

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم  
كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم الإقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
الشعبة: العلوم الإقتصادية التخصص: إقتصاد نقدي و بنكي

تطور الأسواق المالية الإفريقية

دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء

مقدمة من طرف الطالبة:

محمد سماحة إيمان

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الاسم و اللقب	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	بن زيدان الحاج	أستاذ محاضر(أ)	جامعة مستغانم
مقررا	وهراني مجدوب	أستاذ محاضر(أ)	جامعة مستغانم
مناقشا	بوظراف جيلالي	أستاذ محاضر(أ)	جامعة مستغانم

السنة الجامعية: 2020/2019.

# الإهداء

إلى أبي الذي فارقنا بجسده، ولكن روحه ما زالت ترفرف في سماء حياتي.  
إلى أمي الحنونّة، أطال الله في عمرها، وأمدّها بالصحة والعافية وطول العمر.  
إلى إخوتي، سندي وعضدي ومشاطري أفراحي وأحزاني.  
إلى كل عائلتي التي ساندتني في مشوار الدراسي.  
إلى كل من دعا لي بالخير.  
أهديكم خلاصة جهدي العلمي.

# الشكر

أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان العظيم والتقدير العميق إلى أستاذ المشرف مجدوب وهراني لما منحه من وقت وجهد وتوجيه وإرشاد وتشجيع، كذلك أتقدم بجزيل الشكر إلى أساتذتي الكرام وكل من ساهم في تعليمي وإلى كل أساتذة كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

كما نشكر كل من ساعدنا ودعمنا من قريب أو من بعيد ولو بكلمة أو دعوة صالحة.

# الفهرس

I .....الإهداء

II .....الشكر

V ..... قائمة الأشكال و الجداول:

VI ..... قائمة المختصرات:

1 ..... مقدمة عامة

6 ..... تمهيد:

7 ..... المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

7 ..... المطلب الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية

11 ..... المطلب الثاني: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي

12 ..... المطلب الثالث: العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق و جعل منه سوق كفؤ

15 ..... المبحث الثاني: البورصة وآلية عملها.

16 ..... المطلب الأول: مدخل إلى البورصة

17 ..... المطلب الثاني : ماهية البورصة

18 ..... المطلب الثالث: آلية عمل البورصة

20 ..... المبحث الثالث:بورصة القيم المنقولة و الفرق بين الأوراق المالية المتعامل بها

20 ..... المطلب الأول: بورصة القيم المنقولة

21 ..... المطلب الثاني: أنواع البورصات و أهمها عالميا

22 ..... المطلب الثالث: أصناف الأوراق المالية المسجلة في البورصة

23 ..... خاتمة الفصل:

25 ..... تمهيد:

26 ..... المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر

26 ..... المطلب الأول: تنظيم السوق المالية في الجزائر

28 ..... المطلب الثاني: نشأة و تطور بورصة الجزائر

.....35.....	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في المغرب
.....36.....	المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء
.....38.....	المطلب الثاني: تشريعات و نظم البورصة
.....40.....	المطلب الثالث: تنظيم سوق البورصة
.....44.....	خلاصة الفصل:
.....46.....	تمهيد:
.....47.....	المبحث الأول: نشاط بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة الدار البيضاء
.....47.....	المطلب الأول: نشاطات البورصة
.....53.....	المطلب الثاني: شروط القبول للإدراج في البورصة
.....55.....	المبحث الثاني: الشركات المدرجة ضمن البورصة
.....55.....	المطلب الأول: الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر
.....60.....	المطلب الثاني: الشركات المدرجة ضمن بورصة الدار البيضاء
.....62.....	المبحث الثالث: آفاق تطوير بورصة الجزائر
.....62.....	المطلب الأول: البورصة ممول للإقتصاد الجزائر
.....63.....	المطلب الثاني: إمكانية تفعيل بورصة الجزائر
.....65.....	خلاصة الفصل:
.....67.....	خاتمة عامة:

قائمة الأشكال و الجداول:

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
10	تقسيمات الأسواق المالية	(01_ I )
27	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	(02_ II )
42	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	(03_ II )
51	أعمدة بيانية تمثل عدد الأوامر في بورصة الجزائر	(04_ III)
52	أعمدة بيانية تمثل حجم المعاملات في بورصة الدار البيضاء	(05_ III)
53	أعمدة بيانية لرسملة بورصة الدار البيضاء	(06_ III )
60	منحنى بياني يمثل عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر	(07_ III )
61	أعمدة بيانية تمثل عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء	

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
50	نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (2012_2020)	(01_ III)
51	حجم المعاملات في بورصة الدار البيضاء	(02_ III)
59	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	(03_ III)
59	الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر	(04_ III)

قائمة المختصرات:

المختصرات باللغة العربية:

رقم المختصر	الإختصار	إسم الإختصار
01	د.ج	الدينار الجزائري
02	ص	الصفحة
03	م.د	ملايير درهم

المختصرات باللغة الفرنسية:

رقم المختصر	الإختصار	إسم الإختصار
01	BVM	Bourse des Valeurs Mobilières.
02	COSOB	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
03	SGBV	Société de Gestion de Bourse des Valeurs.
04	IOB	Les opérations Intermédiaires des Valeurs.
05	SPA	Société Par Actions.

# مقدمة عامة

## مقدمة عامة:

تواجه غالبية الدول النامية مشكلة محدودية حجم المدخرات لتغطية الحجم اللازم والضروري من الإستثمارات، لتحقيق معدلات النمو الإقتصادي التي يستهدفها ، يعزى ذلك العجز أو القصور لأسباب عدة يتعلق بعضها بضعف الوسائل المتاحة ، التي من خلالها يتم حشد وتعبئة الموارد المالية من القطاعات الإقتصادية التي تتميز بالفوائض غير المستقلة الى القطاعات التي تعاني من عجز في الموارد اللازمة لتمويل برامجها الإنتاجية والإستثمارية.

كان الرومان أول من عرف هذه الأسواق في القرن الخامس قبل الميلاد وفي العصور

الوسطى اعتبرت بروج وأنفريس وليون وأمستردام ولندن من المراكز المالية المهمة حيث قامت فيها البورصات الى جانب الأسواق التجارية والمصرفية وتم فيها التبادل على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية.

واهتمت الدول الإفريقية على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترباط أسواق الأوراق المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الإقتصادية، فنقلت اهتمامها بهذا الموضوع الى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروط معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة كما يمكن أن تكون فاشلة، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها و تأمين كفاءة استخدامها.

بالرغم من مرور وقت طويل من انشاء هذه الأسواق إلا أنها مازالت تعاني من التخلف مقارنة مع الأسواق العالمية المتطورة، ورغم كل الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدى في سوقها المحلية، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق .

ففي المغرب وبالرغم من إنشاء السوق المالي سنة 1929 إلا أن دورها كان محدودا في عمليات التمويل، مما دفع بالسلطات الى إجراء إصلاحات جذرية كان آخرها سنة 1993، بغية خلق أطر مؤسسية جديدة لتمويل المشاريع الإستثمارية والتقليل من سيطرة القروض البنكية.

أما الجزائر التي بدأت بسياسات الإصلاح الإقتصادي عقب الأزمة البترولية سنة 1986 و شرعت في تطبيق برامج التثبيت والتكيف المفروضة من المؤسسات المالية الدولية في إطار الإصلاحات الإقتصادية، وتم اصدار مرسوم تشريعي سنة 1993 يتضمن انشاء بورصة الجزائر، والتي بدأ التداول فيها سنة 1999 وكان من أهداف إنشاء السوق المالي هو خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الإستثمارية، خاصة بعد فتح المجال للقطاع الخاص.

## الإشكالية:

في ضوء ما سبق فإن هذا البحث يسعى إلى معالجة الإشكالية الرئيسية التالية:

ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة سوق مالي فعال؟

ويمكن تجزئة هذا السؤال الرئيسي إلى الإشكاليات الفرعية التالية:

ماهية الأسواق المالية وفيما يتمثل دورها؟

مامدى فعالية السوق المالي في تنشيط التنمية الإقتصادية؟

ماهي نقاط ضعف السوق المالي الجزائري؟ وكيف يمكننا الإستفادة من التجربة المغربية؟

## الفرضيات:

يهدف الإجابة على إشكالية البحث نطرح الفرضيات التالية:

1- يمكن لأي نظام مالي في أي دولة إنشاء سوق مالي فعال من خلال تطبيق التشريعات المنظمة لعمل هذه الأسواق.

2- يعتبر السوق المالي المحرك الرئيسي والأساسي للتنمية الإقتصادية.

3- يعد السوق المالي المغربي بمثابة تجربة ناجحة مقارنة مع التجربة الجزائرية.

## أهمية البحث:

تطرقنا لهذا الموضوع لما فيه من أهمية كبيرة في الوقت الراهن ولتحديد مفاهيم السوق المالي والبورصة، بحيث تعتبر هذه الأسواق كأهم مصدر من مصادر التمويل، كما قمنا بدراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء.

## أهداف البحث:

نسعى من خلال هذا البحث تحقيق الأهداف التالية:

1. التعرف على السوق المالي الجزائري والمغربي وتحديد الإطار النظري لهذا السوق.

2. محاولة ابراز نقاط ضعف السوق المالي الجزائري.

3. إعطاء حلول من أجل النهوض بهذا القطاع.

## أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة إلى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

1. موضوع الساعة، وذلك راجع للأهمية التي تكتسبها الأسواق المالية.
2. كون الموضوع ضمن التخصص الدراسي.

### حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والزمانية:

الحدود المكانية: دراسة مقارنة بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء.

الحدود الزمانية: الفترة الممتدة خلال (2012\_2020)

### المنهج المتبع:

للإجابة على التساؤلات السابقة اتبع في الدراسة المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث أستعمل المنهج الوصفي عند تناول المفاهيم الأساسية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وأنواعها والشروط الملائمة لتكوين السوق المالي والعوامل المؤدية إلى نجاحه. كما أستعمل أيضا عند عرض الإصلاحات الإقتصادية والتشريعات القانونية والتنظيمية التي مرت بها إقتصاديات الدول الإفريقية.

أما المنهج التحليلي فقد أستخدم عند تحليل البيانات والتطورات الخاصة بكل سوق مالي ، وتبيان مدى تأثير الإقتصاديات بهذه الأسواق، كما أستعمل عند مقارنة هذه الأسواق فيما بينها بغية الخروج بنتائج يمكن الإعتماد عليها في بناء التوصيات.

### صعوبات الدراسة:

1. ضيق الوقت.
2. نقص المواضيع المعالجة لبورصة الجزائر.

### الدراسات السابقة:

توجد دراسات عالجت نفس الموضوع، أهم هذه الدراسات هي:

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر(2005\_2006)

### تقسيمات الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وتحقيق الأهداف السابقة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول تناول عموميات حول الأسواق المالية و البورصة و قد قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، الأول منه ماهية السوق المالية، و المبحث الثاني تطرق إلى البورصة و آلية عملها و المبحث الثالث بورصة القيم المنقولة و الفرق بين الأوراق المالية المتعامل بها.

أما الفصل الثاني جاء تحت عنوان بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء و تضمن هو الآخر مبحثين ، الأول سوق الأوراق المالية في الجزائر، أما المبحث الثاني فتعرض إلى سوق الأوراق المالية في الدار البيضاء.

أما الفصل الثالث فقد خصصناه لدراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء ، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى نشاط بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة الدار البيضاء كما تطرقنا إلى شروط القبول للإدراج في بورصة الجزائر وكذا بورصة الدار البيضاء أما في المبحث الثاني فقد تناولنا الشركات المدرجة ضمن البورصة و في المبحث الثالث تطرقنا إلى آفاق تطوير بورصة الجزائر.

# الفصل الأول: عموميات حول الأسواق المالية

## تمهيد:

مما لا شك فيه أن الأسواق المالية تعتبر المرآة العاكسة لإقتصاديات الدول، وتعتبر ملاذ للمستثمرين الذين يملكون رغبة الإستثمار وتحقيق الأرباح، فهي همزة وصل بين وحدات الفائض المالي والعجز المالي، وهناك حاجة ماسة لهذه السوق خاصة في الدول النامية، فهذه الأسواق تحتل درجة عالية من المكانة والأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة، ويعتبر وجود سوق للأوراق المالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للإستمرار، و الدول الإفريقية كغيرها من الدول النامية تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق، ورغم كل الجهود التي بذلتها هذه الدول في تفعيل هذه الأسواق إلى أنها في معظم الأحيان باءت بالفشل .

ولدراسة الأسواق المالية الإفريقية قسم البحث في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

المبحث الثاني: البورصة وآلية عملها.

المبحث الثالث: بورصة القيم المنقولة والفرق بين الأوراق المالية المتعامل بها.

## المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

### المطلب الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية

يقوم النشاط الإقتصادي على نوعين من الأسواق ، النوع الأول الأسواق الحقيقية التي يتم التعامل فيها بسلع ملموسة مادية وكذلك يتم التعامل فيه من خلال تقديم الخدمات.

أما النوع الثاني فهي الأسواق المالية وهي تعرف على أنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب في إستثمار فوائدها المالية ووحدات العجز والتي هي بحاجة للأموال من أجل تمويل إستثماراتها، كل ذلك يتم عبر فئات متخصصة تعمل في السوق المالي

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر:

**التعريف الأول:**هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون من ذوي الإهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات المالية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية، المالية، النقدية لفترات متباينة طويلة أو قصيرة.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** هي الإطار الذي تجتمع فيه طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية التي تحكم فيها وتؤدي إلى تحريك عمليات التداول في هذا السوق.<sup>2</sup>

يوجد تقسيمات مختلفة للأسواق المالية يمكننا إيجازها كالتالي:

### أولاً: أسواق رأس المال

وتقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هما:

#### 1-الأسواق الحاضرة أو الفورية: فهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل بالأوراق

المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات على مختلف أنواعها وتتضمن السوق الحاضرة أو الفورية على الأسواق التالية:

أ- **الأسواق المنظمة:** وتقصّد بالأسواق المنظمة، البورصات التي يتم بها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط وعادة ما يطلق عليها بالأسواق الثانوية وتتداول في هذه الأسواق الأوراق المالية بعد الإكتتاب فيها من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، وتعتبر الأسواق الثانوية من أهم الأسواق الرأسمالية لأنها تشكل الجزء الأكبر من العملية الإستثمارية وأصول إدارة المحافظ إضافة إلى أن الأسواق الأولية مرتبطة إرتباطاً وثيقاً بنجاح الأسواق الثانوية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص50.

<sup>2</sup> حسني علي خربوش و عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013، ص

وتلعب الأسواق الثانوية دورا هاما و أساسيا في تعبئة المدخرات و إعادة إستثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة لحملة الأسهم ، كما و أن الأسواق الثانوية غالبا ماتعمل على تمويل خطط التنمية الإقتصادية و خاصة خطط التنمية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر لدى الدولة و في هذه الحالة بدلا من إتجاء الدولة إلى عمليات الإقتراض الخارجية التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق الثانوية و بواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية و يكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهمها في الأسواق المالية الثانوية للإكتتاب فيها.

ب- الأسواق غير المنظمة: و يتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الإستثمارية و المصارف التجارية و بيوت السمسرة، و عادة ما يطلق عليها بالأسواق الأولية ، بإعتبارها الجهة المتخصصة او المختصة بإصدار الأوراق المالية و طرحها للبيع لأول مرة و عادة ما يطلق على المؤسسات المصرفية أو بنك الإستثمار الذي يتولى القيام بعملية إصدار الأوراق المالية بإسم المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة.

ج- الأسواق الإحتكارية: و تتمثل الأسواق المستقبلية بعقود الإختيار و العقود المستقبلية.

ولقد بدأ التعامل بعقود الإختيار في الولايات المتحدة الأمريكية في أوائل السبعينات و كانت بدايات عقود الإختيار عقود مباشرة بين طرفي التعاقد، أما الآن فقد أصبحت عقود الإختيار أكثر تنظيما حيث يتم معظمها من خلال مؤسسات

تقاصي، أما بالنسبة للعقود المستقبلية فهي موحدة من حيث تواريخ الإستحقاق حيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفتها.<sup>1</sup>

## ثانيا: أسواق النقد

هي عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها عمليات الإقراض أو الإقتراض فيما بين البنوك المحلية و الأجنبية أو فيما بين البنوك المحلية و المؤسسات المالية المحلية الأخرى، تتأثر السوق النقدية بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، و تركز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة. و يتحدد سعر الفائدة بناء على العرض و الطلب على ان المعرفة التامة للسوق

و العوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن المتعامل من معرفته تحركات و إتجاه أسعار الفائدة، كما يجب التنويه على أهمية المؤشرات الإقتصادية و دورها البالغ في حركة

إتجاه الأسعار صعودا و هبوطا، و كذلك طبيعة الظروف السياسية في البلد ذاته و الوضع الإقليمي و أثر ذلك على ميكانيكية السوق. و بلا شك فإن دور هذه المؤشرات قد يكون واضحا و بارزا في بعض الدول عنها في الدول الأخرى.

<sup>1</sup>-حسني علي خربوش و عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دارزهران للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013، 34.35.

