الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

تخصص: إقتصاد نقدي بنكي

دور وإمكانية بورصة الجزائر في تمويل الاستثمارات الكبرى

– دراسة حالة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء –

من إعداد الطالب:

-بن دوبة سهام

تحت إشراف الأستاذ:

- وهراني مجدوب

أمام اللجنة المكونة من السادة:

بن زيدان الحاج	- أستاذ محاضر (أ)	رئيسا
وهراني مجدوب	- أستاذ محاضر (أ)	مشرفا
بنو ظراف الجيلالي	- أستاذ محاضر (أ)	ممتحن

السنة الجامعية: 2019/ 2020

يعبر مضمون المذكرة بأي حال من الاحوال عن رأي صاحبها.

كلمة شكر

- تشـــكـــرات -

الشكر والحمد لله تعالى الذي بمقدرته جل جلاله وعلا يلين الصخر ويسهل المستحيل بحمده سبحانه على منحه لنا النور والبصيرة لطلب العلم والذي رزقنا الهداية، إلى سبيل الرشاد ووفقنا في إتمام هدا التقرير.

وأتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المحترم بوزيد الذي أشرف على تأطيري كما لم يبخل عليا بالنصح والإرشاد وبملاحظاته القيمة وتوجيهاته الرشيدة وإن كان لهذا البحث نصيب من النجاح فلأنه أشرفا عليه، فله الفضل في ذلك بعد الله.

وإلى كل من مد لنا يد العون في انجاز هذا العمل على رأسهم السيد مدير بنك التنمية الريفية (Badr)
فرع عين تادلس وكل العمال والمسؤولين في هذه المؤسسة
الذين قاموا بإعطائي كل المعلومات المتعلقة بسير عملهم بجميع المصالح.

وفي الأخير أتقدم بالشكر والتقدير إلى كل هؤلاء .

اهـــــــــداء

قال الله تعالي:

((وأخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا))

أهدي هذا العمل إلى أعز ما املك في هذا الوجود إلى من حملتني كرها ووضعتني كرها

إلى من سهرت وتعبت لأجلي

إلى **أمـــي أمـــي أمـــي**

إلى من أنار لي درب الحياة وكان السبب في وصولي إلى ما وصلت إليه

إلى من ضحى وكافحا لأجلي

إلى من علمني الصبر على الأشياء في سبيل الضفر بها

إلى **أبـــي أبـــي أبـــي**

إلى كل من يحمل لقب بن دوبة

إلى من احملهم بعيني ولوعتي

إلي أجمل ما وهبني الله إخوتي

إلى من كانوا دوما عونًا لي

من أساتذة وطلبة في شعبة علوم اقتصادية لسنة 2020/2019

الفهرس

❖ المقدمة العامة.....ص2

الفصل الأول:الاستثماروالتمويل عن طريق البورصة.....ص6 .

➢ المبحث الاول:ماهية الاستثمارو التمويل.....ص7.

- المطلب الاول: الاطار النظري للاستثمار.....ص7.

– الفرع الاول: مفهوم الاستثماروميادئه.....ص7.

– الفرع الثاني: خصائص وانواع الاستثمارات.....ص10.

– الفرع الثالث: محددات الاستثمارات.....ص14.

- المطلب الثاني: الاطار النظري للتمويل.....ص15.

– الفرع الاول: مفهوم التمويل واهميته.....ص15.

– الفرع الثاني: انواع التمويل ومخاطره.....ص16.

– الفرع الثالث: وظائف التمويل.....ص18.

➢ المبحث الثاني: الاستثماروالتمويل عن طريق البورصة.....ص19.

- المطلب الاول: الاطار النظري للبورصة.....ص20.

– الفرع الأول: التطور التاريخي للبورصة.....ص20.

– الفرع الثاني:انواع البورصة والاطراف المتدخلة فيها.....ص23.

– الفرع الثالث: وظائف البورصة وشروط الدخول اليها.....ص28.

- المطلب الثاني:الاستثماروالتمويل عن طريق البورصة.....ص32.

– الفرع الاول: الاسهم ص32

– الفرع الثاني: السندات .....ص32.

– الفرع الثالث: صناديق الاستثمار.....ص32.

خلاصة الفصل.....ص33.

الفصل الثاني: واقع بورصة الجزائروالمغرب واسباب تخلف البورصة الجزائرية...ص34.

➢ المبحث الاول: الاطار النظري لبورصة الجزائروالمغرب.....ص35.

- المطلب الاول: الاطار النظري لبورصة الجزائر.....ص35.

– الفرع الاول :مراحل انشاء بورصة الجزائروشروط الادراج فيها...ص35.

– الفرع الثاني امكانية تفعيل بورصة الجزائر.....ص39.

– الفرع الثالث : عوامل ضعف ادآء بورصة الجزائر.....ص40.

