

## دورالمنتجات المالية في تجنيد الادخار

جبارمحفوظ<sup>1</sup><sup>1</sup> جامعة سطيف 1 (الجزائر)، jebbar130299@yahoo.fr

## مقدمة

يعتبر جلب الادخار وضخه في الاقتصاد الوطني من أهم وظائف البورصة منذ أن أنشئت قبل قرون من الزمن. إذ تنبع هذه الوظيفة من كون أن هذه المؤسسة المالية الهامة، أي البورصة، هي قناة من قنوات الادخار، حيث يلتقي فيها أصحاب الفوائض المالية (المدخرون)، وأصحاب الاحتياجات المالية من مؤسسات وأفراد، أي المستثمرون والأعوان الاقتصاديون. فبإتاحتها هذه الفرصة للطرفين من أجل تحقيق أهدافهما تكون البورصة قد حققت هدفها الأسمى وهو المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني. إذ تكون الأدوات المالية بمختلف أنواعها وأجالها، وسواء كانت في شكل فردي أو في شكل محافظ مالية، وسيلة هامة من وسائل جعل ذلك الادخار في متناول القطاعات الاقتصادية للبلد المعني، بفعالية أكثر، باستعمال تقنيات البورصة.

فمن جانب المؤسسات، وطالبي رؤوس الأموال بصفة عامة، فعادة ما يهدفون إلى الحصول على مصادر التمويل بأقل تكلفة ممكنة، لاسيما بإصدار الأوراق المالية المناسبة. أما من جانب المدخر، فعادة ما تتلخص أهدافه في:

- الحصول على عائد معتبر على مدخراته، كمقابل لتخليه عنها لغيره، بما في ذلك الأرباح الرأسمالية،
- الحفاظ على تلك المدخرات من التآكل جراء ظاهرة التضخم،
- إمكانية استرجاع أمواله، عند الحاجة إليها، متى شاء وبتكلفة معقولة وفي وقت قصير نسبيا،
- الاطمئنان على مدخراته من الضياع وضمن الحصول عليها بعد المدة المتفق عليها، إذا كانت من الديون.

ومن المؤكد أن البورصة بهيكلها وميكانيزماتها توفر هذه الأهداف، إلى حد ما، مما يجعل المدخر مطمئنا على أمواله الموظفة في مختلف الأدوات المالية. وبذلك فما على صاحب الفوائض المالية إلا اختيار المنتج أو المنتجات المالية التي تحقق له كل أو أغلب أهدافه الاستثمارية والادخارية، منطلقا أساسا من التضارب بين المخاطر ومستوى العائد ومستعينا بالمختصين متى اقتضت الضرورة ذلك. وما على طالبي رؤوس الأموال إلا توفير تلك المنتجات المالية وتسويقها في الأسواق المناسبة.

وعليه إلى أي مدى يذهب تعدد المنتجات المالية وما هي أسباب تنوعها وما أثر هذا التعدد على جلب الادخار؟

هذا ما سنحاول معالجته في الفصول القادمة من هذه الورقة. حيث نتعرض في الفصل الأول إلى المنتجات التي تمثل الملكية وخصائصها ودورها في جلب الادخار. نشرح في الثاني المنتجات التي تمثل ديننا على الشركة أو الهيئة المصدرة واستعمالها في تجنيد الادخار. ونعرج في الثالث على الأدوات الهجينة التي تقع بين الملكية والدين. ونتعرض في الرابع إلى المنتجات المشتقة وفي الخامس إلى الإبداعات المالية التي ميزت الربع الأخير من القرن الماضي. ونختم بحثنا بالتعرض ولو بإيجاز إلى المنتجات المتداولة والممكنة التداول في الجزائر.

## 1- منتجات المساهمة

تمثل هذه الأدوات المالية المساهمة في ملكية الشركة المصدرة لها. تتمثل أساسا في:

### 1-1 الأسهم العادية

يمثل هذا النوع من الأسهم (common stock) مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة المصدرة، أي هو المقدار المملوك من رأسمالها. بذلك يقسم رأس المال إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء "سهم". الأسهم عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق (date d'écheance)، تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية، بالإضافة إلى كافة المعلومات عن الشركة المصدرة. وعليه فإن المساهمين العاديين هم ملاك الشركة المعنية. جاءت هذه الملكية نتيجة شراءهم للأسهم وتحملهم المخاطر الناجمة عن ذلك، على الرغم من أن تلك المخاطر محدودة بمقدار مساهمتهم في رأس المال.

### 1-1-1 خصائص الأسهم العادية

- لهذه الأسهم خصائص عديدة نذكر أهمها فيما يلي:
- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة (statut)<sup>1</sup>.
- ليس لها تاريخ استحقاق.
- للسهم العادي 3 قيم هي: القيمة الاسمية، القيمة السوقية والقيمة الدفترية.
- لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول.
- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح.

### 2-1 أنواع الأسهم العادية

تصنف الأسهم العادية حسب استفادة حملتها من الأرباح وحقيهم في التصويت إلى أسهم لها حق التصويت وليس لها أولوية عند توزيع الأرباح ونوع آخر له أولوية في الأرباح ولكن ليس له حق التصويت. وبناء على إيجابيات وسلبيات كل نوع والهدف من شراء الأسهم يتحدد قرار التوظيف من قبل المستثمرين. إذ يشترى النوع الأول كل من يريد تحقيق الأرباح، ويشترى الثاني كل من يريد السيطرة على الشركة وتوجيهها الوجهة التي يريدها.

### 3-1 حقوق المساهمين العاديين

إن الحقوق التي يتمتع بها المساهمون (المالكون) موضحة في القانون الأساسي للشركة، وبطبيعة الحال، في إطار القوانين السارية المفعول في الدولة التي تستقر فيها الشركة. من أهم هذه الحقوق ما يلي:

### 1-3-1 الحق في الأرباح الموزعة

<sup>1</sup> - عادة ما يحدد القانون الأساسي للشركة بدقة حقوق وواجبات حملة الأسهم (rights & obligations of stockholders).

يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، وهو أحد الأهداف الهامة (إن لم يكن الهدف الأهم)، أي تحقيق الأرباح على المستثمرات التي قاموا بها. تمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، من جهة، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا من جهة أخرى.

### 1-3-2- حق التصويت

إن المساهمين، ودائما باعتبارهم ملاك الشركة، لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم في سوق عادة ما تسودها المنافسة الحادة. يتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة، على أساس أن لكل سهم صوت. يعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لتسيير الشركة، خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا كتعديل القانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأس المال وغيره من المسائل. كما يعتبر التصويت وسيلة للسيطرة على الشركة، كما سبقت الإشارة إلى ذلك.