ويعتبر سوق النقد رافدا هاما للتمويل القصير الأجل، لأنه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصير، فهي أموال تخص المستثمرين يرغبون بإستثمار أموالهم على درجة عالية من الأمان و في أصول مالية سريعة التسييل. يتسم سوق النقد ببعض المزايا و من أهمها المرونة العالية ، حيث تنخفض تكاليف إجراءات إتمام الصفقات المالية كما يتميز أيضا بإنخفاض درجة المخاطرة فيه وذلك لسببين:

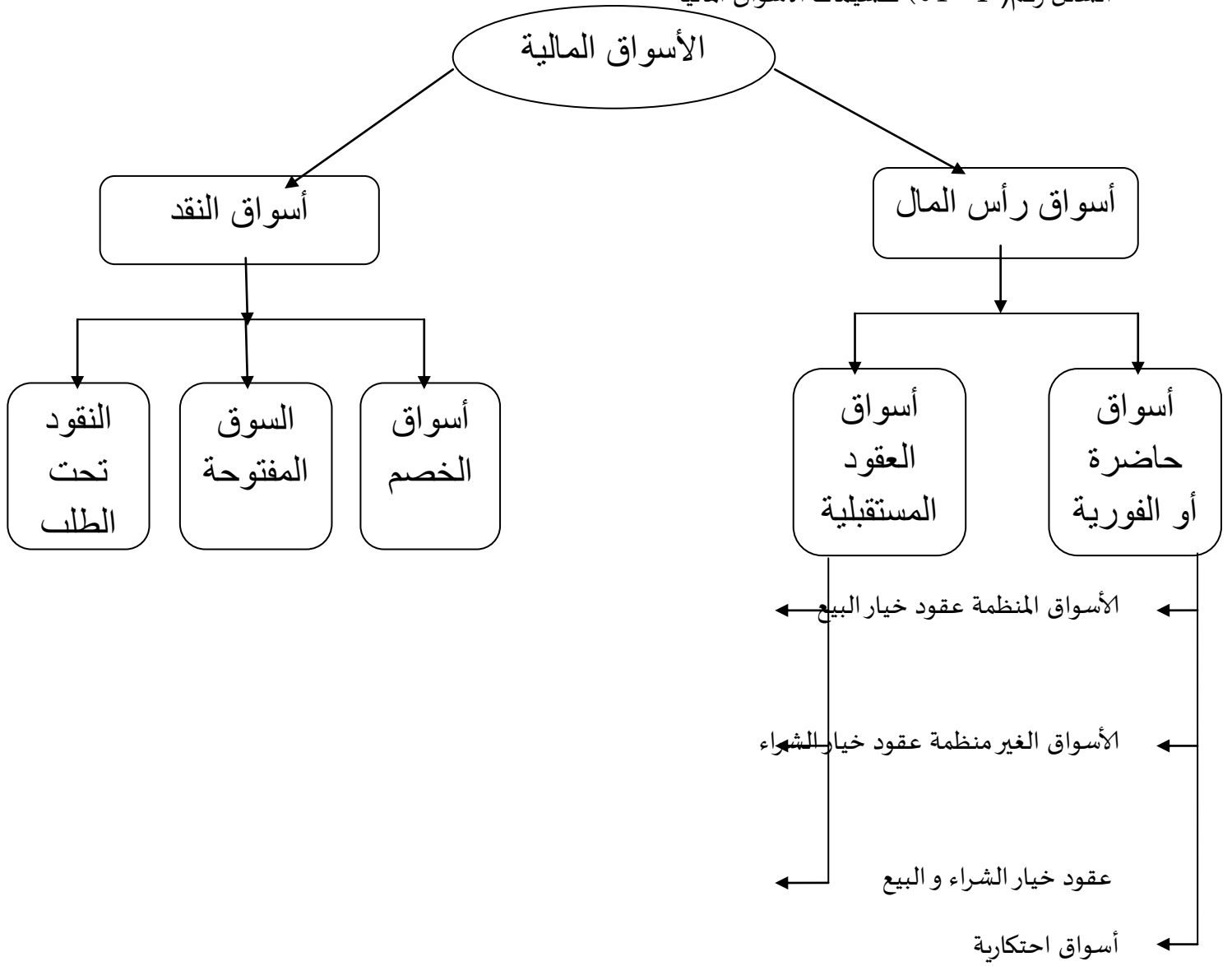
أولهما- إنخفاض درجة المخاطرة النقدية: وهي المخاطرة التي تنشأ عن إحتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه. و حيث أن هذه الأوراق تتصف بالأجل القصير فإن أي تغيير في أسعار الفائدة السائدة في السوق سوف يكون تأثير محدودا على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الإسمية عند موعد إستحقاقها شبه مستقرة، وبالتالي فإذا رغب حامل هذه الأوراق بخصمها قبل موعد إستحقاقها فإن إحتمال تعرضه للخسائر كبيرة يكون مستبعدا.

ثانيهما- تدني درجة مخاطرة الدين ذاته: وهي تلك المخاطر التي ترتبط بإحتمالات عدم قدرة المدين على سداد دينه في موعد إستحقاقه ، فنظرا لإن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد - القطاع الثانوي- والتي تصدرها مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية و ذات مراكز إئتمانية متينة كالبنك المركزي و المؤسسات الحكومية و البنوك التجارية فإن إحتمالات عدم سداد الدين منخفضة جدا أو شبه مستحيلة.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 1429-2009م، ص188، 189.

الشكل رقم ( I - 01) تقسيمات الأسواق المالية



## المطلب الثاني: الشروط الملانمة لتكوين السوق المالي

يتطلب لتكوين سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها بالآتي:

### أولاً:زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة

ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الإستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية إدخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءاً هاماً من عملية التنمية الإقتصادية، والتي لا يمكن الإستغناء عنها في أي نظام إقتصادي. لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الإدخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات إستثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، من هنا يتطلب من هذه المؤسسات مايلي:

- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.
- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الإدخار.
- تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعها وقربها من عامة الشعب.

### ثانياً: تحويل المدخرات إلى إستثمارات

تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمععة إلى إستثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة سوق لإستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضاً تتمثل في سندات.

فالسوق المالي تمثل مجموعة أنشطة (سياحية ، صناعية، عقارية..) تداول أوراقها في السوق، وهناك عدة طرق أتبع لتحويل المدخرات إلى إستثمارات منها:

- إقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك بإقتطاع نسبة من مرتبات قومية. كما تقوم بعض الدول بإقتطاع جبري من المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي وتخصيص هذه المبالغ في إنشاء شركات زراعية مساهمة.
- تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيادة البورصات من أجل معرفة عمل البورصة، وتسمى هذه المحاولة بجعل البورصة شعبية في متناول الجميع.
- إنشاء مايسى بنوادي الإستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغاً معيناً من المال، وتقوم الجمعية بإستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.<sup>1</sup>
- ثالثاً: إنشاء بورصات للأوراق المالية

<sup>1</sup>- حيدر عباس عيد الله الجنابي، الأسواق المالية و الفشل المالي، دار الأيام للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 2015، ص11.

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الإدخار والإستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الإقتصادية أو ذات الإقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن.

فالبورصات هي أسواق لإستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية و صناديق التأمين و صناديق الإدخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال و يتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية، و من أهم مهام البورصات المالية مايلي:

- تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور الإنجاز.
- تحويل الإستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث: العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق و جعل منه سوق كفؤ**  
**أولا: العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق**

لا يكفي أن تكون هناك شروطا ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لابد من نجاح هذه السوق و زيادة نشاطها و يقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي و بعضها شكلي:<sup>2</sup>

**أ- الشروط الموضوعية:**

تتضمن الشروط الموضوعية العناصر الآتية:

1 - تنظيم الأسواق المالية: يكون ذلك بتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات و خاصة فيما يتعلق:

- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين و ذلك من اجل المحافظة على إستقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- تنظيم المعاملات التجارية و يكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
- تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية و ذلك بإلتزامها بالأنظمة و القوانين.

2 - إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخرو

المستثمر، إذ أن المدخر قد يرغب بالإستغناء عن إستثماره أو تنويعه. و بدون سوق مالي فإنه قد يصعب عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول، كذلك يكون في قدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت يشاء.

و لذلك فإنه لنجاح أية سوق مالية لابد من نشر بيانات و معلومات عن الشركات القائمة و الحديثة و بيان أسعار أوراقها المدرجة و التي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها.

<sup>1</sup> - حيدر عباس عيد الله الجنابي، نفس المرجع السابق، ص 11.

<sup>2</sup> - مرابر أمين، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الإقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية، تخصص تدقيق محاسبي و مراقبة التسبير، كلية العلوم التجارية و الإقتصادية و التسبير، جامعة عبد الحميد بن باديس، 2012، ص 06.

3 - سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات و هذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.

4 - جعل الإدخار إختياريا وليس إجباريا.

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

## ب- العوامل الشكلية:

بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة فإنه يمكن أن نضيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تتلخص كالآتي:

1. الوضع الجغرافي، موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.
2. الإهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الإتصالات السلكية و اللاسلكية و المساكن... الخ.
3. وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الإستثمار.
4. إرتفاع نسبة الإدخار عند الأفراد.
5. وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي و الإجتماعي داخل الدولة.
6. عدم وضع رقابة على الصرف.
7. وجود نظام ضريبي من و غير مغالي في أسعاره.

و عندما تتوفر الشروط الموضوعية و الشكلية فإنها تتهيأ الفرصة لقيام سوق مالية أو نقدية فعالة و ناجحة.<sup>1</sup>

## ثانيا: كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفؤ هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات و المعلومات المتاحة و المتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم، من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، و الذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة و التي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في الورقة المالية من مخاطر، و ينطوي مفهوم الكفاءة بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات و المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين و في نفس الوقت، و لكن هذا لا يعني تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة و مستوى المخاطرة، ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم و خبراتهم في تعاملات أسواق رأس المال، فهناك: (أ) المستثمرين قليلي الخبرة، و تمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا على الأسعار

<sup>1</sup> - عبد المعطي، رضا ارشيد، و آخرون، الأسواق المالية، دار القومية القاهرة، الطبعة الأولى، 1999، ص 22.

في إتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية. (ب) المستثمرين المحترفون، هم يتمتعون بقدر عال من الخبرة، وتحتل تصرفاتهم ضغطا إيجابيا على الأسعار في إتجاه القيم المحورية.<sup>1</sup>

ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما:

- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني بعيد بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أي تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:
  - قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.
  - قد يستطيع عدد محدود من الأفراد إستخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم وإستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث لعدد قليل من المستثمرين، هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفو لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين ان يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.
- **كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى تحقيق هامش ربح مغالى فيه ، إن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير من كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستدعي لبذل جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة ولو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف، وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوفير مجموعة من الشروط أهمها مايلي:
  - أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط المرهون بتوفير عدد كبير من الباعة و المشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الإحتكار، وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية مايعرف بخاصيتين العمق والإتساع حيث

<sup>1</sup>- صلاح الدين حسن السبسي، البورصات و الأسواق المالية، دار، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص 136.

بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وبتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر ميزة هامة وهي إستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في الأسعار وبالتالي تقلل من فرص المضاربة .
- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.
- توفر عنصر الشفافية بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه ويتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه ويحد من عملية الإحتكار.
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول و عرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء، كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا و يساعدهم في أداء مهامهم مجموعات إستشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: البورصة وآلية عملها.

البورصة هي سوق خاصة بعمليات خاصة في أماكن خاصة يباع ويشترى فيها عن طريق الوسطاء، وهي

مؤسسة تعنى بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عاطف وليد اندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 155، 156.

<sup>2</sup> - أرشد فواد النميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار في البورصة (أسهم، سندات و أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ص 63.

## المطلب الأول: مدخل إلى البورصة

ترجع كلمة بورصة إلى مصدرين : اسم أحد كبار التجار الأغنياء و كان إسمه فان دن بورص Van den Bursen و كان يقيم في مدينة بروج في بلجيكا ، و كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، و لذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار و تتم فيه عمليات الشراء و البيع.

فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس، و كان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين و وسطاء ماليين لتصريف الأعمال و لذلك سميت بالبورصة.

و إذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة أنفرس عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608 ثم في لندن عام 1666 ثم في باريس 1808، و لقد ظهرت ضرورة تنظيم الأسواق المالية مع تطور و نمو التجارة.

و كان نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز، أما في فرنسا فقد استقرت البورصة في باريس بقصر برونبارو في الولايات المتحدة الأمريكية بدأت البورصة بشارع وول ستريت بمدينة نيويورك أواسط القرن الثامن عشر.<sup>1</sup>

أي باختصار هي سوق لتبادل البائع و المشتري للأوراق المالية حيث يتم التبادل بعد الإتفاق على سعر لهذه الأوراق. و تطرح الشركات أسهمها في السوق كوسيلة لجمع رؤوس أموال لبداية أو للتوسع في مشاريعها.

البورصة باختصار: هي سوق تداول الأوراق المالية يعني يجب توافر أربع عناصر و هي :

1. البائع.
2. المشتري
3. السلعة
4. المكان

و البائع هو الذي يمتلك السلعة و يرغب في بيعها، أما المشتري فهو الذي يملك المال و يرغب في شراء السلعة، أما السلعة فهي الأسهم أو السندات، و أما المكان فهو الذي يتم فيه عملية المبادلة هذه بين البائع و المشتري و في أغلب الأحيان تكون شركات السمسرة في الأوراق المالية و هي الوسيط بين البائع و المشتري و كما قلنا من قبل فإن البورصة في الأصل هي سوق فيجب تواجد جهة رقابية تحكم هذه السوق حتى تتوافر مبادئ الشفافية و العدالة و الوضوح بين المتعاملين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، نفس المرجع السابق، ص 17، 16.  
<sup>2</sup> حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، نفس المرجع السابق، ص 13، 12

## المطلب الثاني : ماهية البورصة

### أولاً: تعريف البورصة:

يمكن تعريف البورصة بأنها

- اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة من قبل وأثناء فترة العمل، فالبورصة تقوم بعمل مزدوج وهو إلتقاء العرض و الطلب، وكما لها دور في توفير قدر كافي من الضمانات لإتمام الصفقات وتحديد التوازن بين الأسعار.
- البورصة هي مكان يلتقي فيه العرض و الطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونياً.
- البورصة هي سوق لتبادل البائع و المشتري للأوراق المالية حيث يتم التبادل بعد الإتيافاق على سعر لهذه الأوراق، و تطرح الشركات أسهمها في السوق كوسيلة لجمع رؤوس الأموال للبداية أو للتوسع في مشروعاتها.
- تعرف البورصة بأنها سوق يتم بموجها الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع و شراء عدد من الأسهم و السندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.
- تعرف البورصة في الفقه الفرنسي: البورصة أنها اجتماع بين السماسرة من أجل تداول الصكوك، و في الفقه الانجلو أمريكي عرفت على أنها: سوق مالي يحتوي على عناصر ثابتة و هي الوسطاء و الخبراء في مجال الأوراق المالية و المستثمرون و كذا معدات لازمة لحركة السوق كأجهزة الحاسوب و التلغراف و التليفون و الصكوك محل التداول.

### ثانياً: الأدوات المالية المتداولة في البورصة

الأوراق المالية أدوات الإستثمار المالي و هي تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، حيث تتنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة كالآتي:

- الأسهم: السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، و هو الصك الذي يثبت الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري ، و هي من الأدوات المالية ذات الدخل المتغير بمعنى أنها لا تعد لمستثمرها بدخل نقدي محدد، و يعني ذلك حدوث تغير في التدفقات المالية التي يتلقاها المستثمر، فيكون من المتوقع حدوث تقلبات في التدفقات النقدية للأوراق المالية بمعنى أن تكون قابلة للزيادة أو النقصان أحياناً، و ربما تكون قيمتها أحياناً أخرى بالسالب. و تشكل الأسهم الرأس المال المكتتب و المضاف من قبل المستثمرين، و الذي يضم مساهمتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، و بالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن و رأس المال الفعلي و رأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>- أرشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، نفس المرجع السابق، ص 30

■ **السندات:** تعتبر السندات أحد أشكال المديونية التي تلجأ إليها كافة المنظمات على إختلاف أحجامها، ويعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ الحكومة أو الشركات أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاتها من خلال الإكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال، ويعتبر السند أكثر الأوراق المالية شيوعا، فالسندات جزء من المديونية بمعنى من يشترى سندا فهو دائن للشركة يحصل على فائدة ثابتة واجبة الدفع في مواعيدها كما يحصل على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق ولحاملي السندات، كما تعطي لصاحبها الحق في تصفية الشركة لوفاء الدين.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: آلية عمل البورصة

#### أولا: بنية السوق المالية

تعمل السوق المالية تحت رقابة إدارة الخزينة التابعة لوزارة الإقتصاد أو المالية وتقوم هذه الأخيرة عادة بمنح موافقتها على الإصدارات الخاصة بالأسهم والسندات (في الحقيقة يملك حامل السهم جزءا من الشركة ويخضع إلى خطر الخسارة كذلك إلى إمكانية الربح، أما حامل السند فعلى العكس، يقدم الأموال للشركة وله الحق في الحصول على فائدة معينة محددة في العقد الكامل فترة السند، و كذلك استرداد كامل المبلغ في نهاية الفترة).

