

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية
مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
تخصص: مالية وتجارة دولية



واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطويره

تحت إشراف الأستاذ:

• مكاوي محمد الأمين

إعداد الطالب:

• طاهري عبد الله

أمام لجنة المناقشة

رئيسا أ. •
مشرفا أ. •
مناقشا أ. •

السنة الجامعية 2021/2020

يعبر مضمون المذكرة بأي حال عن رأي صاحبها

الشكر

الشكر

الحمد لله الذي تتم بنعمته الصالحات

أحمد الله وأشكره بعد أن وفقني على إنجاز هذا العمل المتواضع فله

الحمد حمدا كثيرا طيبا مباركا.

أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ مكاوي محمد الأمين على ما أفاد به

من نصائح وتوجيهات، وعلى حرصه الدائم على إتمام وإخراج هذا

العمل العلمي.

كما أتقدم بخالص شكري وامتناني إلى جميع أساتذة جامعة عبد الحميد

ابن باديس خاصة أساتذة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

على كل ما قدموه لنا من معارف وإضافات.

وأخيرا أتوجه بالشكر والامتنان إلى كل من ساعدني سواء من قريب

أو من بعيد في إنجاز وتقديم هذا العمل المتواضع.

الإهداء

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى "الوالدين الكريمين" أطال الله في
عمرهما ومتعهما بدوام الصحة والعافية وحفظهما وجعلهما من أهل

الجنة إن شاء الله.

وإلى كل أفراد العائلة.

وإلى كل الأصدقاء.

إلى الأستاذ المحترم مكاوي محمد الأمين.

إلى كل أساتذة جامعة عبد الحميد بن باديس وطلبة قسم العلوم

التجارية دفعة 2021/2020

عبد الله

الفهرس

الفهرس

الصفحة	الموضوع
أ	مقدمة عامة
الجانب النظري	
الفصل الأول الأسواق المالية	
7	مقدمة الفصل الأول
8	المبحث الأول: مدخل إلى السوق المالي
13	المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية
23	المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية
34	خاتمة الفصل الأول
الجانب التطبيقي	
الفصل الثاني مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع	
37	تمهيد
38	المبحث الأول: تنظيم سوق رأس المال بالجزائر
55	المبحث الثاني: تطور سوق المالي في الجزائر
67	المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها
72	خلاصة الفصل
73	خاتمة عامة
77	قائمة المراجع

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتوى
أ	مقدمة عامة
الفصل الأول الأسواق المالية	
7	مقدمة الفصل الأول
8	المبحث الأول: مدخل إلى السوق المالي
8	المطلب الأول: ماهية السوق المالي
11	المطلب الثاني: وظائف السوق المالي
12	المطلب الثالث: عوامل نجاح السوق المالي
13	المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية
14	المطلب الأول: سوق رأس المال
19	المطلب الثاني: سوق النقد
21	المطلب الثالث: المتعاملون في السوق المالي
23	المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية
23	المطلب الأول: أدوات الملكية الأسهم
28	المطلب الثاني: أدوات المديونية السندات
31	المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية
34	خاتمة الفصل الأول
الفصل الثاني مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المشاريع	
37	تمهيد
38	المبحث الأول: تنظيم سوق رأس المال بالجزائر
47	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها
52	المطلب الثاني: إدراج المؤسسات ببورصة الجزائر
55	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

قائمة المحتويات

55	المبحث الثاني: تطور سوق المالي في الجزائر
58	المطلب الأول: تقسيمات بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها
65	المطلب الثاني: تقييم سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر
67	المطلب الثالث: تقييم سوق سندات الدين لبورصة الجزائر
67	المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها
67	المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر
69	المطلب الثاني: آفاق تفعيل بورصة الجزائر
71	خلاصة الفصل
72	خاتمة عامة
76	قائمة المراجع

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين الأسهم والسندات	30
02	كفاءة الأسواق المالية	33
1-1	قيمة المعاملات المتبادلة للأوراق المالية	44
2-1	حجم المعاملات المتداولة في بورصة الجزائر	56
3-1	عدد المعاملات في بورصة الجزائر	57
4-1	نشاط في السوق الثانوية OTA	59
5-1	البنوك العمومية المشاركة في المؤتمر المركزي للسندات	61
6-1	الشركات المدرجة في سوق رأس المال	63
7-1	الشركات المدرجة في سوق المؤسسات الغير والمتوسطة	65

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أنواع الأسواق المالية	13
02	العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولي والسوق الثانوي	18
1-1	عناصر السوق المالي	58
2-1	خطوات عملية اتخاذ القرار	60
3-1	أنواع المخاطر النظامية وغير النظامية في الأوراق المالية	61
4-1	تطور حجم المعاملات في البورصة	62
5-1	تفاصيل تداول الأوراق المالية لمختل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	62
6-1	عدد المعاملات للشركات المدرجة في بورصة الجزائر	64
7-1	تطور الخزينة العمومية لبورصة الجزائر	66

مقدمة عامة

مقدمة عامة:

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 لا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضاً بالقدر المناسب، ولتلبية هذه الحاجة لابد من توفر الأسواق المالية والنقدية المختلفة.

إن وجود الأسواق المالية والنقدية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسستها المالية 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.

تلعب دوراً رئيسياً في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة باعتبارها أحد أفضل مصادر التمويل، وهذا في ظل تراجع الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال مؤسسات النظام المصرفي والاتجاه إلى، إذ غالباً ما يكون حجم التكوين الرأسمالي على مستوى هذه الأسواق مرتفعاً ومتراكماً، كما تتميز بنمو مرتفع يدعم إلى الحد الذي أضحت معه الأسواق المالية مؤشراً حقيقياً معبراً عن الوضعية الاقتصادية العامة.

ورغم هذا الدور فقد بدا لدى البعض في السنين الأخيرة بعض الشكوك حول فعالية سوق الأوراق المالية في توزيع الموارد الاقتصادية بالوجه المطلوب بالنظر لعدم استقرار الأموال السائلة عبر هذه الأسواق وحركتها المتذبذبة، وزيادة حساسيتها للمستجدات السياسية والممارسات الغير الرشيدة لبعض الأفراد والمؤسسات المشاركة في الأنشطة الاستثمارية في الأسواق، كما وضعت المؤلفين أمام مسؤوليات وأبعاد جديدة في مواكبة هذه التطورات المستمرة في عالم المال.

الإشكالية:

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

كيف يمكن أن تساهم الأسواق المالية في تنشيط اقتصاد بلد ما؟

ويمكن تجزئة هذا السؤال الرئيسي إلى الإشكاليات الفرعية التالية:

1- ما هي الجوانب النظرية وكذا الفنية لإقامة سوق مالية؟.

2- ما مدى فعالية الأسواق المالية في تنشيط التنمية الاقتصادية؟

3- هل يمكن للبورصة أن تلعب الدور المنوط والمرجو لها في تفعيل العمليات المالية وزيادة حجم الاستثمار؟

الفرضيات:

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات التالية:

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

2- تعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي و الأساسي للتنمية الاقتصادية

3- تعد بورصة الأوراق المالية المكان المناسب لزيادة وتوسيع حجم الاستثمارات.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في إبراز دور وفعالية الأسواق المالية في مختلف دول العالم في توفيرها للموارد المالية في الاقتصاد، حيث تصرف الفائض من الموارد احتياجاتها المالية إلى جهات العجز في الاقتصاد التي تحتاج إلى موارد مالية لتغطية نشاطاتها الاقتصادية، أي تلبية احتياجاتها التي تفوق مواردها، أو توفير الموارد المالية من أجل القيام بالنشاطات الاقتصادية الجديدة.

أهداف البحث:

يتمحور هدف هذا البحث في إظهار الحاجة الماسة للأسواق المالية لاسيما بورصة القيم المنقولة فيها في الدول المتخلفة نظرا لحاجتها الكبيرة إلى موارد تمويلية لتحريك العجلة الاقتصادية وتطوير نشاطاتها من أجل اللحاق بركب الدول الأكثر نموا.

أسباب اختيار البحث:

يمكن حصر أهم أسباب الدافعة في اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

بحكم التخصص يفرض علينا الاهتمام بمثل هذه الدراسة:

الميل الشخصية لدراسة المواضيع المتعلقة بالأسواق المالية:

نضرا لأهمية التي يكتسبها موضوع الأسواق المالية:

أهمية الدراسة:

- إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من والتطبيقية التي تبين الدور الذي تؤديه الأسواق المالية كونها من بين أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الوحدات الاقتصادية في التطورات النظرية نشاطها، فضلا عن هذا فإن عملية تمويل المشاريع عن طريق السوق المالية أصبحت من الأمور المهمة التي تقتضيها الضروريات الاقتصادية.

صعوبات البحث :

-صعوبة الولوج إلي المكتبات.

-صعوبة الحصول علي معلومات كافية حول بورصة الجزائر.

خطة البحث:

لبلوغ الغاية محل الدراسة اتبعنا الخطة التالية:

الفصل الأول عالجنا فيه المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية حيث قسمناه إلى ثلاثة مباحث قدمنا في المبحث الأول مختلف الجوانب من حيث النشأة والتعريف بالأسواق المالية مع ذكر الأنواع الأسواق.

- المطلب الأول: ماهية السوق المالي
- المطلب الثاني: وظائف السوق المالي
- المطلب الثالث: عوامل نجاح السوق المالي.

أما المبحث الثاني تناولنا فيه عناصر والأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية.

- المطلب الأول: سوق رأس المال
- المطلب الثاني: سوق النقد
- المطلب الثالث: المتعاملون في السوق المالي

والمبحث الثالث تطرقنا إلى كفاءة الأسواق المالية والمؤشرات المالية والأهمية الاقتصادية للأسواق المالية.

- المطلب الأول: أدوات الملكية الأسهم
- المطلب الثاني: أدوات المديونية السندات
- المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية

في حين أشرنا في الفصل الثاني بوجه خاص إلى بورصة الجزائر حيث قسمنا الفصل إلى ثلاثة مباحث: المبحث الأول تعرفنا على تنظيم سوق رأس المال بالجزائر.

- المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها
- المطلب الثاني: إدراج المؤسسات ببورصة الجزائر

- المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

والمبحث الثاني: تطور السوق المالي في الجزائر.

- المطلب الأول: تقسيمات بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها

- المطلب الثاني: تقييم سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر

- المطلب الثالث: تقييم سوق سندات الدين لبورصة الجزائر

أما المبحث الثالث تضمن معوقات بورصة الجزائر وآفاق تفعيلها.

- المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

- المطلب الثاني: آفاق تفعيل بورصة الجزائر

دراسات سابقة:

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

1 -حمودي منى، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، سنة 2015 وفي هذه

الدراسة تناولت الباحثة الإشكالية:

ما مدى كفاءة الأسواق المالية العربية في تمويل المشاريع الاستثمارية؟

أهم نتيجة توصلت إليها الباحثة: السوق المالي هو أحد ركائز النظام المالي وهو قناة من قنوات التمويل، يتسم

بكونه طريقا مباشرا وسريعا للحصول على الموارد المالية وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى. أن الأسواق المالية

العربية تعاني من ضيق في نشاطها لعدد الشركات المدرجة فيها، بما أثر سلبا على حجم التداول فيها، ويساهم في

محدودية الأدوات المالية المتداولة في إطارها، مما جعلها أسواقا منقوصة السيولة لا تحقق عمقها المالي.

2-فاطمة الحاج قويدر، التمويل، وهي عبارة عن مذكرة ماستر، مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و التجارية

وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، سنة 2011-2012. حيث تناولت الباحثة ثلاثة

فصول تتمثل فيما يلي: استمرارية المشاريع الاستثمارية دراسة حالة Cap-Ti للخدمات الاستشارية، الفصل الثاني تمويل احتياجات المشاريع الاستثمارية، أما في الفصل الثالث: تناولت دراسة حالة شركة Cap-Ti للخدمات الاستشارية-الجزائر العاصمة. ومن أهم النتائج المتوصل إليها خضع قرار التمويل إلى دراسة معمقة من طرف أصحاب المشروع وهذا ما جعل المدة الفاصلة بين بزوغ فكرة المشروع وتطبيقه على أرض الواقع.

أسباب اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار هذا البحث نظرا لما له من أهمية اقتصادية قصوى في تطور الاقتصاد الوطني حيث أن السوق المالية لازالت في مرحلة النشأة وتحتاج إلى جهود كبيرة لكي تصبح أداة فعالة في التنمية الاقتصادية.

المنهج المتبع:

من أجل ضمان الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية، سيتم الاستعانة بالمنهج التالية كوسيلة أساسية في مجال هذا البحث:

1-المنهج الوصفي:

وهذا قصد إجراء مسح نظري لأسواق الأوراق المالية ومكانتها ضمن النظام المالي وكذا أهم أهدافها وخصائصها.

2-المنهج التحليلي:

كأسلوب مناسب في فهم وتحليل العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي سواء في شقها النظري أو التطبيقي.

3-المنهج التاريخي:

من أجل سرد وعرض المراحل التاريخية لنشأة وتطور الأسواق المالية وعرض مسار وتطورات مفهوم النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى أهم مفاهيم سوق الأوراق المالية الجزائرية.