### 1-3-3- حق الأولوية في الاكتتاب

بمجرد إصدار أسهم عادية جديدة (عند رفع رأس المال) أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة. بذلك يسمح لهم هذا الحق بالإبقاء على نسب ما يمتلكونه من الشركة كما هي وكذا القدرة على المراقبة والسيطرة التي كانت لهم قبل ذلك الإصدار.

### 1-3-4- حق حضور الجمعيات العامة

هذه الجمعيات قد تكون عادية أو طارئة. للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا. وتنعقد الجمعيات العادية -غالبا- كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج (affectation des resultants) وتزكية الإدارة أو استبدالها، وكذا الفصل في قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن للمساهمين المشاركة في تسيير شركتهم. تجتمع الجمعيات العامة الطارئة متى اقتضى الأمر ذلك، خاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة، رفع رأسمالها،... إلخ. لكل مساهم ثقل في اتخاذ القرارات و توجيه الشركة بمقدار ما يملكه من أسهم.

### 1-3-5- حق بيع الأسهم

للمساهمين العاديين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها في البورصة إذا كانت الشركة المعنية مسجلة هناك وإذا لم تكن كذلك يمكن بيعها بصورة مباشرة، أي من المساهم القديم إلى المساهم الجديد. ذلك لأن شركة المساهمة ليست ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين وأن الأسهم هي عبارة عن الأموال الخاصة الدائمة فيها والتي تبقى معها ما دامت قائمة.

### 1-3-6- حق الاطلاع على وثائق الشركة

للمساهمين العاديين الحق في الإطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا، خاصة وثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين والحصول على المعلومات بصورة دورية. وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن لهم طلب ذلك عن طريق المحكمة.

### 7-3-1- حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية

عند تصفية الشركة يقوم المصفي ببيع أصولها ويسدد ما عليها من ديون، ثم يدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين.

### 8-3-1- حق التوزيع المجاني للأسهم

بعد القيام برفع رأسمال الشركة بإدماج الاحتياطات توزع على المساهمين القدامى أسهما مجانية، تعويضا لهم عن مشاركة المساهمين الجدد في موجودات الشركة.

خلاصة القول أن الأسهم العادية بمختلف أنواعها هي وسيلة هامة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن لشركات المساهمة استعمالها وفقا للقانون الأساسي لكل منها. فهي لا تتوفر على تاريخ استحقاق وبالتالي فأى مساهم يريد الحصول على أمواله المستثمرة في أسهم عادية عليه أن يرجع للبورصة لبيع أسهمه لمستثمر آخر واسترجاع أمواله دون الرجوع إلى الشركة المصدرة. لهذا تعتبر الأسهم العادية من الأموال الخاصة الدائمة في الشركة.

### 2- الأسهم الممتازة

هي شهادات تصدرها لشركات المساهمة للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية. إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، والذي يتوقف على ما بحوزته من تلك الأسهم.

يختلف المساهم العادي عن المساهم الممتاز في كون أن لهذا الأخير الأولوية في الأرباح المقررة للتوزيع وكذا الأسبقية في استرجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة وله أيضا الحق في أرباح سنوية تحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم (يحدد الحد الأقصى لهذه النسبة في عقد إصدار تلك الأسهم). أما إذا لم تحقق الشركة أرباحا فهي غير ملزمة بدفع تلك النسبة.

نظرا لما تتمتع به الأسهم الممتازة من أسبقية على الأسهم العادية، فإنها عادة ما تحرم من حق التصويت، إلا في حالات خاصة كوجود الشركة في ظروف ومشاكل مالية عويصة.

### خصائص الأسهم الممتازة وحقوق المساهمين الممتازين

تمتاز هذه الأدوات المالية بما يلي:

- خاصة تجميع الأرباح. يقضي هذا المبدأ بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
- لها 3 قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية.
- إمكانية الاستدعاء. فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استردادها سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية.

- الأسبقية على الأسهم العادية في الحصول على الأرباح.

- خاصة المشاركة. وفقا لذلك فإن لحملة الأسهم الممتازة، بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة، وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أية نسبة محددة مسبقا، الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

- وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين الممتازين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

### 3- أنواع وتقسيمات أخرى لمنتجات المساهمة

إن تعرضنا لهذا العدد المحدود من منتجات المساهمة لا يعني إطلاقا أنها الوحيدة الموجودة والمتداولة في الأسواق المالية العالمية، كما أن التقسيم الذي اتبعناه في تصنيفها هو أيضا ليس الوحيد<sup>2</sup>. ومن الأنواع المشهورة الأخرى نذكر ما يلي:

#### 1.3 الأسهم بقسيمات الاكتتاب في الأسهم (ABSA)

تباع هذه الأسهم العادية مرفقة بقسيمات تسمح لحاملها بشراء أسهم أخرى من أسهم الشركة المصدرة في الإصدار اللاحق وبأسعار محددة مسبقا. يتجسد هذا الحق في ورقة مالية هي القسيمة التي أصبحت، وبمرور الزمن، ورقة مستقلة عن السهم تتداول في البورصة بصورة منفردة.

#### 2.3 الأسهم الخاصة

هي أسهم عادية تحتفظ بها الحكومة بعد خصصة المؤسسات العمومية، ومن خلالها تتدخل لتعارض تغيير نشاط تلك المؤسسات أو توقيفه.

### 4- استعمال أدوات المساهمة في جلب الادخار

تستمد هذه الأدوات أهميتها في جلب الادخار، وبصورة أساسية، من كونها أدوات ملكية للشركة المصدرة. فكل من يرغب في امتلاك جزء منها، سواء كان فردا أو مؤسسة أو أي مستثمر آخر، عليه أن يشتري جزء من الأسهم المصدرة في السوق الأولية إذا كان الإصدار هو الأول، أو من السوق الثانوية إذا كان التداول قد بدأ في البورصة. وبذلك استعملت هذه الخاصة، أي المساهمة في رأس المال أو الملكية، في

<sup>2</sup> - يقسم البعض منتجات المساهمة أو ذات الدخل المتغير (valeurs à revenue variable) والمتمثلة أساسا في

الأسهم، إلى ما يلي

(L. Bernet-Rolland, 1989, pp. 208-13):

- الأسهم العادية،

- شهادات الاستثمار (CI)،

- الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح وبدون حق التصويت (ADP)،

- الأسهم بقسيمات الاكتتاب في الأسهم (ABSA)،

- أسهم الربحية (Les dividendes-titres)،

نلاحظ من هذا التقسيم أنه لا توجد هناك أسهم ممتازة بالمفهوم القديم، وإنما قسمت إلى عدة أنواع أخرى من الأوراق المالية، كل منها له الأفضلية في حق من الحقوق كالأرباح، التصويت، التحويل...إلخ.