وتنظم الجداول الزمنية لها وتنشر المعلومات في نشرة خاصة بالإعلانات الرسمية، كما تراقب السلطات المعنية بهذه السوق مجلس بورصات القيم، وتنتقي الأعضاء الرئيسيين للجنة العمليات في البورصة.<sup>2</sup>

#### أ - آليات إصدار الأسهم:

يتم عرض وتقديم أسهم الشركات المسجلة في البورصة الرسمية لعامة الناس، إما في لحظة دخولها إلى البورصة أو بمناسبة زيادة رأس مال الشركة.

ويحصل تسجيل أسهم الشركات في السجلات الرسمية بناء على طلب الشركة المعنية وبعد موافقة الإدارة المختصة بهذه الشؤون في البورصة، التي تمنح تأشيرة الدخول للملف المعد من قبل الشركة، والذي يتضمن عقد و ثبوتيات التأسيس وتركيبه مجلس الإدارة وقائمة بأسماء المساهمين ووصف أنشطة و فعاليات الشركة وكذلك المعلومات الضرورية عن الفروع التابعة لها وحساباتها المصرفية والمالية، وأخيرا مبررات سعر البدء أو الدخول.

تقدم الإدارة المسؤولة عن رفض أو قبول طلب الشركة عددا من الشروط، منها على سبيل المثال: (على الشركة المتقدمة بطلبها أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنوات الثلاث الفائتة، وأن تقدم عرضا لوضعها المالي بدقة، وأن تضع لعامة الناس 25% من الأسهم على الأقل).

<sup>1</sup>- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الإقتصادية العالمية، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1990، ص 82.  
<sup>2</sup>حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، نفس المرجع السابق، ص 30.

وتتطلب عملية رفع أو زيادة رأس مال شركة ما مسجلة في البورصة رسمياً موافقة الإدارة المعنية بهذا الموضوع، التي تعطي موافقتها على الملف الذي يتضمن تفاصيل وهدف العملية، وتشير الشركة المعنية بالأمر إلى المبلغ المطلوب تحصيله من الناس وإلى عدد الأسهم الجديدة المطروحة، وبالنتيجة تشير أيضاً إلى سعر الإصدار للسهم، ويتحدد هذا الأخير عادة بأقل من السعر الجاري في البورصة بهدف جذب المكتتبين، إلا أنه لا يمكن أن يكون أدنى من القيمة الإسمية للسهم، وفي الحقيقة يتمتع حاملو الأسهم القديمة بميزة الأحقية في الإكتتاب على الأسهم الجديدة، ويتوجب على المكتتبين الجدد شراء هذه الحقوق ليتمكنوا من المساهمة في الإصدار.

#### ب - آليات إصدار السندات:

يتم في العادة توظيف الأموال في شراء السندات عن طريق دعوة الادخار الخاص لشراء ما نسبته 20% على الأغلب، و المؤسسات أو الشركات المبرى لباقي النسبة، أي حوالي 80% و على الأغلب تقوم مؤسسات التأمين و صناديق التقاعد و الإيداعات بتوظيف أموالها في شراء مثل هذه السندات. و في الحقيقة يعتبر موضوع تقدير سعر السند بشكل يومي، و حتى بيعه و شراؤه عبارة عن ميزة كبيرة للمدخر الفردي و كذلك للمؤسسة أو للشركة التي بحاجة كبيرة لمعرفة وضعها المالي بشكل يومي، و أما فيما يتعلق بتوظيف أو بإستثمار الأموال في الخارج (أي في البورصات الدولية) فلفرنسا تجربة خاصة بها منذ عام 1985 عندما أصدرت قانوناً تحصر فيه مثل هذه العمليات بنقابة أو تجمع المصارف التي تقوم بمثل هذه التوظيفات و تحاول ضمان نهاية و نجاح مثل هذه التوظيفات.<sup>1</sup>

#### ثانياً: الجهة المصدرة للسند

- ❖ الدولة
- ❖ منشآت القطاع العام
- ❖ المصارف
- ❖ المنشآت الخاصة
- ❖ تجمعات أخرى
- ❖ وسطاء آخرون

يساهم عملاء الصرف و محاسبو الخزينة... الخ بتوظيف القرض لدى المكتتبين.

#### ❖ مكتتبون أفراد

يكتتب الأفراد بالمتوسط على 20% من قيمة السندات.

#### ❖ مكتتبون مؤسسات

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، نفس المرجع السابق، ص 20.

تكتتب المؤسسات بالمتوسط على 80% من قيمة السندات.

وتجدر الإشارة إلى العمولة التي يحصل عليها الوسطاء من جراء هذه العملية، والتي تتراوح بين 1% و3% بحسب نوعية الجهة المصدرة للسند وكذلك لأسباب أخرى تتعلق بصفات السند نفسه.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: بورصة القيم المنقولة و الفرق بين الأوراق المالية المتعامل بها

لقد كان الإتجاه في كافة دول العالم المتقدم نحو الإختفاء أو الزوال التدريجي للبورصات المنتشرة في المدن الأخرى غير العواصم، وهذا مظهر بشكل واضح وجلي في فرنسا أولا ثم ألمانيا ثانيا، إذ توحد المؤشر في كل منها وكذلك التسجيل في البورصة، وباتت بورصة باريس أو فرانكفورت تملك نوعا من المراكز في المدن و المناطق الأخرى.<sup>2</sup>

#### المطلب الأول: بورصة القيم المنقولة

##### أولا: البورصة أداة لجمع المدخرات

تتراوح نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة بين 10 و15% من دخولهم، علما بأن المتوسط العالمي هو 13%... ويتوجه هذا الإدخار في الإتجاهين التاليين:

\_ الأصول المادية، كالأراضي و العقارات... الخ

\_ الأصول المالية، التي تتضمن أساسا التوظيفات السائلة، كدفاتر الإدخار والإيداعات على المدى الطويل، و كذلك في القيم المنقولة كالأسهم و السندات التي تختلف فيما بينها بحسب توجهها للمدى المتوسط أو للمدى البعيد، و من خلال توظيف المدخرات و جمعها و مقارنة المردودية لأنواع مختلفة من الإدخارات الفردية أو الجماعية أو المؤسسات المالية أو الدولة أو النشاط الأجنبي.

#### ثانيا: البورصة أداة لدوران و إنتقال رؤوس الأموال

على الرغم من أن ثروات الطبقات البرجوازية الوسطى و الكبرى في أوروبا تتضمن الكثير من التوظيفات غير الإنتاجية، إلا أنه لا أحد ينكر أن هناك رأس مال عائلي هام جدا في القطاعات الصناعية و التجارية و المالية حيث تشكل البورصة بالنسبة لها أداة ضرورية و هامة جدا لدورانها و إنتقالها.

#### ثالثا: الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة

- 1) السهم: حصة في رأسمال الشركة يصدر بقيمة إسمية و يطرح للإكتتاب العام أو الخاص.
- 2) السند: حصة في مديونية لدى الشركة يصدر بقيمة إسمية و يسترد بقيمته الإسمية زائد الفوائد.

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الإقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص 291.

<sup>2</sup> - SGBV : infos bourse offer publique devent n02 1998 p 27-

- (3) الأذن الحكومي: حصة في مديونية لدى الحكومة ولها نظام طرح خاص حيث تطرح كمنافسة على سعر الفائدة وكمزايدة على مبلغ الإشتراك.
- (4) شهادة الإستثمار: يقوم أحد صناديق الإستثمار التابعة لأحد البنوك بالإستثمار في محفظة أوراق مالية ضخمة و يوزع تكلفتها على وثائق على أساس تحديد عائد.
- (5) الكمبيالة: من الأوراق التجارية وصك مديونية لأجل مسعى .
- (6) الشيك: ورقة تجارية بسداد مديونية من رصيد يسمح بأحد البنوك.

### المطلب الثاني: أنواع البورصات و أهمها عالميا

#### أولاً: أنواع البورصات

يذكر أن هناك ثلاثة أنواع من البورصات:

- (أ) بورصة العمل: وهي مكان إلتقاء العمال في إجتماعات تقترح فيها عليهم خدمات متنوعة.
- (ب) بورصة السلع: وتسمى أيضا ببورصة التجارة، وهيا مكان تباع فيه المواد و السلع الإستراتيجية أي المنتوجات الأساسية، حيث يتعامل فيها على أساس العينات من المنتوجات وقد يباع المنتوج عدة مرات، و فيها تتحدد الأسعار المحلية و الدولية لهذه المنتوجات
- (ت) بورص القيم المنقولة (الأسهم و السندات): وهي السائدة و الشائعة حاليا، و تمثل معظم السوق المالي في العالم، وهي المكان الذي تحدث فيه المعاملات على الأسهم و السندات و الذهب و العملات الصعبة عن طريق الوسطاء . ولكل بورصة مؤشر خاص بها تقيس به معاملاتها و لكل مؤشر طريقته الخاصة في الحساب.<sup>1</sup>

#### ثانياً: أهم البورصات العالمية

تعتبر البورصات التالية من أهم البورصات في العالم على الإطلاق، نظرا لحجم التعامل فيها و كذا تأثيرها على الإقتصاد و التجارة و سوق التداول في البورصات العالمية:

- بورصة نيويورك أو "وول ستريت": و سميت ببورصة وول ستريت نسبة للشارع المتواجدة فيه بنيويورك ، و تمثل هذه البورصة سوقا لحوالي 50% من الإنتاج القومي الخام الأمريكي وهي التي تدير كافة الإقتصاد الأمريكي، و يمثل مؤشر داوجونز الممثل للشركات الكبرى و كذا مؤشر نازداك الممثل للقطاعات التكنولوجية و المعلوماتية و الإتصال أهم المؤشرات السائدة في التداول، و هذه البورصة من أقدم البورصات ، وهي التي بدأت منها الأزمة الإقتصادية سنة 1929.
- بورصة طوكيو: أو بورصة كابوتوشو نسبة لإسم الشارع المتواجد فيه أيضا، وقد وضعت حسب إحصائيات عام 1990 في المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم التداول فيها و الذي وصل إلى 3 مليار

<sup>1</sup> - هندي منير إبراهيم، أدوات استثمار في رأس المال، أوراق مالية و صناديق استثمار، مكتب عربي حديث، إسكندرية، 2003، ص29.

دولار أي 40% من مجموع التداول العالمي، وهو رقم ضخم جدا كما تمثل سوقا لـ 130% من الإنتاج القومي الخام الياباني.

- بورصة هون كونج، بورصة لندن و باريس و فرانكفورت و غيرها من البورصات العالمية.
- بورصة القاهرة: تحتل المرتبة الأولى عربيا، بما لديها من تجارب في هذا الميدان<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أصناف الأوراق المالية المسجلة في البورصة

وهي الأوراق المسجلة بنظام التسعيرة بالبورصة، و تصنف إلى ثلاثة أصناف

1. أوراق المساهمة: وهي تلك التي تصدر تمثيلا لجزء من رأسمال الشركة المصدرة مثل: الأسهم ، شهادات الإستثمار.... الخ
2. أوراق الإقتراض: وهي التي تصدر إعترافا بدين أبرمته الجهة المصدرة مثل: سندات الخزينة، سندات المؤسسات، الأوراق التجارية.... الخ
3. الأوراق المشتقة: تشكل من خلال أوراق مالية أساسية تمثل غالبا حقوق على هذه الأوراق مثل: العقود الآجلة، حقوق الإكتتاب.... الخ

---

<sup>1</sup>- نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة ( ماهيتها، تاريخها، مستقبلها)، دار الكتب و الوثائق القومية، 2011، ص58.

## خاتمة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو إحتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال و الطلب عليها.

كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الإقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم و السندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، و عنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري و تصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض و الطلب.

سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، كما يتطلب هذا الأخير وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها ، كما تتميز هذه السوق بالمرونة، و بإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة و ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

## الفصل الثاني: بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء

## تمهيد:

تسعى الدول الإفريقية وكغيرها من الدول بإنشاء أسواق ذات كفاءة ومردودية، بحيث تساهم هذه الأخيرة إلى الدفع بعجلة النمو الإقتصادي وجعل من هذه السوق ملاذ للمستثمرين محليين كانوا أو أجانب.

فقامت الدول الإفريقية بتبني العديد من الإصلاحات والتغيرات من أجل تطوير وتقوية أسواقها وجعلها أكثر حيوية، ولكن كل تلك الإصلاحات لم تصل إلى مبتغاهم وذلك راجع إلى عدة أسباب منها نقص رؤوس الأموال وكذا أصحاب الخبرة والكفاءات .

قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في المغرب.

## المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في الجزائر

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقاً لرأس المال ، كمصدر إضافي للتمويل، إذ كان هذا السوق بمثابة مركز إقتصادي غائب عن السوق المالي منذ الإستقلال ، بسبب النظام الإقتصادي المركزي المتبع من طرف الدولة، ولم تبدو ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات التي شرعت فيها سنة 1988.

### المطلب الأول: تنظيم السوق المالية في الجزائر

#### أولاً: سوق النقد

تتكون السوق النقدية في الجزائر بعد إصلاحات 1990 أو بعد إصدار قانون النقد و القرض من 7 متعاملين فقط و 5 بنوك تجارية عمومية و بنك مركزي و صندوق التوفير و الإحتياط، و صندوق الإستثمار، و وصل العدد سنة 2004 إلى 22 بنك و 5 هيئات مالية و 11 مؤسسة مالية غير بنكية مؤطرة بالقوانين التالية:

- القانون 08/91 الصادر بتاريخ أوت 1991
- الأمر 95/28 الصادر بتاريخ 22 أفريل 1995
- الأمر 2002/02 الصادر بتاريخ 11 أفريل 2002
- المرسوم 11/03 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003<sup>1</sup>

#### ثانياً: سوق رأس المال

إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات أدت إلى نشأة صناديق المساهمة و التي مكنت أسهم المؤسسات بأقساط متساوية نتيجة تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بعد إصدار قانون جانفي 1988، مما إستوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات.

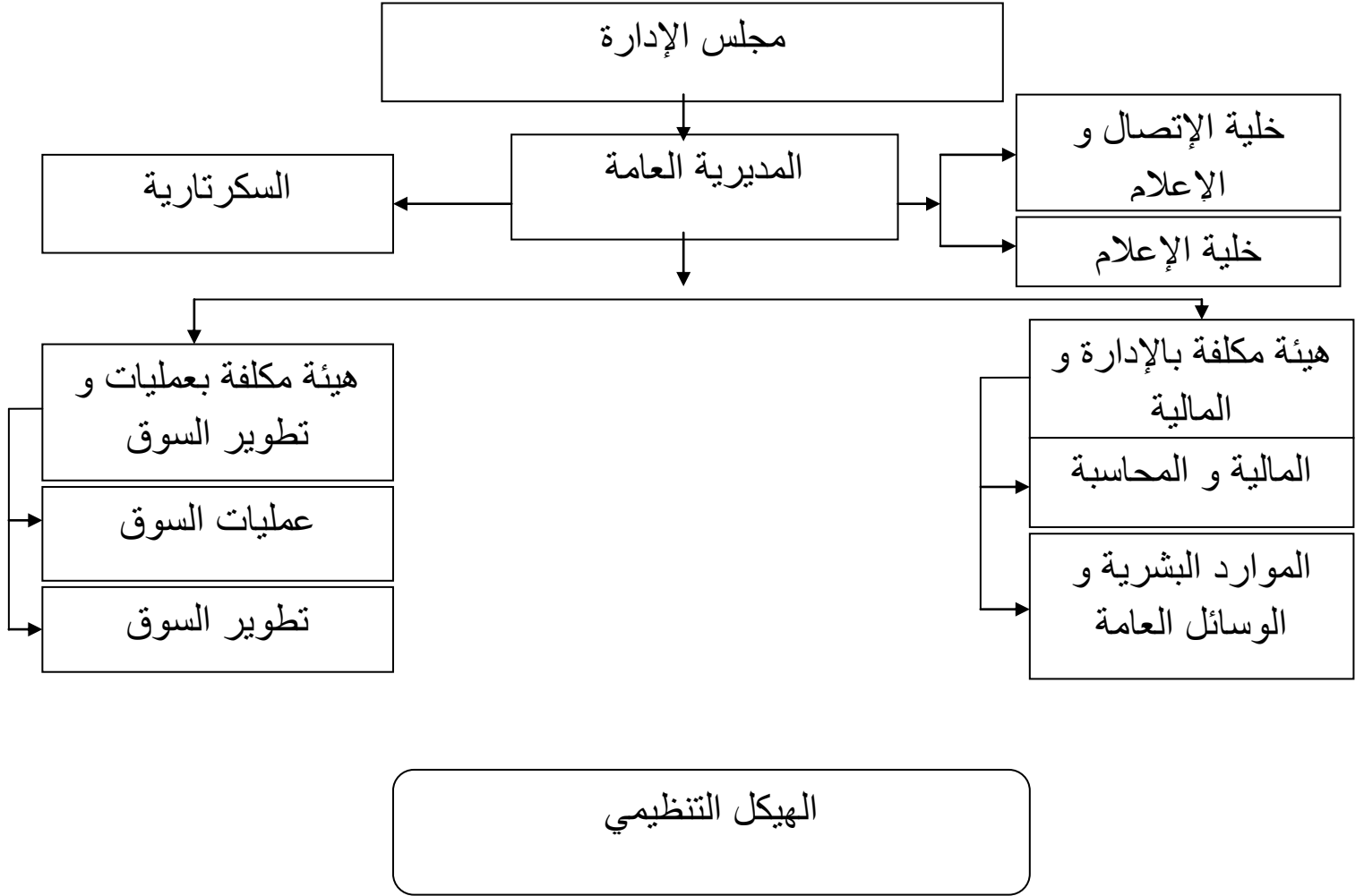
و في سنة 1990 قامت السلطات بتحضير شروط قيام سوق مالية من خلال هيئة مؤهلة تسمى الجمعية العامة للصناديق المساهمة التي أنشأت شركة القيم المنقولة و حددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول و التي أصبحت فيما بعد تسمى بورصة القيم المنقولة و يتكون سوق رأس المال في الجزائر من:

- 1 - سوق أولية: تتضمن مجموعة من البنوك العمومية، التي تعمل على مساعدة المؤسسات لدخول البورصة و ذلك بتحديد القيم المنقولة المناسب طرحها في السوق و في التوقيت المناسب.
- 2 - سوق ثانوية: و تتمثل في بورصة القيم المنقولة التي تتداول فيها الأوراق المالي.
- 3 - سوق السندات أو السوق غير المنظمة: و هي سوق تتداول فيه سندات الخزينة العمومية حيث بلغت إصدارات السندات الحكومية و أذونات الخزينة 12.35 مليار دولار سنة 2005 و ارتفع المبلغ إلى 15.6 مليار دولار سنة 2006 بزيادة قدرها 2.71 مليار دولار.