الجانب النظري

الفصل الأول

الأسواق المالية

الفصل الأول: الأسواق المالية

مقدمة الفصل:

تطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، حيث من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأسمالية، وتبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كأحدي الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة هذا بالإضافة إلى أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة بين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة.

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، نتيجة الأهمية التي تحتلها الأسواق المالية يتوجب علينا في هذا الفصل دراسة العموميات الأساسية لأسواق المالية أو التمويلية، تمكن البلدان النامية في حالة تطورها من دفع عجلة التنمية وهذا ما فرض علينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول مدخل السوق المالي أما في المبحث الثاني نتطرق فيه إلى أهم أنواع الأسواق المالية وكذا الأدوات المتداولة في هذه السوق.

المبحث الأول: مدخل إلى السوق المالي

يعتبر المال من الاحتياجات الأساسية في حياتنا اليومية كما يعد أساس أي منظمة باعتباره الدافع الأساسي للوظائف والمهام ولذلك يجب توفره في الزمان المناسب وبالقدر المناسب ولتوفر ذلك لابد من وجود الأسواق المالية.¹

المطلب الأول: ماهية السوق المالي

أولاً: مفهوم السوق المالي

إن السوق المالي يستمد مفهومه من السوق بشكل عام وهذا الأخير يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.

ولقد أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق المالي ومنه فالسوق هو الإطار الذي يجمع الوحدات المدخرة التي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة وعاملة في السوق وتوفر قنوات اتصال فعالة.²

من الواضح أن هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال حيث تعتبر هذه الأخيرة على غرار الأسواق الأخرى، يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق وتعتبر سوق الأوراق المالية هي الأخرى من الجناح الثاني من سوق رأس المال الذي يعد بدوره أحد جناحي سوق المال في أي بلد و عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال

¹ خليل الهندي، أنطوان الناشف، وآخرون، العمليات المصرفية والأسواق المالية، المؤسسة الحديثة للكتابة، الجزء 02 طرابلس

لبنان، 2000ص:02

² بن عمر ابن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان الجزائر، تخصص نقود وبنوك ومالية، السنة الجامعية، 2013ص:10

ويطلق عليه مصطلح البورصة ومن هنا يمكننا تقديم التعاريف لكي تساعدنا بالتدقيق بمفهومها و نستعرض منها ما يلي:

السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، ومنه فان الأسواق المالية تعتبر ذات أهمية كبرى بالنسبة لكافة دول العالم فهي تلعب دورا اقتصاديا هاما وأساسيا في اقتصاديات أي دولة مهما كان نشاطها.¹

أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.²

أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فان الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين، لما له من قدرة في المساعدة على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض التي تمنحها البنوك الدولية و تظهر أهميتها أيضا لعدم قدرة البنوك التجارية على التمويل الطويل الأجل والمتوسط لعدة أسباب أهمها التضخم و مشاكل المخاطر إضافة إلى المركزي و منه يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر بحيث أنه لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيه.³

¹ ضياء مجيد موسوي، البورصات أسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005ص6-7
² وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002ص:62.
³ جمال جوي دان الجمل، الأسواق المالية والنقدي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2000ص: 20

ثانيا: خصائص الأسواق المالية.

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي:

-تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب وكذا التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة وتوفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.

-سوق الأوراق المالية تتسم أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

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

-نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق ومكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة.

-أسواق الأوراق المالية تتصف بتطورها. مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

-الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.¹

-تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية و ذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى الأسواق النقدية.

-إن غالبية الأسواق تتعامل بأدوات ذات قيم ضخمة و بالتالي غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة.²

¹ جمال جوي دان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص.56.

² محمد إبراهيم الشريقات، الأسواق المالية والنقدية، ودار الحامد، الطبعة الأولى، الأردن، 2006ص 80.

المطلب الثاني: وظائف السوق المالي

يؤدي سوق المال وظائف تفسر وجوده وأهميته في الاقتصاد الوطني وتتجلى أهمية سوق المال بالوظائف التالية :

-تقوم السوق بتهيئة الوسائل اللازمة كوسيلة بين المقرض والمقترض فهي تساعد بفعالية على ترصيد رأس المال من خلال الاستخدام الأفضل للموارد.

-توسيع قاعدة الملكية و المديونية لتمويل رأس المال.

-إضفاء صفة السيولة و المرونة العالية لموجودات المالية و التي يصعب تصورها في حالة غياب هجت الأسواق.

-توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات و الثروة.¹

-كما تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات. ولها دور هام في القطاع المالي ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمُدخراته. وكذا مراعاة تحديد الأسعار المنافسة للأوراق وتفادي التقلبات العنيفة فيها.

-كذلك تقو بتوفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر إما من خلال توفير خدمات التأمين أو من خلال فرص بيع و شراء الأصول المالية المستقبلية لتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة.²

إن الأسواق المالية هي الدافع الرئيسي في الاقتصاد حيث أن من خلالها تستطيع الحكومة تنفيذ سياستها النقدية وكذا النقود قيامها بوظائفها في التأثير على الأنشطة الاقتصادية كما تتبع أيضا بشكل عام الدور الأساسي التي تلعبه في حياة الأفراد من جميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص فهي تساعد بدورها على نقل مداخلات الأفراد والمؤسسات) وحدات الفائض (إلى المستثمرين أفراد ومؤسسات وحكومات (وحدات العجز (وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهرية لصحة الاقتصاد ولنموه وحيويته.³

¹ أرشيد فواد التميمي، الأسواق المالية، تنظيم وأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010ص:112

² بن عمر بن حاسين، مرجع سابق الذكر، ص: 20

³ طارق محمد خليل الأعرج، مقرر الأسواق المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، ص 07

المطلب الثالث: عوامل نجاح السوق المالي

لا يكفي أن تكون هنالك شروط لقيام السوق المالي فقط بل يجب نجاح هذه الأخيرة ويقتضي ذلك عوامل لنجاحها وزيادة نشاطها حيث تتمثل هذه العوامل فيما يلي:¹

أولاً: العوامل الموضوعية

- تنظيم الأسواق المالية وتوفير المعلومات المختلفة من قبل الحكومات وخاصة فيما يتعلق بـ:
- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استمرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية للقيمة الحقيقية
- تنظيم المعاملات التجارية وذلك بتوفير الثقة في الأسواق المالية وكذا الالتزام بالأنظمة والقوانين.
- جعل الادخار اختياريا وليس إجباريا.
- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من و ذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتساب أو إعفاء العائد من الضريبة.
- إنشاء بورصات داخل الدول تمهيدا لخلق سيولة كافية بتوفير و نشر البيانات والمعلومات عن أسعار الأوراق المدرجة.

ثانياً: العوامل الشكلية

- الوضع والموقع الجغرافي ومدى قربه أو بعده عن الأسواق المالية الدولية.
- الاهتمام بالمرافق العامة كالمواصلات والاتصالات المختلفة.
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار.

¹ مراير أمين، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تدقيق محاسبي ومراقبة التسير، كلية العلوم التجارية والاقتصادية والتسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، 2012ص:20

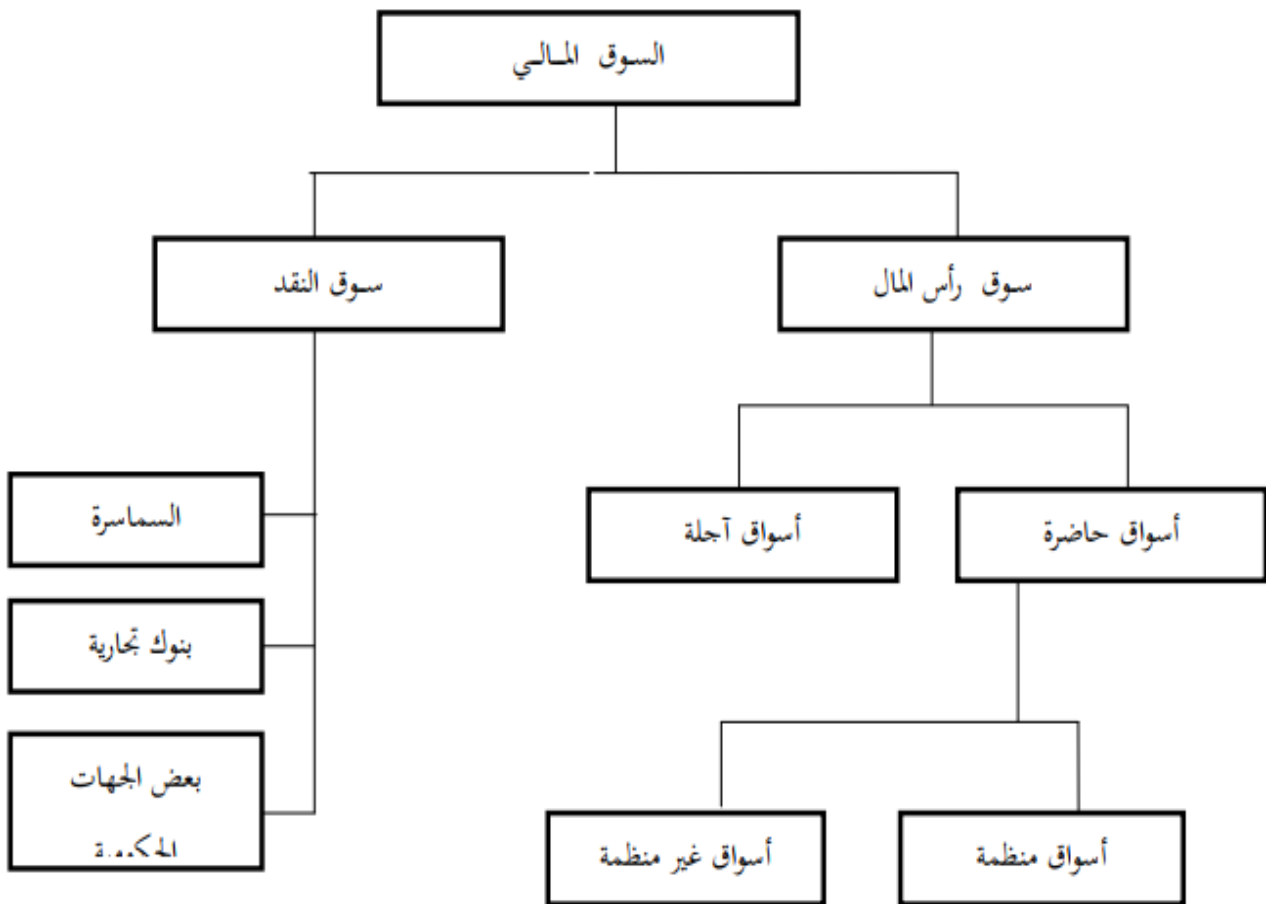
-ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي ووجود نظام ضريبي مرن وغير مبالغ في أسعاره.¹

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية.

أسواق الأوراق المالية تمثل العمود الفقري لسوق رأس المال والذي يعتبر بدوره أحد قسيمي سوق المال حيث يتكون من فرعين أساسيين وهما سوق رأس المال وسوق النقد، ومن هنا يمكننا توضيح الشكل التالي:²

الشكل رقم 01: يبين أنواع الأسواق المالية



تداول فيها الأوراق قصيرة الأجل.

تداول فيها الأوراق طويلة الأجل.

¹ عيد المعطي، رضا أرشيد، وآخرون، الأسواق المالية، دار القومية القاهرة، الطبعة الأولى، 1999ص:12.

² من إعداد الطالب

المطلب الأول: سوق رأس المال

أولاً: مفهوم سوق رأس المال

سوق رأس المال على غرار الأسواق الأخرى لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهب الأوراق المالية كما أ جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي ويتكون هذا السوق بدوره من قسمين وهما:

1-أسواق حاضرة:

وهي الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل "أسهم وسندات" وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية وهنا في هذه الحالة تنتقل ملكية الورقة للمشتري عند إتمام الصفقة بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها أو ما تسمى بالسوق العاجلة.¹

وتنقسم هذه الأخيرة إلى سوقين أولهما سوق أولية وثانيتها سوق ثانوية كالتالي:

1-1- السوق الأولية (سوق الإصدار) :

يعني أنه يتم إصدار الأوراق المالية لأول مرة سواء كانت أسهم أو سندات من طرف مؤسسات قائمة ففي السوق تنشأ العلاقة بين مصدر للورقة المالية لأول مرة فهو المقترض والمكتب فيما أيضاً لأول مرة وهو المقرض وعليه يمكن تعريفه أنه "سوق الإصدارات حيث تنشأ فيه العلاقة بين المقرض والمقترض أو بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيما لأول مرة ولذلك هو سوق مالي تتجمع فيه المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكون موجودة من قبل.²

أو بمعنى آخر المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب.³

ونشير هنا أن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب على الاستثمار.¹

¹ عيد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014ص:09

² بن أمير بن حاسين، مرجع سابق الذكر، ص:25

³ أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة سوق العراق)، ورقة بحثية، مقدمة في مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد الخاص، العراق، 2013ص:18

كما يتم إصدار و تصريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر بحيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين وسواء إما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر و هو قيام مؤسسة غير متخصصة عادة ما تقوم مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق و هو الأسلوب الأكثر شيوعا , و من الجدير بالذكر أن التعامل في السوق الأولية أو سوق الإصدار يأخذ إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقا لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين المدينين بالنسبة للقروض أو بالنسبة للشركاء بالنسبة للمساهمين برؤوس الأموال كما يتم أيضا لاتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات و طرح الأسهم للاكتتاب.

