو البورصة بصفة خاصة وما تقدمه من تخصيص كفاء للموارد المالية الموجهة للاستثمار. إن القروض السندية تعتبر بديل من بدائل تمويل الاستثمارات حيث يتم إصدار سندات المؤسسات في السوق الأولية ويتم تداولها إما في السوق بين البنوك أو بين الوسطاء الماليين، أما في حالة إدراج هذه السندات فتتداول على مستوى البورصة أو السوق الثانوية.

بلغت القيم المقبولة تداولها في بورصة الجزائر مع نهاية سنة 2007 عدد خمسة (05) سندات:

- سندي (02) رأسمال: سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي (قطاع السياحة) وسهم مجمع صيدال (قطاع الصناعة الصيدلانية)

- ثلاث (03) سندات دين:

1- سند سونلغاز الذي ينتهي أجله في 2011/05/22 وتم إدراجه في البورصة في 29 ماي 2006؛

2- سند اتصالات الجزائر ينتهي أجله في 2011/10/17 وتم إدراجه في البورصة في 22 نوفمبر 2006؛

3- سند الخطوط الجوية الجزائرية الذي ينتهي أجله في 2010/12/01 وتم إدراجه في البورصة في 12 فيفري 2007.

كما تميزت سنة 2006 بسحب سند الرياض – سطيف من البورصة بتاريخ 06 ديسمبر 2006.

كما أن سوق السندات خارج البورصة عرف عدة إصدارات ليصل مجموعها إلى أكثر من عشرين

(20) إصداراً جديداً، مدرجة في البورصة بينما عددها يفوق ذلك كثيراً في الأسواق المالية المتقدمة.

ولقد شهدت سنة 2007 نسبة تداول فاقت 920.000.000 دج، ورغم ضعف المبلغ مقارنة بأسواق

مالية أكثر تقدماً، إلا أنه يعتبر قياسياً في بورصة الجزائر مقارنة بالسنوات السابقة حيث لم يتعدى

150.000.000 دج في سنة 2006، وهذا بزيادة قدرها 6 أضعاف خلال سنة واحدة.

## خاتمة

تعتبر القروض السندية أحد مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية الكبيرة، ولقد عرف توجه المؤسسات للتمويل من خلال السوق السندية في الآونة الأخيرة نوعاً من النشاط، وذلك بقيام عدة مؤسسات بعملية إصدار للقروض السندية لتجميع الموارد المالية لتمويل استثماراتها عن طريق الطلب العلني للإدخار، وبهذا أصبحت السوق السندية التي تمثل جزءاً رئيسياً للسوق المالية الجزائرية واقعا معيشياً في المنظومة المالية الجزائرية.

مثلت إحتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئاً ثقيلاً بسبب إزدياد إحتياجاتها من فترة لأخرى، يقابلها الزيادة الطردية في الإدخارات غير الموظفة، وفي الوقت نفسه محدودية البدائل الإستثمارية المتاحة وانخفاض قدرة المؤسسات المصرفية على جذب المدخرات، ومن هنا تأتي أهمية القروض السندية كإحدى البدائل والقنوات لإمتصاص وتعبئة المدخرات المحلية التي عجزت على تعبئتها القطاع المصرفي

### - إختبار الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** والتي جاءت على النحو الآتي: تعبئة الادخار للقرض السندي يعوض الأساليب التقليدية لتمويل الاستثمارات في المؤسسات.

نعم هذه الفرضية تم تأكيدها في الفصل الثاني، فمن خلال دراسة محددات الإختيار بين مصادر التمويل والتوضيح بمثال أن القروض السندية أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وفيما يخص القروض المصرفية فتعتبر أكثر تعقيداً بسبب الشروط والضمانات التي تطلبها المصارف للمقترضين.

**الفرضية الثانية:** لإنجاح سوق السندات لابد من تغيير توجهات المؤسسة فيما يخص توسيع

استثماراتها.

فعلاً، لقد تم تعبئة مدخرات الأفراد والمؤسسات غير الموظفة وتوجيهها للمؤسسات ذات العجز أو التي تريد التوسع في استثماراتها بواسطة القروض السندية والتي يتحصل المكتتبين في سنداتها على عوائد سنوية ثابتة يجعلها أقل مخاطرة مقارنة بالأسهم.