<sup>1</sup> Marches des capitaux des recherches, BNA, Alger 2004, p25.

أما من حيث جهات الإقراض فإن دور القطاع الخاص غير المصرفي في الإستثمار في الأوراق المالية الحكومية مازال ضئيلاً مقارنة بالمصارف التجارية حيث بلغت قيمة نصيب هذه الأخيرة 14.3 مليار دولار سنة 2006 ، و نصيب القطاع الخاص غير المالي 0.76 مليار دولار، كما يفوق حجم أسواق سندات الحكومة وأذونات الخزينة حجم أسواق الأسهم.

الشكل رقم (II - 02): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: من الصفحة الرسمية لبورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع 2020/07/02

## المطلب الثاني: نشأة و تطور بورصة الجزائر

أولاً: نشأة البورصة في الجزائر.

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة و الذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، و منذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

### المرحلة التقريرية (1990-1992):

نص المرسوم 101/90 المؤرخ بتاريخ 1990/03/27 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية و سمح بإكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الإقتصادية الأخرى، و في أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء شركة القيم المتداولة، و في شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر بـ 320000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، و في سنة 1992 و نظراً لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000 دج كما غير إسمها إلى بورصة الأوراق المالية. كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 169/91 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، و المرسوم رقم 170/91 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة و شروط إصدار شركات المساهمة لها.

### المرحلة الإبتدائية (1993-1996):

بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08/93 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم و القيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها و الرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للإدخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، و هو ما يتوافق و إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

### مرحلة الإنطلاق الفعلية (1996-1999):

مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، و تم إختيار الوسطاء و تم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 و المتمثلة في القرض السندي لشركة سوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.<sup>1</sup>

### ثانياً: العوائق التي حالت دون قيام البورصة

يمكن حصر العوائق التي حالت دون إنطلاق البورصة في عملها كالتالي:

<sup>1</sup>- زيدان محمد آخرون، دور السوق المالي في تمويل لتنمية الإقتصادية بالجزائر، ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الإقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 2006، ص 04.

- عدم ملائمة المحيط الإقتصادي رغم وجود هيكل البورصة إلا أن الشركات المعنية بالدخول لم تحضر نفسها إلى هذه العملية.
- غياب المتخصصين في هذا النوع من النشاطات.
- غياب الوسطاء الماليين.
- وضعية المؤسسات العمومية الإقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذا السوق، قأغلبية الشركات المعنية هي شركات عمومية، وأسهمها لا يمكن أن تقتنمها إلى صناديق المساهمة، بمعنى آخر إنتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية.

ولتجنب هذا الإشكال ظهر المرسوم رقم 08/93 الذي صدر سنة 1993 الذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية شهر إفلاسها كما تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم حيث منحها إسم بورصة الجزائر.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الجزائري

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

#### أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 10/93 سنة 1993 وتمتع هذه اللجنة بالإستقلالية الإدارية و المالية، تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع اللجنة تحت وصاية وزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة بغية:

. حماية المستثمرين في القيم المتداولة.

. ضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها.

وتعتبر سلطة التنظيم من أبرو مهامها، حيث تقوم هذه اللجنة بالتشريع وتنظيم سوق القيم المنقولة من خلال:

. قبول النشاطات التي يقوم بها وسطاء عمليات البورصة

. نشر المعلومات عن إصدار القيم المنقولة عن طريق النداء العام للإدخار.

. شروط القبول والتفاوض على القيم المنقولة في البورصة.

. تسيير محفظة القيم المنقولة.

<sup>1</sup>- المرجع السابق، ص 80.

أما الأنظمة الصادرة عن COSOB، فيتم المصادقة عليها من طرف الوزير المكلف بالمالية، وتُنشر في الجريدة الرسمية، وتحقق هذه اللجنة في مدى إحترام الوسطاء والشركات للقوانين والقواعد وخاصة نشر المعلومات عن واقع المؤسسة، وفي حالة مخالفة القوانين والتشريعات، فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من صلاحياتها معاقبة المخالفين لما لها من سلطة تأديبية وتحكيمية.<sup>1</sup>

### ثانيا: شركة إدارة بورصة القيم المتداولة SGBV

تأسست شركة إدارة بورصة القيم المتداولة سنة 1993، وهي مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم، وتعرف بأنها شركة إدارة بورصة القيم وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليين.

حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 10/93 الصادر سنة 1993 و المتمثلة في:

. التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة.

. تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض.

. تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.

. وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

و تمارس شركة إدارة بورصة القيم المتداولة نشاطها تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة.<sup>2</sup>

### ثالثا: المؤتمر المركزي على السندات

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون 5 بنوك و الثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم و الخزينة العمومية و بنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري و تتمثل وظائفه في:

. فتح و إدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.

. تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم و رفع رأس المال.

النظام العام للتسعيرة و المقاصة في بورصة الجزائر

أولا: نظام التسعيرة في بورصة الجزائر

<sup>1</sup> . COSOB La commission d'organisation et surveillance des opérations .  
<sup>2</sup> . Guide de fonctionnement de la bourse, édition MLP, ALGER 2004, P04.

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين للتسعيرة، نظام التسعيرة المستمرة ونظام التسعيرة الثابتة، سواءا يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي. ولقد تم تحديد النظام الذي تعمل به بورصة الجزائر من طرف شركة تسيير بورصة القيم، حيث تم إختيار نظام التسعيرة الثابتة بإستعمال الإعلام الآلي عند نمو حجم المبادلات.<sup>1</sup>

#### شروط قبول الشركات في التسعيرة الرسمية:

تخضع الشركات التي يمكن قبول قيمتها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة إلى مجموعة من الشروط تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و هي:

- يجب أن يكون لديها رأس مال يساوي 100 مليون دينار على الأقل.
- يجب إصدار 20% على الأقل من رأس مالها الإجتماعي للجمهور.
- نشر الوضعية المالية للشركة فيما يخص السنتين السابقتين للطلب و السنة الجارية.
- كشف إعلامي مصادق عليه من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون حققت ربحا في السنة المالية السابقة للطلب.
- الإلتزام بإعلام اللجنة في حالة تخلفها عن أصولها قبل الدخول إلى البورصة.
- تقديم تقريرا يتضمن تقييما لأصولها معدا من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.
- وضع تقريرا يتضمن هيكله لمراجعة داخلية للمؤسسة مقدره من طرف محافظ الحسابات حول المراقبة الداخلية للمؤسسة.

و هناك شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج و هي:

- إصدار الأسهم من طرف شركة المساهمة.
- تحديد قيمة كل سهم.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
- يجب أن لا يقل عدد الحاملين للأسهم المعروضة للأفراد عن 100 حامل.
- القرض السندي الذي تصدره الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد السهم ولا في عدد الملاك.<sup>32</sup>

#### ثانيا: إجراءات إدخال الأوراق المالية في البورصة الجزائرية

يتم إدخال الأوراق المالية التي يتم قبولها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة وفق الإجراءات التالية:

- 1 - إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: على هذا الأساس يوضع تحت تصرف جمهور المستثمرين عددا معينا من الأوراق المالية يوم الإدخال بسعر أدنى يقبل به المصدرون للتنازل عنها، فيؤخذ بعين الإعتبار الأوامر بسعر محدد فقط و التي يكون فيها السعر لا يقل عن سعر العرض الأدنى.
- 2 - إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: يسمح هذا الإجراء بوضع تحت تصرف الجمهور عددا معينا من الأوراق المالية بسعر يحدد سلفا، وبعد جمع أوامر الشراء لا تقبل إلا تلك الموافقة لسعر العرض و في حالة نجاح العرض يكون سعر الشراء هو نفسه سعر العرض.
- 3 - الإجراء العادي: يستعمل هذا الإجراء في حالة دعوة عمومية للإدخار قصد زيادة رأس المال أو إصدار سندات حيث يتم نشر سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير البورصة في جدول التسعيرة للتفاوض عليه وفق شروط السوق أين يتحدد سعر التنازل على أساس العرض و الطلب.

### ثالثا: نظام المقاصة في بورصة الجزائر

حدد التشريع نظام المقاصة كما يلي:

- . شركة تسيير بورصة القيم مكلفة بتنظيم عمليات المقاصة.
- . يتم تحويل ملكية الأوراق المالية بعد تنفيذ الأمر مباشرة.
- . تسوية رؤوس الأموال و تسليم الأوراق المالية يجب أن يتم فوريا.
- . ترسل شركة تسيير بورصة القيم كشف بالتداول المثبت عن تسوية و تسليم الأوراق المالية للوسطاء في عمليات البورصة.
- . تحديد مدة الجلسة من طرف شركة تسيير بورصة القيم.
- . في حالة إخلال الوسيط بأجال تسليم الأوراق المالية المحدد من طرف شركة تسيير بورصة القيم، تقوم هذه الأخيرة بإجراءات إعادة الشراء و يتحمل الوسيط التكاليف، و في حالة عدم سماح شروط السوق بإعادة الشراء على الوسيط أن يسوي وضعيته بدفع نقدي على أساس الطريقة التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم.
- . في حالة عدم إلتزام الوسيط بالدفع يتم إعلام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة cosob من طرف شركة تسيير بورصة القيم التي تقوم بالإجراءات اللازمة.<sup>1</sup>

### الوساطة المالية في بورصة الجزائر

<sup>1</sup>- أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، نفس المرجع السابق، ص 143.

لا يمكن القيام بعملية التفاوض على الأوراق المالية المقبولة في البورصة إلا عن طريق الوسطاء المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو شركات ذات أسهم

#### أولا: الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر

1. ثلاثة بنوك: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية.

2. هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: والتي تهدف إلى تكوين حافظة القيم النقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الإدخار، مهما كان صغيرا لإستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة وتصنف إلى:

- هيئات ذات أسهم 60% من المحافظ تتكون من أسهم
- هيئات ذات سندات الدين 60% من المحافظ تتكون من سندات دين و سندات أخرى مشاهمة لها.
- هيئات النقدية 60% من المحافظ تتكون من أدوات السوق النقدية.
- المتنوعة ولا تحدد لها أي نسبة فهي تخضع إلى مبدأ التسيير النشط للمحفظة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

و يوجد نوعان من هيئات التوظيف الجماعي وإن كان الفرق بينهما في الطبيعة القانونية فقط ولا يوجد أي إختلاف في الوظائف والمهام وهما شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف.

و من مزايا الإستثمار في هذه الهيئات :

- ✓ إمكانية الشراء و البيع في أي وقت.
- ✓ المساهمة في المحافظ المتنوعة.
- ✓ قواعد إستثمارية واضحة.
- ✓ إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين.

3. ماسك الحسابات (حافظ السندات): ويمكن أن يكون إما البنوك أو المؤسسات المالية، الوسطاء في

عمليات البورصة، ويقدم ماسك الحسابات الخدمات التالية:

- يتولى حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها بإسم أصحابها.
- ينفذ التعليمات التي يستلمها: التداول، الرهن، النقل والتحويل.
- يطبق العمليات على السندات: دفع الفوائد ونقل الحقوق.

كما يقوم بإشعار أصحاب الحسابات بالتنفيذ، حركات حسابهم، العمليات على السندات التي يؤتمن عليها، إشعار بالعمليات على السندات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، سلسلة الإستعلام عن حافظ الحسابات، الجزائر، 2004، ص35..

## ثانيا: مهام الوسيط في بورصة الجزائر

يمكن تلخيص مهام الوسيط في بورصة الجزائر فيما يلي:

- تجميع أوامر العملاء من أجل تنفيذها وبالتالي ضمان نشاط البورصة.
- مرافقة الشركات الراغبة في الدخول إلى البورصة في عمليات الإصدار وإدخال قيمهم المالية.
- تسيير محافظ الأوراق المالية في حالة تفويضهم.
- تقديم التوصيلات اللازمة لعملائه فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة.
- تنفيذ أوامر الشراء أو البيع المعطاة من طرف الزبائن.
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الأجل المحددة.
- التأكد من تسجيل القيم المشتراة باسم العملاء، وأن هذا الأخير تتمتع بالحقوق الناتجة من عملية الشراء.
- التأكد من أن العميل قد حصل على الأرباح الموزعة والفوائد المحصلة في الأوقات المناسبة.
- الإحاطة المستمرة للعميل بكل المعلومات والمستجدات المرتبطة بالقيم التي بحوزته.
- تتبع كل الأحداث الاقتصادية والتطورات على مستوى سوق الأوراق المالية بهدف توجيه أمثل للإستثمارات.
- مسك إتمام و ضبط ملفات العملاء.
- هذا بالإضافة إلى العديد من المهام الأخرى والتي تتنوع بتطور رغبات وإحتياجات العملاء وتغيرات السوق المالية خاصة من حيث تنوع الشركات المدرجة وأوراقها المالية.<sup>1</sup>

## ثالثا: شروط اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر

فيما يخص شروط اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر فقد حددتها COSOB كالتالي:

- بالنسبة للأشخاص الطبيعيين:

أن لا يقل عمرهم عن 25 سنة.

أن يكون لديهم محل واضح و ملائم لممارسة نشاطهم.

التمتع بالأخلاق الحسنة و النزاهة لضمان حماية المدخرين.

التمتع بتكوين عالي في هذا المجال.

تقديم ضمان كافي يقدر بـ 500000 دينار جزائري.

<sup>1</sup> - M.Rahni, La bourse d'Alger, forum international de la finance ,Alger 2006,p76

## • بالنسبة للأشخاص المعنويين:

بالإضافة للشروط اللازمة في المكلف بإدارة شؤون الشركة شروط الشخص الطبيعي فإنه يجب إمتلاك على الأقل 1000000 دينار جزائري

## رابعاً: تطورات الوساطة المالية في بورصة الجزائر

رغم أن القوانين التشريعية الخاصة بالوسطاء في البورصة كانت جاهزة منذ سنة 1993 إلا أن الوجود الفعلي لهم لم يتجسد إلا في سنة 1997، حيث وكلت المهمة إلى 7 مؤسسات مالية متمثلة في 4 بنوك و صندوق التوفير والإحتياط، إضافة إلى شركتين للتأمين.