2

2-1- السوق الثانوية :

تعرف كما يلي هي السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها أو بعبارة أخرى يطلق عليها بسوق التداول أي هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل وأهم ميزة لهذه السوق المالية التي سبق إصدارها ولإعادة الاستثمار في الأوراق المالية البديلة ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية.³

ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية ليتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقدا وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين السوق المنظمة والسوق الغير المنظمة كالتالي:⁴

أولا: الأسواق الغير المنظمة

الأسواق الغير المنظمة هي تلك المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظمة "البورصة" فليس هناك سكن محدد لإجراء التعامل والذي يكون في بيوت السمسرة حيث يتم من خلال شبكة اتصال قوية تربط بين السماسرة والتجار المستثمرين تتعامل في التغير المقيدة في البورصة.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، وآخرون، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص:36
² أمين السيد أحمد لطفى، وآخرون، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص:18
³ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، وآخرون، مرجع سابق الذكر، ص:26
⁴ عبد الغفار حنفي، أسواق المال، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 275

وهذا لا يمنع التعامل في الأوراق المفيدة في مقدمتها السندات الحكومية، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض، من أهم الخصائص:

1- سرعة إجراء العمليات وتطور وسائل الاتصال وتحليل المعلومات

- تعتبر أكبر حجم من حيث المعاملات وبساطة التعاقد لتنفيذ العمليات وهي بذلك تعتبر منافس للسوق المنظم.

- تتعامل في الأوراق المالية غير المقيدة لشركات غير مدرجة.

- يعتبر السماسرة المتخصصون في البورصة صناع السوق أما في السوق غير المنظم كل فئة تتعامل فيه بمثابة صانعة السوق، سواء في حالة البيع أو الشراء يتطلب التعامل في هذا السوق خبرة وكفاءة عالية للمتعاملين فيه للقيام بعمليات البيع.

- إن السوق المالية غير المنظمة تتضمن سوقين: السوق الثالث و السوق الرابع.

السوق الثالث:

السوق الثالث هو سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة، وذلك من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج البورصة، وهذه الأسواق على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية وكذلك، نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، بينما أعضاء البورصة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المسجلة فيها واضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا منافسا لأعضاء داخل البورصة.

خاصة وأن العملاء في السوق الثالث من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وأيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين

ذووا الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة جداً¹.

السوق الرابع:

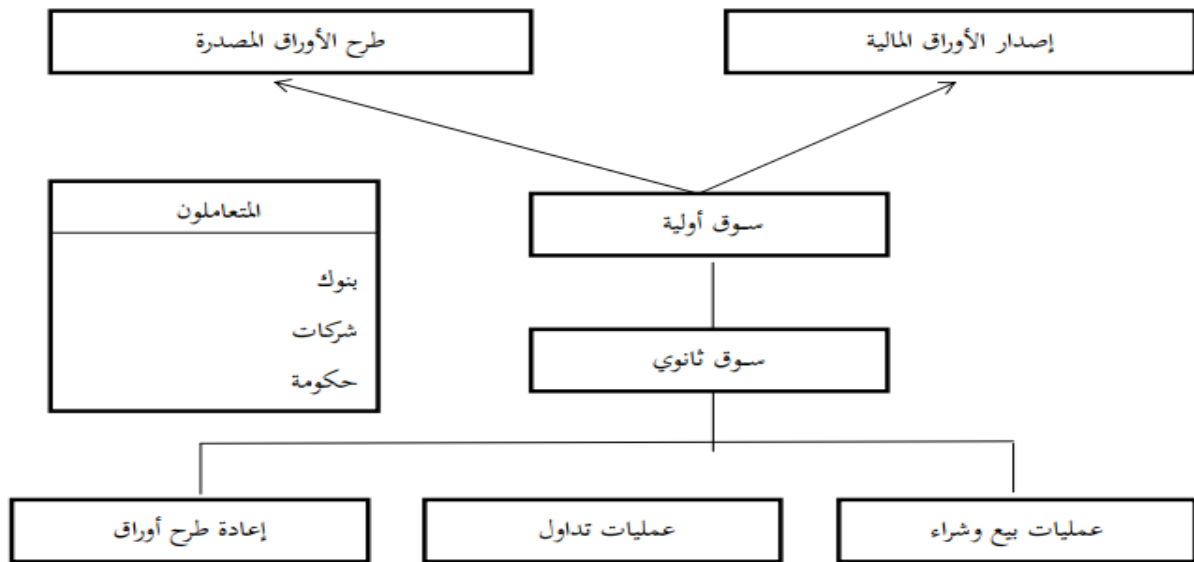
هو شبيه بالسوق الثالث، يتم التعامل فيه عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية وبين الأفراد دون وساطة أعضاء بيوت السمسرة من خلال شبكة اتصال قوية. من أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، إلا أنه قد تتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة حيث أن أتعاب الوسيط تكون أقل بكثير من عمولة السمسرة ويتم التعامل بجميع الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة ويتم أيضا التعامل بالأوراق سواء داخل البورصة أو خارجها.

¹ عيد الحفيظ خزان، مرجع سابق الذكر، ص:31

الأسواق المنظمة:

تتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء والذين يتعاملون فيما بينهم في بيع وشراء الأوراق المالية دون وساطة السماسرة، توجد سوق منظمة تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين للبيع والشراء يدير هذا المكان مجلس منتخب من أعضاء السوق يتم التعامل في أوراق مقيدة تعتبر السوق المالية المنظمة من أهم أقسام السوق الثانوي، أسواق مالية رسمية تخضع للرقابة الحكومية لتنظيم عملية تداول الأوراق المالية.¹ وعليه يمكن تعريفها كالتالي: "هي مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محددة من قبل بالنسبة للأوراق المالية، عن وبالتالي توفر هذه السوق قدرا كبيرا من السيولة ينتفع منها في أصول طريق سماسرة محترفون ويتم التعامل بصورة علنية استثمارية أخرى وضعفها يعني غياب فرصة إعادة البيع العاجل للأوراق المالية.

ومن هنا سنبين أهم المتعاملين في هذه الأسواق:²



الشكل رقم 2: العلاقة بين المتعاملين في السوق الأولي وسوق ثانوي.³

المصدر: محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، صادر الفكر، 2001، ص 69

¹ المهدي ناصر، مكانة الأسواق المالية وأفاقها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، ص 16

² محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، صادر الفكر، 2001، ص 69

³ محمد البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، صادر الفكر، 2001، ص 69

2-أسواق آجلة:

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وتتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق فالغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب المخاطر كذا تغيير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته تجنب المخاطر في توجيه مدخراته.

نحو استثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم وتمثل فيم يلي:

الأسواق المستقبلية، عقود الخيار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات.¹

المطلب الثاني: سوق النقد

تعرف السوق النقدية: " سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول أقل من سنة وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان محدد لإبرام الصفقات إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدتها بالقروض وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق وهي أدوات الخزينة والقبولات المصرفية وكذا شهادات الإيداع.

والأصل هو أن يتولى الجهاز المصرفي في الدولة عمليات سوق النقد حيث يقوم البنك المركزي نوعين من العمليات وهي:

- الإقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة رمزية.
- ألفي إصدار ونيابة عن الحكومة في إصدار وترويج تغطية الاكتتاب لما تصدره وزارة المالية "الخزانة" من

أدون على الخزانة العامة.²

¹ نورة بومدين، الأسواق في الدول الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص مالية اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف الجزائر، 2011/2012ص.ص:13-14

² حسين بن هاني، الأسواق المالية تنظيمها وطبيعتها، دار الكندي، الطبعة الأولى، 2002ص.ص:15-16.

وفي هذه العملية الأخيرة قد يدخل البنك المركزي إلى جانب المؤسسات المالية و الأفراد مشتريا لهذه الأذون حيث يتقدم بعطائه ويزيد عليها عند عملية بيعها شأنه شأن الجهات الأخرى فادا رسا المزاد عليه كان مقرضا للحكومة وقد يمتنع البنك المركزي عن شراء الأذون من مزادات بيعها تجنبيا لحدوث تمويل تضخمي ومنعا من التأثير على متوسط سعر الفائدة السائد وتنفيذا لسياسته الرامية إلى امتصاص السيولة لدى الأفراد ومؤسسات الادخار للحد من ظاهرة التضخم وفي هذه الحالة يكتفي البنك المركزي بالنيابة عن الحكومة في تنظيم عمليات الإصدار.

أما البنوك التجارية تقوم في سوق النقد بنوعين من العمليات خصم /حسم الأوراق التجارية "الكمبيالات و السندات" حيث تنطوي عملية الخصم على قرض قصير الأجل تتحدد مدته بتاريخ استحقاق الورقة التي يقدمها البنك إلى المستفيد، بقيمة أقل من قيمتها الاسمية ويمثل الفرق بين القيمتان ربحا للبنك و ثانيهما تقديم القروض قصيرة الأجل إلى العملاء حيث تشارك البنوك التجارية في هذه العملية البنوك المتخصصة زراعية وصناعية أما الخزنة العامة قد تشكل طرفا في الإطار المؤسسي لسوق النقد إلى جانب أعضاء الجهاز المصرفي بما تصدره من ديون قصيرة الأجل ومن سندات طويلة ومتوسطة الأجل على الخزنة العامة.¹

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 23-24

المطلب الثالث: المتعاملون في السوق المالي

السوق المالية تضم العديد من المتعاملين المتمثلين في العارضين والطالبين للأموال وكذا الوسطاء يمكن إبرازهم على النحو التالي:

1-العارضون لرؤوس الأموال) المستثمرون):

وهم الطالبون للقيم المنقولة من مختلف البنوك والشركات التامين. وصناديق الإيداع ... الخ مهمتهم توظيف أموالهم وأموال عملاءهم في البورصة، والحصول على عوائد وأرباح أو بتعريف آخر هم الفئة من الأفراد الذين يوجد لديهم مدخرات إضافة للمؤسسات المالية مثل البنوك وشركات الاستثمار يرغبون في الاستثمار بمشاريع تعود عليهم بعوائد عالية مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطر.¹

2-الطالبون لرؤوس المال (المقترضون):

هم العارضون للقيم المنقولة من مختلف الشركات الصناعية والتجارية والفائضة والتي تصدر أسهم وسندات للتمويل.

3-الوسطاء الماليون:

نظرا لنقص الخبرة والمعلوماتية عند المتعاملين في السوق المالية كان من الضروري تواجد وسطاء ماليين يتمتعون بالخبرة.

أ-السمسار:

هو شخص يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة مقابل عمولة ذو دراية بالشؤون المالية ويجب أن يكون مؤهلا قانونيا.²

¹ مراير أمين، مرجع سابق الذكر، ص:17
² بن عمر بن حسين، مرجع سابق الذكر، ص:36

ب-مساعدى السمسار أو المندوب الرئيسى:

يتعاون السمسار فى تنفيذ الأوامر مع مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسى ولا يجوز له أن يشتغل باسم السمسار الذى يتبعه ويعمل لحسابه وتحت مسؤوليته ولا يجوز لهذا المندوب أن يكون طرفاً فى العمليات التى يعقدها السمسار.

ج-المحكومون أو المراقبون:

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبيين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى سمسار، فإن وظيفة السوق المالية ليست إتمام العمليات فقط وإنما ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت ومنع أى انحراف والتأكيد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل ومن أجل ذلك لابد أن يكون لكل بورصة مجلس إدارة ومحكمين تكون مهمتهم التنظيم والتثمين وتوفير المعلومات اللازمة للمتعاملين وكذا الرقابة.¹

¹ فيصل محمود الشوراه، الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008ص:61

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالي:

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية: أحدهما: يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بنوعها العادية والممتازة، والآخر يعبر عن مديونية، وهي السندات وسيتم تناول هذه الأدوات في المطلبين الآتيين:

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

الفرع الأول: التعريف بالأسهم وأنواعها

أولاً: تعريف الأسهم

يعرف السهم على أنه: "صك يمثل جزءاً من رأس مال شركة أموال ويثبت لمالكة حقوق لشريك أي "المساهم" وتستعمل هذه الكلمة أيضاً للإشارة إلى أسهم شركات الاستثمار.¹

وقد عرفه بعضهم بأنه: "الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع الشركة سواء كانت نقدية أم عينية ويتكون رأس المال الشركة من هذه الأسهم.²

والسهم في حقيقته جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك -أيضاً- سهم، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضاً الصك المثبت لهذا الحق. ولهذا السهم قيمة اسمية، وقيمة إصدار، وقيمة دفترية، وقيمة حقيقية، وقيمة سوقية، وقيمة تصفية، وسأقتصر طلباً للإيجاز على بيان المراد بالقيمة الاسمية، وقيمة الإصدار، والقيمة السوقية.

