



UNIVERSITE  
Abdelhamid Ibn Badis  
MOSTAGANEM

جامعة عبد الحميد ابن باديس

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

دور وأهمية التمويل المباشر في تعبئة الموارد المالية  
للاقتصاد وتحدياته في الجزائر

تحت إشراف:

✓ الدكتور وهراني مجدوب

مقدم من طرف:

✓ توهامي إكرام

✓ قادري مبروك

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الاسم واللقب	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	أ/ محمد محمود عيسى	أستاذ	مستغانم
مقررا	د/ وهراني مجدوب	أستاذ محاضر "أ"	مستغانم
مناقشا	أ/ بالعيشي غوثي بومدين	أستاذ محاضر "ب"	مستغانم

السنة الجامعية: 2021/2020

# الإهداء

بسم الله والحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

"الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلَا أَنْ هَدَانَا اللَّهُ" صدق الله العظيم

نهدي عملنا المتواضع هذا إلى هادي الأمة، منير الظلمة والذي يشفع لنا بإذن الله يوم القيامة سيدنا وحبیبنا محمد صلی الله علیه وسلم، الذي نسأل الله أن يجمعنا به في يوم القيامة.

إلى الذين قال فيهم الله عز وجل: 'واخفض جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً' والدانا حفظهما الله الأم الحبيبة التي أعز ما نملك في هذه الدنيا، إلى من وضعت الجنة تحت أقدامها أطال الله عمرها.

إلى من اكتوى بلسعات الدنيا من أجلنا إلى أبي مرشدي ومعلمي الحبيب أطال الله في عمره "أسأل الله أن يحفظهما لي"

وإلى إخوتي حفظهم الله

وشكرًا...

# الشكر والتقدير

الحمد لله وكفى... ثم الصلاة والسلام على المصطفى،  
نحمد الله على نعمته وعونه في إتمام هذا البحث.

كما نتقدم بالشكر الجزيل والاحترام والتقدير إلى  
الأستاذ المحترم الدكتور وهرانبي مجدوب على  
توجيهاتها القيمة ومتابعته لنا في إنجاز هذا البحث  
بشكله النهائي كما نتوجه بالشكر إلى كل من ساهم من  
قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

## فهرس المحتويات

الصفحة	العناوين
	إهداء
	الشكر والتقدير
	الفهرس
	قائمة الجداول والأشكال
4 – 1	مقدمة عامة
	الفصل الأول: مدخل نظري للأسواق المالية وأهميتها في الاقتصاد
5	تمهيد
6	المبحث الأول: التمويل في الاقتصاد
6	المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته
11	المطلب الثاني: التمويل المباشر
17	المطلب الثالث: التمويل غير مباشر
20	المبحث الثاني: السوق المالي
20	المطلب الأول: نشأة ومفهوم السوق المالي
21	المطلب الثاني: وظائف السوق المالي وأهميته
25	المطلب الثالث: خصائص السوق المالي وتصنيفاته
32	خلاصة
	الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية
33	تمهيد
34	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية

34	المطلب الأول: عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية
35	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية
42	المبحث الثاني: السوق المالية في الجزائر
42	المطلب الأول: نشأة السوق المالية في الجزائر
42	الفرع الأول: إنشاء السوق المالية في الجزائر
43	الفرع الثاني: تاريخ إنشاء بورصة الجزائر
45	الفرع الثالث: الهيئات الناشطة ببورصة الجزائر
49	المطلب الثاني: وضعية بورصة الجزائر
49	الفرع الأول: عمليات الإدراج في بورصة الجزائر وتطور أدائها
52	الفرع الثاني: معوقات بورصة الجزائر
54	الفرع الثالث: متطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر
57	المبحث الثالث: آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق المال العربية
57	المطلب الأول: عوامل تنشيط أسواق المالية العربية
59	المطلب الثاني: آليات وإجراءات تأهيل السوق المالية في الجزائر
61	خلاصة
64 – 62	خاتمة
	قائمة مصادر ومراجع

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
16	التمويل المباشر	01
18	التمويل غير مباشر	02
19	قناة التمويل غير مباشرة	03

فهرس الجدول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
39	نسبة تركز أنشط عشر شركات عربيًا	01
41	بيانات أسواق الأوراق المالية العربية 2006-2000	02
48	حصيلة النشاط السنوي لتداول الأسهم في بورصة الجزائر خلال فترة 2017_2011	03
50	عمليات الإدراج المنجزة	04
51	نشاط بورصة الجزائر للفترة 1999 – 2004	05
52	تطور رأسمال بورصة الجزائر 1999-2003	06

# مقدمة عامة

## مقدمة:

مما لا شك فيه أن المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيرها من الحاجات التي تتمثل في سلعة أو خدمة، ولعله لا يغيب عن الذهن أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة ومن ثم لابد أن يوفر المال في الوقت المناسب وأيضًا بالقدر المناسب، ولتلبية هذه الحاجات لابد من توفر الأسواق المالية والنقدية المختلفة.

إن وجود السوق المالي يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي الذي يلعبه في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل، وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة وذلك ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار، والدخول في هاته الأسواق.

أما عن التمويل فهو يكتسب دورًا كبيرًا في تعبئة الموارد المالية للاقتصاد بحيث له مكانة خاصة نظرًا لطبيعة المبادلات القائمة فهو أساس تنفيذ المشاريع وكذا تطور الاقتصاد ومعالجته العديد من المشاكل الاقتصادية المنطقة بالدول والقضاء على الأزمات المالية من خلال تغطية الحجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية، فإذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمرًا حتميًا حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر والتمويل غير مباشر الذي له فعالية في تحسين الاقتصاد.

- وبناء على هذا يمكن صياغة الإشكالية التالية:

• ما هو الدور الذي يلعبه التمويل المباشر في تعبئة الموارد المالية؟

أسئلة فرعية:

1. ما هو التمويل المباشر؟ وماذا تعني بالأسواق المالية؟
2. في ماذا تمكن أهمية الأسواق المالية؟
3. هل التمويل المباشر فعالية في تحسين الاقتصاد؟

من خلال هذه الأسئلة نقترح الفرضيات التالية:

- التمويل المباشر هو عبارة عن توفير الأموال اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام.
- يعتبر السوق المالي من بين الأساليب الفعالة لتمويل المشاريع الاستثمارية، كونه وسيلة اتصال مباشر بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز.
- تعتبر السوق المالية الجزائرية فتية، ومنه فإن مساهمتها في تمويل المشاريع الاستثمارية ضئيلة جدًا أو مهملة.

#### أسباب اختيار الموضوع:

إن دوافع اختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع نلخصها فيما يلي:

- الرغبة الذاتية في دراسة هذا الموضوع.
- تناسب الموضوع مع تخصص الدراسة.
- كون الموضوع يكتسي أهمية بالغة عن التمويل المباشر.
- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.

#### أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من خلال إعطاء رؤية علمية في إطار مكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي يبين الدور الذي تؤديه الأسواق المالية كونها من بين أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الوحدات الاقتصادية في نشاطها، أي أنها الداعم الأساسي للتنمية في أي بلد ومستوى تقدمه الاقتصادي مرهون إلى حد كبير بها، حيث أن التمويل المباشر يعد بمثابة وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات وتعبئة المدخرات وتلبية احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية.

#### أهداف الدراسة:

تتمثل الأهداف فيما يلي:

- تزويد البحوث العلمية بالمفاهيم والمصطلحات المالية.
- تقديم المعلومات والخروج بتوصيات تفيد الباحث بشكل عام.
- إبراز دور التمويل في تعبئة الموارد المالية ل للاقتصاد.
- الرغبة في تقديم إسهامات لتطور السوق المالي الجزائري.

## منهج الدراسة:

من أجل دراسة إشكالية موضوع بحثنا، والإجابة على الأسئلة المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة في الدراسة، يتعين علينا إتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي باعتبارهما الأنسب لمثل هذا النوع من الدراسات شكل عام والأكثر ملائمة لطبيعة موضوع بحثنا بشكل خاص، حيث تم اعتماد المنهج الوصفي في الجزء الخاص بالأسواق المالية وأساسيات التمويل، أما المنهج التحليلي فتم لرصد التطورات وتحليل المعطيات الرقمية للأسواق المالية خلال فترة دراسة محددة.

## الدراسات السابقة:

توجد العديد من الدراسات التي تتقاطع مع موضوع بحثنا، وأهمها ما يلي:

سامي مبارك، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات (دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب وتونس) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد التنمية لجامعة باتنة سنة 2004، حيث تناول الباحث أربعة فصول تتمثل فيما يلي: الفصل الأول تحديد مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر، الفصل الثاني المفاهيم العامة المرتبطة ببورصة الأوراق المالية

أما الفصل الثالث تناول كفاءة الأسواق المالية وطرق التحليل في البورصات، وأخيرا الفصل الرابع حول دراسة هيكل وتنظيم الأسواق المالية في الدول المغربية الثلاث.

وأهم النتائج التي توصل إليها الباحث هي:

✓ بالرغم من المراسيم التشريعية والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بالتكامل بين البورصات الثلاثة أو على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر وبؤس أداؤها؛

✓ مستوى الأسواق الثانوية تميز البلدان الثلاثة بصغر حجمها، تدني رسملة البورصات وحركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.

سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية)، عبارة عن أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد قياسي، قدمت سنة 2004 بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير الجامعة الجزائرية، جاءت هذه الدراسة في جزئين اهتم الجزء الأول بأسواق الأوراق المالية وهو نقطة مشتركة مع بحثنا واهتم الجزء الثاني بديناميكية أسواق الأوراق المالية

العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة ، وهو يختلف عن موضوع بحثنا إلا أن الباحثة في رأينا أهملت جانب مهم يتعلق بسبل تفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية.

إن أهم نتيجة توصلت إليها الباحثة أنه قد تكون الأسواق المالية العربية في بداية مشوارها نحو الاندماج الجهوي أو العالمي وطلما أنه ليس هناك اندماج كامل فبإمكانها أن توفر فرص استثمارية مغرية للمستثمر الأجنبي العربي أو غير العربي، لكن هذه الوضعية ليست كافية لجذب المستثمر الأجنبي ما لم يتوفر المحيط المثالي للاستثمار مثل الاستقرار الاقتصادي والسياسي، وكذا ما لم تكن سوق الأوراق المالية تتبع المعايير المعمول بها دوليا من محاسبة

### هيكل الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها، تم تقسيم البحث إلى فصلين رئيسيين تسبقهم مقدمة تتضمن النتائج التي تستوصل إليها، حيث تناول الفصل الأول الأسس النظرية للأسواق المالية وقسم بدوره إلى مبحثين حيث خصص المبحث الأول للحديث عن التمويل في الاقتصاد والمبحث الثاني عن السوق المالي.

أما الفصل الثاني ينص على الأوراق المالية وينقسم إلى ثلاث مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول عن الأسواق المالية العربية، المبحث الثاني عن السوق المالية في الجزائر، أما المبحث الثالث تحدثنا عن آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق المال العربية.

وتسوية وافصاح ومراقبة وقوانين لحماية المستثمر وغيرها من الشروط الضرورية للأداء الفعال للسوق.

# الفصل الأول

مدخل نظري للأسواق المالية وأهميتها في الاقتصاد

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية، حيث أنها يلعب دورًا مهمًا في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها في تنوع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه، كما تركز الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم مشروعات كبيرة وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة زادت المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى على ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية ومشروعاتها الاستثمارية.

حيث يلعب التمويل دورًا حيويًا في تعبئة الموارد والمدخرات وتمهيتها للاستثمار وكذا في بعث الحيوية في القطاعات الاقتصادية المختلفة ودفع عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستمر، حيث تساهم في جذب الاستثمارات على المستويين المحلي والأجنبي فنجاح النشاط الاقتصادي وازدهاره بات مرهونًا بوجود سوق مالية نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة. جاء هذا الفصل للتعريف بالتمويل المباشر والأسواق المالية وكذا لتسليط الضوء على أهميتهما في الاقتصاد.

## المبحث الأول: التمويل في الاقتصاد

يعتبر التمويل أحد الركائز الأساسية للنشاط المؤسسية وضمان استمرارها، وذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة، وتظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل إمكانياتها في خلق ثروة جديدة تضمن لها حصتها في السوق أو توسيع نشاطها بسبب ملائمة ظروف اقتصادية مع ما يوافق إمكانيات المؤسسة<sup>1</sup>.

## المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته

أولاً: تعريف التمويل:

لغةً: هو الإمداد بالمال.

اصطلاحاً: مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع.

هو مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي نستخدمها لإدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية، وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها<sup>2</sup>.

تطور مفهوم التمويل خلال القرن 20 فهو كعلم منفصل على الاقتصاد في بداية القرن 20، وكان التركيز في الدافع على كيفية الحصول على الأموال ومن هنا جاءت كلمة التمويل ولقد شملت دراسة التمويل الأساليب الفنية والتفصيلية في الحصول على الأموال، كما شملت المؤسسات المالية وأسواق رأس المال وكان التركيز على عمليات إصدار الأسس العادية والممتازة وفي العشرينيات زادت احتياجات المؤسسة من الأموال وكان التركيز حينئذ على السيولة وعلى تمويل المؤسسة وظهر الاهتمام بمصادر التمويل الخارجي خاصة الأسس والسندات وظهر دور بنوك الاستثمار كجزء من دراسة التمويل في ذلك الوقت ويمكن تعريف التمويل:

"التمويل هو تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة مما يؤدي يساعد على تحقيق أهدافهم وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارفة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال المدربين والمجتمع"

<sup>1</sup> حسن سمير عشيخ، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك، طبعة أولى، دار المجتمع العربي، عمان 2008، ص: 118.

<sup>2</sup> د: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص: 118.

"ويعرف أيضا بأنه أحد مجالات المعرفة، وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تختلف بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات ومن خلال هذا التمويل نلاحظ أن التمويل يمكن تقسيمه إلى:<sup>1</sup>

#### أ. التمويل الشخصية:

يبحث هذا النوع من التمويل في النواحي المالية للأسرة والأفراد، وذلك في مصادر الأموال ووسائل انفاقها واستثمارها والتخطيط لهذه الأموال، بما يمكن هؤلاء من الحصول على أفضل السلع والخدمات وتمثل المشاكل المالية الرئيسية للأفراد في رغبتهم على تحقيق أقصى ما يمكن من الرفاهية، من خلال استخدام الموارد المالية والمادية المتوفرة لديهم.

ويتعلق التمويل الشخصي، بكيفية توزيع الأفراد لدخولهم فيما بين الاستهلاك والاستثمار وكذلك بكيفية اختيارهم لفرصة استثمارية من بين الفرص الاستثمارية العديدة أمامهم، وكذلك بكيفية الحصول على الأموال اللازمة لزيادة استهلاكهم واستثمارهم.

#### ب. تمويل المؤسسات:

أن التمويل في المؤسسات يتمثل في تخصيص الموارد المالية بين النفقات المختلفة والاستثمارات وكذلك كيفية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل الاحتياجات التمويلية.

إن مصادر الأموال في المؤسسات هي إما مصادر داخلية أو مصادر خارجية (أسهم، سندات، قروض بنكية...)