الفهرس

- المطلب الثاني : الاطار النظري لبورصة الدار البيضاء.....ص45.
  - الفرع الاول: مفهوم بورصة الدار البيضاء وشروط الادراج فيها....ص46.
  - الفرع الثاني : مهام بورصة الدار البيضاء واهدافها.....ص50.
  - الفرع الثالث: الفاعلون في بورصة دار البيضاء.....ص51.

➢ المبحث الثاني: اسباب تخلف بورصة الجزائروكيفية تمويل الاستثمارات في المغرب..ص54.

- المطلب الاول: اسباب تخلف بورصة الجزائر.....ص54.
  - الفرع الاول: اسباب تتعلق ببورصة الجزائر.....ص54.
  - الفرع الثاني: اسباب تتعلق بمحيط البورصة.....ص55.
  - الفرع الثالث: اسباب اجتماعية وثقافية.....ص56.
- المطلب الثاني: كيفية تمويل الاستثمارات بورصة الدار البيضاء....ص57.
  - الفرع الاول : اساسيات بدء الاستثمار في بورصة الدار البيضاء...ص57.
  - الفرع الثاني: تمويل الاستثمارات في بورصة الدار البيضاء..ص58.
  - الفرع الثالث: مهام بورصة الدار البيضاء.....ص58.

خلاصة الفصل.....ص59.

الفصل الثالث: تمويل الاستثمارات الكبرى في الجزائروعلاقتها بالبورصة.....ص60.

➢ المبحث الاول: نشاطات بورصة الجزائر.....ص61.

- المطلب الأول: حجم تداول بورصة الجزائر.....ص61.
  - الفرع الاول: نشاطات بورصة الجزائر2005 - 2015.....ص61.
  - الفرع الثاني: قيمة حجم تدوال بورصة الجزائر 2005-2015....ص62.
- المطلب الثاني: تطور ادآء بورصة الجزائر و المغرب في تمويل الاستثمارات..ص64.
  - الفرع الاول : تطور ادآء بورصة الجزائر.....ص64.
  - الفرع الثاني : تطور ادآء بورصة المغرب.....ص66.
  - الفرع الثالث: الشركات المساهمة في بورصة الجزائر.....ص67.

➢ المبحث الثاني: تمويل الاستثماارت الكبري في الجزائر بالبورصة.....ص70.

- المطلب الأول : الهيئات المنظمة لتمويل بورصة الجزائر.....ص70.
  - الفرع الأول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....ص70.
  - الفرع الثاني: شركة ادارة بورصة القيم المتداولة.....ص72.

الفهرس

- الفرع الثالث: المؤتمر المركزي للسندات.....ص73.
- الفرع الرابع : الوسطاء في عملية البورصة .....ص74.

▪ المطلب الثاني : امكانية بورصة الجزائر في تمويل الستثمارات الكبرى...ص74.

- الفرع الاول : دوربورصة بتمويل الاستثمارات .....ص74.
- الفرع الثاني: اقتراحات تفعيل بورصات الجزائر.....ص75.
- الفرع الثالث: آفاق تطوير بورصة الجزائر.....ص80.

خلاصة الفصل.....ص82.

❖ الخاتمة.....ص84.

❖ الملخص.....ص89.

❖ قائمة الجداول والاشكال.....ص90.

❖ قائمة المراجع..... ص91.

المقدمة العامة

لقد عرفت الجزائر مطلع الثمانينات نقطة انعطاف في مسار إقتصادها الوطني ,و هذا نتيجة لفشل التسيير الإداري المركزي و سياسة الحكومات المتعاقبة في إيجاد موارد بديلة خارج قطاعات المحروقات ,وهو ماانعكس فعلا على الميزانية العامة للدولة و صندوق المدفوعات و خاصة بعد انخفاض أسعار النفط إلى أدنى مستوياتها في اللأسواق الدولية ,أدى إلى تدهور قيمة الدينار كونه أكثر من 90٪ من صارات الجزائر من النفط و القيمة النقدية للدينار يتم تحديدها على أساس الربح الذي يأتي من البترول ,هذا الإنخفاض في القدرة الشرائية للعملة تتبعه مجموعة من الاختلالات كإرتفاع الأسعار ,الزيادة في معدلات التضخم ,وتراجع كبير في التنمية الإقتصادية.

إن هذه الصعوبات أصبحت أكثر تعقيدا بعد أن إستعاد البنك المركزي صلاحياته في مجال الصرف,بموجب القانون 86-12 المتعلق بنظام البنوك و القرض ,وتطبيقه لطرق جديدة غير مألوفة للمتعاملين ,حين تخلى عن تمويل الإقتصاد بطريقة الإصدار النقدي الذي كان أحد الخيارات في التمويل من قبل الخزينة العمومية و البنوك الأخرى.