فالقيمة الاسمية: هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكة، أما قيمة الإصدار: فهي القيمة التي يصدر السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال.

¹ Joseph Antoine, Marie, Claire Capitaux-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbie, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010, p : 12.

² شعبان محمد، إسلام الراوي، وآخرون، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001ص:88.

والقيمة السوقية: فهي القيمة التي يباع السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام.¹

ثانياً: أنواع الأسهم

1- الأسهم العادية :

كما عرف (sunil.p)² بأنه نوع من المطالبة المالية التي تصدرها الشركة للمستثمرين أو بتعريف آخر هو عبارة عن صك ملكية وله ثلاث قيم قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية حيث أن القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم عادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس، والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية " الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية " مقسوماً على عدد الأسهم العادية المصدرة أما بقي المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية وتعتبر القيمة السوقية التقييم الحقيقي للسهم العادي ويتميز هذا السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية من أهمها:³

- القابلية للتداول توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية كالمناولة من يد أخرى كما هو الحال بالنسبة للسهم الحامل لها أو المقيدة في سجل الشركة كالأسماء الاسمية أو عن طريق عملية التطهير للأسهم الأمر وإن كانت هذه الخاصية تتوفر ولكن باستثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة غير أن القوانين التجارية غالباً ما تضع شروطاً منها:

-عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا المساهمين.

-تعتبر مخزناً لقيمة أي أن قيمة الأوراق المالية تتزايد مع زيادة نشاط المشروع المصدر لهذه الأسهم وذلك فضلاً على ما تدركه من دخل على حائزها من دخل سنوي، المسؤولية المحدودة للمساهم تنص قوانين الشركات أن

¹ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها، ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة النشر، الإسكندرية، 2000ص.ص: 48-49

² Sunil, Parameswaran. Fundamentals of Financial Instruments an Introduction to Stocks, »Bonds, Foreign Exchange, and Derivatives«, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd, Singapore, 2011, p: 97

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996ص.ص: 267-268

مسؤولية المساهم محدودة في الشركة من خلال الأسهم التي يمتلكها وهذا يختلف في شركات أخرى مثل شركات التضامن وشركات الأشخاص حيث تكون المسؤولية غير محدودة.

-تقادم حق المساهمة وهنا حق المساهم لا يتقادم بسبب عدم استعمال مادامت الشركة قائمة، ولا يبدأ التقادم إلا بعد اليوم الأول الذي يتحول فيه حق المساهم من حق الملكية إلى حق دين أي عندما تنقضي الشركة المساهمة بالتصفية أو عندما يستهلك السهم و يدفع رأس المال.

-الأسهم المتساوية القيمة يقصد بأن يجب إصدار الشركة المساهمة لأسهم عادية متساوية القيمة ويجوز إصدار أسهم عادية من نفس الشركة من قيم مختلفة.

إن اعتماد الشركات التمويل بالأسهم العادية يمنحها مزايا متعددة نذكر منها:

-لا تلزم الشركة بتوزيع الأرباح لجملة الأسهم العادية إلا إذا تحققت واتخذ قرار توزيعها كلها أو بعضها.
-تعتبر هذه الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل و الشركة غير ملزمة برد قيمتها فادا أراد حاملها التخلص منها فليس أمامه سوى عرضها للبيع في سوق رأس المال.

ومثلما يمنح اعتماد الشركات التمويل بالأسهم مزايا فانه يعود عليها بمساوئ وعيوب ومنها ما يلي:

-مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في غيرها من الأوراق ومنه فان العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعا.¹

¹ سمير عبد الحميد أنطوان، مرجع سابق الذكر، ص:269

2- الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز كما يلي: "أنه يمثل سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة".

والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق و لكن من الممكن أن ينكص في العقد على استدعائه في وقت لاحق وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية و له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. أما إذا لم تحقق الشركة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيع كما يعرف أيضا على أنه: "السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية والديون، حيث يتحدد له نسبة توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم، و لكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها يطلق على السهم الممتاز أيضا اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، ويتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية.

-حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، وهذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحاب هذه الأسهم للحصول على الأرباح.

-حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز أو جزء من هذه القيمة قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

ويكمن الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر التالية:¹

-يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

¹ نادية أبو فخره ومحمود صبح، وآخرون، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية، منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، الطبعة الأولى، مصر، 2001، ص:33

- حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة.
- يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، هذا معناه أن حملة الاسم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة .
- في حالة التصفية فإن الأولوية في هذه الأموال تكون لحملة الأسهم الممتازة مقارنة بحملة الأسهم العادية، و لكن الأسبقية تكون لحملة السندات في أموال التصفية.
- يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الأسهم الممتازة، بحيث تقوم بشرائها من الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.

المطلب الثاني: أدوات المديونية السندات

أولاً: مفهوم السند

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو وزارات المالية في الحكومات، وفيما يلي بعض

التعريفات

السند: يعرف السند على أنه: "شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق،

مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند.¹

ويعرف أيضاً على أنه: "صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات، أو

الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائناً لها، ويعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنوياً، ولهم

استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين.²

ويمكن أيضاً تعريف السندات كأداة من أدوات الدين المتعارف عليها في السوق، فالسند يعتبر عقد التزام من

المقرض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها، وتتمتع

السندات عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية.³

ثانياً: خصائص السندات

ومن أهم خصائص السندات ما يلي:

1- يمثل سند القرض دين أو التزام على الجهة التي أصدرته و بالتالي فإن حاملي السندات هم في الحقيقة دائنون

من وجهة نظر الجهة المصدرة.⁴

2- يحصل حامل السند على عائد مكون من:

¹ أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية

الشرعية والقانون، جامعة أم القرى، 2007ص:05

² عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، بحث مقدم مؤتمر أسواق الأوراق المالية، والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة

والقانون، جامعة أم القرى، 2007ص:03.

³ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق الذكر، ص:37

⁴ هندي منير إبراهيم، "أدوات استثمار في رأس المال"، أوراق مالية وصناديق استثمار، مكتب عربي حديث، إسكندرية، 2003ص: 29

- معدل الفائدة المحدد دورياً "سنوي، نصف سنوي، أو فصلي" اعتماداً على القيمة الاسمية للسند.
- العائد الرأسمالي الناتج عن الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع.
- 3-يحصل أصحاب السندات على الفوائد في جميع الأحوال بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت أرباحاً أم لا ومهما كان حجم الأرباح المحققة.
- 4-هناك انقطاع ما بين الدائن مالك السند و نشاط المدين المصدر بالإضافة إلى أن الدائن لا يمكنه التدخل في قرارات المدين، إلا في حالات الإفلاس أو عدم الدفع للمطالبة بحقوقه عن طريق طرف يوكل إليه بتلك المهمة ثالث قد يكون بنكا تجاريا يعمل بتمثابة وكيل أو حارس أو أمين.
- 5-يحصل أصحاب السندات على كامل حقوقهم في حالة تصفية الشركة قبل أصحاب الأسهم و ذلك باعتبارهم دائنين لها.

جدول رقم 01: مقارنة بين الأسهم والسندات¹

السند	السهم
1-دين على الشركة.	1- جزء من رأس مال الشركة .
2-حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته .
3-عائد السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة .	3- ربح السهم متغير حسب النشاط و قد يكون خسارة.
4-حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في الحالاتين تغيير شكل قانوني أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة .
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية و لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد و هو قابل لزيادة أو نقصان.
6-القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الاسمية على السند.	6- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم و سعر الفائدة الجاري.
7-الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة .	7- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
8-حملة السندات ليس لهم الحق في الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير و البيانات .	8- للمساهمين حق الاطلاع و الحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بصيرورة العمل في الشركة.
9-يمكن إصدار السندات بقيمة اسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية .	9- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية و سعر الإصدار و هو ما يعرف بعلاوة الإصدار .

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص44-45

¹ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص44-45

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية.

لقد أثار موضوع كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار سواء على المستوى النظري أو التطبيقي، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات التي تحدد الشروط الواجب توفرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة، ولذلك نتناول في هذا المطلب العناصر التالية:

أولاً: مفهوم كفاءة السوق.

يمكن تعريف كفاءة السوق بأنه مدى قدرة الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة بأقل تكلفة مختلفة ممكنة للموارد على أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية أي تكون مناسبة مع معدلات العوائد المرادودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية.¹

-التخصيص الأمثل للموارد.

-التقييم الدقيق للمبادلات.

-تقديم خدمات بأقل تكلفة.

ثانياً: متطلبات السوق الكفاءة.

لكي تتحقق كفاءة بورصة الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها خاصيتين أساسيتين هما:

أ- كفاءة التسعير: تسمى أيضاً بالكفاءة الخارجية وتعبر عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة، وفي ظل السوق الكفاء لن تحدث الأرباح غير العادية التي ترجع إلى إمكانية حصول البعض على معلومات قبل غيره.

¹ بن خودة سعاد، اندماج الأسواق المالية في الاقتصاد الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، جامعة الجزائر، 2014، ص: 26

ب- كفاءة التشغيل: تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه ويعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

ثالثا: شروط السوق الكفاءة

- إن توفر الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوفر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:¹
- وجود حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين لهم حرية الدخول والخروج من العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
 - توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها وذلك حتى تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية، بالكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب وبالسعة المناسبة.
 - توفر وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيها معلومات دقيقة حول السعر وحجم -عمليات التبادل التي تتم فيها بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل.
 - توفر عنصر الشفافية بشكل يجعل المعلومات متاحة لجميع المتعاملين
 - توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات. إضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء.
 - وجود هيئة تعرف إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق الذكر، ص: 33

جدول رقم 02: يبين كفاءة السوق المالية¹

الموضوع	البيان
أنواع الكفاءة	هناك الكفاءة التسعيرية و التشغيلية و التخصيصية و هناك الكفاءة الكاملة التي تعني تمتع السوق بالأنواع الثلاثة السابقة للكفاءة
أنماط الكفاءة	1- هناك السوق ضعيف الكفاءة: وهو السوق الذي ينسجم للسلوك السعري فيه بالعشوائية، حيث يُعد الأسعار تعكس كل المعلومات التاريخية ومؤدي ذلك عدم جدوى التحليل الفني، وتؤيد الأبحاث هذا الفرض بقوة غالية. 2- هناك السوق متوسط الكفاءة: حيث تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة المنشورة ومن ثم تصبح التحليلات الجوهرية عديمة القيمة، وهناك دعم جوهري في تأييد هذا الفرض، وإن كان بدرجة أقل من دعم الفرض الأول. 3- هناك السوق قوي الكفاءة: حيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة خارجيا وداخليا، ومن ثم لا يستطيع أي شخص، بصورة ثابتة، تحقيق أرباح متميزة والأبحاث لا تدعم في مجملها صحة هذا الفرض، ويلاحظ أن السوق قوي الكفاءة ينطوي ضمنا على كل من النمطين شبه قوي الكفاءة وضعيف الكفاءة كما أن السوق شبه قوي الكفاءة ينطوي ضمنا على نمط السوق أنماط الكفاءة
فوائد السوق الكفاءة	1- تشجيع التعامل في الأوراق المالية. 2- إعطاء مؤشرات واضحة عن أداء مديري المؤسسات. 3- المساعدة على التخصيص الأفضل لموارد المجتمع

المصدر: د. علاء الدين سعد، دراسات في الأسواق المالية، الإسراء للطباعة، 2005ص226

¹ د. علاء الدين سعد، دراسات في الأسواق المالية، الإسراء للطباعة، 2005ص226

خلاصة الفصل:

فصل هي أن الأسواق المالية أدت دورا فعالا في تنشيط الحياة الاقتصادية من خلال أدائها لوظيفتها المتكونة من شقين أساسيين وهما تعبئة المدخرات وتوجيهها للتمويل الاستثمارات من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومن خلال دراستنا في هذا الفصل عرفنا أن السوق المالية تتكون من سوقين سوق النقد الذي يتعامل فيه بأدوات مالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال والذي يتعامل فيه بأدوات مالية طويلة الأجل والمتمثلة في الأسهم والسندات.

الجانب التطبيقي

الفصل الثاني

مدى فعالية بورصة الجزائر

في تمويل المشاريع

تمهيد:

يعتبر وجود بورصة الأوراق المالية أمر مهم للغاية لأي دولة باعتبارها الجهاز التنفسي للاقتصاد، ووجود سوق أوراق مالية قادرة على تجميع وتخصيص الموارد اللازمة بكفاءة، من الأمور الضرورية والماسية للدول خاصة النامية منها، لتحقيق معدلات نمو عالية قابلة للاستمرار والزيادة، ونظرا لأهمية هذه السوق - بورصة الأوراق المالية، قامت غالبية الدول العربية نشاء هذا السوق والعمل على تعزيزها، ومن هذه الدول الجزائر التي عملت على إنشاء بورصة أوراق مالية، وكان من أهداف إنشائها خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاقتصادية. ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا الفصل التعريف ببورصة الجزائر و أدائها في تعزيز المشاريع وعليه قمنا بتقسيمه كالآتي:

المبحث الأول: تنظيم سوق رأس المال بالجزائر؛

المبحث الثاني: تطور السوق المالي في الجزائر؛

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها.