وتهدف المؤسسات عند الحصول على الأموال لإنفاقها في تغطية التكاليف لتحقيق أقصى ربح ممكن بأقل تكلفة ومخاطر لذلك توجه المؤسسة هذه الأموال أما

التمويل دورة الاستغلال: التي يقصد بها مجموعة من العمليات المنجزة من طرف المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها وتشمل الدورة الاستغلالية 3 مراحل|:

- اقتناء السلع والمواد الأولية اللازمة التي نتدخل في العملية الإنتاجية.
- تحويل السلع والمواد إلى منتج نهائي أو نصف مصنع.
- بيع المنتج وتسويقه.

لذا يجب التحكم في هذه المرحلة التي تتميز بالتكرار المستمر للمحافظة على التوازن المالي للمؤسسة.

<sup>1</sup> عبد الرحمان دعاللة، التمويل الإداري، دار المريخ للنشر والتوزيع، جزء ثاني، الرياض، 1993، ص 20.

## ت. التمويل في القطاع العام:

يعرف التمويل في القطاع العام بأنه العلم الذي يتعلق بدراسة النفقات العامة وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للدولة<sup>1</sup>.

## ثانياً: أهمية التمويل:

إن الغرض من الحصول على التمويل هو سد الاحتياجات المالية للمؤسسة سواء كانت احتياجات قصيرة الأجل والتي تخص دورة الاستغلال أو احتياجات طويلة الأجل والتي تخص دورة الاستثمار، وتكمن أهمية التمويل لهاتين الدورتين كما يلي:<sup>2</sup>

1. الحاجة للتمويل قصير الأجل: تلجأ عادة المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل لتمويل العجز في رأس المال العامل الناتج عن نمو النشاط الداخلي للمؤسسة فأتثناء دورة نشاطها عليها إن تغطي مخزوناتا ومديونيتها<sup>3</sup>.

يعتبر الائتمان التجاري والائتمان المصرفي من المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل، وتلعب مصادر التمويل "ق أ" دوراً هاماً في استمرارية النشاط وتوسيعه حيث تعبر هذه الأخيرة المحرك الأساسي للعمليات الجارية عن طريق تغطية جزء كبير من عناصر الأصول المتداولة، ولهذا فإن هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل أو طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، والمؤسسات تلجأ إلى التمويل "ق أ" للأسباب التالية:

- نسبة المخاطرة وهو ضعف أمر يهم الدائنين أي أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المؤسسة، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها؛
- قد يكون الحصول على تمويل "ق أ" أقل تكلفة من الحصول على التمويل المتوسط أو طويل الأجل لقصر فترة السداد لضعف نسبة المخاطر؛
- الحاجة للأموال لهذا في بعض المؤسسات الموسمية تلجأ هذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر التمويل "ق أ" لسد النقص في السيولة وتمويل احتياجاتها الموسمية؛

<sup>1</sup> محمد شفيق، حسن طيب، محمد إبراهيم عبدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، 1997، ص 9.

<sup>2</sup> الياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي والإدارة المالية، طبعة ثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2011 ص:238.

<sup>3</sup> عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، طبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص

• بعض حالات التمويل "ق أ" تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل المؤسسات أي تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد بمدة معينة فإن لم يتم التسديد في المدة المتفق عليها فإن ذلك يعني عدم تحميل المؤسسة أي تكلفة نتيجة لحصولها على هذا الائتمان.

2. الحاجة إلى التمويل طويل الأجل: تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل لتغطية النشاطات الاستثمارية التي تقوم بها لفترة طويلة، وهذا لغرض الحصول إما على وسائل الإنتاج ومعدات واما على عقارات مثل الأراضي، المباني الصناعية والتجارية والإدارية، ونجد المؤسسة تسعى للتمويل "ط أ" بغرض تحقيق ما يلي:

- تمويل شراء الأصول الدائمة ذات العمر الطويل؛
  - تمويل الجزء الدائم من رأس مال العامل على أن يتم تمويل الجزء الآخر بخليط من السحب على المكشوف والتمويل "ق أ"؛
- تمويل ما يتم الاضطلاع به من استثمارات رأسمالية، وكذا لتوسعات طويلة الأمد للمؤسسة وحتى تحقق المؤسسة الفعالية في اختيار واستخدام هذه الأموال في تخطي احتياجاتها، لا بد من وجود دراسة مسبقة لمختلف مصادر التمويل خاصة المستحدثة منها<sup>1</sup>.

### ثالثاً: أهداف التمويل<sup>2</sup>:

بما أن التمويل يعتبر أحد الركائز التي تعتمد عليها المؤسسات باختلاف أنواعها في متابعة نشاطها وتطويره، فإن له دوراً فعالاً في تحقيق التنمية الاقتصادية، إذا كانت العملية التمويلية قائمة بطريقة سليمة.

ومن خلال ما تقدم ولتجسيد أهمية ودور التمويل في تنمية اقتصاد الجزائر يمكن أن نعرض إلى دور هذا الأخير في ترقية الاستثمار وأثره على الاقتصاد من خلال:

#### أ. الاستثمار والمنافسة:

إن الكثير من العوامل تسمح بتنمية المنافسة عن طريق تحميل الاستثمار من خلال تحسين قدرة وفعالية الانتاج والإنتاجية وتنمية القدرات يسمح أولاً للمؤسسة تلبية الطلبات والرفع من حرفة أعمالها وأرباحها، وتحسين الإنتاجية بتحسين المنتج وتخفيض التكاليف مما يحسن المنافسة.

#### ب. الاستثمار والتنمية الاقتصادية:

في هذا المجال يلعب التمويل دور فعال في ربط علاقة وطيدة بينهما والتنمية الاقتصادية هي الريثم الذي يجعل من

<sup>1</sup> الياس بن سامي ، يوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، ص:239.

<sup>2</sup> خراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 21، 22.

الإنتاج الداخلي الصافي يرتفع والاستثمار في هذا الإطار يمارس دورين في النشاط الاقتصادي من جهة على مستوى الطلب يؤدي إلى إنعاش النشاط الاقتصادي على مستوى جهاز الإنتاج حتى يتمكن من إتباع الطلب ومن جهة مستوى العرض.

#### ت. الاستثمار والعوائد:

تسعى الوحدة الاقتصادية من خلال قيامها بعملية تمويل الاستثمار إلى أهداف ومنها الحصول على عوائد، والدولة وحدة اقتصادية تجمع عوائدها المالية من خلال الموارد الضريبية الجبائية، التي تتحول إلى إيرادات اقتصادية.

#### ث. الاستثمار والبطالة:

إن عملية تحويل مختلف المشاريع الاستثمارية العامة أو الخاصة تؤدي لا محالة إلى امتصاص البطالة بخلق مناصب شغل جديدة.

المطلب الثاني: التمويل المباشر<sup>1</sup>

تتم عملية التمويل المباشر باتصال بين المقترضين والمقرضين بدون تدخل وسيط مالي، من خلال إصدار مستخدمي الأموال - وحدات العجز المالي الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي المقترضين النهائيين، أصل مالي (تدفق مباشر للأوراق المالية عادة ما يتعهد المدين - المقترض - بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف. وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة الحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال.

والتمويل المباشر قناة تمويلية يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المقرضة (المدخرة) إلى الوحدات المقترضة حيث تقوم الوحدات الإتفاقيه العجزية (المقترضة) بإصدار الأدوات المالية وبيعها، إلى الوحدات المدخرة مباشرة وتسمى بالأدوات المالية أو الأوراق المالية المباشرة.

وهو يعبر عن العلاقة بين المقرض والمستثمر ودون أي تدخل من وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي ويتخذ هذا التمويل صور متعددة باختلاف المقترضين:

## 1. بالنسبة للمشروعات:

في هذه الحالة نستطيع أن نتحصل على قروض وتسهيلات من عملاتها أو حتى المشروعات الأخرى فمع هذا فنفضل بعض المشروعات عن الأموال اللازمة لتمويل استثمارها عن طريق الاقتراض فتصدر سندات تحقق لصاحبها عائد ثابت بقيمة القرض ويفضل عندئذ الأفراد هذه الوسيلة أنهما تحقق لهم دخل ثابت دون تحمل المخاطر الناشئة عن الاستثمار الجديد وتحصل المشروعات، أيضا هذه الوسيلة لما تحقق لها استغلال المواجهة دائنيتها.

## 2. بالنسبة للأفراد:

فالحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية، عن طريق المؤسسات الوسيطة المصرفية، أم في مصرفية، أي التمويل المباشر تتعدد صورته وأشكاله فقد تند القروض مباشرة بين الأفراد لبعضها البعض، أو بين الأفراد والمشروعات ومقتضى أوراق تجارية.

## 3. بالنسبة للحكومات:

تلجأ الحكومة إلى التمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمشروعات التي ليس لها طبيعة مالية مصرفية أو غير مصرفية، وتصدر الدولة لسد الغرض سندات متعددة الأشكال تستهلك خلال مدة مختلفة وبأسعار فائدة متباينة، وهذا يعني أن هذه الوسيلة في التمويل تحتل أهمية نسبية أقل بالمقارنة بطرق التمويل الأخرى وخاصة

<sup>1</sup> مصطفى رشيد شيخ، اقتصاديات النقود ومصارف المال، الاسكندرية، ط 6، ص 446-450.

التمويل غير مباشر والنتيجة الهامة يمكن استخلاصها من هذه الوسيلة أنها مثل سابقها لا تؤدي إلى زيادة حجم وسائل الدفع.

وتتمثل هذه الأدوات المالية في الأسهم والسندات:

1. التمويل عن طريق الأسهم: هي صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة وقابلة لتداول بالطرق التجارية وهي تمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رؤوس أموالها، وتتقسم الأسهم لقسمين عادية ممتازة.

- الأسهم العادية: وهي أسهم لا تخول لحامله أي حق ذي طبيعة خاصة، ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم، سواء عند توزيع أرباح الشركة أو عند قسمة صافي موجودتها، أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين.

يشمل التمويل بالأسهم العادية على العديد من المزايا، كما ان له عدد من العيوب، وفي السياق التالي سنستعرض اهم مزايا وعيوب الاسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة لها<sup>1</sup>.

#### مزايا الاسهم العادية:

1. لا تشكل الأسهم العادية إلتزاماً واجب السداد على الشركة حيث لا يوجد لها تاريخ إستحقاق محدد.

2-لا تستلزم الأسهم العادية دفعات وأرباح ثابتة، حيث أن قرار توزيع الأرباح يتخذ من قبل إدارة الشركة وليس من الضروري أن تقوم الشركة بتوزيع أرباح في حال كانت أرباحها منخفضة، كما قد تقوم الشركة بتوزيع جزء من الأرباح واحتجاز الباقي، إضافة بأن الأرباح الموزعة تختلف من سنة لأخرى.

3. إصدار الأسهم العادية سيساهم في زيادة حقوق الملكية للشركة وبالتالي تقوية المركز المالي لها وتقليل المخاطر التي تتعلق بعدم قدرة الشركة على الإيفاء بديونها.

4. تعتبر حقوق الملكية وبالتالي الأسهم عامل أمان للدائنين بحيث أن إرتفاعها يزيد من قدرة الشركة على الحصول على الدين.

5. يمكن للمنشأة الناجحة بيع أسهم جديدة والحصول على (علاوة الاصدار) وهي القيمة الزائدة عن القيمة الاسمية.

6. يمكن أن تقوم الشركة ببيع الأسهم العادية للمستثمرين بشكل أسهل وأسرع من عملية بيع السندات.

#### عيوب الاسهم العادية:

1. تغيير هيكل ملكية الشركة والتصويت، وهذا قد يسبب فقدان السيطرة على إدارة الشركة.  
2. تكلفة الأسهم العادية على الشركة من حيث العوائد التي تدفعها للمساهمين عادة ما تكون أكبر من تكلفة وسائل التمويل بالدين ومن تكلفة الأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> <https://almerja.com/reading.php?idm=100141>

3. تكلفة إصدار وتسويق وبيع الأسهم العادية أعلى من تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أو السندات.
  4. زيادة عدد الأسهم يترافق غالباً مع انخفاض أسعارها السوقية.
  5. لا تحقق الأسهم العادية للشركة أية وفر في الضريبة لأن التوزيعات لا تعتبر من المصروفات التي تقتطع من الربح قبل الضريبة بل يتم اقتطاعها من صافي الربح النهائي.
- الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها بأفضلية فيما يختص بالأرباح الموزعة حيث ينص عادة على أن تحظى هذه الأسهم بنسبة محدودة سلفاً من قيمتها اسمية كأرباح، قبل أن توزع الأرباح على الأسهم العادية كما تعطي الأسهم الممتازة أحياناً أفضلية خاصة عند توزيع أصول الشركة بعد حلها.
- للأسهم الممتازة لها أنواع:
1. الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح **Cumulative Preferred Stock** تماماً كما يبدو من اسمها، هي أسهمٌ تقوم بتجميع الأرباح لحاملها، مقابل العام الذي لم تقم فيه الشركة بتوزيع الأرباح؛ لا تستطيع الشركة توزيع أيّ أرباحٍ على حاملي الأسهم العادية، قبل أن تقوم بتوزيع الأرباح المتأخرة لحاملي الأسهم الممتازة. **Cumulative Preferred Stock**.
  2. الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح **Cumulative Preferred Stock Non** عكس الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح؛ فهي أسهمٌ لا تقوم بتجميع الأرباح لحاملها.
  3. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء **Callable Preferred Stock** هي أسهمٌ تمتلك الشركة الحقّ في شرائها في المستقبل، بسعرٍ محددٍ سلفاً.
  4. الأسهمُ الممتازةُ، القابلة للتحويل **Convertible Preferred Stock** هي أسهمٌ ممتازةٌ، يمكن تحويلها إلى أسهمٍ عاديةٍ، في ظروفٍ محددةٍ، وباشتراطاتٍ يتم الإعلان عنها في نشرة الإصدار.
  5. الأسهمُ الممتازةُ المشاركة **Participatory Preferred Stock** هي نوعٌ من الأسهمِ الممتازةِ، تمنح حاملها الحقّ في توزيع الأرباح، بنسبة ثابتةٍ، يُضاف إليها نسبة متغيرة، حسب أداء الشركة، ووفق شروط محددة في نشرة الإصدار.
- نظراً لأنّ توزيعات الأرباح على الأسهمِ الممتازةِ عادة ما تكون مبلغاً ثابتاً إلى الأبد، فمن المحتمل أن تتحرك القيمة السوقية في الاتجاه المعاكس للتضخم بمجرد إصدار الأسهمِ الممتازة. كلما ارتفع معدل التضخم كانت قيمة الأرباح الثابتة أقل قيمة. إذا أُعلِنَ معدل التضخم، فمن المرجح أن تزيد قيمة السهم الممتاز، ولكن لن يكون أعلى من سعر شراء السهم.
- الأسهم الممتازة لها عددٌ من المزايا والعيوب، لكلٍ من الشركات التي تصدرها، والمستثمرين فيها.<sup>1</sup>

### مزايا الأسهم الممتازة:

أ- مزايا الأسهم الممتازة للمستثمرين:

<sup>1</sup> <https://www.borsaat.com/مزايابالاسهم-الممتازة/>

## 1. توفر الأسهم الممتازة لحاملها فرصة الحصول على أرباح ثابتة.

كما ذكرنا أنّ الميزة الرئيسية للأسهم الممتازة، هي الأرباح التي يحصل عليها أصحابها، وبالإضافة إلى هذا فإنّ بعض أنواع الأسهم الممتازة، والمسماة بالأسهم الممتازة التراكمية؛ تسمح لحاملها بالحصول على أرباح حتى عند تحقيق الشركة لخسائر؛ وذلك لأنها تلزم الشركة بسداد الأرباح المتأخرة التي تم تجميعها في السنوات التي توقفت فيها الشركة عن التوزيع، تلتزم الشركة بسداد نصيب المساهمين من الأرباح، عند وجود أرباح في المستقبل.