وقد إرتبط تطور البورصات بالتطور الإقتصادي الذي مرت به معظم دول العالم ,حيث أصبحت تأثروتتحكم إلى حد بعيد في الإقتصاد من حيث التمويل ,كما أنه بات من غير الممكن التفكير بموضوع التنمية الإقتصادية دون الأخذ بعين الإعتبار هذا العنصر الهام ,وهو المرور عن طريق البورصات حيث أصبح أمرا ضروريا للعديد من المؤسسات و الشركات لجميع رؤوس الأموال الازمة للإستثمار المطلوب او لتوسيع عملية إستثمارية قائمة ,و بغية إدخال هذا العنصر في الإقتصاد الوطني و الإستفادة منه ,فقد عملت الجزائر إلى تبني سياسة إقتصادية لمساندة التطورات العالمية من خلال الاصلاحات الاقتصادية المطبقة ,حيث بدأت هذه السلطات في إرساء بدائل جديدة للتمويل ودعم الإرساء من خلال إنشاء أسواق مالية ,لمد المشروعات برؤوس الأموال المدخرة وتكريس هذا بصدور المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وبالتالي الانتقال التدريجي من إقتصاد موجه إلى إقتصاد ليبيرالي يكون في الدور الأساسي لنشاط الهيئات المالية والإقتصادية.

وللحديث عن البورصة في الجزائر لأن النظام الإقتصادي الذي سارت عليه منذ الإستقلال إلى أواخر الثمانينات يتعارض مع النظام الإقتصادي الرأس مالي الذي يقوم على مفاهيم تختلف عن النظام الذي سارت عليه الجزائر على غرار دول أخرى إنتهجت نفس النظام ,لكن التحولات الإقتصادية و السياسية جعلت جل البلدان تتوجه نحو الإقتصاد الرأس مالي ,و أصبح الحديث صراحة عن خوصصة المؤسسات العمومية و التنافس الإقتصادي.....الخ.

وكنتيجة لذلك تم إنشاء بورصة الجزائر التي وان عرفت عند بعض الناس المهتمين وذوي العلاقات بها ,فانها لازالت حديثة العهد وغير معروفة عند بعض الناس في المجتمع الجزائري.

وعلى هذا الأساس تتمحور الاشكالية التالية :

هل لبورصة الجزائر دور في تمويل الاستثمارات الكبرى؟

الأسئلة لفرعية:

متى نشأت بورصة الجزائر؟

ماهي عوامل ضعف بورصة الجزائر؟

هل لبورصة الجزائر دور في تمويل الاستثمارات الكبرى ؟

الفرضيات:

نعم يمكن لبورصة الجزائر أن يكون لها دور في تمويل الاستثمارات الكبرى نظرا للمزايا الايجابية .

وفقا للوضع الحالي الذي تعيشه الجزائر لايمكن أن يكون لبورصة الجزائر دور في تمويل الاستثمار.

أهمية البحث:

تتستمد أهمية الدراسة من خلال الاطاحة بالجوانب القانونية والتنظيمية للقيم المنقولة ,المستثمرة في البورصة ودورها في الحد من الأزمات المالية وأهمية التمويل عن طريق

السوق المالية كتوزيع المصادر ,وتقسيم المخاطر على العديد من الأطراف بالنسبة للمؤسسات الأقتصادية سةاء كانت تقليدية أو مستحدثة.

أهداف البحث:

إن الأهداف من هذه الدراسة هو تسليط الضوء على كيان إقتصادي حديث النشأة بالجزائر جاء لتحقيق اهداف يبتغيها المشرع , من وراء ذلك منها على الخصوص:

- البحث في خصوصية النظام القانوني والتنظيمي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر.

- إسقاط بعض المفاهيم العامة لعناصر البورصة عل التشريع الجزائري , لإستنتاج مدى إلتزامالمشرع بالمعايير الدولية بوضوح الرؤية لديه.

- محاولة تبسيط صورة العلاقة التي تربط المتدخلين الأساسين في سوق الأوراق المالية والمتعاملين الإقتصاديين.

- محاولة توضيح الجانب الإيجابي للإدخار في البورصة ودوره في حل المشاكل المالية.

أسباب إختيار الموضوع :

إن إختيار الموضوع ينبع من دوافع ذاتية وأخرى موضوعية ,فبالنسبة للدافع الذاتي فهو بالدرجة الأولى ميولي الشخصي لعالم المال والأموال , من خلال متابعتي لموضوعات ذات طابع إقتصادي.

أما الأسباب الموضوعية فتمثلت في تناسب البحث مع التخصص الدراسي في قانون الأعمال الذي يمزج بين الطبيعة الإقتصادية و القانونية,بالإضافة إلى هذا الموضوع الواسع و المعقد الذي يفتح آفاق الإطلاع و معرفة المعاملات في القيم المنقولة وطرق التعامل و الإستثمار فيها كما أن الإشارة إلى مثل هذه المواضيع سيدفع العديد من الباحثين لدراسة هذا المجال و إثرائه بالدراسة و التحليل.