جلب الكثير من المدخرات على المستويات الوطنية والدولية. هذا من ناحية. ومن ناحية ثانية تمثل الأسهم أموالاً خاصة دائمة، وبذلك فإن زيادتها ترفع من ثقة الجمهور في المؤسسة المصدرة، الشيء الذي يزيد من إقبال المدخرين عليها، أي زيادة الادخار وهكذا...

وعلى الرغم من أهمية هذه الخاصة الأساسية، استعملت خصائص وتحفيزات أخرى مرفقة بمنتجات الملكية، مما جعل هذه الأدوات تجلب المزيد من الادخار، نذكر أهمها فيما يلي:

- تسويق الأسهم العادية مرفقة بقسيمة الاكتتاب في الأسهم (ABSA)،
- إعطاء امتياز المشاركة، الأولوية وتجميع الأرباح للمساهمين الممتازين،
- إعطاء الأولوية في الأرباح بالنسبة للمدخرين في الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح وبدون حق التصويت (ADP)،
- العديد من الحقوق والتحفيزات الأخرى مثل حق التصويت وحضور الجمعيات العامة بالنسبة للمساهمين العاديين، الشيء الذي جلب العديد من المدخرين الذين يهدفون إلى توجيه الشركة المصدرة الوجهة التي يريدون، مما زاد في حجم الادخار... إلى آخره من التحفيزات التي جعلت أدوات المساهمة من أهم الأدوات في جمع وتعبئة وضخ الادخار في الاقتصادات الوطنية والاقتصاد العالمي، وذلك بتوفير المنتج أو المنتجات المالية المناسبة لكل شريحة من المدخرين.

## II - منتجات الاستدانة

إن أهم المنتجات التي تمثل ديناً على الشركة أو الحكومة هي السندات بمختلف أنواعها. والسند هو "ورقة متداولة تمثل ديناً طويل الأجل على الهيئة المصدرة، وهو جزء من الدين الكلي لها". وعليه فإن السندات هي تلك الأدوات المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات (أو الحكومة) للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع، وخاصة المتعلقة منها بتوسع الشركات.

### 1- خصائص السندات

كما هو الشأن بالنسبة لبقية الأوراق المالية، فإن للسندات خصائص مميزة نذكر أهمها فيما يلي:

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت في الغالب،
- تسترجع قيمة السندات (القرض) في تاريخ الإستحقاق.
- تظهر وثيقة الإصدار: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة (Bondholders)، سعر الإصدار، سعر الفائدة، الهدف من الإصدار، وكافة المعلومات عن الشركة المصدرة.

- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الإسمية لها، ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الإسمية بعلاوة الإصدار. كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الإسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد<sup>3</sup>.

### 2- أنواع السندات

لقد تميزت السندات على غيرها من الأوراق المالية بكثرتها حتى صنفت حسب العديد من المعايير، ومن أهمها:

#### 1-2- السندات التقليدية

عرفت بأنها " تمثل ديناً على المصدر الذي يلتزم به

- دفع مبلغ سنوي لحامل السند، أي مقدار الفائدة المحدد في عقد الإصدار،  
- تسديد المبلغ الأصلي للدائن عند تاريخ الاستحقاق".

وبذلك فإن السندات العادية هي الشكل البسيط لهذا النوع من الأوراق المالية، حيث تعتبر من المنتجات المالية التي تدر فائدة ثابتة محددة مسبقاً.

لحملة السندات الكلاسيكية عدة حقوق نوجزها فيما يلي :

\* الحق في الفائدة،

\* الحق في استرجاع المبلغ محل الاكتتاب.

\* الحق في بيع سنداتهم.

\* الحق في المشاركة في الجمعيات الخاصة بحملة السندات.

#### 2-2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته، بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك يصبح من مساهمها العاديين له نفس الحقوق وعليه نفس الواجبات. وبذلك يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبياً والتحول إلى مساهم والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية.

#### 3-2- السندات بقسيمات الاكتتاب في السندات

إن امتلاك هذا النوع من السندات (OBSO) يسمح بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً. إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار. وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

#### 4-2- السندات المضمونة بأصول الشركة

قد تصدر الشركات سندات مضمونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو أوراق مالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية والمالية (mortgage bonds). في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته (سدده) من تلك السندات.

<sup>3</sup> - Prime d'émission et prime de remboursement.

## 5-2- السندات بمعدل فائدة متغير

سوق هذا النوع من السندات أساسا (floating-rate bonds) انطلاقا من نقائص السندات ذات المعدل الثابت، خاصة وأن السندات تعتبر -كما سبق وأن ذكرنا- دينا طويل الأجل، وأن أسعار الفائدة تتغير ارتفاعا وانخفاضا على مدى فترة الدين. وعليه فإنه إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق، فإن المصدر لسندات ثابتة أسعار فوائدها، يكون قد خسر الفرق بين ما يدفعه لحملة السندات وبين سعر الفائدة السائد في السوق، أي تكلفة رؤوس أمواله (cost of capital) تكون أعلى مما لو جلب تلك الأموال من السوق. على عكس ذلك نجد حملة تلك السندات قد حققوا فائضا يتمثل أيضا في مقدار ارتفاع أسعار الفائدة التي يتقاضونها بالنسبة لأسعار الفائدة السائدة في السوق. بتحديد أكثر: إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق، فإن المتضررين هم مصدرو السندات بمعدلات ثابتة، والمستفيدين هم حملة تلك السندات. والعكس إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق. إذ نجد أن مصدري السندات بأسعار فائدة ثابتة تكون تكلفة رؤوس أموالهم منخفضة نسبيا ويحققون فائضا، ويخسر حملة سنداتهم الفرق بين السعيرين.