وقامت هذه المؤسسات بإختيار وتفويض ثلاثة إلى خمسة أشخاص تتوفر فيهم الكفاءات اللازمة لمزاولة هذا النشاط، فبلغ عدد الوسطاء 39 وسيط وبعد انقضاء خمسة سنوات سحبت الإعتماد و منحت بالمقابل لشركات ذات أسهم تعمل خصيصاً لهذا الغرض رأس مال كل منها 3000000 دج حيث منح الإعتماد لخمس شركات هي:

1. شركة الراشد المالي: ويساهم فيها البنك الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون، شركة التأمين و إعادة التأمين.
2. المؤسسة المالية العامة: ويشارك فيها القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
3. المؤسسة المالية للرشاد و التوظيف: ويساهم فيها البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين.
4. مؤسسة توظيف القيم المنقولة: ويساهم فيها البنك الجزائري للفلاحة و التنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين.
5. يونين بنك بروكرايج: وهو الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص حيث قدر 1000000 دج، ولكن مع ركود نشاط بورصة الجزائر لا يوجد سوى ثلاثة وسطاء يتمثلون في:

- بنك التنمية المحلية BDL
- البنك الوطني الجزائري BNA
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية BADR

## المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في المغرب

إعتمدت المغرب منذ إستقلالها على إقتصاد السوق، مع سيطرة الدولة على القطاعات الحيوية و الحساسة، كالطاقة و المواصلات و الصحة و النقل و الزراعة و الصناعة و السكن و السياحة و المناجم، ولقد نوسع دور القطاع العام حتى أصبح يشكل 18% من الناتج المحلي الإجمالي، الذي أصبح يشكل عبئاً

على الميزانية العامة مما دفع بالمغرب إلى الإسراع في البدء بتغيير المسار والإتجاه نحو التطبيق الفعلي لمبادئ إقتصاد السوق.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: نشأة و تطور بورصة الدار البيضاء

إن أول مبادلات للقيم المنقولة كانت في المغرب عند إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929 بإقتراح من البنوك القائمة آنذاك، وعرفت بأنها مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصة القيم، و يرجع تاريخ أول جلسة إلى 7 نوفمبر 1929 كيث كانت المبادلات تتم أسبوعيا، عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات غير المسجلة، خصوصا لصالح الأجانب، ثم أعطيت الصيغة القانونية لمكتب المقاصة سنة 1942، وقد عرفت عدة إصلاحات فكان الإصلاح الأول سنة 1948 والذي منح لها الشخصية المعنوية و غير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما الإصلاح الثاني فكان سنة 1967 بسبب نمو النشاط الإقتصادي بعد الإستقلال و تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، فصدر بقرار مرسوم ملكي رقم 494/67 بتاريخ 14 نوفمبر 1967 بإنشاء بورصة القيم المنقولة وإعادة تنظيمها وإضافة تشريعات و إدخال تقنيات جديدة و عرفت على أنها مؤسسة عمومية لها شخصية معنوية مستقلة تخضع لرقابة وزارة المالية.

وقد أدت الإصلاحات الإقتصادية التي عرفتها المغرب في الثمانينات في إطار برنامج التعديل الهيكلي، إلى ضرورة تكييف السوق المالية لتتماشى مع الأوضاع الإقتصادية الجديدة، فجاء إصلاح 1993 وهي السنة التي شرعت فيها المغرب في تنفيذ برنامج الخوصصة، ثم إصلاح 1997 و قبل هذه الإصلاحات تميزت السوق المالية المغربية بضعف حجم الإصدارات و المعاملات مما خلق إختلال بين العرض و الطلب.<sup>2</sup>

### أولا : إصلاحات بورصة الدار البيضاء لسنة 1993

اتصف سوق الإصدار للقيم المنقولة بالمغرب بضيق معاملاته، حيث كان إصدار السندات من طرف المؤسسات الخاصة يكاد يكون معدوما، كما أن أغلب الأفراد يفضلون توظيف أموالهم في مؤسسات مالية أخرى للتوظيف قصير الأجل نظرا لما تميزت به أوراق السوق المالية من قلة التنوع و ضعف السيولة، أما السوق الثانوية فقد اتصفت بصغر حجمها و معاملاتها مما خلق عدم التوازن بين العرض و الطلب.

وبناء على ما تقدم إرتأت السلطات المغربية ضرورة إصلاح سوق البورصة وإعادة النظر في القواعد و القوانين (إصلاح الإطار التشريعي و الإطار التنظيمي)، التي تحكم و تسيّر هذه السوق، و تم هذا الإصلاح من خلال النصوص القانونية التالية:

الظهير المرسوم الملكي رقم 211/93/1 المتعلق ببورصة القيم.

<sup>1</sup>- كريمة منصر، السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002، ص85.  
<sup>1</sup>- الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، [WWW.Casablanca-bourse.com](http://WWW.Casablanca-bourse.com)، تاريخ الإطلاع 2020/07/01

الظهير رقم 212/93/1 المتعلق بمجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة و الشروط الواجب توافرها في الشخصية المعنوية التي تلجأ إلى الإدخار العام.

الظهير رقم 213/93/1 المتعلق بهيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

أما عن أهداف الإصلاح فهي:

- توفير الإمكانيات المادية التي تسمح بجعل سوق أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة و الشروط الواجب توافرها في الشخصية المعنوية التي تلجأ إلى الإدخار العام.
- تشجيع و توجيه المدخرات طويلة الأجل نحو الإستثمارات، و حماية المدخرين و توفير المعلومات و البيانات للمستثمرين و الجمهور.
- تفعيل السوق المالية بجعلها تساهم بشكل أكبر في تمويل الإقتصاد.
- تنوع الأوراق المالية من خلال وضع منتجات مالية جديدة.
- خلق تحفيزات ضريبية للتشجيع على التوظيف في القيم المنقولة.
- ترقية نموذج التسيير الجماعي للمحافظ و فتح آفاق جديدة للإدخار.

ولتحقيق هذه الأهداف قامت السلطات المغربية بإعادة تنظيم البورصة و هذا من خلال:

- خلق مجلس وطني لسوق القيم المنقولة لمعالجة الفجوات التي عرفتها البورصة و السهر على السير الحسن لهذه السوق.
- إعادة تقنين هيكل البورصة بشكل يسمح لهذه السوق الناشئة و الأوضاع الإقتصادية الجديدة التي عرفتها المغرب.
- إعادة النظر في الشروط التي تحكم وظيفه الوساطة المالية وفتح هذا المجال للأفراد و المؤسسات الأجنبية.
- خلق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- تحديد المعلومات التي يجب توفيرها من طرف المؤسسات المقيدة.
- تحديث الأوراق المالية المطروحة حتى تفي بالشروط الدولية للأوراق المالية من ناحية الشكل و النوعية.

ثانياً: إصلاحات بورصة الدار البيضاء لسنة 1997

أهم ما جاء به هذا الإصلاح هو تأسيس المؤتمر المركزي و وضع نظام عام، للتسجيل في الحساب الجاري الخاص بالقيم المنقولة المسجلة في تسعيرة البورصة، و أوراق هيئات التوظيف الجماعي و سندات الخزينة حيث يسهر المؤتمر على الحفاظ على هذه الأوراق و تسهيل تبادلها، و تم هذا الإصلاح من خلال القانون رقم 96/34 المعدل و المتمم للقانون رقم 211/93/1 المتعلقة ببورصة الدار البيضاء ثم تعديل الأول من خلال القانون رقم 96/35.

## ثالثا: الإصلاحات التحفيزية لسنة 2001

نص قانون المالية لسنة 2001 على منح إمتيازات ضريبية لمؤسسات التي تقوم بطرح جزء من رأسمالها للإكتتاب، حيث يتم تخفيض 25% من الضريبة على أرباح الشركات من خلال الثلاث سنوات المتتالية ابتداء من السنة المالية التي تلي عملية الإدراج، وفي حالة رفع في رأس المال بنسبة 20% على الأقل عند دخول البورصة يكون التخفيض الضريبي على الأرباح 50%، ويهدف التشجيع الضريبي هذا إلى تحفيز الشركات للدخول إلى البورصة، وينتهي العمل بهذه التحفيزيات في سنة 2004، إلا أنه مد العمل بها إلى نهاية سنة 2006.

### المطلب الثاني: تشريعات و نظم البورصة أولا: الإطار التشريعي للسوق المالية المغربية

ترتبط سوق الأوراق المالية إرتباطا وثيقا بمناخ الإستثمار وتدفقات رؤوس الأموال، لذلك فإن الإطار التشريعي الذي يحكم سوق الأوراق المالية لا يقتصر على القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق الأوراق المالية، وإنما يمتد ليشمل كافة القوانين والتشريعات التي تحكم سوق رأس المال.

ومن هنا نجد أن هناك مجموعة من القوانين ترتبط بسوق رأس المال سواء كان ذلك بطريقة مباشرة او غير مباشرة، وعلى العموم فإن أهم القوانين التي ترتبط بهذه برأس المال تتمثل بقوانين أسواق الأوراق المالية وقوانين الشركات وقوانين الضرائب المباشرة وغير المباشرة وكذلك القوانين التي ترتبط بتنظيم و تشجيع الإستثمارات وقوانين البنوك والدين العام والتأمين وغيرها من التشريعات.<sup>1</sup>

### ثانيا: الإطار المؤسسي للسوق المالية المغربية

تشابه سوق الأوراق المالية الإفريقية من حيث الإطار المؤسسي والتنظيمي الذي تعمل بموجبه، حيث يلاحظ بأن معظم أنظمة الأسواق المالية الإفريقية تسمح لهذه السوق القيام بدورين رئيسيين الدور التقليدي والدور الرقابي

- الدور التقليدي لبورصة الأوراق المالية: والمتمثل في توفير خدماتها ونشر المعلومات والأسعار بصورة مباشرة، كما تقوم بتنظيم وتسوية عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، ومتابعة مدى تطبيق الوسطاء لإجراءات وعمليات التداول المقررة، وكذلك تقوم هذه الأسواق بتدقيق العقود المبرمة وتسجيلها لديها وإرسالها إلى شركات المساهمة.
- الدور الرقابي: الذي تقوم به هذه الأسواق، فيقوم على أساس العمل الوقائي حيث تؤدي هذه الأسواق وظيفة هيئة الرقابة، إذ تقوم بإحكام الرقابة على عمليات التداول والتأكد من ملاءمتهم المالية وإلتزامهم بالقوانين والتعليمات المعمول بها وكذلك التفتيش لشركات الوساطة، للتأكد من إلتزامهم بالقوانين والأنظمة.

<sup>1</sup>- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003، ص203.

أما السوق المالي المغربي فيفصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن دور البورصة التقليدي، حيث اسند دور البورصة التقليدي إلى بورصة الدار البيضاء، والدور الرقابي إلى مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة.<sup>1</sup>

### ثالثا: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية المغربية

يقصد بالإطار التنظيمي لأسواق الأوراق المالية طبيعة الهياكل الإدارية والتنظيمية التي تحكم عمل أسواق الأوراق المالية من حيث إدارة شؤون هذه السوق والصلاحيات المخولة لكل جهة من الجهات التنظيمية، و تتكون سوق البورصة في المغرب من الأطراف الرئيسية التالية:

#### ➤ بورصة الدار البيضاء: la bourse de Casablanca

عرفت بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1993 إطارا جديدا ومحيطا آخر للسوق المالية، وهذا بعد إصدار مجموعة اللوائح التي أعطتها إطارا تنظيميا وتقنيا أساسيا لتطورها، فهي شركة خفية الاسم (Anonym) مكلفة بتنظيم وتسيير السوق، وتتدخل أول الأمر قبل حصول عملية الإدراج على تأشيرة مجلس القيم المنقولة من خلال المساعدة في إجراء أول عملية تسعير، والموافقة عليها وتحديد الزمن النهائي للعملية.<sup>2</sup>

#### ➤ شركات البورصة Les societies de bourse

تقوم هذه الشركات بالإستثمار في الأوراق المالية لحسابها الخاص وللعملاء، تقديم المشورة وتوجيه الأشخاص المعنويين والمساعدة في إعداد الوثائق اللازمة للإستثمار في البورصة، كما تقوم بإبرام الصفقات والإحتفاظ بالأوراق المالية، ويبلغ عددهم حاليا خمسة عشر شركة.<sup>3</sup>

#### ➤ مجلس أخلاقيات المهنة للقيم المنقولة CDRM

أنشأ هذا المجلس فعلا في جويلية 1994 بعد أن تمت المصادقة على القانون 212/93/01 الصادر في 1993، و هو مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلالية المالية يمثل سلطة السوق ومهامه هي:

- حماية إيداع المستثمر في البورصة مهما كان شكله أو مصدره.
- مراقبة مدى إحترام الإجراءات القانونية والتشريعية في السوق المالية.
- ضمان إحترام الشفافية والتزاهة والأمان دون ظهور كل ما من شأنه أن يعرقل السير الأمثل للسوق.
- ضمان إعلام المستثمرين من خلال التأكيد بأن الأشخاص المعنوية التي تقوم بعرض عمومي للإدخار تنشر كل المعلومات القانونية والتنظيمية، وللمجلس وصايته على كل من بورصة الدار البيضاء،

<sup>1</sup>- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2000، أبوظبي، 2001، ص124.

<sup>2</sup>- Opération de bourse et dénouement, des transactions a la bourse de Casablanca.

<sup>3</sup>- الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، تاريخ الإطلاع 2020/06/30.

مؤسسات التوظيف الجماعي و القيام بتحريات عن المصدرين، و شركات البورصة و مسيري المحافظ و ماقبة الأطراف المعنية في حالة المخالفة.<sup>1</sup>

### ➤ المؤتمر المركزي Le dépositaire central Maroclear

هو شركة خفية الاسم تقوم بفتح حسابات جارية للأوراق المالية لصالح المنضمين إليها، وإدارتها، و تم إنشاؤها سنة 1997 و من مهامه:

- الحرص على تحويل القيم المنقولة المقبولة في عملياته من خلال التسجيل في الحسابات، و تسهيل تداول و إدارة هذه الأوراق.
- وضع الإجراءات العملية التي تسمح للمنضمين بممارسة الحقوق المرتبطة بالقيم المنقولة.
- القيام بالمحاسبة لماسكي الحسابات و التحقق من التوازنات المحاسبية و القيام بالرقابة عليهم.
- ضمان الحقوق الخاصة بالقيم المنقولة المقبولة في حساباته من خلال تطبيق القوانين المعمول بها.

### المطلب الثالث: تنظيم سوق البورصة

يمكن دراسة تنظيم بورصة الدار البيضاء من خلال معرفة مكونات السوق، أسواق التسعير و الوساطة المالية من حيث المكونات و المهام

### أولاً: مكونات سوق البورصة

يتكون سوق بورصة الدار البيضاء ممايلي:

السوق المركزية " La marché central ":منحت الهيكلية الجديدة لسوق الدار البيضاء السوق المركزية دور القائد، إذ أن أية صفقة مالية مسعرة تتم في بورصة الدار البيضاء لابد أن تمر بالسوق المركزي، و هي سوق تحكمها الأوامر التي يجمعها الوسطاء و الخاصة بطلبات بيع أو شراء الأوراق المالية.

سوق الكتل Le marché des blocs تم إنشاؤها في 1998/11/02 و هي سوق التعامل بالتراضي، يتم فيها التفاوض على كتل من الأوراق المالية ذات الحجم الكبير التي لا يمكن تداولها في السوق المركزية، و على شروط الأسعار الناشئة في السوق المركزية، و تخضع العمليات التي تتم في سوق الكتل للشروط التالية: أن لا يقل عدد الأوراق المالية عن الحجم الأدنى للكتل و الذي تحدده البورصة حسب الحجم التاريخي للمعاملات.<sup>2</sup>

.تنفيذ المعاملات يكون بسعر ضمن السلة المتوسطة للأسعار الناتجة عن السوق المركزية بالنسبة للقيم المسعرة بنظام التسعيرة المستمرة، أو يتحدد بناء على السعر الأخير للإفتتاح بالنسبة للقيم المسعرة بالثبتي أو بنظام فيكسينج و هناك نوعين من التسعير:

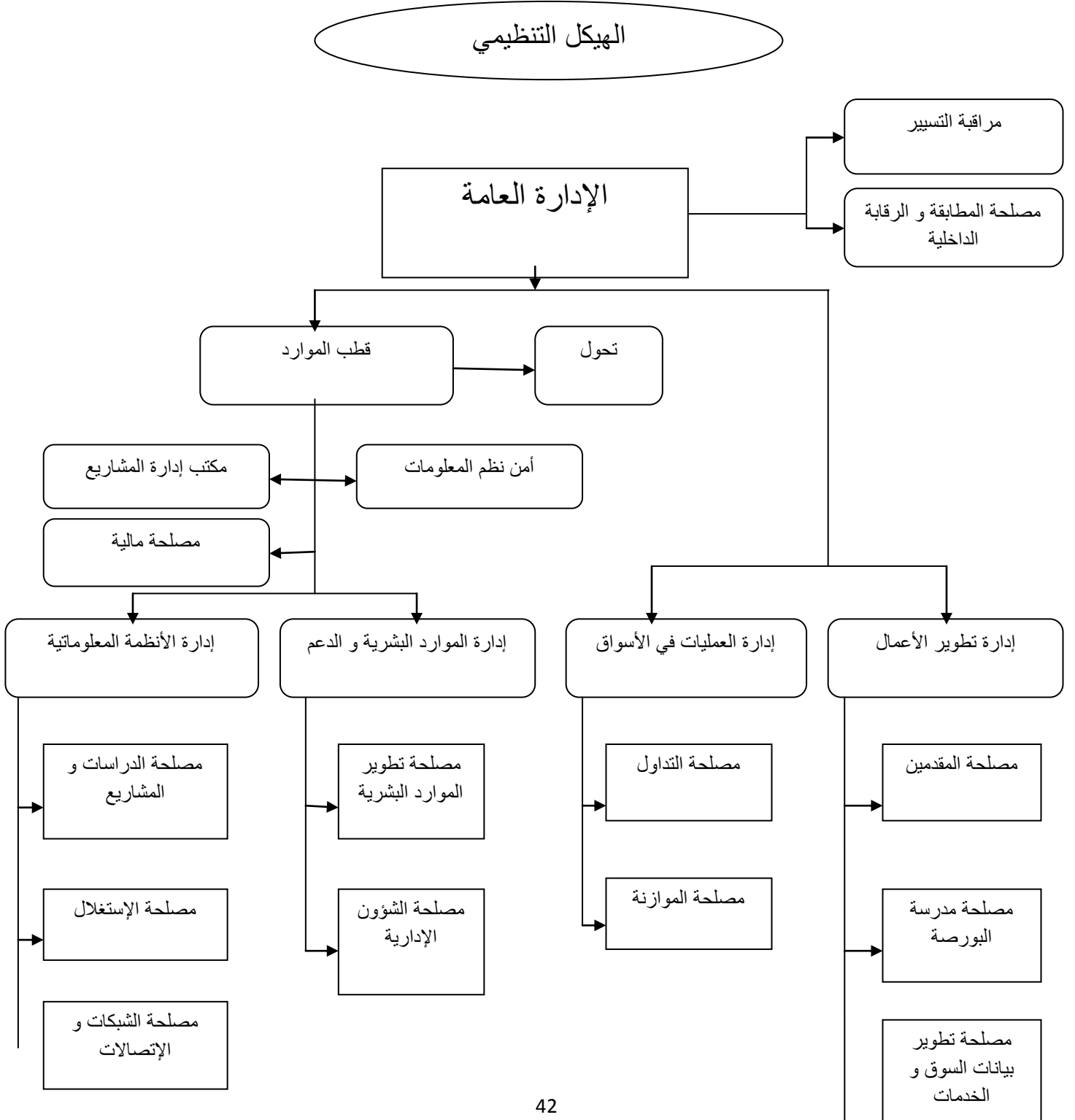
<sup>1</sup>الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، تاريخ الإطلاع، 2020/07/01.  
<sup>2</sup>- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2006، ص107.