المبحث الأول: تنظيم سوق رأس المال بالجزائر.

كانت هناك ضرورة تستدعي من الدولة الجزائرية تأسيس سوق لرأس المال، وهذا باعتباره مصدر مهم في العملية التمويلية، وباعتبار غياب هذا السوق كمركز اقتصادي مهم للجزائر منذ الاستقلال، وقد بدت ملاح هذا النوع من الأسواق في عام، 1988 بشروع جملة من الإصلاحات التي عرفتها الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها.

أولاً: نشأة بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطارا لإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم، التي توزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تسير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون. إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وقد بدأ التحضير الفعلي لإنشاء البورصة في الجزائر ابتداء من سنة 1990م ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل كالآتي:¹

1. المرحلة التمهيدية: إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد سست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها 32000.00 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة. وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه علوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006ص.54

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177_91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة، شروط الإصدار من طرف شركات رأسمال.
- مرسوم تنفيذي رقم 91_171 المتعلق للجنة البورصة.

2. المرحلة الأولى: أولى العمليات التي شهدت البورصة قبل البدء في مهامها رسميا، هي تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93_المؤرخ في 23/04/1993م المكمل للقانون التجاري، حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها وكذا صدور عدة قوانين متعلقة ببورصة القيم المنقولة والتعريف بهذه البورصة، ومن هذه القوانين ما يلي¹:

- المرسوم التشريعي رقم 10_93 المؤرخ في 23/05/1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛
- المرسومين التنفيذيين رقم 175_94 ورقم 94_176 الصادرين في 31/06/1996م المكملين و المعدلين للمرسوم التشريعي رقم 10_93

3. المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999م، حيث تم تسعير سهم رياض سطيف وبعد أسبوع تم تسعير أسهم صيدل، أما سهم الأوراسي فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر، وفيما يخص السندات فلقد تم تسعير سند سوناطراك في شهر أكتوبر 1999م.

وكانت سوناطراك قد طرحت من قبل قرض سندي وذلك في بداية سنة 1998م بفائدة. 13% كما نجد أن الأمر 08_96 بتاريخ 10 جانفي 1996 والمتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM، FCPK، SICAV قد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات.

¹ ط. عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود وآليات تفعيلها، الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة ألكلي محند أولحاج البويرة، مجلد-2437 2018، سنة 04، رقم 0916

بينما الأمر رقم 04_01 بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم تسيير وخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية فهو يرمي إلى تسريع فتح رأسمال المؤسسات الاقتصادية العمومية للخواص المحليين والأجانب، تعيين وتوضيح الأدوار، تسهيل وتبسيط الإجراءات ومعايير القرار.

إن القانون رقم 03_04 بتاريخ 17 فيفري 2003 قد أتى بما يلي:¹

- أضفى على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.
- دعم السلطات القانونية للمراقبة والجزاء للجنة ال COSOB.
- وسع نطاق وسطاء البورصة IOB ليشمل عدة مجالات مثل ضمان السير الحسن للعمليات المالية وتقديم النصيحة للمستثمرين.
- توسيع تطبيق نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية.
- أدخل المؤتمر المركزي الشركة الجزائرية للحفاظ المركزي للأوراق المالية والتي تحمل تسمية تجارية Algérie clearing كهيئة جديدة للبورصة.
- ثانيا: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر.

في بورصة الجزائر توجد مجموعة من الهيئات تتولى تنظيمها وهي:

1-2 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: OSOB

وهي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين. وتكمن مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال الحرص على: حماية المستثمرين في القيم المنقولة، السير الحسن وشفافية سوق

¹ ط. عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود ز آليات تفعيلها، الريادة لاقتصاديات الأعمال، مرجع سبق ذكره.

القيم المنقولة. أنشأت بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 10_93 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، ويتشكل من¹:

رئيس بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات.

- ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

ومن أجل تمكينها من تحقيق أهدافها لقد زود المشرع اللجنة بسلطات التالية:

أ. السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى

موافقة الوزير المكلف بالمالية. وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي²:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عن إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء

العلمي للإدخار وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.

- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.

- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند.

- لقواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات.

- تسيير محفظة القيم المنقولة.

ب. سلطة المراقبة والإشراف: وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛

¹ سلطة ضبط السوق المالي، الموقع الإلكتروني، www.cosob.org تاريخ الاطلاع 23 ماي 2019.

² سلطة ضبط السوق المالي، مرجع سبق ذكره.

-قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
-السير الحسن للسوق.

ج. السلطة التأديبية والتحكيمية: تنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين و02منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين02من القضاة يعينهم وزير العدل. وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:
-الوسطاء في عمليات البورصة.

-الوسطاء في عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV.

الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛

- الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.¹

2-2 شركة تسيير بورصة القيم – SGBV

تقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة،

وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي

رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993.

¹ بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 23 ماي 2020.

وتمثل الشركة إطاراً منظماً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. وتتمثل مهامها في:

–التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة؛

–وتنظيم جلسات التداول؛

–تسيير نظام التسعيرة.¹

2-3المؤتمن المركزي للسندات:

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03/4 المؤرخ في 17/02/2003 وهو شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية "الجزائر للتسوية" تخضع للقانون الأساس ي وتعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد استطلاع COSOB يبلغ رأس مال الشركة 240 مليون دينار جزائري ويساهم فيه الشركة العمومية

-مؤسسة التسيير الفندقية "شركة فندق الأوراسي"

-مجمع الصناعات الصيدلانية "مجمع صيدال"

¹ الجزائر للتسوية، المؤتمن المركزي للأوراق المالية في الجزائر، الموقع الإلكتروني، www.algerieclearing.dz تاريخ الاطلاع 28 جوان 2020.

بالإضافة إلى البنوك العمومية الآتية:

الجدول رقم 1-1 يمثل البنوك العمومية المشاركة في المؤتمر المركزي للسندات.

Banque Extérieure d'Algérie BEA	بنك الجزائر الخارجي
Banque Nationale d'Algérie BNA	البنك الوطني الجزائري
Crédit Populaire d'Algérie CPA	القرض الشعبي الجزائري
Banque Algérienne de Développement BADR	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
Banque de Développement Local BDL	بنك التنمية المحلية
Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance	"الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط" كناد بنك

المصدر: الجزائر للتسوية، الموقع، الإلكتروني www.algerieclearing.dz تاريخ اطلاق 28 جوان 2020

كما قد تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير، 2003 ويُعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية :

-فتح و إدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات TCC المتدخلين؛

-مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛

-انجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...):

-نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وأجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...).

4-2 الوسطاء في عملية البورصة OB

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.¹

تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك يتضمن سوق المال في الجزائر حالي الفلاحة والتنمية الريفية، BADR وبنك التنمية المحلية، BDL وبنك الجزائر الخارجي، BEA والبنك الوطني الجزائري، BNA والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك، CNEP-Banque والقرض الشعبي الجزائري، وشركة Société Générale Algérie، BNP Paribas El djazair، والبنكين الخاصين بي أن بي باريبا ال جزائر CPA Tell Markets. خاصة يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية الآتية:

-توظيف القيم المنقولة والمتوجات المالية لجهة المصدرة؛

-التداول في السوق لحساب زبائنهم؛

-تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛

-نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛

-عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛

¹ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

-وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

5-2 ماسكوا الحسابات حافظ والسندات: TCC

هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة، ويوفر ماسكوا الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسير عمليات الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.¹

¹ د. شقيقتب عيسى، أزغار يحيى، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، العدد، 07 سنة النشر، 2017 ص. 58

6-2 هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM

وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير SIVAC 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.

المطلب الثاني: إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر

أولاً: مراحل إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة:

1-مرحلة ما قبل الإدراج

2-مرحلة الإدراج

3-مرحلة ما بعد الإدراج

1.مرحلة ما قبل الإدراج: هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن

يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:¹

أ. القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار

القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار.

ب. الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على

المستوى

القانوني، لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

¹ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

ج. تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

د. اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال. ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع نقابة التوظيف والوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون مع نقابة التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس 05 سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

هـ. إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

و. إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.¹

-معلومات عامة عن الجهة المصدرة.

-معلومات عن التمويل.

¹ بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

-معلومات اقتصادية ومالية.

-الوثائق القانونية

-طلب القبول.

-محضر الجهة المخولة التي صرحت بالإصدار.

-مشروع المذكرة الإعلامية.

ز. تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة .

ح. الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات .

ط. حملة التسويق: لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال سعي وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...).

ي. بيع السندات: يتم البيع عمومًا من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

ك. كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

ل. تسوية العملية: يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة 3 أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

2. مرحلة الإدراج

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسيير بورصة إعلانا في النشرة الرسمية للقيم للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند. كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

3. مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق.

- عقد السيولة: يسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه ويتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

ثانيا: شروط إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر

ما وعادة لا تملك تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة درجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة الشروط اللازمة لتليتها، لهذا 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن¹:

¹ سلطة ضبط السوق المالي، مرجع سبق ذكره

-تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمس 05سنوات، مستشارا مرافقا يسمى "مرفق البورصة"؛

-تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛

-تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين 50مساهما أو ثلاثة 03مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؛

-تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي اللجوء العلني إلى الادخار.

لا تنطبق هذه ال شروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار .

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

أولاً: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

يمكن للمتدخلين في بورصة الجزائر من تداول عدة أنواع من الأوراق المالية:

الأسهم: يحدد القانون التجاري الجزائري الأنواع التالية للأسهم¹

-الأسهم العادية؛

-أسهم التمتع؛

-الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح؛

-الأسهم ذات أذونات الاكتتاب في أسهم.

ب-السندات: وهي محددة ضمن الأشكال التالية حسب القانون:

-سندات عادية؛

-سندات مشاركة؛

-سندات ذات المعدل الثابت؛

-سندات ذات معدل متغير.

إضافة إلى الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بأنواعها والأوراق المالية الأخرى مثل شهادات الاستثمار

نجد أيضا أوراقا أخرى متمثلة فيما يلي:

ث -صكوك هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM :

¹ فتحة عبابسة، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، تخصص مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2013 صص 81-80

تعتبر OPCVM مؤسسات مالية مهمة: جمع الادخار من المستثمرين لتوظيفه في قيم منقولة وفقا لمعايير محددة. فذلك يسمح بتشكيل محفظة من القيم المنقولة. إذ تقوم بتشكيل محفظة من السندات لكل مستثمر، والتي يتم تدبيرها على النحو الأمثل من طرف مهني هذا الميدان.

وتوجد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة على شكلين قانونيين مميزين

-شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير: SICAV و هي شركات مساهمة حيث كل مستثمر يكتب بسهم يصبح مساهما و يملك الحق في التعبير عن رأيه، فيما يتعلق بتدبير الشركة، خلال انعقاد الجمعيات العامة.
-صناديق التوظيف المشتركة: FCP و هي ملكيات مشتركة للقيم المنقولة، بدون شخصية معنوية، يتم تدبيرها من قبل شركات تدبير صناديق التوظيف المشتركة، الفاعلة باسم حاملها .

ويمكن ملاحظة أربع أشكال لهيئات التوظيف الجماعي وذلك حسب نسبة تكوينها من مختلف الأوراق المالي.¹

OPCVM - ذات أسهم 60% من الحافظة تتكون من أسهم؛

OPCVM - ذات سندات دين 6% : من الحافظة تتكون من سندات دين و سندات أخرى شبيهة بها؛

OPCVM -النقدية 60% : من الحافظة تتكون من أدوات السوق النقدية؛

OPCVM -المتنوعة: لا تحدد أية نسبة من السندات المحمولة في الحافظة.

ثانيا: إجراءات إدراج الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

يحدد النظام العام للبورصة القيم المنقولة ثالثة أنواع من إجراءات التقليدية لإدخال القيم المنقولة² :
-إجراء العادي؛

-إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد؛

¹ فتحة عبابسة، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره.

² بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

-إجراء العرض العمومي بسعر أدنى.

1 إجراء العادي:

هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، سنة 2004.

الإجراء العادي هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، عندما يكون رأسمالية الشركة المعنية موزعا بما فيه الكفاية على الجمهور، بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق، انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، استنادا إلى شروط السوق.

2 إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد:

هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور، يوم الإدخال، عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده.

3 إجراء العرض العمومي للبيع بأدنى سعر:

هو الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور، يوم الإدخال، عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها.

ويتمثل الفرق الرئيس ي بين هذين النوعين من العرض العمومي في كون الأول بسعر محدد سلفا بينما أن الثاني يتم بالمزايدة.