المنهج المتبع:

إن الإجابة على الإشكالية تتم بالإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال إستقراء مختلف النصوص القانونية المنظمة للبورصة,والقيام بالتحليل الازم لها لمعرفة مكامن الاختلال و النقص القائم في هذه النصوص و ايضا تحليل الاوراق المالية المتداولة ووضعية السوق وظروف الإقتصاد الوطني و كذا الهيئات المالية.

دراسات سابقة:

تقسيمات البحث:

و لأجل الإحاطة بالموضوع يقتضي منا تقسيمه إلى ثلاثة فصول ,تتقدمه مقدمة و خاتمة لكل فصل.

الفصل الأول معني بعموميات حول الإستثمار والتمويل.

الفصل الثاني معني بالإطار النظري لبورصات الجزائر.

الفصل الثالث مقارنة بين بورصة الجزائر و بورصة الدار البيضاء.

الفصل الأول: الاستثمار والتمويل عن طريق البورصة

الفصل الأول: الإستثماروالتمويل عن طريق البورصة.

أصبح موضوع الإستثمار و التمويل من المواضيع الهامة الي تتبوأ مكانا رئيسيا في مخلف الدول المتقدمة و النامية على حد سواء من أجل رفع معدلات تنميتها الإقتصادية ,و تحقيق إستقرارها الإقتصادي و العمل على إشباع إحتياجاتها الأساسية و تنمية ثرواتها الوطنية.

المبحث الأول: ماهية الإستثماروالتمويل:

لقد أصبحت كل الدول دون تميز تنظر إلى الإستثمار على أنه حتمية و أداة للنمو الإقتصادي ,وعنصر حساس و أداة فعالة للنهوض بالإقتصاد بما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية و إستغلال الموارد البشرية ,إلا أن إدارة وتوجيه الإستثمارات تعتبر الوجهة الضرورية لخدمة التنمية الإقتصادية تعد الأهم.

المطلب الأول: الإطار النظري للإستثمار

- **الفرع الأول: مفهوم الإستثماروميادئه**

- **مفهوم الإستثمار**

الإستثمار عموما يقصد به إكتساب الموجودات المادية و المالية ,لكن مفهوم هذا الإستثمار يختلف في الإقتصاد للإدارة المالية ,ولذلك نميز بين مفهومين للإستثمار ,أولا مفهوم الإستثمار بالمعنى الإقتصادي و الثاني بالمعنى المالي و المحاسبي.[1]

أ. مفهوم الإستثماربالمعنى الإقتصادي:

هو إستخدام المدخرات في تكوين الإستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة ,اللازمة لعمليات إنتاج السلع و الخدمات و المحافظة على الطاقة الإنتاجية القائمة أو تحديدها.

[1]- طاهر خيدر حردان, مبادئ الإستثمار, المستقبل للنشر و التوزيع-عمان-الأردن 1997 ص30.

كما أن هذه الطاقات الإنتاجية أو الإستثمارات إنما هي إلا سلع إنتاجية ,أي سلع لا تشبه أغراض الإستهلاك بل تساهم في إنتاج غيرها من السلع و الخدمات والتي تسمى بالسلع الرأس مالية أي السلع التي تتمثل في رأس المال العيني أو الحقيقي.

ب. مفهوم الإستثمار في الإدارة المالية و المحاسبية:

عادة ينظر إلى الإستثمار من قبل رجال الإدارة على أنه إكتساب الموجودات المالية ,ويصبح الإستثمار في هذا المعنى هو التوظيف المالي في الأوراق و الأدوات المالية المختلفة من أسهم ودائع...الخ.

أما المحاسبة تمثل الإستثمارات مجموع الممتكات والقيم الدائنة ,المادية والمعنوية المنشأة والمشتراة من طرف المؤسسة ,الهدف ليس بيعها أو تحويلها ولكن إستعمالها كوسائل دائمة الإستغلال بحسب العمر الإنتاجي لها وتتمثل في الصنف الثاني من المخطط الوطني للمحاسبة.[2]

- **مبادىء الإستثمار:**

حتى يتوصل المستثمر إلى الإختيار بين البدائل الإستثمارية المتاحة لابد من مراعاة مجموعة من المبادىء العامة وهي:

أ. مبدأ الإختيار:

نظرا لتعدد المشاريع الإستثمارية وإختلاف درجة مخاطرها فإن المستثمر الرشيد دائما يبحث عن الفرص أو البدائل المتاحة مراعيا في ذلك ما يلي:

- ❖ يحصر البدائل المتاحة ويجددها.
- ❖ يحلل البدائل المتاحة أي يقوم بالتحليل الإستثماري.

[2]- طاهر حيدر حردان, مبادئ الإستثمار, مرجع سابق ص37.

- يوازي بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.
- يختار البديل الملائم حسب المعايير والعوامل التي تعبر عن رغباته ,كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي لديه خبرة ناقصة ,أن يستعين بالوسطاء الماليين.