**الفرضية الثالثة:** والتي جاء فيها: إصدار القرض السندي هو مفتاح لتوسع السوق المالي في

الجزائر.

لقد تم تأكيد هذه الفرضية عند إبراز دور القرض السندي في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل المؤسسات وبالتالي تشجيع الاستثمار وتطويره، وقد ساهمت هذه الإصدارات في تنشيط البورصة وبعث الروح فيها

بعد الركود الذي ميزها منذ نشأتها، إلا أنه لا يمكن الجزم بصحة هذه الفرضية ما لم تسعر السندات وفق إطارها القانوني.

**الفرضية الرابعة:** لا يمكن إنجاح القرض السندي في الجزائر دون إدخاله في ثقافة الأعوان الاقتصاديين. فالبنوك بصفقتها وسيطة في عملية الاكتتاب في السندات لا يمكنها أن تعيش بمعزل عن الأعوان الاقتصاديين.

### - نتائج الدراسة:-

- في ختام هذه الدراسة، ومن خلال ما جاء فيها خلصنا إلى جملة النتائج التالية المبينة فيما يلي:
- لكل مصدر من مصادر التمويل مزايا وعيوب تميزه عن غيره من مصادر التمويل الأخرى؛
  - يعتبر القرض السندي كمصدر أقل تكلفة لتمويل المؤسسات الاقتصادية الكبرى، باعتبار أن إسمها فقط يعبر عن ضمان لتسديد القرض، أما المؤسسات الصغيرة فيتحتم عليها تقديم ضمانات؛
  - الإدخار، الإستثمار والتنمية تعتبر ظواهر اقتصادية متداخلة و مترابطة فيما بينها، حيث لا يمكن التطرق لواحدة دون الأخرى، فالمدخرات تستغل للتوسع في الاستثمارات أو إقامة استثمارات جديدة تؤدي إلى النمو أو التنمية الاقتصادية والقروض السندية احد البدائل لتعبئة المدخرات؛
  - تأتي أهمية إنشاء سوق المال كإحدى المتطلبات الأساسية لتنشيط الإستثمار، وتوظيف الإدخار وجذب الإستثمار الأجنبي، كما أن مكونات وطبيعة برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأت فيه الجزائر يدفع بشكل مباشر إلى تطوير سوق الأوراق المالية؛
  - رغم الإصلاحات المصرفية المختلفة والاهتمام الكبير بهذا القطاع، إلا أنه مازال يعاني من محدودية في جذب المدخرات المحلية، ومن البيروقراطية وضعف التسيير الإداري، والإمكانيات في منح القروض، كما أن البنوك والمؤسسات المالية بصفة عامة لا تعمل على تحسين المحيط لتطوير السوق المالية؛
  - عرفت بورصة الجزائر بعض الإنتعاش بعد إدراج سندات المؤسسات الثلاث سونلغاز، إتصالات الجزائر والخطوط الجوية الجزائرية، أما سوق الأسهم فما زال يعاني من عقبات عدة خاصة بعد انسحاب مؤسسة الرياض- سطيف، لتبقى بعيدة عن المقارنة حتى مع أسواق الأوراق المالية العربية.

### - التوصيات:-

حتى يتسنى التعامل بالقرض السندي في الجزائر، ينبغي توفير المحيط المناسب لذلك والعمل على تجنب العراقيل التي تقف في طريق تطوره وذلك من خلال إستراتيجية متكاملة، يمكن إيجاز أهم الأعمال التي تؤدي إلى تطويره:

## 1) دعم الثقة في السوق:

ترتبط الثقة في السوق بشفافية وفعالية القواعد المطبقة واتخاذ الإجراءات التي تساعد على تسهيل التداول وتوفير السيولة للسوق، ذلك أنه من الضروري أن يكون تنظيم السوق وإدارتها مناسبة، كما ينبغي أن تتوفر للسوق آليات لضمان تحقيق السيولة والكفاءة وهذا إلى جانب ضرورة توافر معلومات كافية عن الأوراق المالية المتداولة ومراكز البحث التي تعنى بتحليل تلك المعلومات ونشير في هذا الصدد إلى ضرورة محافظة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على الصرامة التامة عن طريق وضع المقاييس والمراجع الخاصة بهذا الميدان، وكذا إجبار المؤسسات على نشر البيانات اللازمة وتقديم الشروحات الوافية والدقيقة الخاصة بمشاريع الشراكة المدرجة في البورصة؛

## 2) إرساء ثقافة السوق المالي:

إذا تعمقنا في أسباب جهل أغلبية المواطنين الجزائريين لمعنى السوق المالي عموما والبورصة خصوصا، فنجد أن السبب الرئيسي يتمثل في كون السلطات الجزائرية لم تفكر في إدراج مفاهيم حول هذا الموضوع في المنظومة التربوية أو التطرق إليه من خلال وسائل الإعلام المختلفة كأى منتج جديد؛

## 3) تهيئة الظروف العامة:

يعتبر السوق المالي آلية من آليات اقتصاد السوق الذي تنمو فيه الوساطة المالية مما يستوجب وجود قاعدة مؤسساتية ملائمة وإدخال أدوات اقتصادية فعالة تسمح لمختلف المتعاملين التصرف بكل حرية في إطار احترام القوانين، وتعتبر التوقعات الجيدة للنمو الاقتصادي والاستقرار السياسي أحسن الشروط الضرورية لتطوير البورصة الشيء الذي يمكن تحقيقه من خلال مواصلة الإصلاحات الاقتصادية وذلك عن طريق:

- إصدار القوانين والتشريعات المناسبة لتأطير الإصلاح الاقتصادي؛
- تحرير الأسواق بإلغاء نظام تحديد الأسعار وإلغاء القيود على التجارة؛
- مواصلة عملية الخصخصة باستخدام أسلوب الخصخصة عن طريق البورصة، ومن ثم ضمان منتجات جديدة.

## - أفاق الدراسة:

الموضوع المدروس يتضمن قضايا عديدة تطرح إشكاليات تحتاج للمعالجة، ولقد إعتدنا في دراستنا على هذه النقاط العدة بسبب نقص أو إنعدام البحوث حول القروض السندية، فجاء الموضوع شاملا لها، وبالتالي نرى أفقا للموضوع قابلة لأن تكون مواضيع للبحث والدراسة كل على إنفراد للوصول إلى نتائج أكثر دقة كالتقييم بدراسة القروض السندية ودورها في تمويل الاستثمارات أو القروض السندية ودورها في تعبئة المدخرات المحلية أو حتى موضوع القروض السندية ودورها في تنشيط بورصة الجزائر، وبهذا يكون هذا العمل كمرجع رئيسي أو كقاعدة تعتمد لأبحاث في مجالات أكثر تخصصا.

## قائمة المراجع

1. مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001.
2. محسن أحمد الخضيرى، العولمة: مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة اللادولة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2000، ص 120.
3. طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997
4. زينب حسن عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1994
5. عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006
6. عرفان تقي الحسنى، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999
7. حمدي السقا، بورصة الأوراق المالية وأهميتها في التنمية الاقتصادية، دورية إدارة المخاطر، اقتصادية شهرية تعنى ببيئة الأعمال في سورية والعالم، تصدر عن رئاسة مجلس الوزراء في سورية، العدد 02 ماي 2008، ص 12.
8. G. CAUDAMINE, J. MONTIER, Banque et marchés financiers, ECONOMICA, Paris 1998
9. رحيم حسين، دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - حالة البلدان العربية-، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية - إشارة خاصة لحالة الجزائر-، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير لجامعة سكيكدة، 9-10/12/2003.
10. سام إسماعيل، بساط أخضر، نحو حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية: جودة المعلومات المحاسبية مقدمات الحسم حين نبدأ لا عندما ننتهي، دورية إدارة المخاطر، اقتصادية شهرية تعنى ببيئة الأعمال في سورية والعالم، تصدر عن رئاسة مجلس الوزراء في سورية، العدد 02 ماي 2008، ص 18.
11. بشار علي حسن هيلات، كفاءة واستقرار سوق عمان المالي للفترة 1993-2002، مذكرة ماجستير في كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، 2004
12. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
13. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: علميا-عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000

14. محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، مصر، الطبعة الثالثة 2000
15. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007
16. عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2001.
17. أحمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتب ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001
18. حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، مصر، 2002
19. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007
20. اصلي ديمرجوق- كونت، فوجيسلاف ماكسيموفيتش، تطور أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 33، العدد 02، جوان 1996، صندوق النقد الدولي
21. هانز تيتماير، تطوير التعاون والتنسيق في الإشراف على الأسواق المالية، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 36، العدد 03، سبتمبر 1999، صندوق النقد الدولي.
22. أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، مصر، 2005
23. Pierre VERNIMMEN, Finance de l'entreprise, 4<sup>e</sup> édition, DALLOZ, Paris 2000
24. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2004
25. HADDAD Souhila, Le rôle du marché financier dans le financement des entreprises- cas de l'Algérie-, Thèse de Magister en science économique, Université d'Alger 2002/2003
26. احمد سعد عبد اللطيف، حسين عطا غنيم، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998
27. مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة؟، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006
28. Franck THIBAUT, La bourse en Ligne de A à Z, Micro application, Paris, 1<sup>ère</sup> édition 2000
29. Didier VITRAC, Parler bourse en 2000 mots, Gualino éditeur, Paris 2002

30. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء 01، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002
31. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية طبع نشر وتوزيع، مصر، 1998
32. السيد عليوة، تحليل مخاطر الإستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين طبع نشر وتوزيع، مصر، 2006
33. جون وايت، الإستثمار في السندات والأسهم، الترجمة باعتماد خالد العامري، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الثانية 2006
34. Abdelkader BELTAS, Le développement du marché des capitaux et la structure des taux d'intérêt, fondements théoriques et aspects pratiques, Edition El-Borhane, Alger 2002.
35. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003
36. برايان كويل، أسواق المال، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2005
37. [http:// www.acc4arab.com / acc / Showthread.php](http://www.acc4arab.com/acc/Showthread.php) Consulté le 06/11/2007
38. [http:// www.acc4arab.com / acc / archive / index.php](http://www.acc4arab.com/acc/archive/index.php) Consulté le 06/11/2007
39. [http:// www.tajeir.com / vb/newthread.php](http://www.tajeir.com/vb/newthread.php) Consulté le 14/11/2007
40. [http:// www.saudimemaar.com/vb/archive/index.php/t-17.html](http://www.saudimemaar.com/vb/archive/index.php/t-17.html) Consulté le 14/11/2007
41. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998
42. Jean BARREAU, Jacqueline DELAHAYE, Gestion financière- Manuel et applications-, 10<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris 2001
43. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح ظل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة النشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997
44. نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003

45. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية طبع نشر وتوزيع، الإسكندرية، 2000
46. حسني علي خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، عمان، 1999
47. محمود حسني العتيبي وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، عمان، 1996
48. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000
49. <http://www.kantakji.org/figh/files/Accountancy/fin.doc> Consulté le 06/11/2007
50. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006
51. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004
52. هوشيار معروف، الإستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003
53. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية -مدخل اتخاذ القرارات-، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002
54. عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001
55. زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998
56. عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
57. منير إبراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994
58. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 1993
59. سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998
60. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
61. عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، مصر، 2008

62. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات: الاستثمار، التمويل، التحليل المالي-مدخل في التحليل واتخاذ القرارات-، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006
63. Alain CHEVALIER, Jyoti GUPTA, Anne GAZENGEL, Investissement et financement, édition ESKA, Paris1992
64. سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله: المالية- المحاسبة- الاقتصادية- التشريعية – التطبيقية-، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001
65. [http:// www.tashreaat.com/view-studies2.asp](http://www.tashreaat.com/view-studies2.asp) Consulté le 06/11/2007
66. Jean Richard SULZER, Sémiyou Adéléké, Finance à long terme (théories, calculs et exercices corrigés), 2eme édition, Ed. ECONOMICA, Paris 2001
67. BINOT Christian, La gestion obligataire, ed. Dalloz, Paris, 1988
68. ناصر دادي عدون، الرياضيات المالية، دار المحمدية العامة، الجزائر 1997/1996
69. N.DESBARRIERES, La bourse et ses Back-offices, Economica, Paris1998
70. J.TEULIE, P.TOPSAALIAN, Finance, Vuibert, France 1997
71. P.SPIESER, Information économique et marchés financiers. Economica, Paris2000
72. محمود محمد الداغر، الإستثمار في الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2005
73. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية طبع نشر وتوزيع، الإسكندرية، 2002
74. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمارات في الأوراق المالية -دراسة حالة الجزائر-، رسالة لنيل درجة دكتوراه في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة 2006
75. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007
76. F.Quinttard PINON, Marchés des capitaux et théorie financière, édition Economica, Paris 1998
77. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999
78. إبراهيم علي إبراهيم عبد ربه، رياضيات التمويل والاستثمار، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001

79. خليل دعاس، الادخار المحلي والتمويل الخارجي بين التكامل والإحلال دراسة حالة الدول العربية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2003
80. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993
81. Paul Jacques LEHMANN, Bourse et marchés financiers, DUNOD, Paris 2002
82. أحمد الأشقر، أحمد رفيق قاسم، التحليل الاقتصادي الكلي، ط. منشورات كلية الاقتصاد لجامعة حلب، سوريا، 1998، ص 91.
83. Jean MARSHALL, Jacques LECAILLON, Les flux monétaires, histoire des théories monétaires, édition Cujas, paris 1967
84. كبير مولود، الادخار وعلاقته ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية قياسية في الجزائر (1970-2004)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2007
85. جون مينارد كينز، النظرية العامة في الاقتصاد، ترجمة نهاد رضا، تقديم هني أحمد، دار الحياة، لبنان، 1991
86. إسماعيل عبد الرحمان، حربي محمد موسى عريقات، مفاهيم أساسية في علم الاقتصاد (الاقتصاد الكلي)، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999
87. مجيد علي حسين، عفاف عبد الجبار سعيد، مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2004
88. رياض إسماعيل، الادخار في المجتمع الاشتراكي، مكتبة القاهرة، دار الحامي للنشر، مصر، دون سنة نشر
89. صبحي تادرس قريصة، مقدمة في التنمية والتخطيط، دار النهضة العربية، بيروت، 1983
90. محمود يونس، أحمد محمد مندور، السيد محمد السريتي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
91. يسرى دعيبس، التربية الادخارية والتنمية الاقتصادية الشاملة: رؤية في الأنثولوجيا الاقتصادية، دار المعارف، الإسكندرية، 1996
92. Pierre Marie PRADEL, L'épargne et l'investissement, presse universitaire de France, paris 1968
93. عبد الله الصعيدي، الادخار والنمو الاقتصادي، دراسة لمكونات ومحددات الادخار المحلي وعلاقته بالنمو الاقتصادي في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة 1989

94. يحي محمد عوض، دلالة المحددات الاقتصادية للاذخار القومي في الأردن، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، إربد، 2000
95. محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1988
96. RAACHE Abdelbasset, L'épargne en Algérie, évaluation et évolution (1963-1989), mémoire de magistère en science économiques, I.S.E, Alger 1997
97. عطية صلاح سلطان، مدخل مقترح لتعظيم قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر بالعالم العربي، تقرير المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2007
98. سالم احمد الفرجاني، المساهمة الأجنبية في الاستثمار المحلي: الأهمية والمحاذير، مؤتمر الاستثمار والتمويل، تقرير المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2006
99. محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمن يسري أحمد، التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999
100. محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية: مفهوما، نظرياتها وسياساتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001
101. نعمة الله نجيب إبراهيم، محمود يونس محمد، علي عبد الوهاب نجا، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005
102. Henri CAZAL, Pierre VAJDA, Les pièges de l'épargne, nouvelle édition du seuil, paris 1970
103. عبد الكريم صادق بركات، يونس أحمد البطريق، المالية العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998
104. سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الثانية 1998
105. محمد أحمد الدوري، التخلف الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1987
106. حمزة محمود الزيبيدي، إدارة المصارف - إستراتيجية تعبئة الودائع وتقديم الائتمان-، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2000
107. سمير محمد عبد العزيز، المداخل الحديثة لتمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1988
108. ملال محمد طارق، تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة، دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2001