## 2. وجود أولوية في المطالبة بحصة في أصول الشركة.

في حال الإفلاس والتصفية، يتمتع المساهمون حائزو الأسهم الممتازة بالحق في مطالبة الشركة بنصيبهم في أصول الشركة، ويعتبر حقهم في الحصول على هذه الحصة أعلى من حق المساهمين في الحق ذاته، وتعتبر هذه الميزة من أهم مزايا الأسهم الممتازة.

هذا يجعل الأسهم الممتازة مغرية بشكل خاص للمستثمرين الذين لديهم قدرة منخفضة على تحمل المخاطر. تضمن الشركة توزيعات الأرباح كل عام، ولكن إذا فشلت في جني الأرباح، ويجب أن تغلق؛ يتم تعويض مساهمي الأفضليات عن استثماراتهم في وقت أقرب.

## 3. مزايا إضافية لبعض أنواع الأسهم الممتازة.

هناك أنواع أخرى من الأسهم الممتازة تحمل مزايا إضافية. تسمح الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى المساهم بالتداول في الأسهم الممتازة مقابل عدد ثابت من الأسهم العادية. يمكن أن يكون هذا اختيار جيد إذا بدأت قيمة الأسهم العادية في الارتفاع.

تتيح الأسهم الممتازة المشاركة للمساهم، فرصة الحصول على توزيعات أرباح إضافية أعلى من السعر الثابت (المحدد في نشرة إصدار الأسهم الممتازة) إذا حققت الشركة أهدافاً محددة - سابقاً - للربح. هناك مجموعة متنوعة من الأسهم الممتازة يحمل كل منها مزايا معينة لها؛ يعني أن هذا النوع من الاستثمار يمكن أن يكون وسيلة منخفضة المخاطر نسبياً؛ لتحقيق دخل على المدى الطويل.

## ب- مزايا الأسهم الممتازة بالنسبة للشركات التي تصدرها:

تمتلك الأسهم الممتازة أيضاً عدداً من المزايا للشركة المصدرة، تشمل:

## 1. لا توجد حقوق التصويت للمساهمين حائزي الأسهم الممتازة.

يعتبر عدم وجود حقوق تصويت للمساهمين بمثابة عيب للمستثمرين، لكنه أمر جيد بالنسبة للشركات المصدرة للأسهم الممتازة؛ لأنه يعني حصول الشركة على تمويل (في صورة أسهم ممتازة يتم بيعها) دون أن تفقد هذه الشركات نسبة من حقوقها التصويتية، ومن ثمّ يمكنها الاستمرار في رسم سياستها الخاصة بالعمل، كما هي الحال مع الأسهم العادية.

## 2. تكلفة زيادة رأس المال لإصدار الأسهم الممتازة أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية.

## 3. الحق في إعادة شراء الأسهم

يمكن للشركات أيضًا إصدار أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء، والتي تمنح الشركة الحق في إعادة شراء الأسهم، وفقًا لتقديرها. هذا يعني أنه إذا تم إصدار الأسهم القابلة للاستدعاء، فلها الحق أن تمنح أرباحًا بنسبة 6٪ ولكن انخفضت أسعار الفائدة إلى 4٪.

وهذا يعني أيضًا أن الشركة يمكنها الاقتراض بسعر فائدة منخفض، مما يعني توفر فرصة لتمويل أرخص، يمكن للشركة شراء أي أسهم معلقة بسعر السوق ثم إعادة إصدار الأسهم بسعر فائدة أقل، مما يقلل من تكلفة رأس المال. بالطبع، هذه المرونة نفسها عيب للمساهمين.

#### 4. خفض نسبة الديون إلى حقوق الملكية

يؤدي التمويل من خلال حقوق ملكية المساهمين، سواء أكانت أسهم عادية أم ممتازة، إلى خفض نسبة الدين إلى حقوق الملكية للشركة، والتي يعتبرها كل من المستثمرين والمقرضين علامة على كفاءة الإدارة.

#### عيوب الأسهم الممتازة

#### أ- عيوب الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر.

##### 1. لا يحق لحاملي الأسهم الممتازة التصويت.

من وجهة نظر المستثمر، أحد أهم عيوب الأسهم الممتازة هو أن المساهمين الممتازين لا يتمتعون بحقوق الملكية نفسها في الشركة، مثل المساهمين العاديين.

عدم وجود حقوق التصويت يعني أن الشركة لا تفقد سيطرتها وقدرتها التصويتية مقارنة مع إصدار الأسهم العادية، على الرغم من أن العائد المضمون على الاستثمار يعتبر تعويضًا عن هذا العيب، إلى حدٍ كبير.

##### 2. جاذبية أقل عند ارتفاع أسعار الفائدة.

إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فإن توزيعات الأرباح الثابتة التي تبدو مربحة للغاية يمكن أن تبدو أقل جاذبية في هذه الحال؛ لأنَّ العائد الثابت، الذي تقدمه الأسهم الممتازة؛ يكون أقل من سعر الفائدة.

#### ب- عيوب الأسهم الممتازة بالنسبة إلى الشركات التي تصدرها.

العيب الرئيسي للشركات، هو ارتفاع تكلفة هذا النوع من الأسهم مقارنة بأنواع أخرى من الاقتراض. على الرغم من أن هناك عدة طرق يمكن للشركات من خلالها جمع الأموال؛ لتمويل المشاريع المقبلة، والتوسع وخلافه، وغيرها من التكاليف المرتفعة، المرتبطة بأنشطتها التشغيلية وخططها المستقبلية، بما في ذلك إصدار الديون والأسهم.

يمكن للشركات الكبرى اختيار أنواع الإصدار الذي تعرضه الشركة على الجمهور، وتحديد نوع العلاقة التي تريدها الشركة مع المساهمين، وتكلفة الإصدار والحاجة إلى تمويل سريع. عندما يتعلق الأمر بزيادة رأس المال، فإنَّ بعض الشركات تختار إصدار الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى الأسهم العادية أو سندات الشركات؛ لكنَّ أسباب هذه الإستراتيجية تختلف بين الشركات.

وهنا نستنتج أن الأسهم الممتازة تعمل كخليط بين الأسهم العادية والسندات. كما هي الحال مع أي سلعة أو خدمة أخرى؛ تقوم الشركات بإصدار أسهم ممتازة؛ لأنَّ المستثمرين في هذه الحال يريدون الاستثمار فيها. يفضل

المستثمرون الأسهم الممتازة بسبب ثباتها النسبي، كعائد على الاستثمار، وتعتبر الشركات الأسهم الممتازة وسيلة لتوفير تمويل، دون خفض حقوق التصويت.

3. السندات: السندات وهي جمع سند والسند هو صك مالي قابل للتداول يمنح للمكاتب لقاء المبالغ التي أقرضها ويخوله استعادة مبلغ القرض علاوة على الفوائد المستحقة وذلك بحلول أجله. وبعبارة ثانية السند هو تعهد مكتوب بمبلغ من الدين (القرض لحامله في تاريخ معين، مقابل فائدة مقدرة، وتصدره الشركة أو الحكومة وفروعها بالاكنتاب العام". إلا أن هذه القناة التمويلية البسيطة تعاني من بعض المعوقات أهمها:

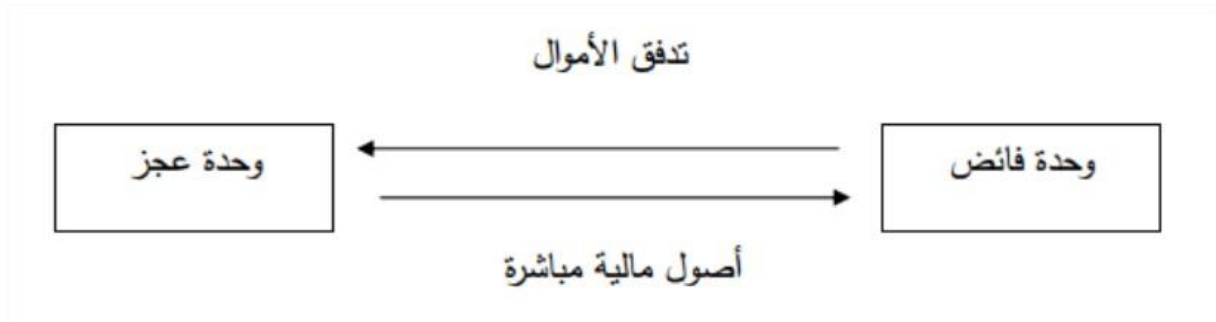
- صعوبة إيجاد الوحدات المدخرة التي يمكن أن تقبل بتمويل المشروع لأنها تعتمد على الاتصال والمعرفة الشخصية.

- إن المبالغ التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر بهذه الطريقة محدودة بإمكانيات شخص مدخر واحد أو أشخاص معدودين.

- يجب أن يحصل توافق بين رغبات الوحدات المقرضة والوحدات المقترضة على شكل ومبلغ القرض حتى بعد حصول الاتصال والتعارف بينهم.

وفيه يجري التعامل ما بين المقرضين (وحدات الإدخار والمقترضين (وحدات العجز) دون وساطة الطرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم وسندات وثائق أخرى) لصالح المقرض، وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولوية لأنها تنتقل من صاحب الالتزام إلى صاحب الحق وكما يوضحه الشكل رقم (1-1).

الشكل (1 - 1): التمويل المباشر



المطلب الثالث: التمويل غير مباشر<sup>1</sup>

وهو يعبر عن الصورة الأخيرة للتمويل عن طريق الأسواق بواسطة المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها (مصرفية غير مصرفية) فتقود هذه المؤسسات بتجميع المدخرات النقدية من الوحدات ذات الفائض (أفراد أو مشروعات) ثم توزع الادخارات على الوحدات المالية الوسيطة تحاول أن توفق بين متطلبات مصادر توظف للمخاطر أو نتيجة عدم ثقتها في الاستثمارات المقدمة وعندئذ تقوم هذه المؤسسات المالية بمخاطبتهم بسندات جديدة ذات جاذبية معينة كأن تقدم لهم خدمات أو تشبع رغباتهم في السيولة أو المضاربة من هذه الوسيلة في التمويل يمكن استخدامها فيما يلي:

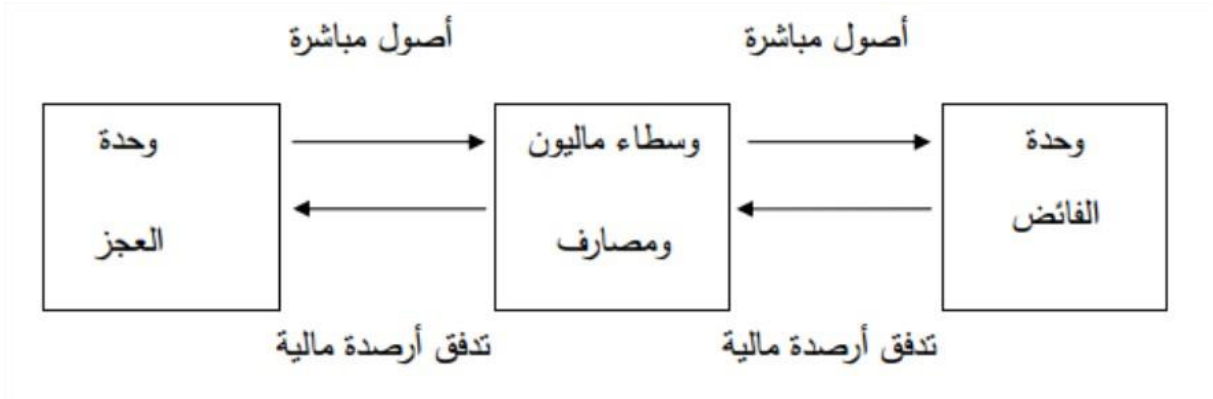
- مقدرة المؤسسات الوسيطة من تحويل الاكتناز إلى توظيف إداري.
- قدرة بعض المؤسسات المالية الوسيطة (المصرفية) على مضاعفة حجم القوة الشرائية المقدمة للتوظيف الاستثماري اعتماداً على نسبة معينة من الادخار المتبقية.

بروز هذا النوع للمؤسسات المالية الوسيطة وقد يتجاوز دور الوساطة الموقع المحلي باتجاه دور وساطة عالمي، ويشمل مؤسسات اقتصادية مثل (المصارف التجارية، شركات التأمين، شركات التمويل...) حيث تساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن ما بين وحدات الفائض ووحدات العجز يتجاوز مجرد التوسط (السمسار والتاجر)، بل إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز، وتشمل الأصول الغير مباشرة المطروحة من المؤسسات المالية الوسيطة أدوات تمويل شائعة مثل (الصكوك، حسابات الادخار، سياسات التأمين والضمان وحصص الصناديق المشتركة وغيرها).

إن ما يميز هذه الأصول درجة سيولتها المرتفعة وقدرة حائزها على تداولها وما يتيح ذلك من مرونة لوحدات الفائض فضلاً عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة وبطيء التحوط منها.

<sup>1</sup> مصطفى رشيد شيخ، مرجع سبق ذكره، ص 446-450.

الشكل (1 - 2): التمويل غير مباشر

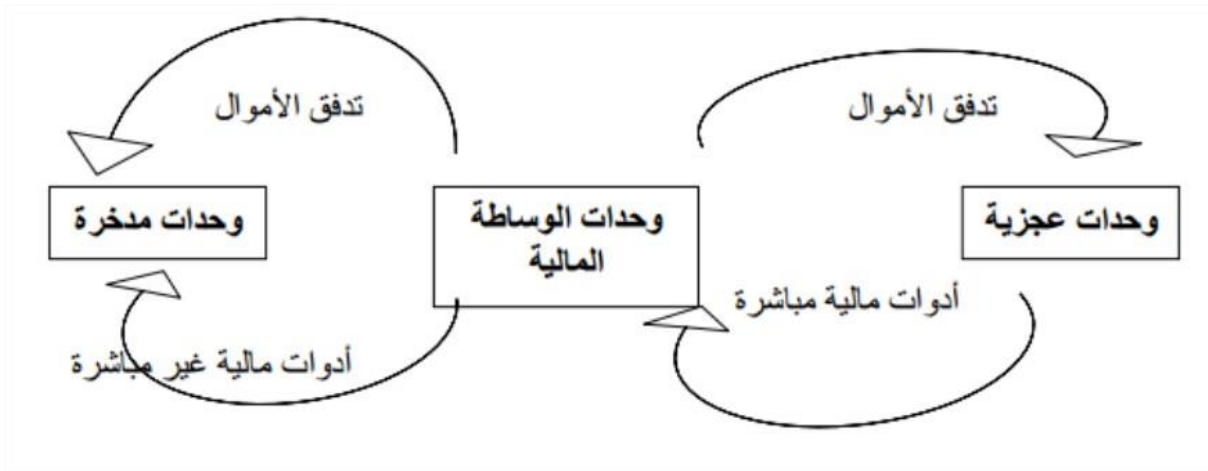


يلاحظ من خلال الشكل رقم (1-3) أن الوسطاء الماليين يقبلون الأصول المباشرة من وحدات العجز طالبو الأموال (المقترضون) وبالمقابل يصدرن أصولا مالية غير مباشرة إلى وحدات الفائض الاستقدام تدفقات الأرصدة منهم.