ب. مبدأ المقارنة:

وهنا يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل الإستثمارية المتاحة للإختيار المناسب ,و تتم هذه المقارنة بالإستعانة بالتحليل الأساسي أو الجوهري لكل بديل متاح ,ومقارنة نتائج هذا التحليل لإختيار البديل الأفضل و المناسب للمستثمر حسب وجهة المستثمر وكذا مبدأ الملائمة.

ت. مبدأ الملائمة:

يعد الإختيار بين المجالات الإستثمارية و أدواتها و ما يلائم رغبات و ميول المستثمر و كذا دخله و حالاته الإجتماعية ,يطبق هذا المبدأ بناءا على هذه الرغبات و الميول حيث لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة إهتمامه بالعناصر الأساسية لقراره و التي يكشفها التحليل الجوهري و الأساسي ,وهي:المعدل العائد على الإستثمار,درجة المخاطر التي يتصف بها.[3]

مجي محمد سعد , الإستثمار والأزمة المالية , عمان 2001, ص 15.

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر و أدوات الإستثمار.

ث. مبدأ التنويع:

وهنا يلجأ المستثمرون إلى تنويع إستثماراتهم وهذا للحد و التقليل من درجة المخاطر الإستثمارية التي يتعرضون لها ,غير أن هذا المبدأ ليس مطلقا ,نظرا للعقبات و القيود التي يتعرض لها المستثمرون ,مما يصعب عليهم إنتهاج و تطبيق هذا المبدأ على أرض الواقع[(1)].

[3]- مجي محمد سعد , الإستثمار والأزمة المالية , عمان 2001, ص 15.

الفرع الثاني :خصائص وأنواع الإستثمارات :

- خصائص الإستثمارات :

يتميز الإستثمار بجملة من الخصائص هي كالآتي :

❖ **تكاليف الإستثمار:** وهي كل المبالغ التي يتم إنفاقها للحصول على الإستثمار ,وتشمل كافة المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع الإستثماري ,حيث تنقسم إلى نوعين:

- التكاليف الإستثمارية:

و هي تلك المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع و التي تنفق مع بداية المشروع إلى أن يحقق هذا الأخير تدفقات نقدية ,و تتمثل في تكاليف الأصول الثابتة ,أي كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة من أراضي ,معدات ,مباني ,آلات ,والتي تمثل الجزء الأكبر من تكلفة المشروع ,بالإضافة إلى تكاليف متعلقة بالدراسات التمهيدية أي النفقات التي تتدفق قبل إنطلاق المشروع مثل المصاريف ,التصميمات ,الرسوم الهندسية ,وهذا إلى جانب مجموعة من تكاليف التجارب و تكاليف إجراء الدوريات التدريبية.[4]

- **تكاليف التشغيل:** تندمج تكاليف التشغيل في المرحلة الثانية للإستثمار ,وهي مرحلة التشغيل و ذلك بعد إقامته ووضعه في حالة صالحة لمباشرة العمل فتظهر مجموعة جديدة من التكاليف اللازمة لإستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية ومن جملة هذه التكاليف نذكر: النقل ,التأمين ,مصاريف المستخدمين و الأجور ,مصاريف الموارد اللازمة للعملية الإنتاجية.[5]

[4]- عبد العزيز فهمي, هيكل أساليب تقييم الإستثمارات, الدار الجامعية – بيروت – لبنان 1985 ص225.

[5]- قحطاني سيوقي, اقتصاديات المالية العامة, دار طرابلس للدراسات و النشر و الترجمة 1989 ص303-305 .

❖ **التدفقات النقدية:** وهي كل المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الإستثمار و لا تحسب هذه التدفقات إلا بعد خصم كل المستحقات على الإستثمار مثل الضرائب و الرسوم و المستحقات الأخرى.

❖ **مدى حياة المشروع:** و هي المدة المقدرة لبقاء الإستثمار في حالة عطاء جيد ذو تدفق نقدي موجب ويمكن الإستناد في تحديد مدة حياة الإستثمار على مدى الحياة المادية بمختلف الرسائل أو التركيز على دورة حياة المنتوج و بالتالي على مدى الحياة الإقتصادية للمشروع.