109. يسرى دعبس، الادخار والعوامل المؤثرة فيه، دار المعارف، الإسكندرية، 1996
110. سعيد عبد العزيز عثمان، النظم الضريبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000
111. André BABEAU, Léon NAKA et autres, L'épargne et sa collecte en Afrique, institut technique de banque, Yamoussoukro, Cote d'ivoire, la revue BANQUE EDITEUR, Paris, novembre 1987
112. كامل بكري، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، بيروت، 1988
113. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001
114. محمد صالح الجناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، ط. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000
115. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الازاريطه، مصر، 2003
116. لبشير عبد الكريم، تطور الإنفاق الاستثماري في الجزائر وعلاقته بالمرودية، الملتقى الوطني الأول حول " المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد " جامعة الشلف، 23/22 أبريل 2003
117. مراد نبيل عبد الجبار، المتغيرات المؤثرة على إستثمار القطاع المحلي في الأردن، مركز الدراسات الإستراتيجية، عمان، 1990
118. Jean-Pierre COURIAUX, Macro Economie, Economica, Paris 1988
119. Paul SAMUELSON, Macro Economie, Ed Organisation, 17ème Edition, Paris 1994
120. Patrick EPINGARD, Investir face aux enjeux technologiques et informationnels, Ed Ellipes, Paris 1991
121. عليوش قريوع كمال، قانون الاستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1999
122. محمد بلقاسم حسن بهلول، الإستثمار وإشكالية التوازن الجهوي، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر 1990
123. أحمد فهمي جلال، دراسات في اقتصاديات المشروعات الجديدة، دار الفكر العربي، مصر، 1997
124. منصور الزين، مداخلة بعنوان: عرض وتقييم لسياسة الاستثمار في الجزائر بعد الإصلاحات، جامعة سعد دحلب البليدة

125. DIF Mohamed, Condition de mise en place d'un climat favorable à des investissements étrangers en Algérie, revue l'économie, n° 10, Alger 1993

126. زعباط عبد الحميد، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول " المناخ الاستثماري في الجزائر " كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة

127. <http://www.Albayan.com.ae/albayan.htm> Consulté le 17/12/2007

128. Alain FELER et autres, Algérie : Stabilisation et transition à l'économie de marché, FMI, Washington, 1998

129. بوشنافة احمد، تيميزار احمد، الإصلاحات الإقتصادية في الجزائر، المناطق الحرة، الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الإقتصادية في الجزائر، الممارسة التسويقية، المركز الجامعي بشار، 20-21 أبريل 2004

130. ساحل فاتح، شعباني لطفي آثار وانعكاسات برنامج التعديل الهيكلي على الاقتصاد الجزائري، الملتقى الدولي الأول حول أبعاد الجيل الثاني من الإصلاحات الإقتصادية – جامعة أمحمد بوقرة – بومرداس – 04 و05 ديسمبر 2006

131. عبد المالك حداد، تحدي الملف الإقتصادي، ملفات الشهاب 2006 في: <http://www.Chihab.net/modules.php> Consulté le 17/03/2008

132. موقع وزارة الشؤون الخارجية الجزائرية، ملتقى في لندن حول فرص الإستثمار في الجزائر 04 جويلية 2007 في: <http://193.194.78.233/ma-ar/stories.php> Consulté le 17/03/2008

133. عبد اللطيف بلغرسة، المؤسسة الإقتصادية الجزائرية في ظل الإصلاحات المالية والمصرفية، الملتقى الوطني الأول حول "المؤسسة الإقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد"، كلية الاقتصاد، جامعة عنابة، 22/23 أبريل 2003

134. زكرياء دمدوم، الإصلاحات الراهنة في الاقتصاد الجزائري 1990-2000 – دراسة تحليلية – مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2002