إن أهم ما يميز هذا النوع من التمويل، القدرة العالية للوسطاء في تعبئة الإذخرات المتناثرة فضلا عن قدرتها في تسويق الأصول المالية المباشرة المختلفة لوحدة العجز، كما يعد ذو تكلفة منخفضة للمعلومات لوجود مؤسسات متخصصة في الوساطة، ومرونة المقرض والمقترض في تجنب مخاطر الأصل المالي من خلال التداول أو التسييل.

إن الصعوبات التي يواجهها المدخر والمقترض في التمويل المباشر هي التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشرة والتي يتم من خلالها انتقال الأموال بطريق غير مباشر من الوحدات المدخرة إلى الوحدات العجزية وذلك بتدخل الوسطاء الماليين كالبانوك التجارية وشركات التأمين وجمعيات الادخار والاقتراض ومشاكلها من مؤسسات الوساطة. ولتوضيح تدفق الأموال في قناة التمويل غير المباشر نستخدم الشكل التالي:

الشكل (1 - 3): قناة التمويل غير مباشرة



يظهر من الشكل بان مؤسسات الوساطة المالية تقوم بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات العجزية، فهي تقبل أو تشتري أدوات مالية مباشرة (وتسمى بالأدوات المالية الأولية من الوحدات العجزية لقاء منحها المبالغ التي تحتاجها، وهي العملية الموضحة في الجزء الأيمن من الشكل. وبنفس الوقت تقوم بإصدار أدوات مالية خاصة تسمى بالأدوات غير المباشرة أو الثانوية والتي تبيعها إلى الوحدات المدخرة بالمبالغ المتفق عليها في عملية أخرى والتي تظهر في الجزء الأيسر من الشكل، وبطبيعة الحال لا يشترط تزامن العمليتين أو تساوي مبالغهما الكلية أو دفعاتهما الجزئية، فمؤسسات الوساطة عادة تمنح قروضاً بمبالغ كبيرة تحتاجها المؤسسات المستثمرة وتقبل من المدخرين دفعات أصغر وحسب إمكانياتهم المحدودة وبما أن الأدوات المالية التي يصدرها الوسطاء وتقبلها الوحدات المدخرة لا تمثل حقا مباشرا على المقترض الأخير أو الوحدات العجزية فقد سميت هذه القناة التمويلية بالتمويل غير المباشر والذي تشكل الوساطة المالية الحلقة الأساسية فيها.

تشكل سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه الاقتصادي (Economic Welfare) لأفراده، فضلا على كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام للدولة. ونتيجة للروابط القوية بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد، د استقرار سوق الأوراق المالية مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وغدت مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية (Economic Indicators) المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية الأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، وللتطرق إلى موضوع الأسواق المالية، يتطلب تحديد نشأة ومفهوم هذه الأسواق وتحديد وظائفها، وسنحاول في هذا المبحث أولا الوقوف على إشكالية التعريف بالأسواق المالية، ثم عرض مكوناتها وأشكال أدائها، ووظائفها.

### المطلب الأول: نشأة ومفهوم السوق المالي

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، فمصطلح سوق المال يتكون من كلمتين هما السوق والمال، فالسوق هو الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو أصل نقدي أو لعناصر الإنتاج خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة.

أما كلمة المال فقد جاء معناها في القاموس المحيط بأنها تشمل ما ملكته من كل شيء، وطبقا لعلم الاقتصاد فإن المال هو أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمنا أيا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال.

### أولاً: نشأة السوق المالي

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. ومنذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص van Den Bourse) الذي كان يقيم في مدينه بروج (bruges) البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن

طريق نظام المقايضة (Barter). أما نشأة بورصة الأوراق المالية (securities Exchange) بالشكل الحالي فقد جاء متأخراً، إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرنس في بلجيكا عام (1079) ومن ثم في أمستردام في هولندا عام (1908) ثم في لندن عام (1666) وبعدها في باريس عام (1808) تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام (1893). ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية (securities) بيعاً وشراءً.

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع، ومنه فإن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبطت بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى، حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق، تكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة والصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن 14 م وتحديداً في مدينة بروج البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد فاندر بورز.

### ثانياً: مفهوم السوق المالي

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي سوق الأسهم والسندات وهو المفهوم الضيق، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية مصطلح البورصة، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية نظراً لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين، وللأسواق المالية عدة تعاريف نذكر منها: **التعريف (1):** السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (صافي، البكري، 2012، ص16).

**التعريف (2):** يعرف السوق المالي على أنه السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية (الأسهم والسندات وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية، عقود الخيارات [delahaye, 2004, P22, Barreau]

**التعريف (3):** يعرف سوق المال في إطار علم التمويل على أنه السوق التي تقوم الوظائف التالية:

- تسهيل زيادة رأس المال ويتم ذلك من خلال أسواق رأس المال؛
- تسهيل نقل المخاطر ويتم ذلك من خلال أسواق المشتقات؛
- تسهيل التجارة الدولية ويتم ذلك من خلال أسواق العملة؛
- الوساطة بين ما يملكون (يعرضون) ويطلبون رأس المال عبد القادر، 2010، ص 68].

التعريف (4): تعرف السوق المالية على أنها عبارة عن رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث تمثل مجموع الطلبات والعروض على رؤوس الأموال من أجل توظيفها بما في ذلك الأوراق المالية (الأسهم والسندات) [ depallens, 363, 1994, page

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

المطلب الثاني: وظائف السوق المالي وأهميته

أولاً: وظائف السوق المالي

على الرغم من أن البعض يصف سوق الأوراق المالية (Securities Market) بأنها نوادي قمار ذات دور محدود في اقتصاديات الدول". إلا أن الشواهد الحديثة تشير إلى عكس ذلك تماماً، فهذه الأسواق تستكمل دور المؤسسات المالية في تلكم الاقتصاديات. وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من الوظائف والأدوار التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها والتي يمكن إجمال أهمها بالآتي:

1. تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض (Surplus Units) إلى الوحدات التي تعاني من عجز (Deficit Units)، أي أنها تقوم بالتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد. ويتم ذلك بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.
2. يعد التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل كلفة ولا يسبب أثارة تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، فضلاً على أن سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها على توفير جزء من احتياجاتها التمويلية من خلال طرح أدونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام.
3. تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. إذ تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين

- الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم المحدودة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من ظاهرة التضخم<sup>1</sup>.
4. يمكن ع سوق الأوراق المالية وسيلة مثلى لتخزين الثروة بالنسبة للمدخرين، على أساس جملة من المزايا توفر لهم الربح والأمان وزيادة الثروة. إذ تتسم الأدوات المالية المتوفرة في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، بأنها لا تتعرض للانخفاض (Depreciation) كما أنها تدر دخلاً خلال مدة الاحتفاظ بها، فضلاً على انخفاض مخاطرها (خاصة فيما يتعلق بالأسهم الممتازة والسندات قصيرة الأجل) مقارنة بباقي أشكال الثروة كالموجودات الحقيقية مثل العقارات والسيارات.
5. إضافة لما توفره سوق الأوراق المالية من وسيلة لتخزين الثروة، فإنها تعد ذات أهمية كبيرة للمدخرين بما توفره لهم من سيولة نقدية، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية (Financial Instrument) بسرعة وسهولة إلى نقد (money) مع انخفاض كلفة التحويل. وهكذا فإن سوق الأوراق المالية توفر للمدخرين فرصة الحصول على السيولة والعائد في آن واحد<sup>2</sup>.
6. تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الحماية تجاه العديد من المخاطر المالية (Financial risk) المتوقعة من خلال إتاحة الفرصة للبنوك والمستثمرين لتنويع (Diversification) استثماراتهم، إذ يمكن من خلال سوق الأوراق المالية بناء محفظة (Portfolio) تضم أوراقاً مالية لقطاعات اقتصادية مختلفة ومنشآت متنوعة. فضلاً على ذلك فإنها توفر فرص بيع وشراء الأصول المستقبلية لتغطية مخاطر تغير معدلات الفائدة أو معدلات صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات.
7. إن سوق الأوراق المالية هي القناة الرئيسة في اقتصاد حديث تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية. إذ إن وجود سوق متقدم للأوراق المالية يمكن البنك المركزي من التأثير في كمية الأموال السائلة وسعرها، وذلك بالدخول إلى سوق الأوراق المالية كبائع أو مشتر للموجودات المالية (Financial Assets) وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة.
8. إن كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، تمهدان لعملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعدان على اجتذاب الاستثمارات المحفظية بأساليب مكملة للادخار المحلي وليست عوضاً عنه. فضلاً على ذلك فإن المساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية قد ترتبط بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الحديثة<sup>3</sup>.

## ثانياً: أهمية السوق المالي

<sup>1</sup> حسام الدين محمد الوظائف الاقتصادية للبورصة. 03/04/2004. انترنت. ص1. <http://www.islamonline.net>

<sup>2</sup> Peters. Rose, Money and capital Markets , 8th edition, McGraw-Hill, Inc, USA, 2003 P.7.

<sup>3</sup> سعيد النجار السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1994، ص 95.

تعتبر الأسواق المالية في غاية الأهمية بالنسبة للصحة العامة للاقتصاد. ومع وجود أسواق فعالة للائتمان ورأس المال، سيكون الاقتراض والاستثمار محدودين، ويمكن أن يعاني الاقتصاد الكلي كله. وكثيراً ما تفشل الأسواق المالية في تشكيل الاقتصادات الرائدة وفي الاقتصادات الأقل نمواً، مما يتسبب في انخفاض مستويات الاستثمار وانخفاض معدلات النمو. تبرز أهمية الاسواق المالية في جانبين:

### 1. أهمية الاسواق المالية للأعمال التجارية:

تؤثر الأسواق المالية بشكل مباشر على الأعمال التجارية المتداولة علناً. عندما ينخفض سعر سهم الشركة، تقل قدرتها على زيادة رأس المال. يشرح روبرت هايلبرونر في كتابه "الاقتصاديات الموضحة" أن سوق الأوراق المالية يؤثر على الأعمال التجارية بثلاث طرق:

- التوقعات الخاصة بتأثير مناخ الأعمال على أسعار الأسهم.
- تواجه الشركات وقتاً أكثر صعوبة في إصدار سندات جديدة للمستثمرين عندما يكون سعر السهم متدنياً
- عندما تنمو الأسواق تميل الشركات إلى إغراء الآخرين.

### 2. أهمية الاسواق المالية للاقتصاد:

تؤثر الأسواق المالية على النظرة العامة وتشكل المشهد الاقتصادي. إن الارتفاع القوي في وول ستريت يغرس الثقة في الشركات لتوسيع العمليات والمخاطر. في هذه الحالات، تقوم الشركات بتوظيف عدد أكبر من العمال، وتحسين معدل التوظيف، وبالتالي إعطاء المستهلكين المزيد من الدخل المتاح، الذي يؤثر بدوره على الاقتصاد القومي والعالمي بالتتابع.

تعد مؤشراً دقيقاً للثقة الموجودة في اقتصاد أي بلد. حيث يقوم رجال الاعمال والمستثمرون بمراقبة السوق بكل عناية وتمحص، لأنها المقياس الذي يمكن اتخاذه كمؤشر دقيق حول المناخ الاستثماري والاقتصادي الذي يحيط بدائرة الاعمال، فمن خلال السوق يمكن ان تسجل تحركات الاقتصاد المعني بدقة لتعكس ما يمر به الاقتصاد من ركود او انتعاش او نمو.

تلعب دوراً رئيساً في تنفيذ السياسة النقدية للدولة إذ بواسطة السوق المالية (سوق النقد) يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة وأيضاً عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دوراً كبيراً في السوق وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية التي يبتغيها.

التنوع وتحويل المخاطر، من خلال توفر التحوط للمستثمرين ووحدة الأعمال العاملة بها وذلك لأنها تسمح بتخفيض وإعادة توزيع المخاطرة فعن طريق المعلومات التي توفرها مؤشرات السوق مثل مؤشر S&P500)) يستطيع المستثمر معرفة أي الأوراق يجب بيعها وأيهما يجب شراءها.

تنظيم ومراقبة الإصدار من الأوراق المالية والمتعاملين بها على حد سواء بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته مما يوفر ضماناً لصغار المدخرين وينعكس إيجابياً على الحالة الاقتصادية عموماً.

يقوم بعدالة تحديد أسعار الأسهم، أي إن أسعار الأسهم في السوق المالية لا تتحدد عن طريق الوسطاء أو تجار الأسهم أو المفاوضات بل عن طريق المزاد العلني وبالتالي فهي تعكس صورته أقرب إلى الدقة في تحديد الأسعار.

يؤدي إلى خفض تكاليف التمويل قصير الأجل وبذلك يكون سبباً في زيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق انتعاشاً أو ازدهاراً اقتصادياً حقيقياً ومنتيناً.

**المطلب الثالث: خصائص السوق المالي وأنواعه:**

**أولاً: خصائص السوق المالي**

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى منها:

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة أمام المستثمرين للاستفادة منها في مختلف أرجاء العالم.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة.

- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- مرونة أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات تعطي خاصية للأوراق المالية كونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

من خصائص الأسواق المالية الكفؤة هو توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، الوساعة، وانخفاض عمولات الوساطة.

#### أ. السيولة:

تعتبر السيولة في الأسواق المالية أحد أهم المحفزات للمستثمرين. والسيولة تعني إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن سعر شراء الأصل، ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق.

#### ب. استمرارية السعر:

تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة. وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر. والسوق المستمرة تتميز بالسيولة طالما لم تحدث تبدلات حادة على مستوى أسعار الصفقات.

#### ت. عمق السوق:

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق Depth في السوق. والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى ضبط التغير الكبير في السعر، والعكس في الأسواق التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة Shallow Markets بما أن عدد أوامر الشراء والبيع قليل وأن فارق السعر بين هذه الأوامر واسعاً فان ذلك ينعكس على نشاط التداول في السوق. فالأسواق هذه لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى. ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل، فان الفارق ما بين أسعار الطلب والعرض Bid & Ask Prices في الأسواق العميقة يكون ضيقاً. ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة، وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب لإتمام صفقاتهم.

وأما الأسواق المشتتة Fragmented Markets فهي التي تفتقد إلى العمق والسبب في ذلك أن عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة. وتتميز هذه الأسواق بكبير الفرق ما بين أسعار الطلب وأسعار العرض، وتستغرق عملية إتمام صفقة بيع أو شراء أوراق مالية وقتا طويلا.

ث. شمولية السوق:

تتميز الأسواق المالية بالوساعة إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. فلو كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فإن السوق تكون ضيقة. وبسبب حجم التداول في الأسواق ذات الواسعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقا.

ج. حيوية السوق:

عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق. في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا. ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

ح. كفاءة المعلومات (أو التسعير):

يعتبر توفر المعلومات Availability of Information عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية. هذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية. إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية. هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية External Efficiency أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

ويمكن النظر إلى الأسواق المالية الكفوءة كعبة عادلة Fair Game للمتعاملين. بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين. بما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات، فإنهم يشتركون في لعبة عادلة. والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي إلى قيمتها الحقيقية.