المبحث الثاني: تطور السوق المالي في الجزائر

سنتطرق هذا المبحث إلى دراسة تطور أداء بورصة الجزائر، من خلال مجموعة من المؤشرات الاقتصادية (القيمة السوقية، قيمة التداول، عدد المعاملات المتداولة وحجمها). تتم فترة الدراسة ما بين 2014-2019

المطلب الأول: تقسيمات بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوق لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين :

1. سوق سندات رأس المال

تتكون من:

• السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد خمسة 05 شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية

وهي:

مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛

مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشط في قطاع السياحة؛

أليانس للتأمينات: الناشط في قطاع التأمينات؛

أن_سي_أ_روبية: الناشط في قطاعات الصناعات الغذائية؛

مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني؛

أوم أنفست: الناشطة في قطاع السياحة

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع / الفئة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5 804 511
DZ0000010045	ROUI	أن سي أروبية	الصناعة الغذائية	100	8 491 950
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندق	250	6 000 000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10 000 000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25 521 875
DZ0000010060	AOM	أوم أنفست	سياحة	100	1 159 300

جدول رقم 1-2 يمثل الشركات المدرجة في سوق رأس المال.

المصدر: www.sgbv.dz

• سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة :

و قد تم إنشاء هذا السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها 12_01 المؤرخ في

12 جانفي، 2012 المعدل و المتمم للنظام رقم 97_03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق لنظام العام لبورصة

القيم المنقولة، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا

للحصول علي رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة من خلال

توفير محكمة التنظيم للمستثمرين من اجل توظيف مستثمراهم .

يوجد في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة شركة واحدة مدرجة فيها وهي:

شركة أوم أنفست OAM Invest

عدد الأسهم	القيمة الاسمية دج	القطاع / الفنة	اسم الشركة	الرمز	رقم ISIN
1 159 300	100	سياحة	أوم أنفست	AOM	DZ0000010060

جدول رقم 1-3(:) يمثل الشركة المدرج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المصدر www.sgbv.dz

2. سوق سندات الدين: تتكون هذه السندات من:

• سوق سندات الدين: التي تصدرها شركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية و الدولة؛

• سوق سندات الخزينة العمومية OAT: المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية،

وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصى حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرة في التسعيرة بإجمالي قريب 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول في سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمسة حصص في الأسبوع.

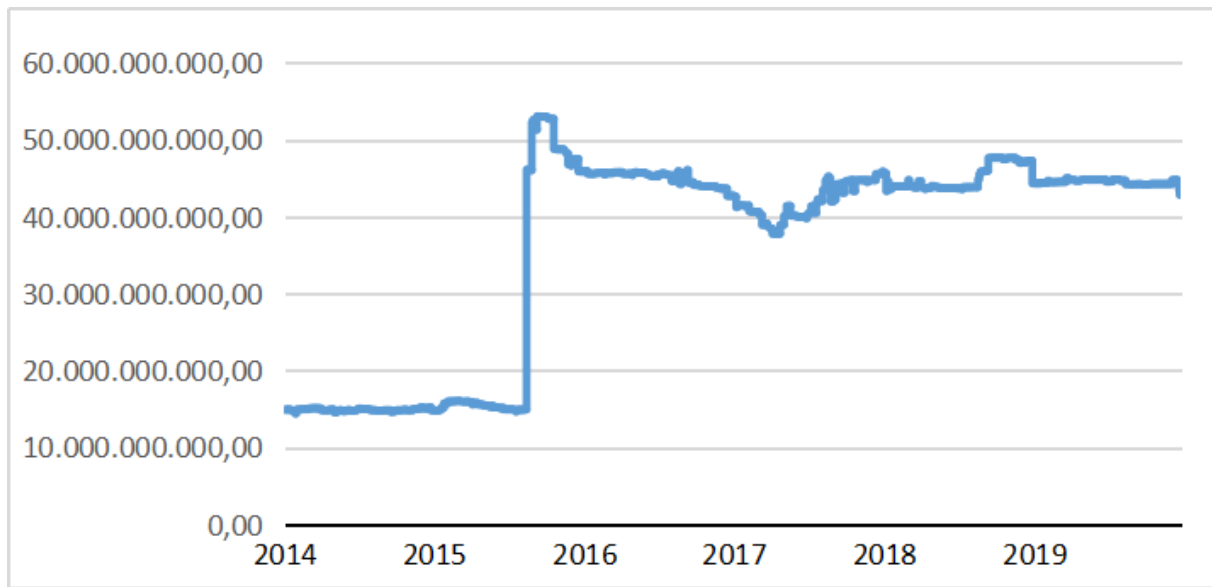
المطلب الثاني: تقييم سوق سندات رأس المال لبورصة الجزائر

من خلال عرضنا للأسواق السابقة والشركات المدرجة في البورصة سيتم دراسة السوق من خلال مجموعة من

المؤشرات خلال الفترة 2014-2019

أولاً: تقييم السوق الرئيسية

شكل رقم 1-2 تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر



المصدر: www.sgbv.dz

من خلال الشكل رقم 1-2 نلاحظ ما يلي:

تبلغ القيمة السوقية الإجمالية لبورصة الجزائر 44.777 مليار دينار جزائري سنة 2019 بالمقارنة مع،

2018 وارتفاعا أيضا مؤشر القيمة السوقية من سنة 2015 ليصل إلى أقصى حد، 45778 تم انخفاض في سنة

2017 ليصل إلى، 40587 تم عاد ارتفاع من جديد وبقي في استمرار.

ومن هذا التحليل نستنتج أن مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2014-2019 ان في ارتفاع متواصل ما عدا سنة 2017 وهذا الارتفاع يرجع إلى أسباب من بينها زيادة عدد الشركات المدرجة والذي يعني زيادة الاستثمارات وحجم اتساع السوق، واستقراره.

1. قيمة المعاملات

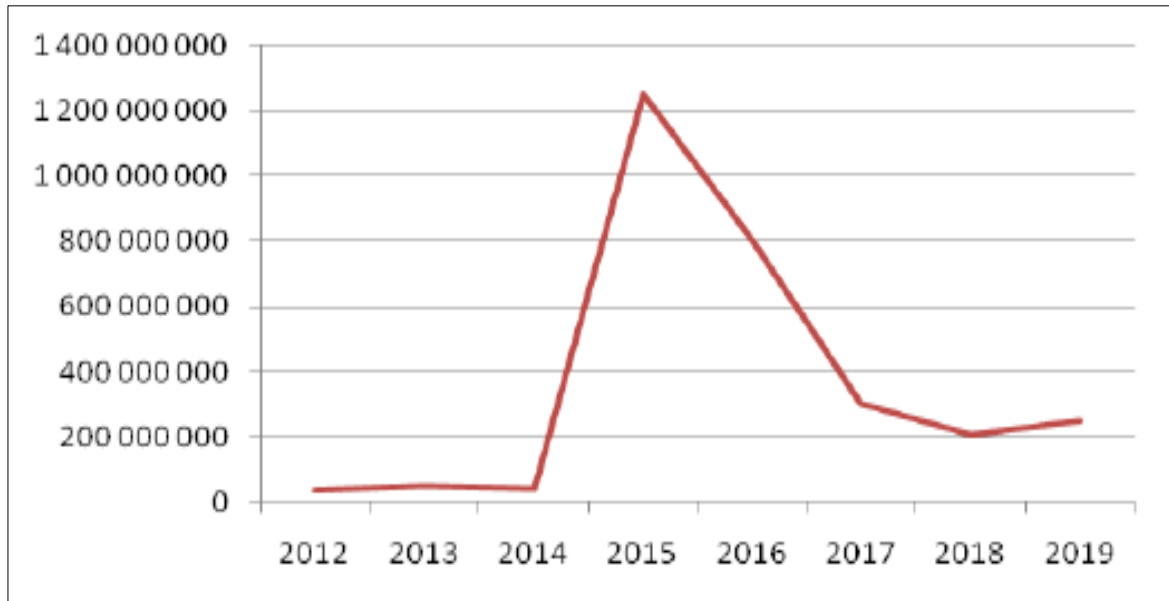
استأنف التداول في قسم الأسهم الاتجاه الصعودي (+) 21% في السنة) بعد ثلاث سنوات من الانخفاض في النشاط. يرجع التعافي في النشاط بشكل عام إلى توقعات المستثمرين لأداء الشركات المدرجة في نهاية السنة المالية المحاسبة لعام 2018. الجدول التالي يوضح تاريخ التبادل في الأوراق المالية.

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
قيمة المعاملات	41.410.340	1.251.956.825	805.500.430	302.261.260	205.797.271	248.990.023

جدول رقم 2-2 يمثل قيمة المعاملات المتبادلة للأوراق المالية

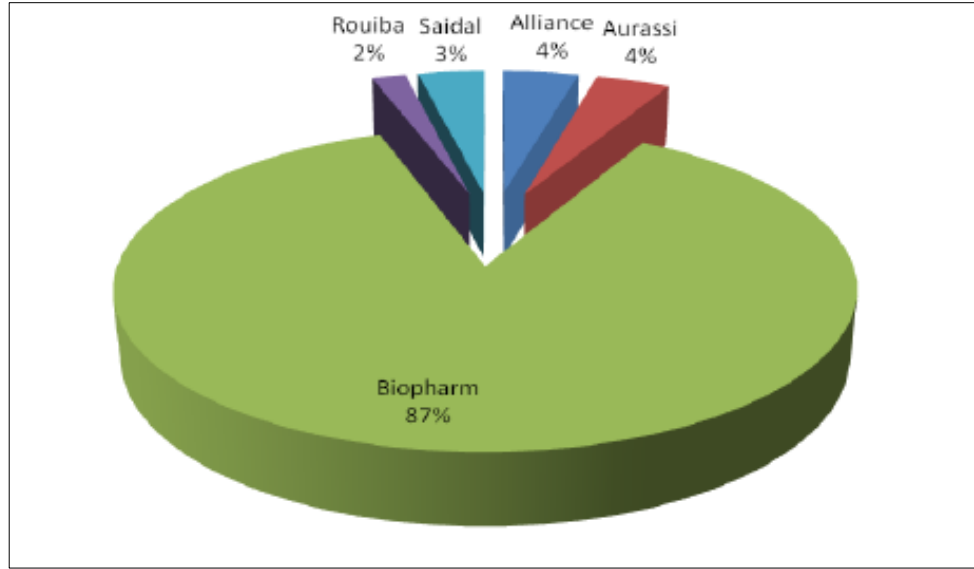
المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

شكل رقم 2-3 يمثل قيمة المعاملات المتداولة



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

من خلال الشكل رقم 2-2 نلاحظ أن التداول في المعاملات شهد انخفاضاً لثلاثة سنوات على التوالي من الفترة 2012 إلى 2014، بعد ذلك ارتفعت لتبلغ الذروة المسجلة في عام بقيمة 12 مليون دينار جزائري سنة 2015. ثم كان هناك انخفاض حاد سنة 2017 مقارنة بالسنوات 2018 و 2019. شكل رقم 2-3 يمثل قيمة المعاملات للشركات المدرجة في السوق الرئيسية.



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

من خلال ملاحظتنا للشكلين رقم 2-2 و 2-3 يتبين أن البورصة تركز بشكل أساسي على حصة بيوفارم التي تمثل وحدها 87% من قيمة المعاملات في السوق، مدفوعة بتنفيذ عقد السيولة، يليها مجمع ألي انس والأوراسي مع 4% تم تليها شركة صيدال 3% و 2% للدروبية.

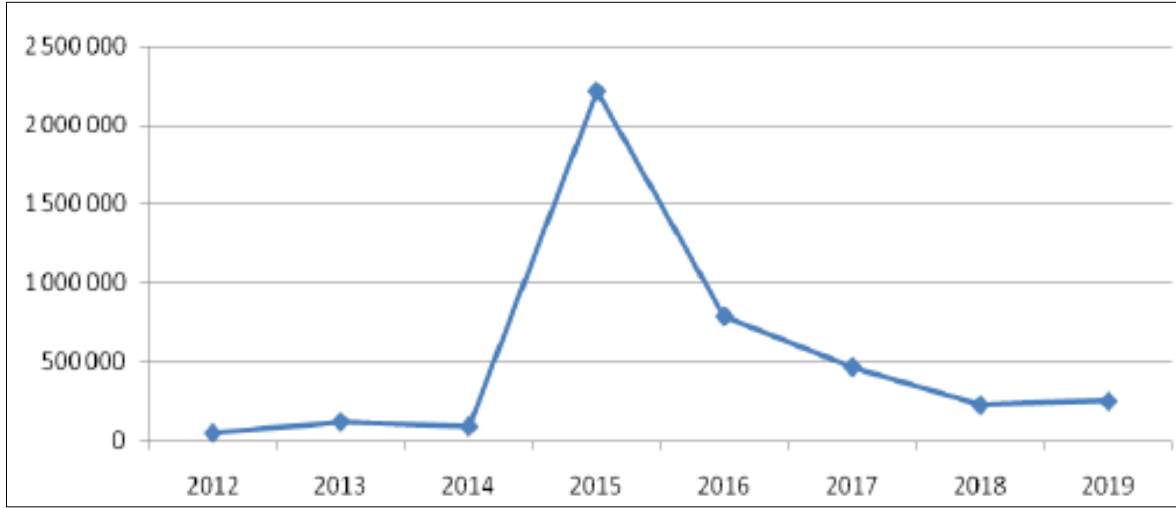
3. حجم المعاملات

يؤكد الجدول أدناه حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق حيث استئنفا النشاط في السوق بعد ثلاث سنوات من التباطؤ بين سنتين 2017 و 2018، من 468.145 إلى 225.505 سهم متداول، (سجلت التجارة في الحجم زيادة + 10.77% في عام واحد). (جدول رقم 1-5 يمثل حجم المعاملات المتداولة في بورصة الجزائر).