## 6-2- السندات المرتبطة بالمؤشرات

لقد عرف السند المرتبط بمؤشر (indexed bond) بأنه "ذلك السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به، أو المبلغ الأصلي أو الاثنان معا بتغيرات مؤشر معين. وواضح أن الهدف من ربط هذه السندات بمؤشر هو شبيهه إلى حد ما بعملية تغيير سعر الفائدة في النوع السابق من السندات، وإن كان الغرض يختلف بعض الشيء. ففي النوع السابق يهدف تغيير سعر الفائدة إلى تقريبه أو حتى مساواته بالسعر السائد في السوق، أما في هذا النوع فالغرض منه هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند، إذ مع ارتفاع المستوى العام للأسعار لفترة طويلة - نتيجة التضخم- فإن القيمة الحقيقية للسند تنخفض، وما ربطه بمؤشر ما إلا حفاظا على هذه الأخيرة. لهذا يعرف هذا النوع من السندات بالسندات المستقرة (stabilized bonds).

أما عن المؤشرات المستعملة فهي كثيرة ومتنوعة تعبر في معظمها عن مؤشر مستوى المعيشة (cost of living index). إذ قد يكون المؤشر هو مستوى أسعار التجزئة، أو مستوى أسعار الجملة، أو مستوى أسعار مجموعة مهمة من السلع أو معدل التضخم أو غيره من المؤشرات.

## 7-2- سندات الحكومة (الربوع)

هذا النوع من المنتجات المالية كثير العدد وواسع الانتشار، خاصة في الولايات المتحدة. فمنه ما يمثل دينا طويل أو متوسط<sup>4</sup> الأجل ومنه ما يمكن بيعه في البورصة أو لدى الخزينة العمومية ومنه ما لا يمكن بيعه (non marketable)، ومنه ما يمكن استدعاؤه ومنه ما لا يمكن ذلك (non callable)، ومنه ما يتميز باسترداد المبلغ الأصلي للدائن ومنه ما لا يتميز بذلك (دائم)، على أن يستفيد من مزايا أخرى ضريبية وغيرها.

<sup>4</sup> - هناك سندات حكومة قصيرة الأجل تتداول في السوق النقدية مثل: شهادات الإيداع المتداولة، الأوراق التجارية، قبولات البنوك (Bankers Acceptances) وغيرها. لم نول هذه الأوراق أهمية كبيرة باعتبارها تتجاوز حدود هذا المقال.



## دور المنتجات المالية في تجنيد الادخار

على العموم الريع أوراق مالية تصدرها الحكومات لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدراس والمستشفيات أو لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم.

### 8-2- السندات بقسيمات صفرية

هي سندات لا يتحصل حاملها على الفوائد في صيغتها السنوية المعهودة وإنما يتحصل على مجموع الفوائد مع أصل القرض في نهاية المدة، أي في تاريخ الاستحقاق. ما يميز هذه السندات هو أن سعرها في البورصة يزداد باقتراب تاريخ الاستحقاق إلى أن يصل إلى مجموع الفوائد وأصل الدين في يوم الاستحقاق. والجدير بالذكر أن هناك العديد من السندات بمزايا و ضمانات مختلفة وبحقوق متفاوتة بالنسبة لحملتها، كالسندات المضمونة من أطراف خارجية، السندات التي لها حق في الأرباح، أي بالإضافة إلى الفائدة المحددة يشارك حملتها المساهمين في الأرباح المحققة<sup>5</sup>، وغيرها من السندات التي تزخر بها الأسواق المالية والأدبيات الاقتصادية.

مما سبق يمكن تلخيص الفروق الأساسية بين الأسهم والسندات فيما يلي :

جدول رقم 1: أهم الفروق بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم	نوع الورقة طبيعة الفرق
- تمثل ديناً على الشركة أو الحكومة - حقوق حملة السندات ممتازة - تسدد بغض النظر عن النتيجة المسجلة. - فوائد ثابتة. - محدد في عقد الإصدار. - ليس لهم حق التصويت - وانتخاب مجلس الإدارة. - يمكن استرداده في نهاية مدة القرض. - ليس لهم الحق في ذلك. - الشركات، الحكومة والمؤسسات المالية المختصة (والمرخصة).	- تمثل ملكية الشركة (مساهمة) - حقوق المساهم تأتي بعد حقوق حملة السندات. - أرباح موزعة. - غير محدد. - للمشاركة في التصويت - والمشاركة في إدارة الشركة. - لا يمكن استرداده من الشركة - لهم الحق في ذلك. - شركات المساهمة	- الطبيعة القانونية - الأسبقية - العائد - تاريخ الاستحقاق - التصويت. - استرداد المبلغ المستثمر. - حضور الجمعيات العامة - المصدرون.

<sup>5</sup> - يشبه هذا النوع من السندات، إلى حد ما، الأسهم الممتازة التي سبق شرحها وذلك من حيث حقوق حملتها (Bondholders).

على الرغم من وجود هذه الاختلافات بين الأسهم والسندات والناבעة أساسا من طبيعة كل أداة، إلا أن هناك الكثير من أوجه التلاقي بينهما. فالأداتان تمثلان مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للشركة أو الهيئة المصدرة. كما تمتازان بإمكانية تداولهما في حالة الحاجة إلى المبلغ الأصلي المستثمر وذلك ببيعهما في البورصة، وغيرها من أوجه التشابه.

### دور منتجات الاقتراض في جمع الادخار

على عكس منتجات الملكية التي تدر على حملتها مردودا متغيرا وغير مضمون في الغالب، جاءت منتجات الاقتراض خصيصا لتضمن عائدا ثابتا ودائما وذو أولوية لموظفي الأموال فيها. أي يتم إصدار هذا النوع من الأدوات المالية لجلب شريحة المدخرين الذين يرغبون في الحصول على عائد ثابت ومعروف مسبقا على مستثمراتهم.

وبالفعل فقد جلبت السندات العادية في أول الأمر تلك الشريحة من المدخرين والمستثمرين. غير أن مستجدات عديدة، مثل تغير أسعار الفائدة في السوق من حين لآخر، تذبذب نسب التضخم وغيرها من العوامل الاقتصادية والمالية، جعلت من تلك الأدوات وسائل غير كفؤة في جمع الادخار. وعليه فقد تم إصدار العديد من الأنواع الأخرى أو إجراء تغييرات على (أو إضافات إلى) الموجود منها لتدارك نقائصها، مما جلب شرائح إضافية من أصحاب الفوائض المالية، وهي:

- تسويق السندات القابلة للتحويل إلى أسهم لجلب تلك الشريحة من المدخرين الذين يرغبون في الاستفادة من الفوائد أول الأمر ثم التحول إلى مساهمين عاديين بعد ذلك، أي بعد الاطمئنان على مستقبل الشركة،
- تسويق السندات بمعدل فائدة متغير لجلب شريحة المدخرين الذين يتخوفون من تذبذب أسعار الفائدة، والذي قد لا يكون في صالحهم،
- تسويق السندات المرتبطة بمؤشر لجلب شريحة المدخرين المتخوفين من تدهور القوة الشرائية لقيمة لتلك السندات،
- تسويق السندات المضمونة ببعض أصول الشركة لجلب شريحة المدخرين المتخوفين من تدهور الوضعية المالية للشركة المصدرة،
- تسويق السندات بقسيمات الاكتتاب في السندات لجلب شريحة المدخرين الذين يرغبون في شراء المزيد من تلك السندات في المستقبل. أكثر من هذا تم تسجيل تلك القسيمات في البورصة بصورة مستقلة للسماح لمدخرين آخرين بشراؤها، بغرض الاكتتاب في سندات الشركة في المستقبل،
- تسويق سندات الحكومة لجلب شريحة المدخرين الذين لا يقبلون إلا على الاستثمارات ذات المخاطر المعدومة،
- وبهذه الكيفية تم إصدار وتسويق العشرات وربما المئات من منتجات الاقتراض بمزايا مختلفة وهدف واحد هو جمع أكبر قدر ممكن من الادخار الوطني والدولي.

### III- المنتجات المالية الهجينة

تجمع هذه المنتجات من حيث الخصائص بين الأسهم التي تمثل الملكية والسندات التي تمثل الاقتراض، كما سبقت الإشارة إلى ذلك. هذه المنتجات كثيرة العدد أيضا ولهذا اخترنا ثلاثة أمثلة فقط هي:

#### 1- شهادات المساهمة<sup>6</sup>

يتم إصدار هذه الشهادات (Participation certificates) لأغراض مختلفة منها: تمويل الصادرات والواردات، الاستثمار في ميدان السكن، تمويل الشركات العمومية الصناعية، كما هو الحال بالنسبة لبعض الشركات الجزائرية، الشركات التجارية، البنوك وغيرها من المؤسسات المؤهلة والمرخصة بجمع الادخار من الجمهور.

تختلف خصائص هذه الشهادات بعض الشيء من بلد لآخر. فبينما نرى أن حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة (عند الاستحقاق) منقوصا من ذلك بعض المصاريف، نجد حاملها في الجزائر وفرنسا يحصل على فائدة فقط وأن تاريخ الاستحقاق غير موجود، أي هي ضمن الديون الأبدية. ربما لهذا السبب الأخير يعتبرها بعض الكتاب الفرنسيين بمثابة أموال شبه خاصة (Quasi-fonds propres). أما عن الفوائد فهي مقسمة إلى جزئين. الأول ثابت والآخر متغير حسب النتائج المحققة من قبل الشركة المصدرة.

#### 2- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم

وهي من الأوراق المالية التي تجمع بين صفات الأسهم والسندات. لحاملها (Obligataire) الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدة أسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقا.

عادة ما تفصل القسيمات عن السندات وتباع في البورصة، بصورة منفردة، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية المتداولة هناك. بالإضافة إلى ذلك يحتفظ حاملها بحقوقه كحامل للسندات المعنية (OBSA).

انطلاقا من خصائص هذه الأوراق يمكن القول أن حاملها سيصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين للشركة، أي من ملاكها، وأكثر من هذا يحتفظ بصفته كدائن بالنسبة للشركة. وعليه فإن الغرض من التمويل بإصدارها هو الاستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة عن طريق اكتتاب حملتها في الأسهم بعد ذلك.

#### 3- شهادات الاستثمار

تشبه هذه الأوراق المالية الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية كما أن لحاملها نفس حقوق حملة الأسهم فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، اقتسام الممتلكات في حالة تصفية الشركة والإطلاع على وثائقها. غير أنهم لا يملكون حق التصويت شأنهم في ذلك شأن حملة السندات العادية. بذلك يمكن القول أن شهادة الاستثمار (certificat d'investissement) هي عبارة عن جزء من السهم، إذ يتمثل الجزء الآخر في

<sup>6</sup> - هناك أوراق مالية أخرى يسهل الخلط بينها وبين شهادات المساهمة هي أوراق الجمعيات (les titres associatifs: TA) وهي أوراق تصدرها مؤسسات ذات طابع علمي أو ثقافي والجمعيات الخيرية بصفة عامة. أي هي مؤسسات غير هادفة للربح. ولهذا فإن عائد هذه الأوراق أقل وإمكانية تداولها أصعب.

شهادة حق التصويت (Certificat de droit de vote) التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها وإنما هي من حق حملة الأسهم العادية.

وعليه يسمح إصدار هذه الشهادات بالحصول على مصادر التمويل دون التخلي عن السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى، الذين يحتفظون بحق تسيير الشركة وتوجيهها ومراقبتها، مع الإبقاء على نسب التصويت كما هي. وهو ما يحدث أيضا بالنسبة للمؤسسات المملوكة من قبل الدولة والتي تنوي إبقائها تحت سيطرتها.

تداول هذه الشهادات في البورصة شأنها في ذلك شأن بقية الأوراق المالية، ويتمتع حملتها بالأولوية، إلى جانب المساهمين العاديين، في الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار عند رفع رأس المال. بالإضافة إلى ذلك فإنه في حالة توزيع أسهم جديدة مجانا على حملة الأسهم، فإنه يستوجب على الشركة المصدرة إصدار شهادات استثمار جديدة وتوزيعها مجانا على حملة الشهادات، كل حسب حصته من الشهادات القديمة، بالضبط كما تتم العملية بالنسبة لحملة الأسهم.

والجدير بالذكر أنه لا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار، وأن الجمع بين هاتين الشهاداتتين يمثل سهما كاملا من حيث الحقوق المالية وكذا حق التصويت.

دور المنتجات الهجينة في جمع الادخار

انطلاقا من طبيعتها، استعملت هذه المنتجات لجلب شريحة المدخرين الذين يرغبون في شراء أدوات تجمع بين خصائص منتجات الملكية وخصائص منتجات الاقتراض. أي الاستفادة من مزايا النوعين في آن واحد.

#### IV - المنتجات المالية المشتقة

دخلت الأسواق المالية أدوات جد متطورة ابتداء من عشرية الستينات من القرن الماضي، إلى جانب الأدوات التقليدية الأسهم والسندات. من الأمثلة على هذه الأدوات نجد الاختيارات بمختلف أنواعها، صكوك شراء الأسهم والمستقبليات.