❖ **القيمة المتبقية:** عند نهاية مدة الحياة المتوقعة للإستثمار ,نقوم بتقدير القيمة المتبقية له ,بحيث يمثل الجزء الذي لم يستهلك من التكلفة الأولية ,وتعتبر هذه القيمة المتبقية ايرادا إضافيا بالنسبة للمؤسسة و بالتالي يضاف إلى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للإستغلال.[6]

- أنواع الإستثمار :

للإستثمارات تصنيفات عديدة نظرا لأهدافها و طبيعتها و أهميتها ,و من هذه التصنيفات نذكر:

❖ **من حيث الطبيعة القانونية:** يمكن تصنيف الإستثمار إلى ثلاثة أنواع:

- **إستثمارات عمومية:** و هي إستثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة و لتحقيق حاجيات المصلحة العامة مثل الإستثمارات المخصصة لحماية البيئة.
- **الإستثمارات الخاصة:** و يتميز هذا النوع من الإستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها من وراء عمليات الإستثمار و هي تنجز من طرف المؤسسات الخاصة و الأفراد.
- **الإستثمارات المختلطة: وتتحقق هذه** الإستثمارات بدمج القطاع العام و القطاع الخاص لإقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة و لها الأهمية القصوى في إنتعاش الإقتصاد الوطني ,حيث تلجأ الحكومات إلى رؤوس الأموال الخاصة المحلية أو الأجنبية لأنها لا تستطيع تحقيق هذه المشاريع برأسمالها الخاص.

[6]- حسين عمر, الموسوعة الإقتصادية, دار الفكر العربي, القاهرة 1991 ص40.

❖ **من حيث المدة الزمنية:** و تصنف من حيث مدتها الزمنية إلى ثلاثة أصناف:

- **إستثمارات قصيرة الأجل:** وهي الإستثمارات التي لا تقل مدة إنجازها عن سنتين و تكون نتائجها في نهاية الدورة لأنها تتعلق بالدورة الإستغلالية
- **إستثمارات متوسطة الأجل: وهي** الإستثمارات التي تقل مدة إنجازها عن خمسة سنوات و تزيد عن سنتين وهي التي تكمل الأهداف الإستراتيجية الي تحددها المؤسسة.
- **إستثمارات طويلة الأجل:** تؤثر هذه الإستثمارات بشكل كبير على المؤسسة بصفة خاصة وعلى المجتمع بصفة عامة وهي تتطلب لرؤوس أموال ضخمة وتفوق مدة إنجازها خمسة سنوات.[7]

❖ **من حيث الأهمية والغرض :** تنقسم بدورها إلى عدة أقسام :

- **إستثمارات التجديد:** وتتثمل في التجديدات التي تقوم بها المؤسسة ,وذلك بشراء الألات والمعدات وجل وسائل الإنتاج, وذلك لإستبدال المعدات القديمة حتى تتمكن من مسايرة التقدم التكنولوجي, وهي تسعى لشراء المعدات الأكثر تطورا, وبالتالي فإنها تتمكن من تحسين النوعية وزيادة الأرباح بصفة عامة وهدفها الأساسي هو الحفاظ على القدرة التنافسية للمؤسسة.
- **إستثمارات النمو:** هدفها الأساسي هو تحسين الطاقات الإنتاجية لتنمية الإنتاج والتوزيع بالنسبة للمؤسسة لتوسيع مكانتها في السوق, إذ تقوم بتسويق منتجات وإبتكارات جديدة ومتميزة لفرض نفسها على المنتجين الأخرين وهذا ما يسمى بالإستثمارات الهجومية أما الإستثمارات الدفاعية, فهي التي تسعى المؤسسة من خلالها إلى ى على نفس وتيرة الإنتاج
- **الإستثمارات المنتجة وغير المنتجة:** وهي إستثمارات تنقسم على أساس معيار تكلفتها, فملما كانت الزيادة في إنتاج المؤسسة مع تحسين النوعية وبأقل التكاليف الممكنة سميت هذه الإستثمارات بالإستثمارات المنتجة وفي حالة العكس فهي غير منتجة .

[7]- قحطاني سيوقي , إقتصاديات المالية العامة , مرجع سبق ذكره , ص 305.

- **الإستثمارات الإجبارية:** وتكون إما إقتصادية أو إجتماعية فالإجتماعية هي التي تهدف من خلال الدولة وتطوير البنية الإجتماعية للفرد, وذلك بتوفير المرافق العمومية الضرورية أما الإقتصادية, فغرضها هو تلبية الحاجات المختلفة للافراد من سلع وخدمات مختلفة

- **الإستثمارات التعويضية:** هدفها الأساسي هو الحفاظ على رأس المال على حاله وتعويض على ما إستهلك منه بأموال وإهتلاكات, أما الصافية منها فتهدف إلى رفع رأس المال للمؤسسة بإستثمارات جديدة بحسب الطلب والظروف.[8]

- **إستثمارات الرفاهية:** هذا النوع من الإستثمارات نتائجه غير مباشرة, حيث تقوم بتحسين القدرة الشرائية للمؤسسة وبالتالي إعطاء صورة حسنة عنها لدى المتعاملين معها والمستهلكين لمنتوجها .