- التسعير الثابت: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول يمثل آخر سعر توازن تأشيري عند الإفتتاح.
- التسعير المستمر: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة.

### ثانياً: أسواق التسعير

يوجد هناك خمسة أسواق للتسعير في البورصة، ثلاثة منها للأسهم وواحد للسندات، وهناك سوق خامس في طور الإنجاز لم يتم الإنتهاء منها هو سوق الصناديق.

الشكل رقم (03\_ II): الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء





### خلاصة الفصل:

نلاحظ من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل أن كلتا البورصتين عرفت عراقيل، ولكن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلباً ضرورياً من مطالب الإقتصاد السوق وفاعلية النشاط الإقتصادي و مساندة التحولات الإقتصادية المحلية والعالمية.

حتى رغم التعديلات والإمتيازات لتشجيع التوظيفات بشكل مغري، لكن مازال الإستثمار ضعيفاً في البورصة و فاعليتها .

## الفصل الثالث:

### دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء

## تمهيد:

نظرا لأهمية و دور البورصة في إحداث تغييرات و تطورات جذرية في الإقتصاد العالمي و التي تحدث دوريا و بشكل مفاجئ و في فترات قصيرة، فالبورصة هي الرهان الفائز في جذب و استقطاب الإستثمارات و المستثمرين لما فيها من عوائد و أرباح تعود على المستثمر و على الدولة.

بعد التطرق إلى نشأة بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء و إمكانية تفعيلها وفق لمتطلبات و تطورات الأسواق التي من حولها في الفصل الثاني، فتطرقنا في هذا الفصل الأخير إلى :

المبحث الأول: دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء.

المبحث الثاني: الشركات المدرجة و الأكثر تداولاً في هذه البورصات

المبحث الثالث: آفاق تطوير بورصة الجزائر

## المبحث الأول: نشاط بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة الدار البيضاء

### المطلب الأول: نشاطات البورصة

#### أولاً: بورصة الجزائر

إن من شروط نجاح السوق المالي إقامة سوق مالي نشط يسمح بتبسيط العمليات و جلب الإدخار و توظيف الأموال، و إن الإنتقال من اقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية يتوجب وجود قاعدة مؤسسية ملائمة و تبني نظام إقتصادي ملائم.

و عندما نتناول الحديث عن البورصة في الجزائر بمفهومها الضيق يجب أن ندرك جيداً أن البورصة كأداة للوصول إلى الغاية أو هي أسلوب تنموي فعال نجح في أداء مهامه في الكثير من الدول التي تتميز بوضع إقتصادي ملائم مبني على أسس إقتصاد السوق و الإبتعا على العالم و لمعرفة المزيد عن نشاط البورصة في الجزائر يجب تسليط الضوء عن أهم نشاطاتها و توضيح أسباب ضعف الإستثمار و ماهي متطلبات و الحلول من أجل تفعيل هذه السوق للدفع بعجلة التنمية<sup>1</sup>

#### ❖ وظائف البورصة:

تتمثل وظائف السوق المالي في مجموعة من النشاطات و المتمثلة في:

1. سهولة إكمال العمليات المالية بين البائع و المشتري لأصول مالية مما يساعد على تشجيع الإدخار و الإستثمار.
2. توفير التمويل المتوسط للمستثمرين و الشركات بتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض من البنوك.
3. تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في مجالات يصاحبها أقل درجة من المخاطر و في أوراق مالية متوسطة و طويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية و نقدية حاضرة في أي وقت.
4. إتاحة الفرص أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي من بيع و شراء في هذه الأوراق، و إنتقال ملكيتها من مشتري لأخر دون حاجة لبيع حق الملكية.
5. يمثل السوق المالي وسيطاً مالياً بين الأفراد و المؤسسات المالية و شركات الأعمال و الخدمات و لذلك يمثل مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي.
6. تشجيع تدفق الأموال و الإستثمارات الخارجية إذ ما تحول السوق المالي لسوق إقليمي و دولي.
7. تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية مثل: الأسهم و السندات.
8. تعتبر أسواق الأوراق المالية في السوق المالي من الضمانات الجيدة و المقبولة عند منح القروض لدى البنوك.

1- بورصة الجزائر، شركة تسيير بورصة القيم، دليل سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، 27 نهج العقيد عميروش، الجزائر، 2015، ص07.

9. تغيير الأرقام القياسية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي من التغيرات المهمة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية في الدولة.

وبالرغم من كل هذه الوظائف والمهام التي تقدمها بورصة الجزائر إلى أنها توجد مشاكل كثيرة مما أدى إلى وجود عراقيل حالت دون إنطلاقها الفعلية منها:

- **العراقيل القانونية:** وتتمثل في تلك القوانين التي تمنع تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية التي تبيئ الظروف المناسبة لقيام البورصة كالتسيير الإداري وعدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية، التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق.
- **العراقيل الاقتصادية:** وتتمثل في

أغلب الشركات عمومية حيث لازالت حتى الآن تعاني هذه المؤسسات من اضطرابات مالية والسبب الأول في الحالة التي آلت إليها يعود إلى سوء التسيير وغياب الكفاءات المهنية اللازمة، إهمال الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بروح المسؤولية مادامت الأملاك عمومية وليست خاصة.

معدلات النمو هي معدلات مالية ماعدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للإقتصاد الجزائري.

يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية....، و هي ما يطلق عليه السوق الموازية التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة ذلك أنها تضمن أرباحا سهلة وتجنب المخاطر.

الضرائب التي تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصروفة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة.

إرتفاع معدلات التضخم وعدم إرتفاع عائد السهم، ضعف الإدخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، انعدام أو قلة تدفق رأس المال الأجنبي والذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخصخصة.

- **العراقيل السياسية:** يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لإمتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الإستثمار في بلادنا.
- **العراقيل الإدارية:** تتجلى في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية، حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين.

- العراقل الإعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الإقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الإدخار والتعريف بالشركات والنهوض بالإستثمار.

ومن هنا نستخلص أنه لا استثمار بدون ادخار ولا ادخار بدون تكوين سوق الأوراق المالية ولا سوق للأوراق المالية بدون بورصة للقيم المنقولة.

### ثانيا: بورصة الدار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي أحد أوجه التقدم الإقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادة من ثورة الأنترنت حيث أصبحت جل التعاملات انطلاقا من موقعها الإلكتروني، سطرت هذه البورصة في إطار مزاوله نشاطها و تطبيقا للمهام التي أسندت إليها رؤية واضحة و طموحة لأهدافها والتي تتمحور فيما يلي:

1. مواكبة التطور الإقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكا أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد.
2. التواصل بين المستثمرين والجهات المصادرة.
3. تلبية حاجيات الفاعلين في السوق.
4. تطوير سوق البورصة.
5. احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا.

تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطور وتشجيع سوق البورصة المغربي وذلك من خلال:

- مراقبة ورصد حصة التداول.
- إصدار ونشر معلومات السوق.
- مساعدة الجهات المصادرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية.
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.<sup>1</sup>

### واقع الأسواق الأولية والبورصات في الجزائر والمغرب:

تتباين الأوضاع الإقتصادية والمالية للجزائر والمغرب، ففي الجزائر تعتبر الوضعية الأقتصادية والمالية هيئة لإرتباطها بتطور أسعار البترول، سواء على الصعيد الإقتصادي (96% من إجمالي الصادرات) أو على الصعيد الجبائي (تمثل الجباية البترولية ما يقارب 60% من إيرادات الدولة وثلث الناتج المحلي الخام) ويرتبط اقتصاد المغرب بشكل وثيق بالتطورات المناخية، حيث يمثل القطاع الفلاحي 70% من الناتج المحلي الخام.

<sup>1</sup>- بلال شيخي، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مجلة مركز البصيرة للبحوث و الإستثمارات و الخدمات التعليمية، الجزائر، العدد 112، 2006، ص 119.

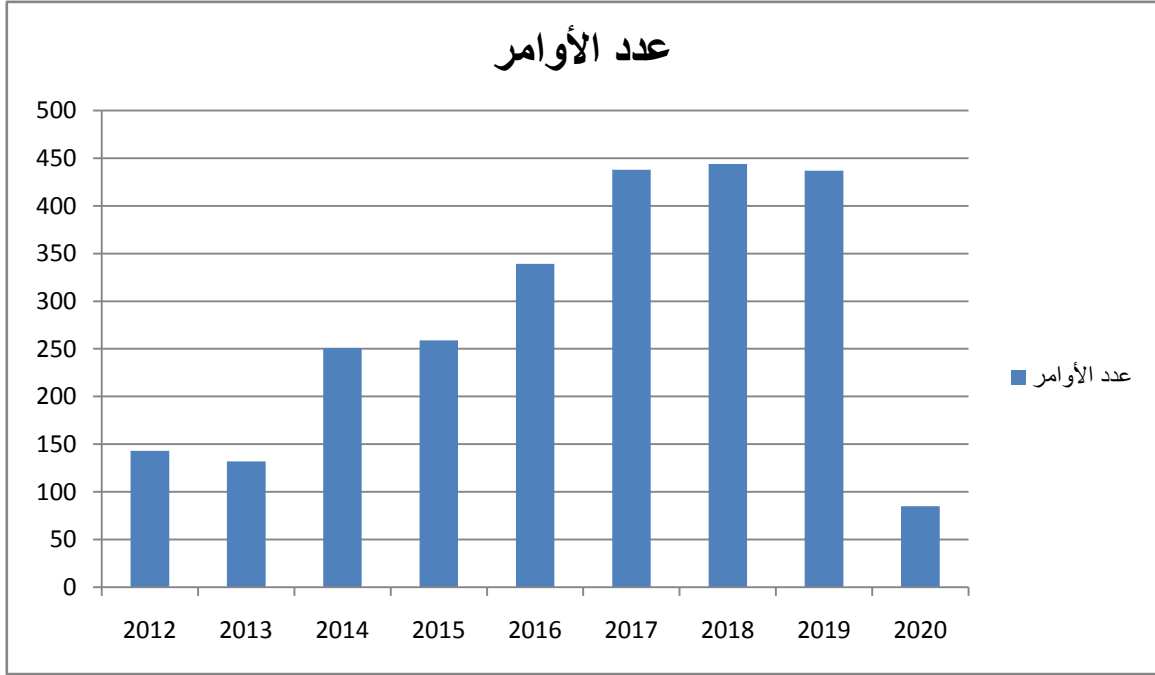
الجدول رقم (III\_01): نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (2012\_2020)

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة	عدد الصفقات
2012	4412	2503066	49471	36038865,00	143
2013	3987	2635612	120681	49116990,00	132
2014	3402	2920751	90111	41410340,00	251
2015	2717	7519494	2213143	1251956825,00	259
2016	2037	3063954	788860	805500430,00	339
2017	3150	3700972	468145	302261260,00	438
2018	3758	10996457	226505	206127271,00	444
2019	3290	12871191	249696	248990023,00	437
2020	534	1022615	48346	44111523,00	85

المصدر: بورصة الجزائر تاريخ الإطلاع 2020/07/02

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن عدد الأوامر في سنة 2012 كانت 143 وعرفت إنخفاضا في السنة الموالية، و في سنة 2014 عرف إرتفاعا حيث قدرت عدد الأوامر ب 251 وفي سنة 2015 سجل ارتفاع طفيف، ليعود ليرتفع عدد الأوامر إلى 339 سنة 2016 وذلك راجع إلى ارتفاع أسعار البترول مما أدى إلى زيادة المداخيل و بالتالي زيادة في الإستثمارات وتبقى عدد الأوامر في إرتفاع إلى غاية بداية سنة 2020 التي سجلت إنخفاض هائل وذلك راجع إلى الأزمة الصحية التي يعرفها العالم.

الشكل رقم (III-04): أعمدة بيانية تمثل عدد الأوامر في بورصة الجزائر خلال الفترة (2012\_2020)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (III-01)

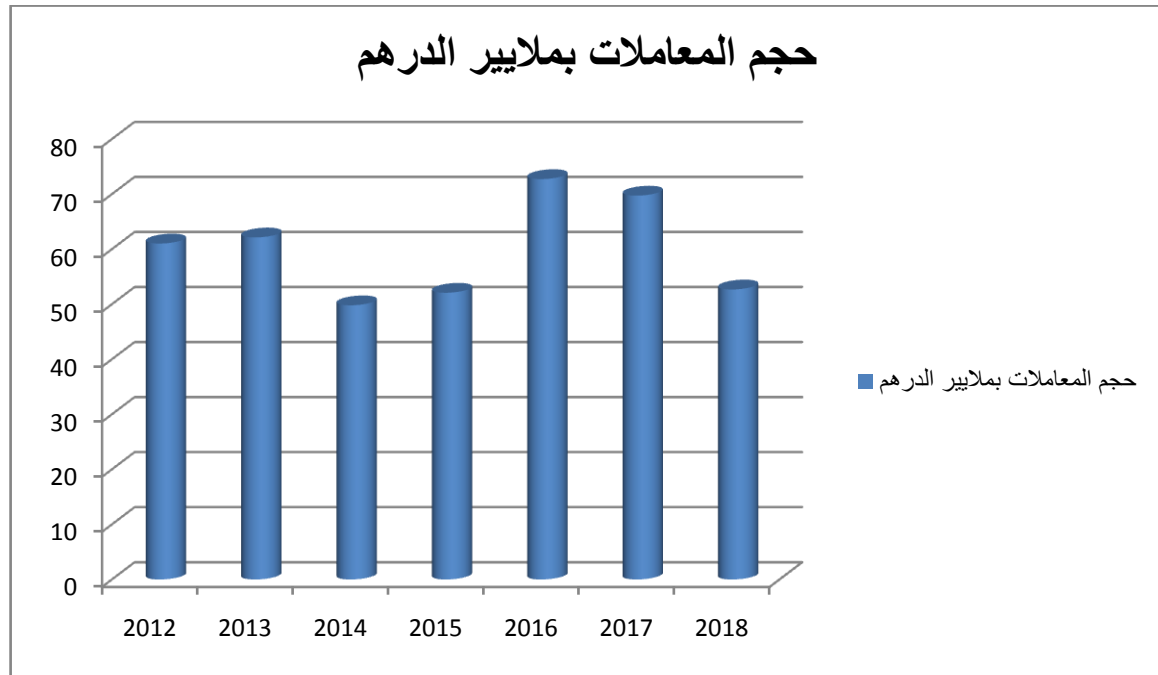
نلاحظ من خلال الأعمدة البيانية أن عدد الأوامر كان في ارتفاع خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى غاية 2019، لكن مع حلول سنة 2020 عرف إنخفاضا محسوسا ذلك راجع إلى الكساد الذي يعرفه العالم و إنخفاض أسعار البترول و إنخفاض قيمة العملة و توقف الإستثمارات الكبرى و المشاريع التنموية.