##### 1- الأوراق المالية المتداولة في أسواق الاختيارات

هي مجموعة من الصيغ تتم على العديد من الأدوات، أهمها: الأوراق المالية، المعادن الثمينة، أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة وغيرها<sup>7</sup>. وعلى الرغم من أن لهذه الاختيارات أرباح معتبرة، خاصة بالنسبة للمضاربين، فإنها تعتبر بالغة الأهمية إذا ما تعلق الأمر بحماية المستثمرين من مخاطر تقلب أسعار الأصول المعنية.

##### 1-1- اختيار الشراء

لقد عرف اختيار الشراء (call option) بأنه "اتفاق يعطي الحق (وليس الإلزام) للمستثمر (مشتري الاختيار) في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقا وفي أية فترة ابتداء من شراء الاختيار وحتى

<sup>7</sup> - يرى البعض أن الاختيارات قد ظهرت منذ زمن بعيد خاصة تلك المتعلقة بالسلع من مواد أولية ومنتجات فلاحية. غير أن انتشارها قد تم خلال السبعينات من القرن الماضي. (J. Régniez, 1989).

استحقاقه<sup>8</sup>. كما عرف بأنه "عقد يتم بين طرف يقدم مكافأة (حامل اختيار الشراء)، لطرف آخر (الأخذ) مقابل حق شراء عدد معين من القيم المنقولة أو كمية محددة من السلع، بسعر محدد مسبقا وخلال مدة معينة، عادة ما تكون 3 أو 9 أشهر".

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن تسويق الاختيارات شأنها في ذلك شأن أية ورقة مالية عادية، كما خصصت أسواق لذلك، حتى يتمكن المتعاملون في هذه الأدوات المالية المتطورة من الالتقاء والتفاوض على مختلف الأنواع منها.

وعليه فإن اختيار الشراء هو (بالإضافة إلى كونه طريقة من طرق الاستثمار)، وسيلة من وسائل الحماية من المخاطر بالنسبة للمستثمر. إذ أن خسائر المشتري محدودة بمقدار المكافأة التي دفعها عند الشراء، أما أرباحه فهي غير محدودة وتزداد كلما ارتفع السعر السوقي للورقة عند التنفيذ. أما أرباح بائع اختيار الشراء فمحدودة بمقدار المكافأة وخسائره تزداد بارتفاع السعر السائد عند التنفيذ.

### 2-1- اختيار البيع

لقد عرف اختيار البيع (Put option) بأنه "العقد الذي يعطي الحق لحامله (المستثمر)، ولا يلزمه، ببيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا". وعليه فإنه على عكس اختيار الشراء، فإن هذا الاختيار يتيح لصاحبه إمكانية بيع ورقة مالية مثلا لطرف آخر يرغب في الحصول عليها في المستقبل. أما التركيز على مشتري اختيار البيع فيجربنا إلى القول بأنه ذلك المستثمر الذي يمتلك أوراقا مالية معينة (وقد لا يمتلكها، أي هو مضارب)، في لحظة ما ويريد بيعها في فترة قادمة، لأنه سيكون في حاجة إلى سيولة. وخوفا من انخفاض سعرها في المستقبل يقوم بشراء اختيار بيعها لمستثمر آخر يرغب في الحصول عليها بسعر محدد مسبقا، مقابل دفع مكافأة لهذا الأخير، والذي يكون مرغما على شراء الأوراق محل الاختيار إذا ما أراد الطرف الآخر ذلك.

### 3-1- الاختيار المزدوج<sup>9</sup>

لقد عرف هذا المنتج المالي (double option) بأنه "اختيار يسمح للمضارب بأن يكون بائعا أو مشتريا للقيم المتداولة محل الصفقة بسعر محدد مسبقا وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الاختيار العادي". كما عرف بأنه "حق بيع أو شراء، حسب رغبة المشتري (المستثمر)، لعدد من الأوراق المالية المتفق عليها بسعر شراء أو بيع محدد مسبقا، وذلك عند الاستحقاق".

يمكن القول بأن الاختيار المزدوج هو تلك الصفقة التي تتم بين متعاملين في سوق العمليات الاختيارية، بحيث يكون للمستثمر الخيار بأن يتقدم كمشتري أو كبائع للقيم المتداولة المتفق عليها سابقا، بسعر محدد، وذلك حسب تطور الأسعار أثناء الفترة الممتدة من عقد الصفقة وحتى حلول موعد التصفية.

وبذلك فإن المشتري أو المستثمر في هذا النوع من العمليات يراهن على التغيرات الهامة في الأسعار انخفاضاً وارتفاعاً، لتحديد وضعيته وتحقيق الأرباح، بينما نجد البائع لهذه الأدوات يراهن على استقرار أسعارها.

<sup>8</sup> - This definition is taken from an internal Document of " first futures brokers limited, no date, pp. 4, 15".  
<sup>9</sup> - يسمى هذا الاختيار باللغة الفرنسية (Stellage).

## 2- المستقبلية

العقود المستقبلية على الأدوات المالية هي عقود نموذجية (standard) تتم بين طرفين، هما مشتري العقد وبائعه، بغرض تسليم أداة مالية معينة في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً وتسديد مبلغ الصفقة في ذلك التاريخ<sup>10</sup>. تتم هذه العقود على العديد من الأصول الأخرى مثل نسب الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة وغيرها.

ومثلها مثل الاختيارات، فبعدما كانت العقود المستقبلية تهدف أساساً إلى تغطية مختلف المخاطر، أصبحت من أدوات الاستثمار العادية، وتتداول في أسواق خاصة بهما.

## 3- صكوك شراء الأسهم

تعتبر هذه الصكوك (Warrants) من الأدوات المالية غير المعروفة حتى بالنسبة للكثير من المستثمرين في أوروبا وإلى وقت غير بعيد، حيث كان ينظر إليها على أنها متطورة جداً (Sophisticated tool) وتصاحبها مخاطر مرتفعة، وأنها عمليات معقدة يقتصر التعامل فيها على قلة من المختصين.

لقد عرف هذا الصك بأنه "حق اختيار يسمح بالحصول أو الاكتتاب خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقاً في أسهم الشركة المصدرة". كما عرف بأنه "شهادة تمكن حاملها من تحويلها إلى سهم أو أكثر من الأسهم العادية حسب اختياره. لإتمام ذلك يجب على الحامل التخلي عن الشهادة للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد (الاستحقاق) ودفع مبلغ من النقود".

وعليه فإن صكوك الشراء هي بمثابة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بغرض جمع رؤوس الأموال الضرورية لتغطية احتياجاتها الآتية والتوسعية. كقابل لذلك تعطي الحق لحامها في شراء الأسهم العادية للشركة في فترة قادمة وبسعر محدد أثناء عقد الصفقة.