135. كريم النشاشبي، باتريسيا ألونزو-جامو، وآخرون، دراسة خاصة حول الجزائر، تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، صندوق النقد الدولي، واشنطن 1998

136. عبد الوهاب بوكروح، مجلس النقد والقرض يقرر تصفية بنك الريان، جريدة الشروق اليومي، العدد 1640، 21 مارس 2006

137. Banque d'Algérie, Taxes principaux des deux programmes conclu avec le FMI, 2003

138. خضراوي ساسية، دور الادخار المحلي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في الاقتصاد، جامعة سعد دحلب البليدة، 2008

139. خلاف أمال، تكلفة القروض وتأثيرها على الاستثمار في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2005

140. رزيق كمال، مسدور فارس، محاضرات الملتقى الوطني الأول حول "الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة"، 22/21 ماي 2002

141. نزال الكسواني، مبادئ القانون التجاري، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2002

142. الجريدة الرسمية، العدد 27، المادة 715 مكرر 34 إلى المادة 715 مكرر 39 من المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 05 ذي القعدة 1413 هـ الموافق ل 25 افريل 1993

143. الجريدة الرسمية، العدد 27، المادة 715 مكرر 81 إلى المادة 715 مكرر 109 من المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 05 ذي القعدة 1413 هـ الموافق ل 25 افريل 1993

144. حميدة مختار، الدور المنتظر للبنك المركزي الجزائري في تنمية وتطوير السوق المالية، مجلة الأبحاث الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب البليدة، العدد 2007/01.

145. الجريدة الرسمية، العدد 34، المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 02 ذي الحجة 1413 هـ الموافق ل 23 ماي 1993

146. [http:// www.cosob.org/ La-bourse-présentation.htm](http://www.cosob.org/La-bourse-présentation.htm) Consulté le 06/01/2008

147. التقرير السنوي 2005، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

148. [http:// www.cosob.org / Les-emetteurs-appel-pub-epargne.htm](http://www.cosob.org/Les-emetteurs-appel-pub-epargne.htm) Consulté le 16/01/2008

149. [http:// www.cosob.org / La- bourse-organigramme.htm](http://www.cosob.org/La-bourse-organigramme.htm) Consulté le 16/01/2008

150. شمعون شمعون، البورصة-بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، الطبعة الثانية 1999

151. التقرير السنوي 2004، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

152. الجريدة الرسمية، العدد 34، قانون رقم 04-03 المؤرخ في 16 ذي الحجة 1423 هـ الموافق ل 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93

153. بوحرب حكيم، دور السوق المالي في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، 2007، ص 49
154. <http://www.cosob.org/Les-emetteurs-eghaurassi.htm> Consulté le 13/01/2008
155. <http://www.cosob.org/Les-emetteurs-groupe-saidal.htm> Consulté le 13/01/2008
156. التقرير السنوي 2006، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB
157. بن طلحة صليحة، تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في إطار التحولات الاقتصادية الحالية (حالة الجزائر)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008
158. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz.htm> Consulté le 13/01/2008
159. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-Air-Algerie.htm> Consulté le 13/01/2008
160. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-Algerie-Telecom.htm> Consulté le 13/01/2008
161. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-ENAFOR.htm> Consulté le 13/01/2008
162. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-ENTP.htm> Consulté le 13/01/2008
163. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-Cevital.htm> Consulté le 13/01/2008
164. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-ALC.htm> Consulté le 13/01/2008
165. <http://www.cosob.org/les-emetteurs-EEPAD.htm> Consulté le 13/01/2008
166. <http://www.cosob.org/les-émetteurs-sonelgaz2.htm> Consulté le 13/01/2008

167. بصيري محفوظ، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة -دراسة حالة الجزائر- مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، 2007

168. [http:// www.cosob.org/ les-émetteurs -algérie telecom2 .htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-algerie-telecom2.htm)

Consulté le 13/01/2008

169. [http:// www.cosob.org/ les-émetteurs -Airalgérie2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-Airalgérie2.htm) Consulté le 13/01/2008

170. وثائق من المؤسسة