❖ **من حيث الموطن :** وتنقسم الإستثمارات إلى قسمين :

- **الإستثمارات الأجنبية:** وتتمثل في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية التي ترد في شكل اسهم مباشرة من رأس المال الأجنبي, في الأصول الإنتاجية للغقتصاد المضيف (الإستثمارات الأجنبية المباشرة) أو كافة صور القروض الإئتمانية طويلة الأجل التي تتم في صورة علاقة تعاقدية بين الإقتصاد المضيف لها, والإقتصاد المقرض (الإستثمار الأجنبي غير المباشر) .

- **الإستثمارات المحلية:** وتتمثل في كل أشكال الإستثمارات المذكورة سابقا, ولكن ملكية رأس المال وكافة الأصول تعود بالكامل للطرف المحلي.[9]

[8]- حسين عمر, الموسوعة الإقتصادية, مرجع سابق ص40.

[9]- قاسم نايف علوان, إدارة الإستثمار, دار الثقافة للنشر و التوزيع 2009 ص29.

الفرع الثالث: محددات الإستثمار:

هناك عدة محددات للإستثمار بشكل عام :

- **الإستثماروسعرالفائدة (أسعارخدمات رأس المال):** تحقق الكثير من المشاريع الإستثمارية عن طريق الإقتراض, ويعتبر سعر الفائدة عن القروض الممنوحة للمستثمرين عن نفقة إقراض النقود ولذلك فإنه يمكن أن تتوقع لمقدار الإستثمارالذي يكون مربحا في الإقدام عليه من جانب المستثمرين أن يتناسب عكسيا مع سعر الفائدة.[10]

وبعبارة أخرى فإننا نتوقع أن يكون سعر الفائدة مؤثرا قويا على مستوى الإستثمار ولكن لا يعتبر سعر الفائدة العامل الوحيد المؤثر على قرار الإستثمار, بل إن هناك عوامل أخرى تلعب دورا أكثر أهمية في تشكيل توقعات رجال الأعمال حول كيفية ممارسة نشاطهم الإستثماري بصورة مربحة, وتأثير سعر الفائدة هنا إنما يكون خلف ستار العوامل الأخرى المؤثرة في إصدار القرار الإستثماري.

- **الإستثماروالتوقعات:**

الواقع أن رجل الأعمال الناجح يبذل قصارى جهده للتنبؤ حول مدى توسع السوق في المستقبل المنظور, وتصرفه هذا إنما يتم على الثقة في المستقبل المبنية على دراسات وتوقعات علمية مدروسة قصد تفادي الخطأفي التقدير والتوقع

- **الإستثماروستوى الأرباح:**

تدل المشاهد الملاحظة على أرض الواقع أن خطط الإستثمار في تكوين رأس المال الثابت في المعدات الرأسمالي, تتجاوب مع مستوى الطلب على السلع بدرجة أكبرمن تجاوبها مع مع سعر الفائدة, بمعنى آخر أنه عندما يكون الدخل القومي مرتفعا, والطلب على السلع الإستهلاكية مرتفعا تبعا لذلك يميل رجال الأعمال إلى إنفاق قدر

[10]- عصام حسين, أسواق الأوراق المالية, دار أسامة للنشر و التوزيع, عمان-الأردن 2010 ص35.

كبير من أصولهم النقدية على الإستثمارو العكس كذلك في حالة إنخفاض الدخل القومي, تبعا لذلك الطلب على السلع الإستهلاكية فإن رجال الاعمال يعرف عن الإنفاق على الإستثمار.

- **الإستثمارومعدل التغيير في الدخل (حجم الإنتاج):**

يقدر مبدأ المعجل أن الإستثمار دالة في حجم الناتج, ويعتبر المحدد الرئيسي للناتج لذلك تتزامن التغيرات في الإستثمار الكلي مع التغيرات في الناتج"[11]

المطلب الثاني : الإطار النظري للتمويل.

بات التمويل يشغل إهتمام واسع لدى الأوساط الدولية بإعتباره يشكل أحد المحاور الرئيسية بين الدول المتقدمة, والدول النامية و ركنا أساسيا في جدول أعمال الإقتصاد الدولي .

الفرع الأول :مفهوم التمويل وأهميته.

- **مفهوم التمويل:**

هناك عدة تعاريف للتمويل نذكر منها:

- يعرف التمويل على أنه مجموعة من الأسس والحقائق التي تعامل في تدبير الأموال وكيفية إستخدامها, سواء كانت هذه الأموال تخص الأفراد أو منشآت الأعمال أو الأجهزة الحكومي
- يعتبر تمويلا لكل المصادر الضرورية لإنشاء مؤسسة أو شركة وضمان سير نشاطها, وكذا توسيعها أي كل الموارد التي تجعل الشركة تنتج أكثر في ظروف أحسن مما يجعلها قادرة على تحقيق تدفقات نقدي .

[11]- جميل محمد خالد, أساسيات الإقتصاد الدولي, شركة دار الأكاديميون للنشر و التوزيع 2009 ص308.