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

يوضح الرسم البياني أدناه تطور أحجام المعاملات. بحيث 2015 لا يزال العام أفضل عام للسوق، حيث تجاوز حجم التداول 2.2 مليون سهم.

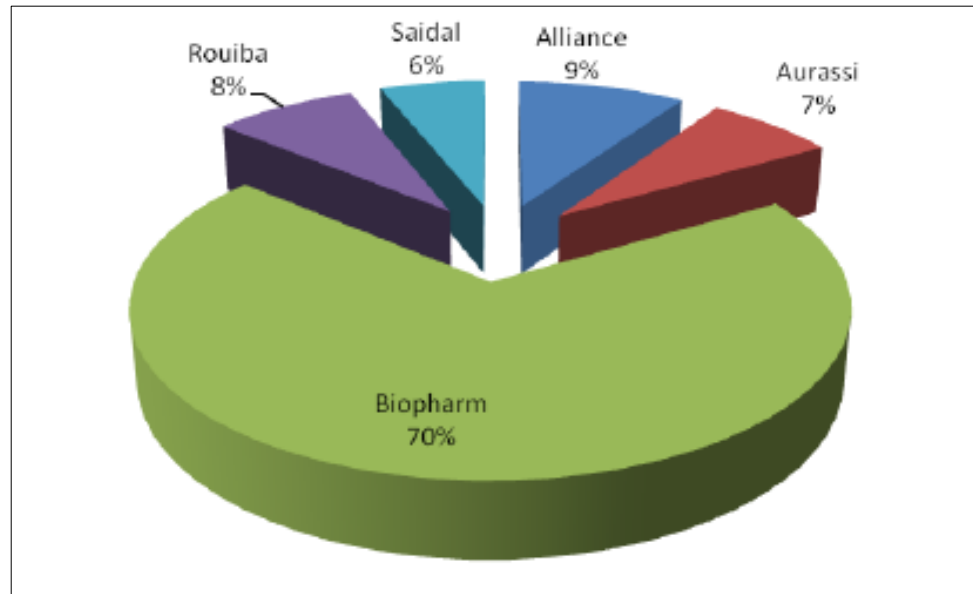
شكل رقم 2-4 يمثل تطورات حجم المعاملات في البورصة



التقرير السنوي، 2019 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سبق ذكره.

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

تفاصيل حجم تداول الأوراق المالية لمختلف الشركات المدرجة، موضحة في الشكل رقم 2-5



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

بقي أداء شركة بيوفارم تمتلك الحصة الأكثر بنسبة 70% من حجم التداول. ثم يأتي أليانس في المركز الثاني بنسبة 9% يليه رويبة والأوراسي ثم مجمع صيدال بنسبة 6%.

4. عدد المعاملات

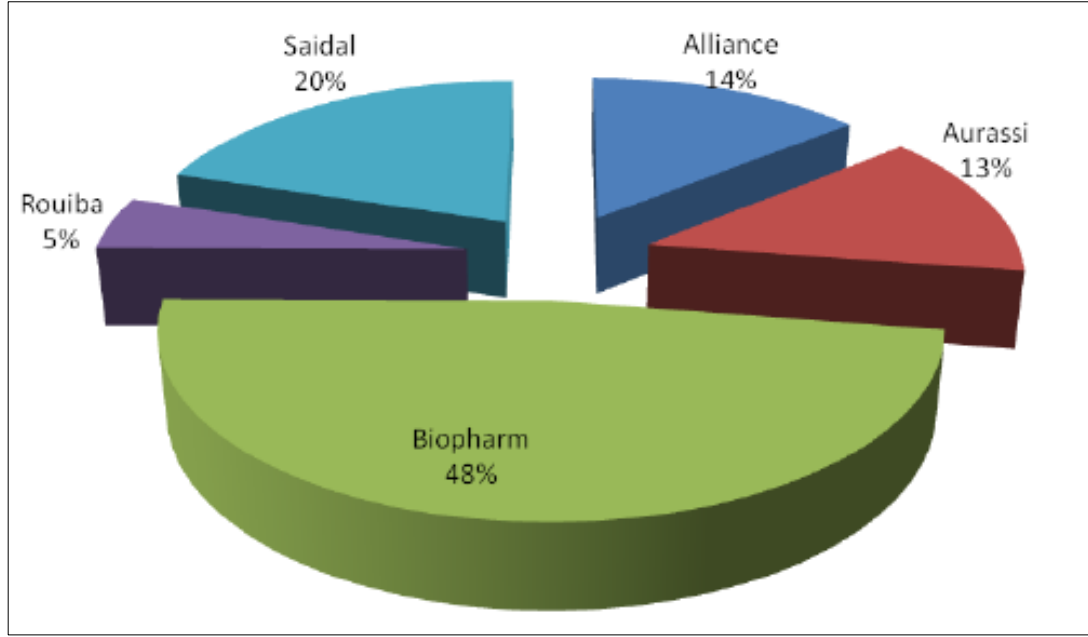
إن عدد المعاملات الموضحة في الجدول أدناه يؤكد استقرار في السنوات السابقة لنشاط السوق، حيث علي مر السنوات كان هناك زيادة في عدد المعاملات
جدول رقم 6-1 يمثل عدد المعاملات في بورصة الجزائر.

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
حجم المعاملات	90.111	2.213.143	788.860	468.145	225.405	249 696

التقرير السنوي، 2019 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سبق ذكره.

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر. 2019

شكل رقم 6-2 يمثل عدد المعاملات للشركات المدرجة في البورصة



المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر. 2019

يحتل سهم بيوفارم المرتبة الأولى من حيث عدد المعاملات بنسبة 48% من المعاملات المنفذة في السوق، يليها صيدال بنسبة 20% وأليانس بـ 14% المعاملات، ثم الأوراسي بنسبة 13% ورويبة بـ 5% من خلال تحليل الجداول والإشكال رقم 5 4 3 2 1 و6 السابقة نستنتج أن الحجم المتداول و القيمة المتداولة و عدد المعاملات في بورصة الجزائر عرفت تدبدا كثيرة من ارتفاع و انخفاض، مع الإشارة إلى الانخفاض الحاد الذي كان سنة 2017 في القيمة المتداولة و التي قدرت بـ 30 مليون دينار وهذا يرجع إلي عدة أسباب من بينها قلة الاستثمارات و عدد المستثمرين.

ثانيا: تقييم سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يوجد سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بورصة الجزائر شركة واحدة فقط مدرجة منذ 12 ديسمبر، 2018 في هذه الحالة، اعترفت شركة AOM Invest بالتسجيل المباشر التالي طرح 10% من رأسمالها مع المستثمرين المؤسسيين. سجلت حصة، AOM Invest خلال عام، 2019 ثلاث 03 معاملات فقط تشمل 280 أسهم بمبلغ 117.200 دينار جزائري.

المطلب الثالث: تقييم سوق سندات الدين لبورصة الجزائر

أولاً: تقييم سوق سندات الدين

لم يشهد سوق سندات بورصة الجزائر أي اكتتابات جديدة في عام 2019. استمر هذا الوضع لعدة سنوات حتى الآن. حيث إن إصدار السندات الأخير مدرجة في البورصة، يعود تاريخها إلى عام 2009 ويعود تاريخ استحقاق آخر إصدار سندات مدرج حتى عام 2016.

ثانياً: سوق سندات الخزينة العمومية OAT

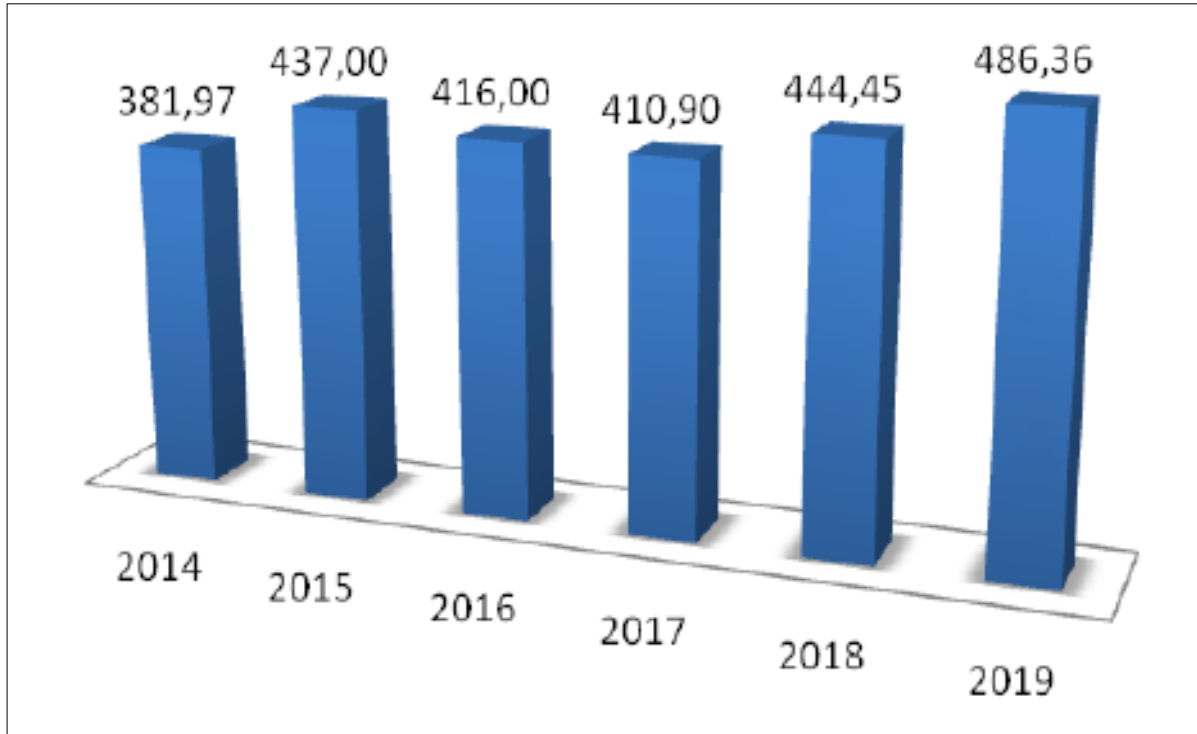
1. معاملات سوق خزينة العمومية

الجدول رقم 1-7 يتم تلخيص النشاط في السوق الثانوية OAT في الجدول أدناه.

السنوات	حجم المعاملات	قيمة التداولات	عدد المعاملات
2014	8.215	8.246.328.000	17
2015	16.822	16.978.870.360	28
2016	11.835	11.604.764.510	26
2017	25.263	23.746.484.050	46
2018	40.972	33.491.954.480	56
2019	44.658	41.055.554.357	51

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك تزايد في عدد المعاملات باستمرار ولكنه لا يزال محدوداً للغاية. وارتفاع حجم المعاملات وقيمة التداول بنسب متزايدة.



شكل رقم 2-7 يمثل تطورات الخزينة العمومية لبورصة الجزائر

المصدر: التقرير السنوي لبورصة الجزائر 2019

28 التقرير السنوي، 2019 لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، مرجع سبق ذكره.

في نهاية عام، 2019 تم تداول تسعة وعشرين 29 خط OAT المدرجة في البورصة. ويبلغ إجمالي قيمتها 486.362 مليار دينار بزيادة 41.912 مليار دينار مقارنة بعام، 2018 أي + 9.43% في عام واحد و + 18.36% في مقارنة بالمبلغ المستحق المسجل 2017 هو 410.90 مليار دينار، وفي 2016 بلغ 416.00 مليار دينار.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وأفاق تفعيلها

تواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شأنها أن تحول دون سيرها العادي وتعرقل تطورها، بالإضافة إلى وجود آليات تتمثل في تطويرها.

المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر فعالية في تمويل الاقتصاد وتتمثل فيما يلي

1العوائق الاقتصادية: وتتمثل هذه العوائق فيما يلي:¹

-الوضعية الصعبة لمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالا في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، و هذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم بهذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات و توجيهها نحو الأصول المالية.

-لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة قليلا ما كانت تشمل إعفاءات و هذا ما شكل عائقا بالنسبة لسوق مالية ناشئة.

-ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين و بالتالي قمة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي و عدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.

-عدم وجود سوق كفاءة و سيطرة السوق الموازية.

¹ عبيدة نورة، تطور بورصة الجزائر خلال فترة 2016-2005 المعوقات والأفاق، مذكرة ماستر تخصص مالية وبنوك، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، ص 54-55.