وتجب الإشارة هنا إلى أن هذه الصكوك تستعمل مثل الاختيارات والمستقبلية في عملية الاحتماء من مخاطر ارتفاع أسعار الأسهم التي يرغب المستثمر في شرائها في المستقبل. فبإمكانه شراء الحق في اكتسابها (باستعمال الصكوك) وبأسعار محددة مسبقاً. وبذلك فإن مشتري الصكوك أو المستثمر الذي يخطط لشراء أسهم شركة معينة يراهن على ارتفاع أسعارها.

دور المنتجات المشتقة في جلب الادخار

يأدخل المنتجات المشتقة (derivatives) إلى الأسواق المالية تكون قائمة الأدوات المالية المتداولة بهدف جمع الادخار قد طالت إلى حد ما، الشيء الذي جعلها تلي أهداف شريحة واسعة من المدخرين والمستثمرين، خاصة بعد أن توسع استعمال هذه المنتجات من أدوات تحوط فقط إلى أدوات استثمار.

فمن أوجه جلب الادخار باستعمالها نسجل مثلاً أن المستثمر أصبح لا يشتري الأداة المالية وإنما يشتري "إمكانية" أو اختيار شرائها في المستقبل. ضف إلى ذلك أنه يمكن إجراء الاختيارات والمستقبلية على العديد من الأدوات المالية المعروفة بالإضافة إلى مختلف السلع، مما يجلب المزيد من الادخار وينوع مصادر تمويل الاقتصاد الوطني.

<sup>10</sup> - الحناوي، م. ص.، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، 1998.

## V- الإبداعات المالية

إن تعرضنا إلى أنواع معينة من الأدوات المالية، فيما سبق من هذا المقال، لا يعني بالمرّة أنها الأدوات الوحيدة المتداولة في الأسواق المالية المختلفة. فعلى الرغم من تركيزنا على الأسهم والسندات بمختلف أنواعها وكذا الاختيارات والصكوك والمستقبليات، فإن هناك العشرات، بل المئات من الأوراق والأصول المالية المصدرة من قبل الشركات، الحكومات، بيوت السمسرة وغيرها من المؤسسات المالية المتخصصة. هذا ما عرف في الربع الأخير من القرن الماضي، بالإبداعات المالية (financial innovation).

فلقد اعتبر البعض أن هذه التغيرات والاختراعات بمثابة الثورة في تجديد وتطوير وابتداع الأدوات والمؤسسات المالية. من الأمثلة على تلك الاختراعات المتعلقة بالأصول المالية نسجل: السندات الدولية، السندات بأسعار فائدة متغيرة، السندات بوصول مساوي للصفير (zero coupon bonds)، شهادات الاستثمار، أوراق المشاركة، الأسهم المرفقة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم (ABSA) وغيرها من الأدوات المالية.

لم تقف حركة الاختراعات المالية عند هذا الحد، بل امتدت إلى ميدان المؤسسات والهيكل، حيث أنشئت أسواق خاصة بالبعض من تلك الأصول (التي توسع استعمالها) وذلك لتوفير السيولة لها. من الأمثلة على ذلك إنشاء السوق الثانية، الثالثة والرابعة في الولايات المتحدة والسوق الثانية الفرنسية (لإتاحة الفرصة للشركات التي لم تحقق شروط الدخول إلى الأسواق الرسمية)، وأسواق الاختيارات، أسواق العقود المستقبلية وغيرها من الهياكل والأسواق<sup>11</sup>.

تبقى الميزة الأساسية لأي اختراع مالي مفيد للأطراف المتعاملة (تحقيق الأرباح) وكذا للاقتصاد الوطني هي: توجيه الادخار الوطني الوجهة الصحيحة التي تضمن التوزيع الفعال لمصادر التمويل، أي تحصل الشركات على الأموال التي هي في حاجة إليها ويحصل المستثمرون والمدخرون على عائد معتبر على مستثمرياتهم وادخاراتهم، الشيء الذي يساعد السوق على الوصول إلى الفعالية.

دور الإبداعات المالية في جلب الادخار

لقد عكست مختلف الإبداعات المالية، وبصدق، مدى تطور ومرونة الفكر المالي في جلب أكبر عدد ممكن من شرائح المدخرين والمستثمرين، وذلك بابتداع الأدوات والهيكل الكفيلة بتلبية الأهداف الادخارية والاستثمارية لكل شريحة.

إذ بلغ الإبداع في المجال المالي إلى حد إصدار أداة معينة لتحقيق أهداف شريحة محددة من المدخرين، أي بلغ ما يشبه اختراع الأدوات المالية حسب الطلب. فالمهم والأساسي بالنسبة لهذه العملية هو جلب جزء من الادخار الوطني والدولي وتوجيهه لتحقيق أكبر عائد ممكن للطرفين: أصحاب الفائض وأصحاب الاحتياج أو الباحثين عن مصادر التمويل.

## VI- المنتجات المالية في الجزائر

### التشريعات

<sup>11</sup> - انظر بقية الإبداعات المالية في الملحق رقم 1.

طبقا للمرسوم التنفيذي رقم 91-170 الصادر في 28 ماي 1991 حدد المشرع الجزائري الأدوات المالية الممكنة الإصدار في الجزائر من قبل الشركات والهيئات. ولقد أجاز إصدار الأدوات التالية:

- الأسهم العادية،
  - الأسهم ذات الأولوية في الأرباح مع الحق في التصويت أو بدونه،
  - شهادات الاستثمار مع الحق في التصويت أو بدونه،
  - سندات عادية،
  - سندات المساهمة،
  - سندات ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم،
  - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،
  - سندات قابلة للتبديل مقابل أسهم.
- وإذا دققنا النظر في هذه المجموعة من المنتجات المالية نجد أن بعضها من أدوات المساهمة مثل الأسهم العادية والبعض الآخر من أدوات الاقتراض مثل السندات العادية والبعض الأخير من الأدوات الهجينة التي تجمع بين خصائص الإثنين مثل سندات المساهمة وشهادات الاستثمار.

#### المنتجات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

لا يتداول في بورصة الجزائر في الوقت الحاضر إلا نوعين فقط من الأوراق المالية. يتمثل الأول في سندات صوناطراك بينما يتمثل الثاني في أسهم 3 شركات أخرى مسجلة وهي رياض سطيف، المتخصصة في صناعة وتسويق الدقيق والعجائن، صيدال المتخصصة في صناعة وتسويق الأدوية ومؤسسة الأوراسي المتخصصة في الخدمات الفندقية والسياحية.