والسوق المالية التي تتمتع بكفاءة عالية، هي السوق التي تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية من خلال التقدير الجيد لقيمتها الاستثمارية. فيما السوق الضعيفة الكفاءة هي التي يكون فيها الفرق بين سعر الأوراق المالية في السوق

وقيمتها الاستثمارية جوهرية. ويشكل توافر المعلومات ومستوى جودتها أساس كفاءة الأسواق المالية، التي تساعد المستثمرين على تقدير السعر المناسب للأوراق المالية وزيادة الشفافية. ويساهم توفير تفاصيل المعلومات المالية الفورية للمستثمرين في الأوراق المالية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، نظراً إلى اعتمادهم على معلومات مهمة، إضافة إلى أهمية دقة المعلومات المفصّل عنها وصحتها وصدقيتها، بحيث لا تكون مضللة من جهة، وغير مبالغ فيها من جهة أخرى. وتكون قابلة للمقارنة بالمعلومات الأخرى، بما يؤدي في النهاية إلى سلامة الحكم على جدوى الاستثمار في أسهم أي شركة مدرجة.

### ثانياً: تصنيفات السوق المالي

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة من زوايا مختلفة، ولكن رغم هذه التقنيات تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل جدي بين نوع معين منها ونوع آخر، حيث أن الهدف الأساسي من الأسواق المالية هو تمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة، ومن أهم هذه التصنيفات التي تأتي طبقاً لأغراض التمويل هي تقسيم السوق المالية إلى سوق نقدية وسوق رأس المال.

1. سوق النقد: تعرف أسواق النقد على أنها الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل فيها، والتي ترتفع درجة سيولتها وتنخفض درجة المخاطرة فيها، ولذلك تقل فيها معدلات العائد بالمقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل التي يتم تداولها والتعامل بها في الأسواق المالية، حيث تؤدي أسواق النقد دوراً هاماً وأساسياً في توفير التمويل قصير الأجل للنشاطات الاقتصادية وبالذات الإنتاجية منها وللجهات المختلفة في الاقتصاد التي تحتاج لمثل هذا النوع من التمويل أخلف، 2006، ص 57].
- كما يتمثل السوق النقدي في جميع المنظمات والإجراءات التي تسهل تداول الأوراق المالية ذات السيولة العالية التي لا تزيد مدتها على سنة، ومن الأوراق التي يتم التداول بها في مثل هذه الأسواق الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية والقبولات المصرفية الشاورة، 2013، ص 78].
- من خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف سوق النقد على أنه: "السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال الجهات التي تتعامل في تلك الأوراق كالمساسة والبنوك التجارية".
- حيث يتكون سوق النقد كجزء مكون السوق المال من سوقين، السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول).
- سوق الأولية: والتي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية، أي أن السوق الأولى محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين.
- سوق الثانوية: والتي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، أي أن السوق الثانوي يمثل الإطار الذي يتم فيه تداول الإصدارات النقدية بين مشتريها

الأول ومشتريين آخرين وغالبا ما يقصد بسوق النقد السوق الثانوي للنقد، حيث يتكون من سوقين فرعيين هما سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

#### (أ) سوق الخصم:

ويتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهمها الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية) القبولات المصرفية، أذونات الخزنة، وغيرها وسيتم تناولها بالتفصيل لاحقاً

#### (ب) سوق القروض قصيرة الأجل:

وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصير تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من الناحية الأخرى (عبد القادر، 2010، ص ص: 123، 124).

2. سوق رأس المال: من الصعب إعطاء تعريف واحد ومحدد لسوق رأس المال خاصة في ظل تعدد الأبحاث التي تناولت هذا المفهوم، وعليه يمكن القول أن سوق رأس المال في السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات، وهذه الأوراق المالية ممكن أن تصدر عن منشآت الأعمال كما أنها ممكن أن تصدر عن الحكومة" (بوراس، 2002، ص 73).

كما يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية والقروض بأنواعها، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين [3] F.Leroux, 1995, p 3

من خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف سوق رأس المال على أنه "السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم".

حيث تتكون سوق رأس المال من سوقين هما الأسواق الحاضرة (الفورية) والأسواق المستقبلية ويمكن تحديد أنواعها من حيث شروط التداول فيها إلى عدة أسواق.

#### أولاً: الأسواق الحاضرة

وهي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كأسهم والسندات، ويتم من خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات، وتضم هذه الأسواق كل من السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية سوق التداول) [آل شبيب، 2012، ص 50]

#### أ-السوق الأولية

وهي السوق المالية التي يجري فيها بيع وشراء الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، فالشركات المصدرة تستلم متحصلات بيع الاستثمارات المالية مطروحا منها تكاليف الإصدار، وإن أغلب الإصدارات الجديدة تباع إما بالطرح العام وهو بيع الاستثمارات الجديدة لعموم المستثمرين، أو بالطرح الخاص وهو بيع الإصدارات الجديدة من الاستثمارات، أو الاستثمارات الأخرى إلى عدد محدد من المستثمرين العامري، 2013، ص [549]

### ب - السوق الثانوية

وهي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية القديمة المصدرة سابقا، التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأول أمجيد، 2008، ص 6]

### أنواع السوق الثانوية

يتكون السوق الثانوي من السوق المنظمة (البورصة) والسوق الغير منظمة.

#### • السوق المنظمة

وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق المالي، ويدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به، وتفرض الجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط على إدراج الشركات في البورصة، وتتشابه الأسواق المالية بالمهام التي تنفذها ولكنها تختلف من حيث حجمها وأسلوب إدارتها وطبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها وشروط الإدراج [آل شبيب، 2009، ص 192].

#### • السوق الغير منظمة (الموازية)

وتسمى أحيانا بأسواق فوق الحاجز، فهي أسواق مالية لا تخضع للمحددات والأساليب التي تخضع لها الأسواق النظامية، وهي أسواق تتمتع بمرونة نسبية عالية حيث تعمل خلال 24 ساعة وعلى مدار العام وساعدت وسائل الربط التكنولوجي في ازدياد دور وأهمية هذه الأسواق، وتمتاز الأسواق غير النظامية بانخفاض تكلفة تنفيذ العمليات في هذه الأسواق [خصاونة، 2011، ص 179].

حيث تتضمن السوق الموازية سوقين فرعيين هما:

- **السوق الثالثة:** تمثل السوق الثالثة جزء من السوق الغير منظمة والتي تتكون من بيوت السمسرة غير أعضاء الأسواق غير المنظمة وتمثل هذه البيوت في واقع الأمر أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها وبأية كمية مهما كبر حجمها أو صغر، أما الأفراد المتعاملون في هذه السوق فمنهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من حيث رؤوس الأموال، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلون في السوق المنظمة (الدعي، 2010، ص 149).

- **السوق الرابعة:** يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسمسرة، وفي ظل هذه السوق تهرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال

المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات (بوراس، 2002، ص72).

- أسواق أخرى: يمكن أن توجد بعض أشكال الأسواق المالية التي تتسم ببعض سمات الاحتكار والتي يطلق عليها نتيجة لذلك الأسواق الاحتكارية، والتي توجد فيها جهات لها القدرة على السيطرة على السوق من جانب العرض أو من جانب الطلب، أو من الجانبين معا وتمثلها في الغالب الأسواق التي يغلب عليها التعامل بأوراق مالية تصدرها الحكومة ومؤسساتها [خلف، 2006، ص 49].

#### ثانيا: الأسواق الآجلة

هي أسواق العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق [آل شبيب، 2012، ص 51].

ويتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات ما بين مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام بيع أصل مالي أو شرائه في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تنقسم الأسواق المالية الآجلة إلى ثلاثة أسواق وهي: سوق العقود المستقبلية، سوق عقود الخيارات، سوق عقود المبادلة الداعي، 2010، ص153].

## خلاصة:

في هذا الفصل استخلصنا أن عملية تمويل تعتبر حجر الأساس للقيام بأي مشروع استثماري، حيث يلعب التمويل دور أساسي في مختلف المراحل الإنتاجية التي تمر بها المؤسسة، كما رأينا أن التمويل العديد من معايير التصنيف التي يقسم بها كذلك تعرضنا لمختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسات المصغرة حيث استخلصنا أن مصادر تمويلها الخارجية المباشرة تكون محدودة وهذا نظرا لشكل القانوني الذي يمكن أن تأخذه، إضافة إلى كل هذا تعرضنا إلى مختلف البدائل التمويلية المستحدثة لتمويل المؤسسات المصغرة، حيث تطرقنا إلى التمويل التاجيري والدور الذي يلعبه في تمويل المؤسسات المصغرة وكذا التمويل عن طريق مؤسسات تمويل رأسمال المخاطر، وفي الأخير تعرضنا لمختلف الصيغ الإسلامية المتاحة للمؤسسات المصغرة في تمويل نشاطاتها المختلفة.

# الفصل الثاني

أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

تزايد اتجاه الدول النامية خلال النصف الثاني من عقد الثمانيات وحقبة التسعينات من القرن السابق إلى التحول الاقتصاد السوق مع تزايد الاختلالات الاقتصادية وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية بها، وفي إطار تحولها إلى الاقتصاد السوق تبنت مختلف الدول النامية بما في ذلك الدول العربية برامج إصلاحية شاملة خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية.

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشار واسع للأسواق المذكورة في كافة الدول المعنية بل وكذلك في المدن الرئيسية في هذه الدول، وسنحاول من خلال هذه المداخلة تسليط الضوء على وضعية البورصات في الاقتصاديات العربية بالتركيز على بورصة الجزائر ومحاولة تبيان درجة تطور سوق الأوراق المالية ومدى مساهمتها في إحداث تنمية اقتصادية من خلال التركيز على المحاور التالية:

- المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية.
- المبحث الثاني: السوق المالية في الجزائر.
- المبحث الثالث: آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق المال العربية.

## المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية

لم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة للأوراق المالية وهما مصر ولبنان الذين تم تأسيسهما بين العامين 1899 و1920، وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب ثم تونس سنة 1969 على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويراً لألية تسعير القيم المنقولة في كل منهما.

وشهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصة للأوراق المالية عام 1977 في كل من الكويت والأردن، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالية عام 1978، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وسلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام 1989، وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995 الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقا لأسس قانونية حديثة<sup>1</sup>.

## المطلب الأول: عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية، وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة للعوامل التالية:

1. فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينات والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتماشي سياسة الاتفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة وذلك من خلال توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها<sup>2</sup>.
2. ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.
3. تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام والذي صاحبه ارتفاع أهمية القطاع الخارجي في التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف 4 وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.

<sup>1</sup> خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، ص 263. - المرجع السابق، ص 266.

<sup>2</sup> مرجع سابق، ص 267.

4. توكيد دور القطاع الخصاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وإنشاء الشركات المساهمة<sup>1</sup>.
5. التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كالهند وسنغافورة والبرازيل مثلاً<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية

إن عملية رصد الوضع الراهن الأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، فقد واجهت هذه الأسواق مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها وحدت من كفاءة أدائها، وإذا كان لكل سوق خصوصيته التي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في العوامل التالية:

#### 1. ضالة عرض الأدوات الاستثمارية:

تعاني الأسواق المالية العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي:

- أ- سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في العديد من أسواق المال العربية، مما يترتب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركات بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في رأس المال، وهذا ما يحرم السوق من الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية<sup>3</sup>.
- ب- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرامي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة: لقد اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي التمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان: دار صفاء للنشر، 2003، ص 299.

<sup>2</sup> خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، مرجع سابق، ص 267.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 253.

التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية<sup>1</sup>.

ت- ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات: لقد كان أسلوب التوزيع قائماً على الاتصال الشخصي المباشر، وذلك بسبب الافتقار إلى المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب.

ث- محدودية احجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق، وتعزي محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة، وغالبا ما تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم الفترات طويلة<sup>2</sup>.

## 2. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية:

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية، ومن العوامل التي يعزى إليها هذا الأمر ما يلي:

أ- انخفاض معدل الادخار الفردي وعدم ثباته بسبب تدني الدخل النقدي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه.

ب- منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها من جهة، علاوة على منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى.

ت- تفضيل السهولة في الاستثمار قصير الأجل: لقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق المال من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري والتوظيفي لدى المدخرين<sup>3</sup>.

ث- عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب أو شركات الوساطة.

ج- انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية: وهو ما يتعلق جزئيا بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئيا ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق. هذا فضلا عن المحددات الرسمية لسقف والفروقات السعرية وذلك بغرض تجاوز أو تقليل ميول المضاربة لدى المستثمرين<sup>4</sup>.

ح- ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق: ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد، وهذه الصورة تبدو معكوسة في السوق المصرية مثلا؛ حيث يستحوذ الأفراد على 80% تقريبا، بينما تستحوذ المؤسسات على 20%.

<sup>1</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2000، ص 182.

<sup>2</sup> المصدر نفسه.

<sup>3</sup> سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، القاهرة: مكتبة مدبولي، 1999، ص 128، 129.

<sup>4</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 306.

خ- ضعف الفرص المتاحة للتنوع: تنسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة - بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول<sup>1</sup>.

### 3. قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم اسواق المال العربية:

يلاحظ أن من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية، تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، ويبدو هذا واضح في عدد من الجوانب وتتمثل في<sup>2</sup>:

- أ- غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات العربية وقلة الصلاحيات المخولة لهذه البورصات وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية.
- ب- غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره، ومن أهم هذه المؤسسات الشركات الصانعة للسوق، حيث أدى غيابها في بعض الأسواق إلى زيادة مدة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم أسواق الأوراق المالية العربية إلى شركات الترويج وضممان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضممان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة و إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

### 4. دقة الإفصاح وتدقيق المعلومات:

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، والاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها وصدقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية. لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عددا من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على "الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقيت المناسبة، عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهبي الشركات على معاملة

<sup>1</sup> سليمان المنذري، "البورصات العربية وهن في مرحلة الشباب"،

<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml> (2006-08-24)

<sup>2</sup> التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2000، مرجع سابق، ص 181، 182

عادلة ومنتساوية، خصوصاً فيما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دولياً<sup>1</sup>.

تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصرحة والمنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من احتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه<sup>2</sup>.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية على الإشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها. وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق إلى آخر، فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح نشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق العربية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلاً عن ذلك فإن الأسواق العربية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها<sup>3</sup>.

##### 5. ارتفاع درجة تركيز التداول:

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما:

الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

الثاني: انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام.

<sup>1</sup> زياد الدباس، "تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية"

(<http://www.alarabiya.net/Articles/2006/05/14/24943.htm> 24-08-2006)

<sup>2</sup> سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سابق، ص 130.

<sup>3</sup> سليمان المنذري، "البورصات العربية....وهن في مرحلة الشباب"، مرجع سابق.

## الجدول(1): نسبة تركيز أنشطة عشر شركات عربية

الدولة	نسبة التركيز (يونيو 2000)
الأردن	72
مصر	28.7
المغرب	70.4
السعودية	77.3
عمان	45
الكويت	54.5

المصدر: النشرات الإحصائية لعدد من البورصات العربية

## 6. التقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزي ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي).