2العوائق القانونية: وتتمثل العوائق التشريعية عموما فيما يلي¹:

عدم تجزئة البورصة، والشروط القاسية في قبول المؤسسات مع عدم فتح المجال لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عموميته كل من لجنة التنظيم ومراقبة عملية البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في عملية البورصة

3العوائق التنظيمية

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

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

4العوائق الاجتماعية والثقافية :

يميل الفرد الجزائري نحو حيازة الموجودات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون وذلك بفعل تأثير عوامل دينية اجتماعية وثقافية... كالأمية أو عدم الثقة في هذه الأداة والخوف من مراقبة مصالح الجباية وغياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية.

¹ د. حيدوش ي عاشور، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقترح سبل تفعيلها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، 02الجزائر، سنة، 2018ص.140

المطلب الثاني: أفاق تفعيل بورصة الجزائر

أولاً: ضرورة تفعيل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمدخل لتنشيط بورصة الجزائر:¹

1.تعتبر السوق كتمويل تكميلي للتمويل المصرفي لهذه المؤسسات؛

2.إتاحة فرصة استثمارية ومنفذ لشركات رأس المال الاستثماري؛

3.تغيير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و اعتماد الموارد اللازمة لتنميتها؛

4.عامل يعزز روح الانتماء ومشاعر الفخر لدى عمال المؤسسة وضمان ولاء الموظف لها من خلال صيغ

تتيح له المشاركة في رأس المال؛

5.تحسين سمعة واستدامة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على الصعيدين المالي و التجاري و خاصة إن هذا

الأمر من عوامل التي تصفي المصدقية في السوق الوطنية و الدولية.

ثانياً: مقترحات تفعيل بورصة الجزائر وتنشيطها

1.دعوة القطاع الخاص لتحري البورصة و توفير التسهيلات اللازمة وذلك لاستغلال وسائل الإعلام بكافة

أشكالها بما يمكن أن تحققه البورصة من اجل نشر ثقافة الاستثمار في البورصة ؛

2.مكافحة الاقتصاد الغير الرسمي (السوق الموازية) الذي يعتبر قبلة المستثمرين و الذي يمتص مداخيلهم

للاستثمار في القيم المنقولة؛

3.إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها نجد فقط الأسهم و سندات الخزينة العمومية وغياب سندات

الدين التي يمن أن تصدرها الشركات إلي تعاني من عجز و تحتاج إلى تمويل ،وذلك لمسايرة التطور و مجال

الخدمات المالية؛

¹ د. حيدوش ي عاشور، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره

4. توفير مناخ استثماري مناسب لاستقطاب رؤوس الأموال للبورصة من خلال تحقيق الاستقرار السياسي وتوفير التحفيزات الجبائية وكذا التحكم في معدلات التضخم ؛

5. توفر الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في بورصة القيم المنقولة و التي يمكن أن تتلقى القبول لدى الجمهور.

خاتمة الفصل

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى معرفة بورصة الجزائر والهيئات المنظمة لها، فهي بمثابة أداة تفاعل ومكان التقاء لقوي الاستثمار المختلفة وإعطاء قوة دفع أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي، وكل هذا بفضل تنظيم البورصة ووضع الشروط اللازمة لإدراج المؤسسات فيها وكذا مراحل الدخول فيها، كذلك أنها تتضمن سوق سندات رأس المال وسوق سندات الدين، وانه من بين الشركات التي تدرج ضمنها هي: شركة صيدال، فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات، شركة رويبة، شركة بيوفارم وأوم أنفست.

وفي الأخير وبعد تحليل بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2014-2019 باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر القيمة السوقية، حجم المعاملات المتداولة، عدد المعاملات ومؤشر القيمة في كلا سوق رأس المال وسوق سندات الدين تم التوصل إلى أن نشاط البورصة متعلق بالمستثمرين فيها ومدى مساهمة الشركات المدرجة في الاستثمار.

كما استخلصنا أن بورصة الجزائر يرافقها العديد من المشاكل والعقبات التي تجعلها ضعيفة الأداء، لذا قمنا باقتراح جملة من المقترحات لتطوير وتنشيط بورصة الجزائر.

خاتمة عامة:

تعد أسواق الأوراق المالية مرآة حقيقية تعكس حالة المشاريع الاقتصادية في أي بلد ما، كونها أداة هامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية المتاحة أمام المستثمرين من جهة وبين الجهات المصد للأوراق المالية من جهة أخرى، كما تمنح فرص لصغار المستثمرين لتوظيف مدخراتهم، وتسهل للمؤسسات والشركات إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال أدوات مالية عديدة في السوقين: سوق النقد وسوق رأس المال، تتمثل الأدوات في الأسهم والسندات والتعهدات وغيرها... بحيث تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية، تكون السوق كفو عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة بأقل التكاليف. وذلك متوقف على شروط عديدة.

تسعى أسواق الأوراق المالية إلى تمويل المشاريع الاقتصادية حيث إن المشاريع الاقتصادية تعتمد لتمويلها واستمراريتها على المال ورؤوس الأموال، ومر عملية تمويل المشروع بثلاثة مراحل أساسية: مرحلة ما قبل المشروع الاستمراري، مرحلة الاستثمارات ومرحلة الاستغلال. ونجاح المشاريع الاقتصادية مرهون على سداة قرار الاستثمار وقرار التمويل .

تعد بورصة الجزائر مصدر مهم في عملية التمويل، ومن خلال دراستها تم التعرف على الهيئات المكونة للبورصة وبعد تحليل سوق السندات الدين وسوق سندات رأس المال باستخدام بعض المؤشرات خلال الفت ما بين 2014-2019 تم التوصل إلى:

اختبار الفرضيات

من خلال ما تم عرضه سيتم التطرق إلى اختبار الفرضيات الموضوعة التي ذكرناها سابقا:

• تم إثبات صحة الفرضية الأولى التي تنص علي أن الأسواق المالية تساهم ايجابيا في تمويل المشاريع الاقتصادية.

• ثبتت عدم صحة الفرضية الثانية التي تنص عليان أن المشاريع الاقتصادية لا تحتاج لتحقيق فعاليتها إلى قراري التمويل و الاستثمار، في حين أن اتحاد القرارين يعتبر أساس نجاح المشروع الاقتصادي.

• تم إثبات صحة الفرضية الثالثة التي تنص علي أن أداء بورصة الجزائر لا زال ضعيفا نظرا لانخفاض معظم المؤشرات بها و هو ما تم ملاحظته خلال فترة الدراسة وبالتالي فإن مساهمتها في تمويل المشاريع الاستثمارية ضئيلة جدا أو مهملة.

• ثم إثبات صحة الفرضية الرابعة التي نص علي أن هناك مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر فعالية في تمويل الاقتصاد.

نتائج الدراسة

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج التالي:

- أن السوق المالي أحد أهم مصادر تمويل المشاريع الاقتصادية، إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الاستثمارات والمشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل.
- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي تتيح فرص استثمارية متنوعة، تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات.
- اتخاذ قرار التمويل يتطلب دراسة معمقة من قبل أصحاب المشاريع هذا ما يكون عائق ومؤخر في البدء في تنفيذ المشروع.
- إن الوقت الذي تأسست فيه البورصة خلال فترة صعبة من تاريخ الجزائر (سنوات التسعينات)، ولم تكن حينها الشروط متوفرة لبروز ونجاح هذا النوع من المؤسسات المالية المعنية بأسواق الأسهم.
- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر.

خاتمة عامة

- عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر قليل وحجم التداول فيها متدبب.
- بورصة الجزائر لا تلعب دورها كما يجب، كفاعل أساس ي في تمويل المشاريع نظرا للسياسة المتبعة إلى حد الآن والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل وتسهل المعاملات فيها.
- يواجه تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر العديد من العوائق والصعوبات وخاصة في الجاني الثقافي والديني.

التوصيات

- من خلال النتائج المتوصل إليها ومن خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات:
- ضرورة انفتاح المستثمر الجزائري واعتماده على الأدوات الحديثة في تطوير مشروعه.
 - إعادة النظر في طريقة تسيير البورصة، وتركيبها البشرية والإطار القانوني الذي يحكمها، لكي يكون لها دور في التمويل.
 - تنوع الأدوات المالية ي بورصة الجزائر مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق المالية التي يرغب فيها وهذا يؤدي إلى زيادة عدد المستثمرين في البورصة.
 - ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وذلك لزيادة نشاطها.
 - التركيز على التعامل بالأسهم بدل التعامل الكبير بالسندات.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب:

1. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية: توزيع منشأة المعارف، 1997 ص. 663.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004
3. الأستاذ الدكتور عمر هواري معراج، التمويل التاجيري: المفاهيم والأسس، دار النشر كنوز المعرفة، جامعة غرداية الجزائر، ص. 15
4. د. حسني علي خربوش، الأسواق المالية: المفاهيم والتطبيقات، الجامعة الهاشمية، دار زهران للنشر. 13-12، ص ص 1998
5. د. خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظة المالية، جنارية للنشر والتوزيع، الأردن، ص -47-45
6. د. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الأولى، 1993 عمان
7. د. وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر - عمان 2012 م الطبعة الأولى ص 17-16،
8. دكتور طلال كناوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2008 ص. 21
9. الدكتور غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الاردن، 2009 ص. 65
10. دكتور محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الإسلامية، مركز الكتاب الأكاديمي، ص 19-17
11. العوضي، رفعت السيد، موسوعة الاقتصاد الإسلامي في المصارف والبنوك والأسواق المالية: الجوانب الاقتصادية للمصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى. 2009
12. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم-سندات أوراق مالية)، دار ومكتبة الحامد للنشر، عمان، 2006.
13. مصطفى رشدي شيخه، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، الإسكندرية: دار المعرفة الجامعية، 1992

الرسائل الجامعية:

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه في علوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 54.
2. حمودي منى، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، 2014-2015، ص 63-69.
3. عبيدة نورة، تطور بورصة الجزائر خلال فترة 2005-2016 المعوقات والأفاق، مذكرة ماستر تخصص مالية وبنوك، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، ص 54-55.
4. فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة للاستثمارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص 38-40.
5. فتيحة عبابسة، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية، رسالة ماستر، تخصص مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2013، ص 80-81.
6. نشنش سليمة، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الاستثماري المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماستر للتسيير، المدرة العليا للتجارة، 2005، ص 71.

الأوراق البحثية:

1. د. حيدوش ي عاشور، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، 02الجزائر، سنة 2018، ص 140.
2. د. شقبق عيسى، أزغار يحيى، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، العدد، 2016، 07، ص 58.
3. الدكتور عبد العال هاشم أبو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويب المختلفة له، مجلة الإداري، العدد، 47، عمان، ديسمبر 1991.

قائمة المراجع

4. ط. عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود ز آليات تفعيلها، الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة ألكلي محند أولحاج البويرة، مجلد، 0916-2437 رقم، 04 سنة. 2018
5. م. د. عبدا لناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد، 2013، 22 ص. 232
6. هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، سنة 2004

التقارير:

1. التقرير السنوي، 2019 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2019

المواقع الالكترونية:

2. بورصة الجزائر، الموقع الالكتروني، www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 23 ماي. 2020
3. الجزائر للتسوية، المؤتمر المركزي للأوراق المالية في الجزائر، الموقع الالكتروني 2020 جوان 28، تاريخ الاطلاع www.algerieclearing.dz
4. سلطة ضبط السوق المالي، الموقع الالكتروني، www.cosob.org تاريخ الاطلاع 23 ماي.
5. يوسف دمدموم، 2017 ما هي خصائص أي مشروع ما، في بيت كوم، الموقع الالكتروني. 2019، تاريخ الاطلاع [//https://specialties.bayt.com/ar/specialties](https://specialties.bayt.com/ar/specialties) ماي

مراجع باللغة الأجنبية:

1. Rapport annuel 2019، commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse 2019

الملخص:

تمثل الأسواق الأوراق المالية أداة أساسية من أدوات التمويل في الاقتصاد، إذ تلعب دورا مهما في الوساطة المالية من خلال تعبئة المدخرات للأفراد، و من هذا المنظور ركزت الدراسة علي محاولة تقييم بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 2019-2014 و اقترح سبل تفعيلها لكي تصبح أداة أو بديل لتمويل المشاريع الاقتصادية، نظرا للعجز الذي تعيشه الجزائر من ناحية التمويل و مختلف المؤسسات الاقتصادية إذ تعاني بورصة الجزائر من قلة الشركات المدرجة فيها و وعدم تنوع الأوراق المالية المتداولة فيها التي تقتصر علي الأسهم فقط ، وكذا محدودية حجم المعاملات في السوق الرئيسية ، بينما تعاني الأسواق الأخرى من الركود و عدم النشاط، و تعد سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كمدخل لتنشيط البورصة و جعلها تلعب الدور التقليدي للأسواق المالية ألا و هو التمويل.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، بورصة الجزائر، المشاريع الاقتصادية، التمويل.

Summary:

Stock markets represent an essential tool of financing in the economy, as they play an important role in financial intermediation by mobilizing savings for individuals. Alternatively, to financing economic projects, given the deficit that Algeria is experiencing in terms of financing and the various economic institutions. As well as the limited volume of transactions in the main market, while other markets suffer from stagnation and inactivity, and the market for small and medium institutions is considered an entry point to revitalize the stock exchange and make it play the traditional role of financial markets, which is financing.

Keywords: stock market, Algeria Stock Exchange, economic projects, finance.