#### خاتمة

لقد اتضح أن زيادة الادخار باستعمال المنتجات المالية تتوقف بشكل أساسي على تنوع هذه الأخيرة لجلب الشرائح المختلفة من المدخرين. ويتوقف اختيار المنتج أو المنتجات المالية المناسبة على العوامل التالية:

- وضعية المؤسسة المصدرة،
  - أهداف المؤسسة (أو الهيئة) من الإصدار،
  - الوضعية السائدة في الأسواق المالية.
- وعليه إذا أرادت المؤسسة تدعيم الأموال الخاصة الدائمة أصدرت أدوات المساهمة جلبا للمدخرين الذين يهدفون إلى امتلاك المؤسسة. وإذا أرادت الحصول على التمويل بالاستدانة، والحفاظ على استقلاليتها، أصدرت أدوات الاقتراض جلبا لشريحة المدخرين الذين يهدفون إلى الحصول على فوائد ثابتة. وإذا كانت في وضعية مالية سيئة أصدرت سندات مضمونة ببعض أصولها جلبا لشريحة المدخرين المتخوفين من وضعيتها. وهكذا تم إصدار المئات من المنتجات المالية، مما زاد في تجنيد الادخار المتجمع عن طريق تلك المنتوجات.

أكثر من هذا فقد أدى التنافس في إصدارها إلى ما عرف في الربع الأخير من القرن الماضي بـ "الإبداعات المالية"، حيث أصبح المصدرون يخترعون الأداة المالية المناسبة لكل شريحة من المدخرين، وذلك حسب



أهدافهم من الادخار في كل أداة، معتمدين في ذلك على التطور الهائل المسجل في ميدان الاتصال والإعلام الآلي. المهم جلب أكبر قدر ممكن من المدخرات، الشيء الذي أدى إلى التوزيع الكفاء لمصادر التمويل المختلفة وطنيا ودوليا.

وأخيرا لا يخفى على أحد أن زيادة الادخار وكفاءة توزيعه تعودان بالفائدة الجمة على الاقتصاد الوطني ككل من استثمار، عمالة، تحسن مستوى المعيشة، امتصاص الكتلة النقدية وتنمية بصفة عامة.

ملحق رقم 1: قائمة جزئية للإبداعات المالية للفترة 1978-1984

الإبداعات المالية	
Products	- المنتجات
- Money market investment accounts	
- Super Now Accounts	
- Interest rate and stock index futures markets	
-Options on futures contracts	
- Municipal bond mutual funds	
- Zero coupon bonds and coupon scrapping	
- Adjustable rate preferred stock	
- New variations of adjustable rate mortgages	
- Securitization of pass-through and other mortgages	
-IRA accounts	
- Universal life Insurance policies	
- Currency option loans	
- Interest rate swaps and currency swaps	
- Forward interest rate loan contracts, with ceilings and floors.	
- Bonds with put options.	
- Issuance of and investment in high-yield(Junk) Bonds	
Processes	- الطرق والإجراءات
- Automatic teller machines	
- Point-of- sale terminals	
- Financial transactions by personnel computer	
- Shelf registrations	
- Electronic security trading	
- Electronic funds transfer	
- New variations in card processing	

**Source** : Van Horne, 1985.

قائمة المراجع

1. الكتب:

- 1) الحناوي، م. ص.، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، 1998.
- 2) عطون، م.، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط
- 3) مكاوي، ن. أ.، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية: منهج شامل، الطبعة الأولى، مكتبة النهضة العربية، 1990.
- 4) هندي، م. ب.، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، 1999.
- 5) **Belletante**, B., La Bourse : temple de la spéculation ou marché financier, 5è éd. , Hatier, 1991.
- 6) **Bernet-Rollande**, L., Principes de Techniques Bancaires : Banque, Bourse, Techniques Bancaires et Boursières, 16 è éd., éd. Banque, 1989.
- 7) **Briston**, R. J., The Stock Exchange and Investment Analysis, Irwin, 3rd ed. , 1975.
- 8) **Broutin**, A., Les Valeurs Mobilières : cotation et stratégies financières, Dunod, 1991.
- 9) **Copeland**, T. E., & J. F. **Weston**, Financial Theory and Corporate Policy, 2nd ed., Addison-Wesley, 1983.
- 10) **Défossé**, G., Les Valeurs Mobilières, PUF, 1971.
- 11) **Giraud**, D., Le Marché Financier Japonais, SEFI, 1990.
- 12) **Lorie**, J. H., & M.H. **Hamilton**, The Stock Market : Theories and Evidence, Irwin, 1973.
- 13) **Régniez**, J. Les Nouveaux Produits Financiers, La Découverte, 1989.
- 14) **Rosenfeld**, F., Analyse Financière et Gestion des Portefeuilles, Dunod, 1974.
- 15) **Sharpe**, W. F., Investments, Prentice-Hall, 1978.
- 16) **Tinic**, S. M., & R. R. **West**, Investing in Securities : An Efficient Markets Approach, Addison-Wesley, 1979.
- 17) **Van Horn**, J. C., Gestion et Politique Financière, T1 : La gestion à long terme, Dunod, 1981.

18) 2- المجلات، المنشورات الرسمية، الدراسات

19) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية (مجموعة من الأعداد).

20) بوراس، أ.، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري فسنطينة، العدد 11، 1999.

(21) جبار، م.، البورصة التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية: دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة دكتوراه الدولة، 1997.

- 22) **Boukrami**, S. A. La mondialisation de l'économie algérienne, A
- 23) La **COSOB**, Guide des Valeurs Mobilières, 1997.
- 24) **Djebbar**, M., La Privatisation : Rôle du marché financier 1996, Revue Algérienne des Sciences Juridiques, Economiques et Politiques, Vol. XXXIV, N°3, 1996.
- 25) **Djebbar**, M., Les Marchés financiers émergents: cas de la bourse de Casablanca, Les Cahiers du CREAD N° 41, 3eme trimestre 1997.
- 26) **Foster**, P., Warrants : Warranting Attention, What Investment, N° 9, Sept. 1989.
- 27) First Futures Brokers Ltd, Internal Documents.
- 28) **Miller**, M. H., Financial Innovation : The Last Twenty Years and the Next, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, N°4, Dec. 1986.
- 29) **Sterk**, W., Tests of Two Models for Valuing Options on Stocks with Dividends, Journal of Finance, Vol. XXXVII, N°5, Dec. 1982.
- 30) **-Van Horne**, J. C., Of Financial Innovation and Excesses, Journal of Finance, Vol. XL, N°3, July 1985.