في معظم البورصات العربية هامش مسموح به المدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 7 و 10% في بورصة الكويت مثلا، وتتردد بعض المقترحات لرفع هذا المستوى إلى 20 %، ولكن الأخذ بهذا المقترح من شأنه أن يزيد من هامش التقلبات في الأسعار؛ فكلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كان ذلك مؤشرا على تطور كبير في السوق.

تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية العربية حيث تبحث كافة المعاملات عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار خاصة في مجال أسهم الشركات. وكثيرا ما يقع مشترو الأسهم ضحايا لما يعرف بالشركات الوهمية نتيجة تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها<sup>1</sup>، وقد شكلت طبيعة المستثمر والثقافة الاستثمارية في هذه الأسواق عامة أساسية في الارتفاع الكبير في الأسعار ومن ثم الانهيار الحاد الذي ضرب الأسواق الخليجية في الآونة الأخيرة، إذ أن غالبية المستثمرين هم من المدخرين والمضاربين الذين كانوا يتخذون القرارات الاستثمارية معتمدين على الإشاعات وعلى بعض آليات التقويم الاستثماري التقني من دون دراية بمقومات التحليل وتقنياته، والتقويم المالي الأساس خصوصا والصناعة المالية عموما. تضاف إلى ذلك محدودية دور المؤسسات الاستثمارية في هذه الأسواق، وهي مؤسسات

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 308

متخصصة بهذه الصناعة المالية ولديها الموارد والدراية الكافية لتتخذ قرارات استثمارية وهي في أسوأ الأحوال أصح وأكثر استمراراً من تلك التي يتخذها المستثمرون الأفراد.

إن تدفق الأموال إلى الأسواق الخليجية تم في فترة قصيرة نسبياً وبكميات كبيرة، لم تعط الفرصة لأصحاب الاستثمارات لتطوير أعمالهم وتوفير فرص استثمارية حقيقية وجديدة لتحقيق عائدات تناسب مع أسعار الأسهم وتوقعات المستثمرين. وهذا ما يتحقق عادة على المدى المتوسط أو الطويل، ما أدى إلى تضخم أسعار الأسهم أكثر من المفترض في الأحوال الطبيعية، لتتجاوز القيمة السوقية لمعظم الأسهم، قيمتها الجوهرية أضعافاً مضاعفة<sup>1</sup>.

#### 7. ضالة حجم السوق:

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء.. وباستثناء مصر، فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في كل سوق لا يتجاوز 75 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضاً بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة؛ ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة.

كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الحجم النسبي لها إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ثلاث مجموعات: الأولى تضم كل من سوق الكويت والبحرين وقطر والأردن وتزيد نسبة القيمة السوقية اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما المجموعة الثانية فتتمثل في الأسواق التي تزيد قيمتها السوقية عن 50% وتضم الأسواق في السعودية والإمارات. أما المجموعة الثالثة فتضم الأسواق في كل من مصر وسلطنة عمان والمغرب وتونس ولبنان والسودان والجزائر والتي تقل فيها نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50%.

لقد عرفت الأسواق المالية العربية تطورات كبيرة في مستوى أدائها خلال السنوات الأخيرة كما هو موضح في الجدول التالي:

<sup>1</sup> البورصات العربية تعاني عجز السياسات الاقتصادية وضعف الثقافة الاستثمارية والمالية"  
(2006-08-24) <http://www.alarabiya.net/Articles/2006/06/21/24943.htm>

الجدول(2):بيانات أسواق الأوراق المالية العربية2000-2006

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	
489.9	405.5	361.8	208.9	152.3	148.2	149.4	القيمة السوقية (مليار دولار)
469.5	398.7	230.4	65.4	42.7	36.5	35.6	قيمة الأسهم المتداولة (مليار دولار)
188.5	100	63.4	46.1	23.5	9	11.9	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
2001	1865	1723	1826	1687	1678	1634	عدد الشركات المدرجة
96.9	83.5	63.7	31	28	24.6	23.9	معدل دوران الأسهم %

## المصدر:بيانات صندوق النقد العربي

**التعليق:** استمرت أسواق الأوراق المالية العربية في أداءها الجيد على مدى السنوات 2000-2006، حيث ارتفعت أحجام هذه الأسواق مقاسة بالقيمة السوقية لتبلغ نهاية هذه الفترة 622.4 مليار دولار. كما زادت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ في نهاية الفترة 568.3 مليار دولار وهذا ما أثر إيجاباً على مؤشر عدد الأسهم المتداولة الذي بلغ في نهاية عام 2004 حوالي 57.029 سهم، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفؤة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما حققته البورصات العربية من زيادة في سيولتها من خلال ارتفاع معدل دوران الأسهم الذي وصل في نهاية عام 2004 إلى مستوى 91%. وتعكس النتائج السابقة مدى قدرة الأسواق العربية على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إذا لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات.

## المبحث الثاني: السوق المالية في الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر تدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة 1988 بصدور عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة. مما غير الوضع القانوني للمؤسسات العمومية التي أصبحت شركات أسهم بعد أن قسم رأس مالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم وأوكلت عملية تسييرها إلى صناديق المساهمة. إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وهي البورصة.

## المطلب الاول : نشأة السوق المالية في الجزائر :

## الفرع الاول: أسباب إنشاء السوق المالية في الجزائر:

من بين العوامل التي حثت على قيام السوق المالية في الجزائر نجد ما يلي:

1-1. استغلال الادخارات غير الموظفة: لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات و المنتوجات لتحفيز الإدخار ، فقد قدر الإدخار الوطني لسنة 1997 ب 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون ب 363.5 مليار دج، ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن من التجنيد المباشر للإدخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الإستدانة وتخفيف العجزات في الميزانيات، كما تسمح بضمن مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

## 2-1. ظروف المحيط الاقتصادي :

تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي والذي دام من 1986، وعلى الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997 ، وفي هذا الشأن، فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل و ذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية<sup>1</sup>.

## 3-1. ازدياد إحتياجات المؤسسات العمومية :

مثلت إحتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا، حيث أن أكبر جزء من مورد البنوك هي ناتجة عن عمليات إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وبهذا الصدد، يمكن ملاحظة أن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360 مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991. يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف الإحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> نوال بن لكحل، "الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر"، (رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2001)، ص 130، 131.

<sup>2</sup> براق محمد، "محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و 23 أبريل 2003، ص 02.

## الفرع الثاني : تاريخ إنشاء بورصة الجزائر

لقد تأخرت عملية إنشاء بورصة الجزائر كثيرا على الرغم كونها من بين مشاريع ومراحل الإصلاحات الاقتصادية التي أقرتها قوانين 1988، وتوفر شركات ضخمة جديرة بالتقييد، إذ يدخل إنشاؤها ضمن إصلاح نظام التمويل بصفة عامة، لاسيما القانون 06/88 الصادر في 12 يناير 1988، الذي اعتبر إصلاح نظام التمويل من الإصلاحات الاقتصادية الشاملة.

1-2. مراحل نشأة بورصة الجزائر: يمكن تقسيم تاريخ نشأة بورصة الجزائر إلى خمس مراحل أساسية:

أ- المرحلة ما قبل سنة 1990<sup>1</sup>:

نظرا لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الاشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود البورصة ولا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدًا قبل سنة 1988، وبعد صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا في كل من القانون رقم 01-88 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج إلى وقت طويل.

## ب- المرحلة ما بين 1990 و1993:

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة، ويهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية في انتظار توفر الشروط الاقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ 3200.00 دينار ويتولى مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية إدارة هذه الشركة

لقد مرت هذه الشركة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها و الدور غير الواضح الذي تلعبه، ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فبراير 1992 اتخاذ القرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من اجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المتداولة وقد أخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المتداولة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 5.

<sup>2</sup> شمعون شمعون، البورصة، الجزائر: الأطلس للنشر، بدون تاريخ نشر، ص 80، 81.

ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي أواخر سنة 1992، يضاف إلى ذلك انه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة، وكذا شروط إصدارها، وأيضاً لجنة البورصة.

وبالرغم من كل ما سبق، فإن هذه البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها<sup>1</sup>:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق والمتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى أنها غير كفؤة.
- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافاً في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم.
- غياب الثقافة البورصية.

ج- المرحلة ما بين 1993 و1996<sup>2</sup>:

وقد تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي غضون عام 1993، تم إصدار مرسومين تشريعيين هما:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتتم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.
  - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.
- وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء، هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

د- المرحلة ما بين 1996 و1998:

الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة.

<sup>1</sup> براق محمد، مرجع سابق، ص 5.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 6.

## هـ- المرحلة ما بعد 1998:

مثلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدخالها في قيد البورصة، وكذا الشروع في عملية التداول المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر.

## الفرع الثالث: الهيئات الناشطة ببورصة الجزائر:

تضم البورصة في الجزائر مجموعة من الهيئات والمؤسسات التي تعمل بتكامل حتى تضمن سير العمليات في البورصة وسير البورصة في حد ذاتها، حيث تمثل بورصة الجزائر حاليا تجمعا للعديد من المؤسسات والمهنيين من بينهم:

✓ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB التي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام انظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين.

✓ شركة تسيير بورصة القيم SGBV المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة. وتتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة.

✓ الوسطاء في عمليات البورصة IOB هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. المؤتمن المركزي الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" وهو شركة ذات أسهم، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي حافظي السندات TCC، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقا للمعايير الدولية

✓ ماسكو الحسابات حافظو السندات TCC وهو البنوك والمؤسسات المالية وشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير

الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليهما في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية  
✓ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM وتتألف من شركات ذات راس المال المتغير SICAV والصناديق المشتركة للتوظيف FCP. وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة، ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين

بينما تتمثل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حاليا في:

✚ مؤسسة التسيير الفيدفي الأوراسي: ثم افتتاح مؤسسة الأوراسي سنة 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندق (SONATOUR) حتى 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندق (ALTOUR) حتى عام 1979، ومن خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983. وفي ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، ثم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندق (EGH) وعدل

البنك سنة 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم يراس مال قدره 40 مليون دج، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي". وفي 1995، وضع البنك تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات، وأصبحت الدولة المساهم الوحيد فيها لكن، وتماشيا مع توجهات السلطات العمومية في فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام. وفي 1999، فتحت رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع بما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي. وفي 2000، وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في قواعد البورصة، تم إدراج مند رأسمالها في جدول التسعيرة الرسمية .

اليانيس 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 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دج بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للدخار. وفي نوفمبر 2010 شرعت أليانيس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب، وانصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي. وفي مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها، تم إدراج سند رأس المال الشركة أليانيس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية .

شركة أن سي أي رويبة: الشركة ذات الأسهم أن سي أي رويبة هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دج، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات و عصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". وكانت متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة المرطبينيات تحت العلامة التجارية "الرويبة". وفي سنة 2003، غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، وفي 2006، ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 520440001 ج مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسيفست المحدودة". وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة إلى "أن سي أي رويبة ش. ذ.أ." مع رفع رأس المال الشركة من إلى 849195000 دج، وفي سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين، وفي أبريل 2013، شرعت المؤسسة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25% من رأس المال. وفي يونيو 2013، وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أي رويبة في جدول التسعيرة الرسمية.

مجمع صيدال: تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك (BIOTIC)" و "فارمال (PHARMAL)", وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني، وكانت مهمتها هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وتزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم، ثم غيرت الشركة اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت 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، وفي فبراير 1999، قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 20% من رأس مال المجمع، وفي سبتمبر 1999، وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية

مؤسسة بيوفارم: الشركة الجزائرية الأدوية، وهو مجموعة صناعية وتجارية بدأت الاستثمار في سنوات التسعينات في قطاع الصناعات الدوائية، ولديها حاليا وحدة إنتاج وفقا للمعايير الدولية، وشبكة توزيع تضم تجار الجملة والصيدليات، وبعد ما يقرب من عقدين من النشاط المكثف، وصلت بيوفارم إلى مرحلة تطور تتطلب إعادة هيكلتها .

الجدول(3): حصيلة النشاط السنوي لتداول الأسهم في بورصة الجزائر خلال فترة 2011\_2017

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
3150	2037	2717	3402	3987	4412	1393	عدد الأوامر
3700972	3063954	7519494	29220751	2635612	2503066	1190526	حجم الأوامر
468145	788860	2213143	90111	120681	49471	231997	الحجم المتداول
302261260.00	805500430.00	1251956825.00	41410610.00	49116990.00	36038865.00	185118435.00	القيمة المتداولة
438	339	259	251	132	143	413	عدد الصفقات
أهانس - للتأمينات - مجمع بيوفارم - فندق أوراسي - أن سي أي - مجمع صيدال	أهانس - للتأمينات - مجمع بيوفارم - فندق أوراسي - أن سي أي - مجمع صيدال	أهانس - للتأمينات - فندق أوراسي - أن سي أي - مجمع صيدال	أهانس - للتأمينات - فندق أوراسي - أن سي أي - مجمع صيدال	أهانس - للتأمينات - فندق أوراسي - أن سي أي - مجمع صيدال	أهانس - للتأمينات - فندق أوراسي - أن سي أي - مجمع صيدال	أهانس - للتأمينات - فندق أوراسي - مجمع صيدال	المؤسسات النشطة

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وتقرير

"Rapport dativa" لستتي 2015 و2016 عن شركة تسيير بورصة القيم

يظهر الجدول رقم 03 أن عدد المؤسسات المدرجة والأنشطة في سوق الأسهم في بورصة الجزائر خلال سنتي 2011 و2012، قد بلغت ثلاث مؤسسات هي: أليات التأمينات، فتدق الأوراسي، مجمع صيدال، لتضاف لها شركة أن مسي أي روبية سنة 2013 وجمع بيوفارم الصيدلي سنة 2016، كما يظهر أن عدد الصفقات التي تم عقدها قد انخفضت بين سنتي 2011 و2016 حيث انتقلت من 413 صفقة إلى 339 صفقة، تتعود للارتفاع سنة 2017 لتصل إلى 38 أمراء كما يسجل ارتفاع في عدد الصفقات التي يتم عقدها بدخول مؤسسات جديدة دخول كل من أن سي اي روبية ام مجمع بوفارم السوق المتداول، مع زيادة ما يقارب 100 صفقة بين سنتي 2016 و 2017 تعبر عن النشاط الذي تعرفه المؤسسات المدرجة في البورصة ويلاحظ من الإحصائيات التي يضمها الجدول، تذبذبا في عدد الأوامر المصدرة بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة ، حيث بلغ عدد الأوامر أكبر قدر له سنة 2012 ب 4412 امرا، بينما كان أقل عدد الأوامر صادرا سنة 2011، 1393 أمرا في حين أن الأرقام تشير إلى ارتفاع في حجم الأوامر بالرغم من الانخفاض في عددها، حيث أن سنة 2012، التي سجلت أكبر عدد من الأوامر بها، فقد بلغت حجم هذه الأخيرة 2503066، بينما سجلت سنة 2015 أكر حجم للأوامر مقدرا و 7519494. وسجل أكبر حجم متداول الأسهم خلال فترة الدراسة سنة 2015 ب 2213143 سهما بقيمة بلغت 1251956825,000 دج، تليه سنة 2016 ، 788860 سهما بقيمة 805500430.00 دج.