جدول رقم (III-02): حجم المعاملات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة من (2012\_2018)

السنوات	حجم المعاملات (بملايير الدرهم)
2012	61,034
2013	62,142,04
2014	49,811,5
2015	52,091,4
2016	72,737
2017	69,738
2018	52,688

المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، تاريخ الإطلاع: 2020/07/02

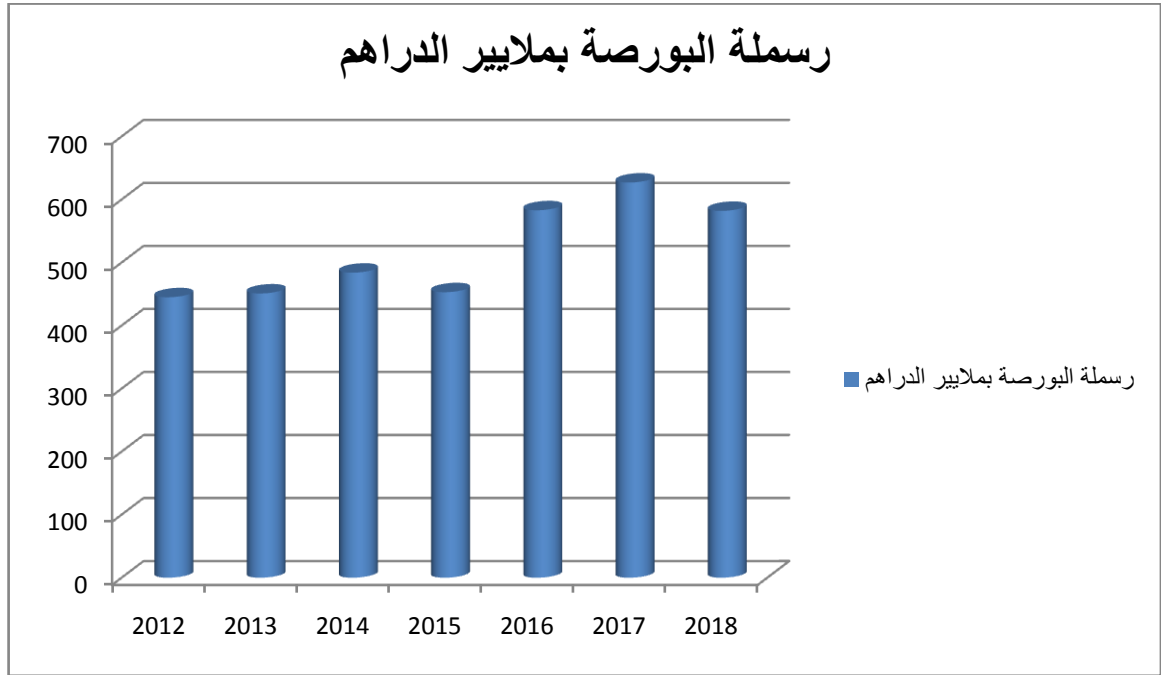
الشكل رقم (III\_05): أعمدة بيانية تمثل حجم المعاملات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2012-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (III\_02)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (III\_02) و الشكل رقم (III\_05) أن سنة 2012 سجلت تراجعاً بنسبة 41% أي مبلغ 61 مليار درهم مقابل 103,3 مليار درهم سنة 2011، يعزى هذا التراجع إلى انخفاض القيمة المضافة الفلاحية، استقر الحجم الإجمالي للمعاملات في نهاية سنة 2013 في مبلغ مليار درهم محققاً بذلك زيادة قدرها 1,6%، سجل حجم المعاملات انخفاضاً بنسبة 19,8% مع نهاية 2015 بلغ 52 مليار درهم مقابل 49,8 م.د أي بارتفاع قدره 4,6%، ثم عرف ارتفاع قدره 72,73 م.د ثم ليسجل انخفاضاً في حجم المعاملات قدره 69,73 م.د أي بإنخفاض قدره 4,1% و معاً نهاية سنة 2018 عرف حجم المعاملات إنخفاضاً و الذي قدر ب 52,68 مليار درهم.

الشكل رقم (III\_06): أعمدة بيانية لرسملة بورصة الدار البيضاء (2012-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإستناد على بيانات من الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء.

نلاحظ أن الرسملة في بورصة الدار البيضاء بلغت سنة 2011 (445,2 م.د) مقابل 516,2 م.د، مسجلة بذلك تراجعاً بنسبة 13,75%، كما سجلت ارتفاعاً في نهاية سنة 2013 بنسبة 1,3% أي 451,1 م.د ، وفي سنة 2014 عرفت ارتفاع طفيف قدر ب 7,38% أي 484,4 م.د ثم عرفت إنخفاضاً في سنة 2015 بنسبة 6,43% أي ما يعادل 453,32 م.د لتشهد ارتفاع ملحوظ قدر بنسبة 28,69% أي 583 م.د ليبقى في ارتفاع سنة 2017 ليصل إلى 627 م.د، ثم عرفت بورصة الدار البيضاء تباطؤ في التداولات حيث سجلت انخفاض قدره 582 م.د ورغم ذلك أدرجت شركتان هما: IMMORENTE و MUTANDIS في البورصة، وهو مؤشر إيجابي على أن البورصة مازالت وسيلة ناجحة لجمع الأموال.

#### المطلب الثاني: شروط القبول للإدراج في البورصة

##### أولاً: شروط القبول للإدراج في بورصة الجزائر

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيةها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها ، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمس سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة".
- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.

- تطرح للإكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين مساهما أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.
- تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الإيداع، وإلى ذلك لا تطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الإيداع.

#### ثانيا: شروط القبول للإدراج في بورصة الدار البيضاء

- يمكن أن يتم الإكتتاب بعملية الإدراج بالبورصة حسب طريقتين، سواء عن طريق بيع الأسهم التي توجد في ملكية المساهمين التاريخيين أي الحاليين أو عن طريق إصدار أسهم جديدة، ويتعلق الأمر بعملية مؤطرة بواسطة قواعد صارمة تتطلب تدخل عدد كبير من الفاعلين.
- فالتوزيع الأسهم خلال عملية الإدراج بالبورصة، تحتاج الشركة المصدرة إلى خدمات شبكة موثقة (مكونة من البنوك بصفة عامة) حيث تكون مكلفة بتوزيع وتوظيف السندات لدى العموم، وتشكل الشبكة المذكورة من نقابة التوظيف ويجب أن تحترم طرق التوظيف على النحو الوارد في بيان المعلومات المتعلقة بالعملية.
- قبل الإكتتاب بعملية إدراج بالبورصة، يجب على المكتب الإستعلام عن المصدرو العملية المعروضة. مع العلم أنه يتم تحديد المعلومات الضرورية ببيان المعلومات المتعلقة بالعملية، ويتواجد بيان المعلومات هذا على الموقع الإلكتروني لمجلس القيم المنقولة ولبورصة وكذلك عند أعضاء نقابة توظيف، وينبغي أن يعاين هذا البيان قبل اتخاذ أي قرار استثماري.
- لا تدل تأشيرة مجلس القيم المنقولة لا على الموافقة على ملائمة العملية ولا على المصادقة على المعلومات المقدمة، فهذه التأشيرة تمنح بعد فحص انطباق واتساق المعلومة المقدمة في سياق العملية المقترحة للمستثمرين، نجاح أو فشل العمليات السابقة لا تحكم مسبقا على نتائج عمليات الإدراج الجارية.
- تأشيرة مجلس القيم المنقولة ليست بعلامة جودة ولا حتى بتوصية للإكتتاب بعملية الإدراج، وعند الإكتتاب يجب أخذ بعين الإعتبار الخطوات التالية:

- فتح حساب: ينبغي أن يكون هناك حساب سندات لبدء عملية الإكتتاب، ويجب أن يفتح هذا الحساب لدى أحد أعضاء نقابة التوظيف والذي ستم عنده عملية الإكتتاب، فإذا لم يكن لهذا العضو نظام وديع فيجب فتح هذا الحساب لدى عضو آخر من نقابة التوظيف ويملك هذا النظام.
- فئة المكتتبين: يقبل المكتب في فئة من المكتتبين تحدد مسبقا حسب المبلغ المستثمر أو طبيعته (شخص ذاتي، موظف لدى الشركة المصدرة المدرجة... الخ)، يجب على أعضاء نقابة التوظيف ضمان التوافق بين المكتب والفئة التي سجل فيها إكتتابه.

- الإكتتاب: تقام الإكتتابات نقدا بواسطة طلب اكتتاب فردي، ويمكن الحصول على طلب الإكتتاب من عند أحد أعضاء النقابة ويجب أن يوقع من طرف المكتتب و من الضروري الإحتفاظ بنسخة منه، عند الإكتتاب ينبغي على المكتتب تقديم وثيقة تثبت هويته و تقدم لائحة الوثائق التي يجب إحضارها على مستوى بيان المعلومات.
- التوكيل: يمكن أن يكتتب شخص بحساب شخص آخر بموجب توكيل، و يجب الأخذ بعين الإعتبار ثلاثة عناصر وهي:
  - (1) عملية فتح حساب غير ممكنة بتوكيل.
  - (2) يجب التأكد من أقصى عدد للتوكيلات التي يمكن للمكتتب استعمالها.
  - (3) يجب أن تنسب السندات المخصصة لحساب الغير، و التي يتم تديرها على أساس توكيل بحساب سندات هذا الأخير إلا عندما يتعلق الأمر بإكتتاب لحساب قاصر في هذه الحالة تسجل الإكتتابات إما على حساب مفتوح باسم الطفل القاصر أو على حساب الممثل القانوني الذي اكتتب باسم الطفل القاصر.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: الشركات المدرجة ضمن البورصة

عرفت بعض المؤسسات العمومية بنجاحها في سوق البورصة، ولكن لازالت هذه السوق في حاجة إلى مستثمرين ورؤوس أموال جديدة لإنعاش هذه السوق وجعلها أكثر فعالية من أجل الدفع بعجلة التنمية، تطرقنا في هذا المبحث إلى معرفة الشركات المدرجة في كلتا البورصتين

#### المطلب الأول: الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر

أولاً: م.ت.ف. الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة و الثقافة. و قد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة و الفندقية (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة و الفندقية (ALTOUR) حتى عام 1979، و أخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات و المؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام و ضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية و أنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) (المرسوم رقم 226.83 المؤرخ في 2 ابريل 1983).

و عدل الفندق في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني و أصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، و صار اسمه الإجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

لكن و تمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الإرتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية و التنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، تاريخ الإطلاع 2020/07/01.

المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة و طرح ما لا يتجاوز 20% من رأس المال الاجتماعي.

في فبراير 2000 و بعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية (و قدر مبلغ الإدراج ب 400 دج).

#### ثانيا: أوم أنفست

هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، أنشئت في عام 2011 مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة، وقد شرعت ابتداء من عام 2013 بتحويل الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة أوم أنفست من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتج بوحيفة الصحي بولاية معسكر تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس" في خطتها الإستراتيجية، ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات المماثلة من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد.

في عام 2016 قامت شركة أوم أنفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية.

#### ثالثا: أليانس للتأمينات

هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دج، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دج خلال العام 2009 وشهد عام 2010 زيادة أخرى في رأس مالها ليبلغ 2,2 مليار دج بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار.

وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 375.09 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 344.95 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للإكتتاب و انصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي مانسبته 1,44 مليار دج مقسمة إلى 1804522 سهم.

في مار 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامو لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011، وقد سعر الإدراج ب 830 دج.

#### رابعا: أن.سي.أروبية

الشركة ذات الأسهم أن سي أروبية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دج، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة، وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة، تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجديدة" وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية "الروبية".

في سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، وفي سنة 2006 ارتفع رأسمالها إلى 109472000 إلى 152044000 دج مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس مال الاستثماري غير المقيمة "افريسينفست المحدودة".

تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة، وفي سنة تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى "أن سي أروبية".

رفع رأس المال الشركة من 792195000 دج إلى 849195000 دج، وفي سنة 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.

في أبريل 2013 شرعت مؤسسة أن سي أروبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25% من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دج موزعة على 8491950 سهم، في يونيو 2013 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أروبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013 وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دج.

#### خامسا: بيوفارم

هي شركة ناشطة في المجال صناعة الأدوية، انضمت إلى بورصة الجزائر في أبريل 2016 حيث قامت بطرح 20% من رأسمالها في السوق مما يسمح لها برفع التمويل يفوق 60 مليون دج.

إلتحاق شركة بيوفارم الى بورصة الجزائر أعطها دفعا إضافيا للإنتاج أكثر و حتى التصدير.

#### سادسا: صيدال

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لإستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الإستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 و 1975) وحدتي "بيوتيك" (BIOTIC) و "فارمال" (PHARMAL).

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 82/161 الصادر في أبريل 1982، وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق

الجزائرية على نحو كاف ومنتظم من ثم غيرت هذه الشركة اسمها في سنة 1985 لتصبح "صيدال" وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الإقتصادية لعام 1989 صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة و اختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم، وفي عام 1993 تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة. في فبراير 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع و انصب مبلغ العرض على 20% من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2 مليون سهم.

وفي سبتمبر 1999 وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دج)<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع 2020/07/01.

جدول رقم (III-03): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

النوع	اسم الشركة	الرمز
سند رأس المال	م.ت.ف.الأوراسي	AUR
سند رأس المال	أوم انفسست	AOM
سند رأس المال	أليانس للتأمينات	ALL
سند رأس المال	أن سي ا روية	ROUI
سند رأس المال	بيوفار	BIO
سند رأس المال	صيدال	SAI

المصدر: الصفحة الرسمية لبورصة الجزائر تاريخ الإطلاع 2020/07/03

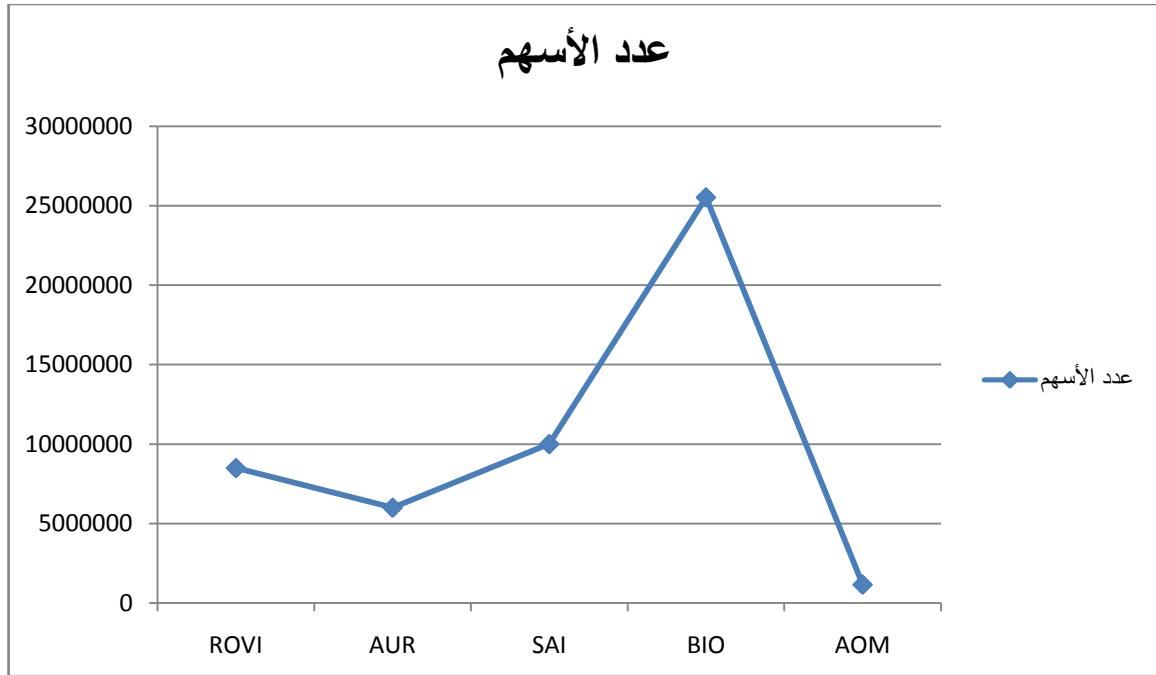
الجدول رقم (III-04): الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر

عدد الأسهم	القيمة الإسمية دج	القطاع/الفئة	اسم الشركة	الرمز في البورصة	رمز ISIN
5804511	200	التأمينات	أليانس للتأمينات	ALL	DZ0000010037
8491950	100	الصناعة الغذائية	أن سي أ روية	ROUI	DZ0000010045
6000000	250	الفندقة	م.ت.ف. الأوراسي	AUR	DZ10000010029

10000000	250	الصناعة الصيدلانية	صيدال	SAI	DZ10000010003
25521875	200	الصناعة الصيدلانية	بيوفارم	BIO	DZ10000010052
1159300	100	سياحة	أوم انفست	AOM	DZ10000010060

المصدر: الصفحة الرسمية لبورصة الجزائر تاريخ الإطلاع 2020/07/03

الشكل رقم (III-07\_-): منحنى بياني يمثل عدد الأسهم المتداولة في البورصة.



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (III-04)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (III-04) و الشكل رقم (III-06) أن شركة بيوفارم تمتلك أكبر عدد من الأسهم المتداولة في البورصة، من ثم تليها مؤسسة صيدال وتحتل الرتبة الثالثة شركة أن سي ارويبة كما تليها م.ت.ف. الأوراسي وصاحبة أقل عدد للأسهم في البورصة هي شركة أوم انفست.

ومنها فإن السوق المالية الجزائرية محدودة وضيقة وذلك راجع لنقص الشركات المدرجة وبالتالي نقص في رؤوس الأموال وكذا الإستثمارات.

**المطلب الثاني: الشركات المدرجة ضمن بورصة الدار البيضاء**

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقاضي الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 1/93/21 الصادر بتاريخ 21 شتنبر 1993 وتم الترخيص لها من طرف وزارة الإقتصاد والمالية.

وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة

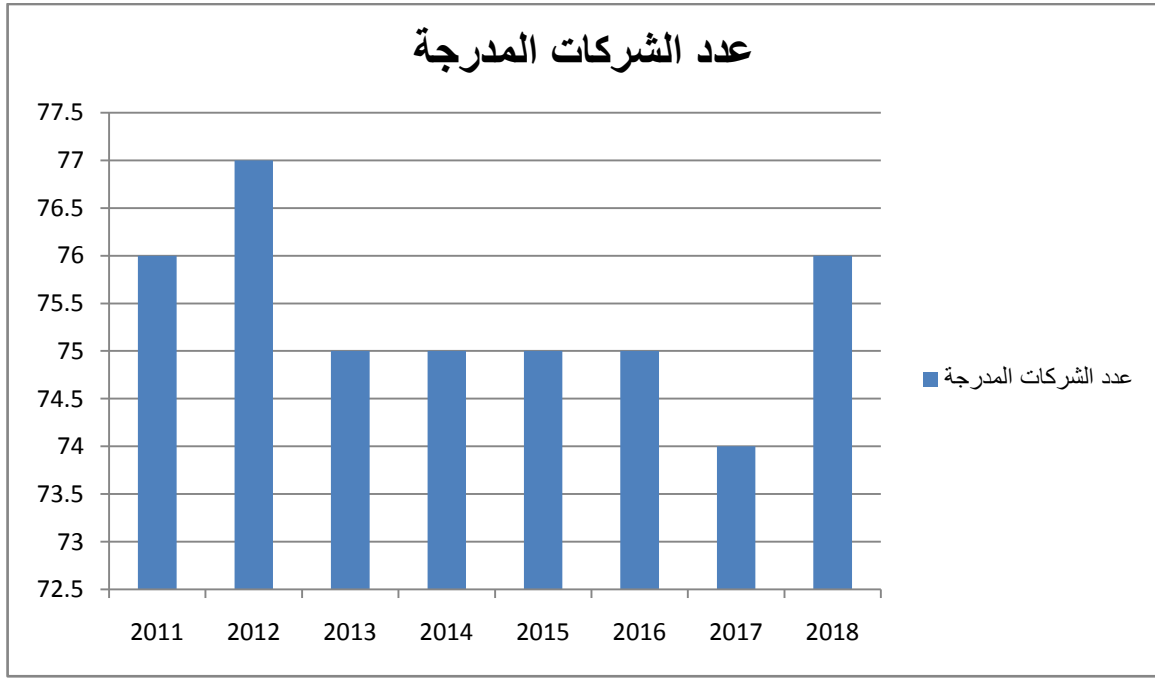
المدرجو للتداول، وفضلا عن ذلك عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للإكتتاب لئذ العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم و على جمع طلبات الإكتتاب.

من أهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء:

- ALMAFINANCE GROUP ✓
- ARTBOURSE ✓
- OAKLINS ATLAS CAPITAL ✓
- ATTIJARI ✓
- BMCE CAPITAL ✓
- BMCI BOURSE GROUP BNP PARIPAS ✓
- WAFABOURSE ✓
- CFG BANK ✓
- CREDIT DU MAROC ✓
- AL WASSIT ✓
- MCP Mena Capital Partners ✓
- MSIN Maroc Services INtermediation ✓
- Sogécapital Bourse ✓
- UPLINE SECURITIES ✓
- <sup>1</sup>VALORIS S ✓

الشكل رقم (III\_08): أعمدة بيانية تمثل عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2011-2018)

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع 2020/07/01.



المصدر: الصفحة الرسمية لبورصة الدار البيضاء.

نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء في سنة 2011 كانت 76 شركة لترتفع سنة 2012 إلى 77 شركة، ليبقى عددها ثابت خلال الفترة (2013-2016) 75 شركة، ثم تعرف إنسحاب شركة واحدة ليرجع عددها ليرتفع سنة 2018 إلى 76 شركة.

### المبحث الثالث: آفاق تطوير بورصة الجزائر

تمهيد:

لقد عرفت السوق المالية الجزائرية عدة إصلاحات غايتها الوصول إلى وضع اقتصادي مبني على المنافسة و على آليات السوق، وذلك بتبني النظام الرأسمالي بدلا من النظام الإشتراكي ودخول الجزائر في ميدان السوق المفتوح، هذا ما كان يستدعي لإنشاء بورصة أوراق مالية تواكب الأوضاع و المتطلبات الإقتصادية المعاصرة و مايعرفه العالم من إنفتاح و تقدم ، وقد قسمنا هذا الفصل إلى مطلبين، تطرقنا في المطلب الأول إلى البورصة ممول للإقتصاد الجزائري إلى جانب البنوك، و في المطلب الثاني إلى إمكانية تفعيل بورصة الجزائر.

#### المطلب الأول: البورصة ممول للإقتصاد الجزائر

تفطنت الدولة لأهمية البورصة و خاصة مع الأزمة المالية لذلك هي تساعد الآن على النهوض بهذه السوق من خلال عدة قرارات مهمة، مثل الإمتناع عن تمويل مشاريع الشركات الكبرى مستقبلا عن طريق البنوك، و ذلك ماسيجبر الشركات على اللجوء للبورصة، لأنها ستبقى سبيل التمويل الوحيد أمامهم بعد التمويل الذاتي، كما منحت الحكومة الضوء الأخضر لـ 8 شركات وطنية للإلتحاق بالبورصة قريبا، و هو ما سيدعم هذه الأخيرة و يمنحها الثقة اللازمة في عيون بقية المتعاملين الخواص.

ولمزيد من جذب الشركات قررت الحكومة تفعيل مجموعة من المحفزات الجبائية للشركات المدرجة (تخفيض على الأرباح بقدر نسبة الإفتتاح)، حيث يتوجب على المؤسسات الكبيرة فتح 20% على الأقل من رأسمالها، بينما تكتفي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بفتح 10% فقط، مع العلم التحفيزات الجبائية تزداد بإزدياد الإفتتاح، وبالنسبة للمستثمرين فقد قررت الحكومة إعفاهم من الضرائب على كل الأرباح لمدة 5 سنوات قابلة للتجديد.

كما عملت السلطات إلى تشجيع الإدخار طويل الأجل بإحداث حسابات الإدخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق ومن جانب آخر تسعى البورصة إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الإستثمارية المتاحة للمستثمرين.

وتجدر الإشارة أن صناديق الإستثمار التي قد تم تأسيسها تعتبر من أنسب الأدوات لحشد الدخرات و اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد، كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين المغتربين والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة.

#### المطلب الثاني: إمكانية تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بنية إقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع وفيما يلي بعض الإقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر.

#### أولاً: تطوير حجم السوق.

تتطلب عملية تجاوز مشكلة ضيق النطاق التي تتسم بالمزيد من الجهود لتنشيط العرض وتحفيز الطلب،

1. تنشيط العرض: ويتم من خلال تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم، حيث يستلزم ذلك القيام بمجموعة من الإجراءات لدعم طرح المزيد من إصدارات الأسهم، ومن هذه الإجراءات توسيع عمليات الخصخصة واستكمال مبادئها حيث يضمن ذلك طرح المزيد من الأوراق المالية وينشط البورصة ويساهم بتوسيع قاعدة الملكية ويخفض من درجة التركيز القطاعي، مع الأخذ بعين أهمية التقييم الكفء في تسعير الأوراق المالية لهذه الشركات لدعم استقرار السوق بعد عملية الطرح للإكتتاب.

تسيير شركات الطرح العام بجملة من الإعفاءات و الحوافز الضريبية و تخفيض رسوم القيد على شركات الطرح العام و كذا تنمية الأدوات المالية المستحدثة و إدراج الأدوات المالية الإسلامية.

2. تحفيز جانب الطلب: ويتم من خلال دعم توجه الأفراد للإدخار و الاستثمار من خلال تعزيز جهود التوعية ضمن خطط إعلامية تهدف للتعريف بالفرص المتاحة للإستثمار و زيادة العوائد المحققة من الإستثمار في الأوراق المالية من خلال:

. الحفاظ على الإستقرار النقدي في حدود ملائمة للحد من التضخم خاصة أن التضخم سيؤدي إلى رفع أسعار الفائدة و بالتالي انخفاض الأسعار السوقية للأسهم و السندات.

. تخفيض الضرائب المفروضة على عوائد الأوراق المالية إن وجدت.

. تقليل مخاطر الإستثمار المالي و التكاليف الضمنية في التعاملات بالأوراق المالية من خلال إيجاد نظم تأمين على محافظ الأوراق المالية و نشر البيانات و المعلومات الكافية على المراكز.

#### ثانيا: الرفع من سيولة السوق

. من خلال تيسير للمستثمرين عملية الحصول على قروض بضمان الأوراق المالية و حث الشركات على القيام بإصدارات بقيم اسمية منخفضة توجه لصغار المدخرين ما يضمن لهم توزيع مدخراتهم و تقليل المخاطر.

. التوسع في إنشاء صناديق الإستثمار الموجهة لحشد مدخرات صغار المدخرين.

#### ثالثا: دعم الإفصاح و الشفافية

. خلال تطوير المواقع الإلكترونية للبورصات و تحديثها بإستمرار لتتضمن كافة المعلومات و البيانات التي يحتاجها المستثمرين و دعم إنشاء شركات تتولى نشر المعلومات بإعتماد من هيئات أسواق المال .

#### رابعا: مقترحات تنظيمية رقابية

. حث الجهات المشرفة على البورصة للعمل على التطوير المستمر للقوانين و الأحكام و الأنظمة و التعليمات المنظمة لعمل البورصات، و تعزيز عملية الفصل بين الدور الرقابي و الدور التنفيذي في البورصة.

. تعزيز المنظومة الإجرائية لمكافحة عمليات الغش و التلاعب في تداول الأوراق المالية داخل البورصات و العمل على تخفيض تكاليف التداول بها ما أمكن.

### خلاصة الفصل:

و من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى معرفة نشاط بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء و شروط القبول للإدراج فيها، كما تعرفنا على الشركات المدرجة ضمن البورصتين.

رغم الجهود المبذولة و المتواصلة من طرف السلطات لإرساء أسواق الأوراق المالية و النهوض بها، ورغم تحسن أداء بعض هذه الأسواق مثل بورصة الدار البيضاء إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب أمام أكبر المراكز المالية الدولية أو على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، و عليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها و لعل أبرز هذه المعوقات مثل عدم مساهمة القوانين و الأنظمة للواقع، كما أنها تفتقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها و قواعد تنظيم التعامل، كما أن المتعاملين فيها لا تتوفر لديهم الحماية الكافية كما تفتقر إلى منسوبي السوق و كذا ضعف سيولتها و هو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بالإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة و أهم ما يعوق أسواق الأوراق المالية هو صغر حجمها و الذي يعكس قلة الشركات المفيدة فيها و ضعف التداول و هذا الأخير راجع إلى ضعف الإدخار و منه قلة أو ضعف الطلب.

و في الأخير تبين لنا أن السوق المالي المغربي أكثر نشاط و فعالية من السوق المالي الجزائري و يمكن إضافة عقبات أخرى ارتفاع معدلات التضخم و ضعف الحوافز الجبائية.

# خاتمة عامة

## خاتمة عامة:

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشاريع الإستثمارية ، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل على المؤسسات الراغبة في الإستثمار على إيجاد مصادر تمويلية متنوعة.

إذ يتم التداول في هذه السوق العديد من الأدوات المالية التقليدية منها والحديثة كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها وأشكالها أو كالمشتقات المالية. كما ينقسم سوق الأوراق المالية بدوره إلى قسمين وهما سوق رأس المال وسوق النقد.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الإستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان وجعل من هذه السوق أكثر شفافية ووضوح، وعليه فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات المتاحة فإن هذه السوق تعد سوق ذات كفاءة، ويعتمد الخبراء والمستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية على المؤشرات و أداة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق، خاصة في ظل ما يعرفه العالم من العولمة وتحرير الخدمات المالية مما شكل تدفقات لرؤوس أموال كبيرة تبحث دائما على أكبر عائد بأقل مخاطرة.

وفي ظل التحديات والتغيرات الجديدة التي يشهدها العالم على مستوى العلاقات التجارية والمالية الدولية، وما صاحبها من تحرير للسلع ورؤوس الأموال وإطلاق قوى السوق والمنافسة لتحقيق التوازنات المطلوبة على كافة المستويات، أصبحت أسواق الأوراق المالية من أهم المحركات الرئيسية للإقتصاد العالمي عامة و الإقتصاد الجزائري خاصة لذا يجب على السوق المالي الجزائري تحليل المعوقات التي تعترض سوقها لمواجهة التحديات.

## نتائج الدراسة:

- تؤدي البورصة دور جد مهم في التنمية الإقتصادية للدولة ، فهي وسيط مهم وهمزة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي.
- بورصة الجزائر جاءت نتيجة عدة إصلاحات عرفتها البلاد.
- قلة عدد الشركات المدرجة في البورصة وإنخفاض قيمة الأسهم.
- ضعف أداء بورصة الجزائر.
- تواجه بورصة الجزائر مجموعة من العوائق تجعلها لا تحقق غايتها وتحد من تطورها.
- شروط الإدراج في بورصة الجزائر هي شروط تعجيزية.
- بورصة الدار البيضاء تعرف تطورا مقارنة ببورصة الجزائر.
- قلة أو محدودية الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- تعدد الشركات المتداولة في بورصة الدار البيضاء جعل منها سوق مالي متطور مقارنة مع الجزائر.

- السوق المالي الجزائري يعرف صعوبات و عقبات كثيرة من أجل إيجاد فرص للتمويل.
- تذبذب الإستقرار النقدي في الجزائر مايسبب في ارتفاع التضخم و بالتالي رفع أسعار الفائدة أي انخفاض الأسعار السوقية.

#### التوصيات:

- العمل على إرساء ثقافة الإستثمار بالبورصة، وزيادة الوعي الإدخاري و الإستثماري للأفراد و المؤسسات.
- تكثيف و تمكين الإطار الرقابي و الإشرافي على عمليات السوق، مع تعزيز الأداء الاقصادي و المناخ الاستثماري للدولة، مما يكسب ثقة المتعاملين .
- ضرورة تسوية السوق بحيث يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لجعلها بورصة القيم المتداولة ذات فعالية.
- الأخذ بعين الإعتبار التجربة المغربية و السير على خطاها من أجل الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد.
- الإنفتاح الكبير على الجمهور و التنوع في الأدوات المالية.
- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة.
- التوجيه المثالي للقدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة.
- تكييف بورصة القيم المتداولة مع التحولات و التغيرات و مرونة تحويل الهياكل الاقتصادية.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاستقرار القانوني.
- وجود جهاز مصرفي متكامل.
- إعادة النظر بالشروط المطلوبة للإدراج في البورصة، و العمل على إصلاح القوانين المنظمة للشركات.
- إعطاء الأهمية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتصبح مؤهلة و قادرة على أن تدرج في البورصة، حيث كلما زادت المؤسسات المدرجة زادت فعالية السوق.

## قائمة المصادر والمراجع:

الكتب:

- 1 أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار في البورصة (أسهم، سندات و أوراق مالية)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن.
- 2 حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية و الفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان .الأردن، 2015.
- 3 دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان .الأردن، 2009.
- 4 سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الإقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- 5 صلاح الدين حسن السيسي، البورصات و الأسواق المالية، دار، مصر، الطبعة الأولى، 2003.
- 6 ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الإقتصادية العالمية، دار الهدى للطباعة و النشر والتوزيع، الجزائر، 1990.
- 7 عاطف وليد اندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 8 عبد المعطي، رضا ارشيد، و آخرون، الأسواق المالية، دار القومية القاهرة، الطبعة الأولى، 1999.
- 9 علي خربوش و عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013.
- 10 كريمة منصر، السوق المالية نشأتها و إجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002.
- 11 نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها)، دار الكتب و الوثائق القومية، 2011.
- 12 هندي منير إبراهيم، أدوات استثمار في رأس المال، أوراق مالية و صناديق استثمار، مكتب عربي حديث، إسكندرية، 2003.
- 13 هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003.

## المذكرات و الرسائل الجامعية:

- 1 خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة و دورها في تنمية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2006.

- 2 رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005\_2006.
- 3 رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة (دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة ماجستير في علوم التسيير، إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010\_2011.
- 4 كريمة منصر، السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغربية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002.
- 5 مراير أمين، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تدقيق محاسبي و مراقبة التسيير، كلية العلوم التجارية و الاقتصادية و التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، 2012.
- 6 وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والأفاق)، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003.

#### الملتقيات:

- 1 زيدان محمد آخرون، دور السوق المالي في تمويل لتنمية اقتصادية بالجزائر، ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الإقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 2006.

#### المجلات:

- بلال شيخي ، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، مجلة مركز البصيرة للبحوث و الإستثمارات و الخدمات التعليمية، الجزائر، العدد 112، 2006.

#### القوانين و المراسيم:

- بورصة الجزائر، شركة تسيير بورصة القيم، دليل سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، 27 نهج العقيد عميروش، الجزائر، 2015.

#### المواقع الإلكترونية:

موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

موقع بورصة الدار البيضاء [WWW.Casablanca-bourse.com](http://WWW.Casablanca-bourse.com)

## قائمة الراجع باللغة الفرنسية:

COSOB La commission d'organisation et surveillance des opérations .

Guide de fonctionnement de la bourse,édition MLP,ALGER 2004.

M.Rahni, La bourse d'Alger, forum international de la finance ,Alger 2006.

Marches des capitaux des recherches, BNA, Alger 2004.