تبرز هذه الأرقام وجود حركة متزايدة في تداول الأسهم في بورصة الجزائر تقوم بها مؤسسات جزائرية كبيرة الحجم فالها، حيث تعرف السنوات الأخيرة ارتفاعا في حجم وقيمة التداولات تعبر عن فتح مزيد من رؤوس الأموال لعدد من المؤسسات المستعمرة ، إلا أن هذه الأرقام تظهر أيضا ضعف إقبال المؤسسات الجزئية، قبل الأجنبية، في اللجوء إلى البورصة، حيث بقي عدد المؤسسات والصفقات المبرمة قليلة مقارنة ببورصات أخرى تم فيها التعامل بين مئات المؤسسات

## المطلب الثاني : وضعية بورصة الجزائر

الفرع الأول : عمليات الإدراج في بورصة الجزائر وتطور أداؤها:

### 1-1. عمليات الإدراج في البورصة

فتحت بورصة الجزائر أبوابها لأول مرة في 13 سبتمبر 1999، من خلال دخول أربع مؤسسات وطنية لأسهم وسندات، ويتعلق الأمر برياض سطيف، ومجمع صيدال، و المركب السياحي الأوراسي، إضافة لسونطراك، ويمكن تبيان مختلف عمليات هذه المؤسسات وفق الجدول التالي:

الجدول (4): عمليات الإدراج المنجزة

القيمة: دينار جزائري

عدد المساهمين	الطلب	سعر العرض	القيمة الاسمية	رأس المال الاجتماعي	عدد الأسهم	السهم وفترة العرض
5.186	1.000.000	2.300	1.000	5.000.000	1.000.000	رياض سطيف من 10/02 إلى 1998/12/31
19.296	2.851.256	800 دج ( ثابت )	250	10.000.000	2000.000	مجمع صيدال من 02/15 إلى 1999/07/15
10.941	2.001.237	400 دج ( ثابت )	250	6000.000	1200.000	م ت ف الأوراسي من 16/15 إلى 1999 /07/15

**المصدر:** إيراتني بلقاسم، "بورصة الجزائر"، الأيام الدراسية الأولى حول التسويق ودوره في تحسين الفعالية في المؤسسة الجزائرية، (المركز الجامعي ببشار: أيام 23 و 24/04/2004)، ص 20.

**التعليق:**

إن المؤسسات الثلاث المسعرة حاليا في بورصة الجزائر التي انطلقت سنة 1999 تم إدخالها في البورصة عن طريق صيغة "الدعوة للادخار" و التي ترجمت بخصصة 20 % من رأسمال كل شركة،

أما بالنسبة لعمليات إصدار القرض السندي لسونطراك، فكانت كما يلي<sup>1</sup>:

- تاريخ العملية: من 15 جانفي إلى 15 فيفري 1998

- المبلغ الإجمالي للإصدار: 12 مليار دج

- نسبة الفائدة: 13%

- تاريخ التسديد النهائي: 04 جانفي 2003

2-1. تطور الأداء في بورصة الجزائر:

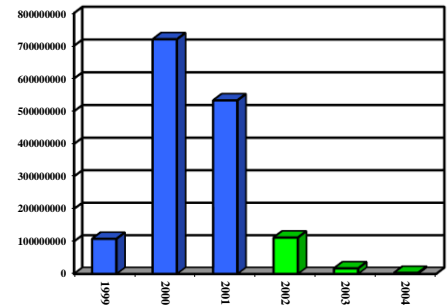
<sup>1</sup> إيراتني بلقاسم، مرجع سابق، ص 20.

بلغ عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر للشركات الثلاث ما يعادل 4200000 سهم إلى جانب سندات شركة سوناطراك. وهذه الوضعية تعكس بوضوح تركيز نشاط بورصة واقتصراره على عدد ضئيل من الشركات وابتعادها عن التنوع رغم إتاحة المشرع الجزائري الفرصة أمام الشركات في تنوع الأوراق المالية. علاوة على ذلك نجد أن بورصة الجزائر تنفرد بكون نشاط التداول يقتصر فيها على يوم واحد وهو يوم الاثنين لتشهد في الأشهر الأخيرة إضافة يوم آخر هو الأربعاء<sup>1</sup>. ويمكن عرض إجمالي نشاط بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

الجدول (5): نشاط بورصة الجزائر للفترة 1999 – 2004

الوحدة دينار جزائري

السنوات	عدد الصفقات المبرمة	حجم الصفقات المبرمة	قيمة الصفقات المبرمة (دج)
1999	1056	35.348	108.079.690
2000	4599	323.990	720.039.160
2001	2898	361.445	533.217.905
2002	2071	80.161	112.060.345
2003	393	39.693	17.257.700
*2004	30	5.710	3.368.560



المصدر: بيانات شركة إدارة بورصة القيم.

\* إلى غاية مارس 2004.

**التعليق:** يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن القيمة الاجمالية للصفقات المبرمة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2004 قد سجلت أعلى مستوى لها خلال نشاط عام 2000 بمبلغ يصل إلى 720039160.00 دج وهو رقم بعيد عن حاجات التمويل التي من المفترض من قبل البورصة خلال نشاط سنة كاملة. ونشاط بورصة الجزائر بعيد عن الواقع والوضعية الحالية ماهي إلا جمود وشلل، إن مساهمة البورصة في الناتج الداخلي الخام للجزائر لا تتجاوز 1%، بينما تفوق مساهمة البورصة في المغرب 20% و14% في تونس<sup>2</sup>. وهي نسبة ضعيفة جدا وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

<sup>1</sup> حسان خبابة، "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الاجتماعية الانسانية (العدد 08: جوان 2003)، جامعة باتنة ص 85.84.

<sup>2</sup> <http://www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm#s167712>

الجدول (5): تطور رأسمال بورصة الجزائر 1999-2003

السنوات	رأس مال البورصة (مليار دينار)	التغيرات	الناتج المحلي الخام (مليار دينار)	نسبة رأسمال البورصة إلى الناتج المحلي الخام
1999	,17519	/	3.238,2	% 0,59
2000	21,495	% 12.10	4.098,8	% 0,52
2001	14,720	% 31.52	4.241,8	% 0,35
2002	10,990	% 25.34	4.455,4	% 0,25
2003	11,100	% 01.00	5.124,0	% 0,22

## المصدر: بيانات شركة إدارة بورصة القيم

**التعليق:** وقد صدر خلال هذه الفترة مجموعة من التشريعات المتممة المتعلقة بسير البورصة:

-قرار 04-01 المؤرخ في أوت 2001 التعلق بتنظيم تسيير خصوصية المؤسسات العمومية.

- صادق المجلس الشعبي الوطني بعد ظهر يوم الثلاثاء 14 جانفي 2003 بالأغلبية الساحقة على القانون المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 والمتعلق بالبورصة و القيم المنقولة تهدف الأحكام الجديدة التي أدخلت على هذا القانون أساسا إلى تحقيق استقلالية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتحسين تنظيم نشاط الوسطاء في البورصة وإنشاء لأول مرة مؤمن مركزي للسندات .

-قانون تنظيمي لبنك الجزائر رقم 04-2000 مؤرخ في 02 أفريل 2004 المبين لشروط دخول وخروج رؤوس أموال غير المقيمين لغرض الاستثمار في الحافظة المالية.

ومن المرتقب أن يتعزز دور بورصة الجزائر نتيجة لقرار السلطات الجزائرية بخصوصية مجموعة من المؤسسات العمومية عن طريق البورصة، و للإدراج المرتقب لأسهم عدد جديد من المؤسسات (سونلغاز، اتصالات الجزائر، الخطوط الجوية الجزائرية، نפטال....

## الفرع الثاني: معوقات بورصة الجزائر:

هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر الفعالية في تمويل الاقتصاد وتمثل فيما يلي:

## 1-2. العوائق الاقتصادية: وتتمثل هذه العوائق تحديدا فيما يأتي:

- الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت إختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية.
- لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة، فقليلا ما كانت تشمل إعفاءات وهذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة<sup>1</sup>.
- ضعف القدرة الشرائية لدي جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

2-2. العوائق التشريعية<sup>2</sup>: وتتمثل العوائق التشريعية عموما فيما يلي:

- عدم تجزئة البورصة.
  - شروط قبول المؤسسات قاسية مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة للإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.
- 2-3. العوائق التنظيمية:

إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكوينيا ماليا واقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة. وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي.

ويعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سيرالبورصة فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين يتقنون التحكم في بيع وشراء الأسهم والسندات ويكون لهم من الناحية القانونية الأولوية في ممارسة هذه العملية وهذا رغم كل الجهود المبذولة في هذا المجال.

<sup>1</sup> نوال بن لكحل، مرجع سابق، ص 131-133.

<sup>2</sup> براق محمد، مرجع سابق، ص 10.

4-2. العوائق الاجتماعية والثقافية: يميل الفرد الجزائري نحو حيازة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون قبل أي اعتبار وذلك بفعل تأثير عوامل اجتماعية وثقافية تتمثل في:

- عوامل تاريخية ترتبط أساسا بالأمية، عدم الثقة في هذه الأداة والخوف من مراقبة مصالح الجباية.
- غياب ثقافة بورصية
- العامل الديني.

4.3- المعوقات التنظيمية والإعلامية: يمكن تلخيص أهم هذه المعوقات من خلال النقاط التالي:

- يعتبر قلت المؤسسات المدرجة والتي تمثل المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة
- عدم تنوع الأدوات المالية في البورصة الجزائرية الأمر الذي لا يفسح للمستثمرين مجالاً واسعاً لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، لأن التنوع يساهم في تخفيض حجم المخاطر الاستثمارية.
- غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة، وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر<sup>1</sup>.
- ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.

الفرع الثالث : متطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر:

انطلاقاً من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بضعف وهشاشة دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة، وجب صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في البيئة الاقتصادية الجزائرية حتى تتمكن البورصة من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي :

1. توفير بيئة اقتصادية ملائمة: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد سوق أوراق مالية فعالة، ولا بد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضاً يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح

<sup>1</sup> نوال بن لكحل، مرجع سابق، ص 131-133.

الحوافز الضريبية للشركات ووضوح الأطر القانونية والتنظيمية لها، وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين، ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطاً رئيسياً لقيام سوق فعالة في الجزائر .

بالإضافة إلى تسريع عملية الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في السوق، وتنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين و بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق و هو عمق السوق

2. تطوير معايير الشفافية والإفصاح: أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتواءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، فمن جانب السوق، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية للنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كشركتي رويترز وبلومبيرج

3 - الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للقرء: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي للعائد لكل مواطن، مع العلم توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع وخاصة كون معدلات التضخم مرتفعة حالياً في الجزائر، الأمر الذي لا يساهم في تشجيع الادخار والاستثمار في الأوراق المالية نتيجة ضعف القدرة الشرائية للقرء.

4- التنوع في الأدوات المالية من خلال إدراج أدوات مالية إسلامية: يعد التنوع في الأدوات المالية في البورصة عامل جذب للمدخرين، والانفتاح الكبير على الجمهور، حيث يجب دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في بورصة الجزائر التي تعطي للمواطنين حرية الاختيار بين تلك المنتوجات المالية، وانتقاء العرض الذي يناسبهم بما في ذلك الصكوك الإسلامية حتى يتأكدوا بأن تداول الأسهم في البورصة يمكن أن يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كل ذلك بدخل ضمن إستراتيجية تطوير البورصة لتصل في النهاية إلى مرحلة يكون فيها أي مواطن أو مستثمر أمام عدة منتجات مالية وله كامل الحرية الاختيار العرض الذي يناسبه، ولاشك أن تعميق مفاهيم صبغ التمويل الإسلامية أمر من شأنه تدعيم بورصة الجزائر وزيادة نشاطها.<sup>1</sup>

5- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن سوق الأوراق المالية الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على

<sup>1</sup> خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، مرجع سابق، ص 259، 260.

المستوى الاقتصادي والمالي، لأن مردودية المؤسسات المسجلة شرط لازم لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية

6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القانوني ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيب الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار، لذا يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي، وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في السوق وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة. إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

7- مراجعة الإطار التشريعي: إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

8- وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو هذا النوع من الأسواق ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تلبية الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود سوق أوراق مالية فعالة، ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

9- تطوير أنظمة التداول: إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

## المبحث الثالث : آليات وعوامل رفع كفاءة أسواق المال العربية:

إن تطوير وتنشيط الأسواق المالية العربية سيساعدها على أن تلعب دوراً أساسياً في إستقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للمنطقة العربية

وبالرغم من أن الأسواق المالية العربية قد حققت خلال الأعوام القليلة الماضية نتائج مشجعة جداً وأن الأجهزة المصرفية في الأقطار العربية تمكنت من تقوية قاعدتها الرأسمالية، إلا أنه ومع ذلك لاتزال في مراحلها الأولى بالمقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة (وهي الدول التي تمتلك أسواق متطورة لرأس المال) بالنسبة لأحجامها والمجالات الاستثمارية التي توفرها.

## المطلب الأول: عوامل تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية

إن هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية والإرتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة.

## 1- توجيه إهتمام أكبر بالسوق الأولية" سوق الإصدار":

وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الإقتصاد القومي، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها - بعد الإطمئنان إلى قيامها ونجاحها- على عدد أكبر من المدخرين الأفراد، ووضع حدود قصوى للملكية وأيضاً وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة<sup>1</sup>.

2- توحيد أسواق المال الثانوية العربية، كخطوة أولى وفتح باب الإستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات العربية، بما يضمن حرية إنتقال رؤوس الأموال العربية<sup>2</sup>. بالإضافة إلى إنشاء مؤسسات صانعي الأسواق التي تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية، وذلك بتوفير السيولة للشركات نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الإستثمار، ومن أسهم وسندات لحسابها الخاص، خصوصاً القوانين الخاصة بالشركات المساهمة، وحماية حقوق المساهمين.

## 3- أهمية تطوير التشريعات وتحديثها وإدخال المرونة عليها بما يقود إلى خلق المناخ الملائم للإستثمار، وتمكين الاسواق

المالية والمصارف العربية من التطوير وتبني التكنولوجيا الجديدة.

4- دعم تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق وخاصة ما تعلق بجانب الوساطة المالية، وإتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور، بالإعتماد على ما يتوفر لديها من موارد وكفاءات فنية وشبكات فروع واسعة. كما يتطلب الأمر تطوير الكفاءات الفنية الأخرى المؤهلة في المجالات المالية والمحاسبية والقانونية المتعلقة بعمل هذه الأسواق، علاوة على دعم الهيكل التنظيمي للمؤسسات المالية والمصرفية وهذا ما يسمح لها من الإبتكار بتوفير الأدوات المالية الجديدة والمبتكرات بما فيها المشتقات المالية المختلفة بما يتناسب واحتياجات المستثمرين، مثل: صناديق الإستثمار، والسندات القابلة للتحويل، وغيرها.

<sup>1</sup> خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، مرجع سابق، ص 259، 260.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، قضايا إقتصادية معاصرة، لبنان: دار الوسام للطباعة والنشر، 1998، ص 148.

لا بد من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها؛ وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيًا؛ ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنوع اختصاصاتهم بإدارة المحافظ الاستثمارية<sup>1</sup>.

5- ضرورة تشجيع الاتجاه نحو الاستثمار في شركات المساهمة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للاستثمار في أسهم هذه الشركات بما يشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الاسهم إلى الخارج.

6- ضرورة العمل المستمر على تعميق الوعي الإستثماري تعميق الوعي الادخاري والوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار في الأوراق المالية وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الاعلام الاستثماري العربي بمختلف وسائل التوعية والاتصال، وهذا ربما يكون البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات<sup>2</sup>.

7- خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة الي لاتفيد الاقتصاد الوطني ولا تضيف قيمة مضافة حقيقية آلية، وكذلك الاشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول إسمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لاستثماراتهم، وتقييم قراراتهم على أسس سليمة، ويعد مبدأ " الافصاح والشفافية " ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، ويفترض أن توفر الشفافية نشر البيانات والمعلومات الكافية عبر الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بالاضافة إلى القوائم المالية المنشورة.

لهذا فقد أن الأوان لتجاوز الشركات المساهمة مبدأ السرية في نشر بياناتها التفصيلية التي يجب نشرها بنص القانون، بحيث تقوم الشركات المساهمة بإعداد بيان دوري ( شهريا مثلا) يوضح فيه تطور الأداء، ثم إعداد نشرة تفصيلية بأية احداث اقتصادية كبرى ذات مردود سلبي أو إيجابي على الشركة.

8- " لاشك أن الاصلاحات في مجالات أخرى كالتوسع في برامج خصخصة مشاريع القطاع العام، وما يتبع ذلك من طرح لأسهمها في الأسواق، وإصلاح صناديق التقاعد، وتعديل الانظمة الضريبية، بما يحقق إزالة الحواجز المالية التي تفرق في المعاملة الضريبية بين الأسهم من جهة، وأدوات الدين الأخرى من جهة أخرى. كما أن إنشاء وتطوير حجم صناديق الاستثمار التعاوني من شأنه أن يساعد على جذب صغار المدخرين للإستثمار في الاسهم" كما أبرزت التجربة أن تواجد أسواق مالية كفؤة يساعد على تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة دون تراجع في النمو الاقتصادي.

9- أن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات يحتاج إلى حزمة من الحلول تتضمن معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدني للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة؛ كما يمكن مواجهته بالدعوة لإدماج الشركات الصغيرة وفتح الشركات المغلقة العائلية. أما مواجهة مشكلة انخفاض عدد الأسهم الجيدة، فيمكن معالجته من خلال الإسراع بربط الأسواق العربية وفتحها للتداول الإقليمي، الأمر الذي سيساعد بدوره على نموها، وجذب المستثمر الإستراتيجي الذي لديه القدرة على تحسين أداء الشركة إذا تمكن من حيازة حصة ملائمة من رأسمال الشركة، وهذا في ظل حاجة البورصات العربية للتكامل والتنسيق بغرض توسيع نطاق أسواق المال ( الأوراق المالية والعملات والأسواق التقديية)، لذلك يجب

<sup>1</sup> سليمان المنذري، "البورصات العربية.. وصفة للعلاج"،

<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml>

<sup>2</sup> خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج2، مرجع سابق، ص 260، 261.

توفير آليات جديدة لربط البورصات العربية بشبكة للمعلومات المالية تساعد المستثمرين والمقترضين والوسطاء الماليين على إتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية بكفاءة عالية<sup>1</sup>.

10- إن مواجهة تحديات العولمة المالية تتطلب وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق؛ وضوابط تحكمية تفرضها المصلحة العامة؛ حتى لا تتحول البورصة لدى تغير التعاملات فيها إلى مسرح للمضاربات ومحترف في ثقافة الخبطة؛ وتبتعد عن الدور المنشود لها كألية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسعات في المشاريع القائمة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: آليات وإجراءات تأهيل السوق المالية في الجزائر

يرى بعض الاقتصاديين أن تطوير السوق المالية يتم إما في جانب العرض، وذلك من خلال تشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، وإما من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات أعمال المختلفة ونشاطاتها، وفي البلدان المتقدمة يكفي التطوير من جانب واحد، حيث أن المحيط الاقتصادي والاجتماعي السائد يتكفل بتطوير الجانب المتبقي.

أما في الدول المتخلفة فإنه ليس هناك فائدة من تطوير أحد الجانبين دون تطوير الجانب الآخر، فزيادة العرض دون مقابلة ذلك بطلب كاف لن يعطي النتيجة المرجوة، من خلال ما سبق، يتضح لنا أن تطوير السوق المالي في الجزائر يرتكز على العناصر التالية:

1- توفير البيئة الاقتصادية الملائمة: ينبغي التحكم في المحيط المرتبط بالاقتصاد الكلي و ذلك من خلال مراجعة التشريعات والتأكيد على ضرورة الاستقرار والأمن، والقضاء على أسباب التضخم والسعي للحد من ظاهرتي التهرب والغش الجبائين مع العمل على محو سوق الاقتصاد الموازية. كما ينبغي التأكيد على ضرورة الربط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي مع مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة لذلك.

2- تنشيط السوق المالية خاصة ما تعلق بالسوق الأولي. بمعنى المساهمة في تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي حددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلع المتداولة في إطار سوق التداول. إن وجود البورصة مرهون بوجود سوق الإصدار علاوة على وجود وسطاء تداول لذلك فإنه ينبغي إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور في فترة أولية مع إمكانية اللجوء إلى مكاتب الاستشارة المالية الأجنبية لإتمام العملية في إطار سليم بما ينعكس إيجابا على السوق المالية الجزائرية<sup>3</sup>.

3- من المفيد للمؤسسات العمومية قبل دخولها البورصة إتمام عملية تطهيرها على المستوى التنظيمي والتسييري قبل خصصتها، ويستحسن عند تحرير أسهمها التوجه للمستثمرين التأسيسيين لما لهم من قدرات تمويلية. ومع ذلك فإنه

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص149.

<sup>2</sup> سليمان المنذري، "البورصات العربية.. وصفة للعلاج"، مرجع سابق.

<sup>3</sup> حسان خبابة، مرجع سابق، ص87.

يتعين تطبيق سياسة إدماج للمحيط، وذلك بإشراك عمال المؤسسة في رأس مالها. وبعد ذلك يمكن اللجوء إلى الجمهور العريض بغية صرف أسهم المؤسسة في أوساطهم. وفي حالة عدم قدرتهم وكفائتهم فإنه يمكن التوجه للشراكة الأجنبية مع ضبط سلوكيات هؤلاء المستثمرين بنصوص تشريعية وتنظيمية واضحة، تتولى مهمة تحديد الحقوق والواجبات لكل الأطراف على النحو الذي تتم فيه المحافظة على المصالح العليا. وينبغي الإشارة إلى أن توسيع قاعدة المساهمين تعطي حركية كبيرة في نشاط البورصة.<sup>1</sup>

4- تحفيز المؤسسات الاقتصادية لاسيما الإستراتيجية منها والتي تحقق نتائج ايجابية على الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو أسلوب التمويل بالالوساطة المالية. ويمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص بانتهاج طريقة استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركات سواء تلك الديون لدائنين محليين أو ديون خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر.<sup>2</sup>

5- ضرورة مراجعة شروط دخول مؤسسات القطاع الخاص في البورصة لما يمكن أن تلعبه من أدوار أساسية في تحقيق التنمية الشاملة للبلاد، وتمكينها بالتالي من الاستفادة بالدعوة العمومية لادخار وتداول أوراقها المالية بهذه الهيئة.

6 – بعث الوعي الادخاري ولاستثماري لدى الفرد الجزائري. وذلك بتوعيته بأهمية هذه السوق بمختلف الطرق ووسائل التوعية والاعلام وعلى مستوى المناهج التعليمية والتربوية.

7-وضع رقابة شديدة وتشريعات وقوانين صارمة معاقبة التصرفات غير القانونية وغير الرشيدة للمتدخلين في البورصة، بالإضافة إلى إحكام وتدعيم الرقابة على الشركات المساهمة بحيث تعكس بياناتها المالية المنشورة وضعيتها الحقيقية تدعيما للثقة في نتائج أعمال الشركات مما يجلب المدخرين إليها.

<sup>1</sup> براق محمد، مرجع سابق، ص 11.

<sup>2</sup> حسان خياطة، مرجع سابق، ص 88.

## خلاصة:

إن الدول العربية حديثة العهد نسبياً بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الإنتاجية. وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليميا؛ الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقاً صغيرة الحجم؛ تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول؛ وضعف الفرصة المتاحة للتنوع؛ والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية. كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصات العربية يعترها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة؛ بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة. وما زالت البورصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية، وهذه السمات لا تتيح للبورصات العربية الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات الناضجة في العالم؛ بل وحتى الناشئة منها؛

إن وضعية بورصة الجزائر لا تختلف كثيرا عن وضعيات البورصات العربية المختلفة وإن كانت تمثل أضعف الحلقات في هذه السلسلة، ومن ثم فإن الواقع الحالي للبورصات العربية يستدعي تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها من خلال إيلاء الاهتمام اللازم بالسوق الأولية وتوحيد أسواق المال الثانوية بالإضافة إلى إدخال الإصلاحات اللازمة في مجالات الإفصاح وتعبئة المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية بما يعزز دور هذه الأسواق في تعبئة الادخارات المحلية واستقطاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية.

خاتمة

لقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها خاصة على مستوى مؤسساتها المالية والأهمية الدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في التنمية الاقتصادية أصبح اهتمامها متزايد لجلب الموارد مع توفير الاحتياجات التمويلية وتوجيه المدخرات نحو المؤسسات الاقتصادية التي تعود بفوائد عليها.

هذا ما أدى إلى ضرورة الاهتمام بتطوير هذه الأسواق في الدول النامية إلا أنها تتباين من سوق الآخر من حيث درجة التنظيم والتطوير، لكن رغم هذا مازالت هذه الأخيرة تعاني من مشاكل تعيق نشاطها وتضعف فعاليتها.

لقد أصبح تطوير الأسواق المالية أمر بالغ الأهمية بالنظر إلى الدور الذي يلعبه السوق المالي في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار.

#### اختبار الفرضيات:

-تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى. - إن سوق المال الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة. بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

-إن رفع الكفاءة المعلوماتية للسوق تؤدي إلى رفع وتطور كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية و لتفعيل الأسواق المالية في الدول النامية يتطلب وجود المناخ الاستثماري وتوفير الشفافية بالإضافة إلى وجود عدد من الأوراق المالية المطروحة في السوق وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

## النتائج والتوصيات:

وبعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج :

1. هناك تأثير المعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق.
2. تعاني الأسواق المالية النامية من مشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الإداري والمالي لبعض أسواقها وغياب مؤسسات الإيداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الأدوات المالية وصغر نطاق الأسواق.
3. تسريب المعلومات الجوهرية عن أسعار الأسهم والسندات وحركتها، الإشاعات والتسريبات هي آفة أسواق المال النامية.
4. تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي)، من متغير لآخر، حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق.
5. تخلف الأسواق المالية راجع إلى حداثة نشأتها، مما يتطلب فترات زمنية متباعدة تشكل كل فترة مرحلة من مراحل نموها.

من خلال النتائج المتوصل إليها خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من

## التوصيات:

1. على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم والمتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي هذا يساعد على تحسين كفاءة السوق.
2. على الشركات المدرجة في السوق المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.
3. زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات.
4. تنوع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق
5. على السوق المالي اخذ بعين الاعتبار معدل الناتج المحلي الإجمالي، وذلك لأن عند زيادة معدل الناتج المحلي الإجمالي يخفض مؤشر السوق وبالتالي انخفاض الأسعار والعوائد.
6. ضرورة توفر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين.

7. على الدولة التحكم في الاتجاهات التضخمية للأسعار الحد من التوسع النقدي. كلما انخفض معدل التضخم مع ارتفاع مؤشر السوق قد يساعد على تحسين أداء السوق

#### أفاق البحث:

بالنسبة لأفاق البحث فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في:

- 1- دراسة كفاءة الأسواق المالية النامية ومقارنتها بالأسواق المتقدمة؛
- 2- تقييم أداء المحفظة المالية وفق مؤشر الكفاءة.

## قائمة مصادر ومراجع

## 1. قائمة المراجع:

- براق محمد، "محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و23 أبريل 2003
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2000
- حسام الدين محمد الوظائف الاقتصادية للبورصة. 03/04/2004
- حسان خبابة، "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الاجتماعية الانسانية (العدد 08: جوان 2003)، جامعة باتنة
- حسن سمير عشيخ، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك، طبعة أولى، دار المجتمع العربي، عمان 2008.
- خراز يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000
- خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ، ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي
- د: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002
- زياد الدباس، "تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية"
- سعيد النجار السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 1994
- سليمان المنذري، "البورصات العربية وهن في مرحلة الشباب"
- سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، القاهرة: مكتبة مدبولي، 1999
- شمعون شمعون، البورصة، الجزائر: الأطلس للنشر، بدون تاريخ نشر
- صلاح الدين حسن السيسي، قضايا إقتصادية معاصرة، لبنان: دار الوسام للطباعة والنشر، 1998

- عبد الرحمان دعالة، التمويل الإداري، دار المرخ للنشر والتوزيع، جزء ثاني، الرياض، 1993
- عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، طبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007
- محمد شفيق، حسن طيب، محمد إبراهيم عبدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، 1997
- مصطفى رشيد شيخ، اقتصاديات النقود ومصارف المال، الاسكندرية، ط 6
- نوال بن لكحل، "الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الإقتصادية، دراسة حالة الجزائر"، (رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، 2001)
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان: دار صفاء للنشر، 2003
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي والإدارة المالية، طبعة ثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2011

## 2. قائمة المصادر:

- <https://www.borsaat.com/مزايا-وعيوب-الأسهم-المتأثرة>
- <https://almerja.com/reading.php?idm=100141>
- <http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article6.shtml>
- <http://www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm#s167712>
- <http://www.alarabiya.net/Articles/2006/06/21/24943.htm>

تعتبر الأسواق المالية أداة أساسية من أدوات التمويل في الاقتصاد، لما لها فعالية في تمويل الاستثمارات، وذلك من خلال توفير الأموال اللازمة للاستثمار بالشكل الذي يجعل أسواق المال أكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل حيث ركزت الدراسة على دور التمويل المباشر في تعبئة الموارد المالية للاقتصاد وذلك من خلال دراسة إطار نظري للأسواق المالية كمرحلة أولى، أما المرحلة الثانية ركزنا على الأسواق المالية العربية بصفة عامة وأداء البعض منها وبورصة الجزائر بصفة خاصة باعتبارها في صدد الإنشاء، مع إبراز أهم المعوقات ومتطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية وفي الأخير تطرقنا إلى آليات والإجراءات المتبعة لتأهيل السوق المالية في الجزائر واقتراحات تفعيلها.

**الكلمات المفتاحية:** التمويل، السوق المالي، التمويل المباشر، بورصة الجزائر، أسواق مالية عربية

#### **Summary:**

Financial markets are considered an essential financing tool in the economy, because of their effectiveness in financing investments, by providing the necessary funds for investment in a way that makes money markets more attractive to investors in obtaining financing. The study focused on the role of direct financing in mobilizing financial resources for the economy. This is through studying the theoretical framework of the financial markets as a first stage. As for the second stage, we focused on the Arab financial markets in general and the performance of some of them, and the Algerian Stock Exchange in particular, as it is in the process of being established, while highlighting the most important obstacles and requirements for the revitalization of the stock market. And the procedures followed to rehabilitate the financial market in Algeria and suggestions for its activation

**Key word:** Financing - the financial market - direct financing - the Algerian Stock Exchange - Arab financial markets