- **أهمية التمويل:**

لكل بلد في العالم سياسة إقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط لها, والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب إحتياجات وقدرات البلاد التمويلية.[12]

ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل كي تنمو وتواصل حياتها حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع, ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دورفعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق:

- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها:
- توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة .
- تحقيق التنمية الإقتصادية للبلاد .
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة .
- تحقيق الرفاهية للأفراد في المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية (توفير السكن , العمل .....إلخ .

الفرع الثاني :أنواع التمويل ومخاطره:

- **مخاطر التمويل:**

إن قرار الإختيار لأي مشروع يهدف بالدرجة الأولى إلى توليد أكبر قدر من الأرباح من خلال الإستثمارالمختار, إلا أن هذا القرار لا يخلو من المخاطرحيث أن المؤسسة تولي إهتماما كبيرا بحجم المشروع, نوعية الآلات والكفاءات التي يستوجبها هذا الإستثمار وكذلك حجم الاموال الكافية لتمويله, وقد تلجأ إلى الإقراض من الغير في حالة عدم كفاية أموالالخاصة, وهذا ما يعرض المؤسسة إلى مجموعة من المخاطر تتمثل خاصة في الأعباء المالية التي تتحملها المؤسسة على عاتقها والتي تستوجب وتتطلب الخصم مهما كانت نتيجة الإستثمار لهذا يجب على المؤسسة القيام

[12]- يوسف حسن يوسف, التمويل في المؤسسات الإقتصادية, دار انشر الإسكندرية, دار التعليم الجامعي 2012,ص210.

بموازنة بين الشروط التي تمولها البنوك أوالمصدر الممول والأرباح المتوقعة من خلال هذا المشروع, وهذا بإستعمال أو دراسة نسب..[13]

المردودية التي تقيس مدى قدرة الأموال المستثمرة على توليد الأرباح, إذ يجب أن تتجاوز معدل الفائدة المطبق في البنك أو الممول حتى تستطيع المؤسسة مواجهة إلتزامها إتجاه دائنيها في الوقت المناسب, أي عند حلول آجال الإستحقاق .

- **أنواع التمويل:**

يمكن النظر النظر لى التمويل من عدة زوايا والتي ترصد من خلالها أنواع التمويل:

❖ **من زاوية المدة التي يستغرقها:**

- **التمويل قصير الأجل:** ويقصد به الأموال التي لاتزيد فترة إستعمالها عن سنة بالمبالغ النقدية, التي تخصص لدفع الأجور وشراء الموارد والتوسع الموسمي وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من الحصيلة المنتظرة للفعاليات الجارية نفسها .
- **التمويل متوسط الأجل:** وتتراوح مدته من سنتين إلى خمسة سنوات, موضوعه في الغالب يخص تمويل المشتريات والمعدات والآلات الخاصة بالربحية والمنتظرة من هذا التمويل والتي يتعين على وفاء القرض .
- **التمويل طويل الأجل:** ينشأ من الطلب على الأموال لتكوين رأس المال الثابت وتزيد مدته عن خمسة سنوات مثل عمليات التوسيع حيث يكون موجها لعمليات الإستثمار ية طويلة الأجل, وذلك نظرا لكون نشاطات الإستثمار هي تلك العمليات التي تقومها المؤسسات لفترات طويلة بهدف الحصول على وسائل الإنتاج..[14]

[13]- حسن خربوش, الإستثمار والتمويل, دار زهران للنشروالتوزيع,2011,ص129..

[14]- طارق الحاج,مبادئ التمويل,دار صفاء للنشر والتوزيع,عمان-الأردن,2016,ص16

❖ **من زاوية مصدرها المحصول عليه:** وتنقسم إلى:

- **تمويل ذاتي:** هو وسيلة تحويلية جد هامة, وهي أكثر إستعمالا بحيث يسمح لتمويل نشاطها الإستغلالي بنفسها دون اللجوء إلى أي عميل آخر كما يعرف التمويل الذاتي بأنه إعتماد المؤسسة على مواردها الذاتية المتاحة والمتمثلة في الإحتياطات والأرباح المحتجزة, وعلى ما تحوزه في خزينتها من أصول نقدية سائلة وكذا الإهتلاكات..[15]

- **تمويل خارجي:** يكون هذا التمويل بلجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية, أو عن طريق زيادة رأس مالها بطرح أسهم جديدة في السوق, وحتى تحافظ هذا النوع من التمويل على مستوى من الإستثمارات عند الحدود المقبولة وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى مصادر خارجية للحصول على الأموال.

❖ **من زاوية الغرض الذي يستخدمه من أجله:** وتنقسم إلى:

- **تمويل الإستغلال:** يصنف إلى تلك الأموال التي ترصد إلى مواجهة الإحتياطات والمعاملات قصيرة الأجل, والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة .

- **تمويل الإستثمار:** وتتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة,وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع لإقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأس مالي للمشروعات ..[16]

الفرع الثالث: وظائف التمويل: تنقسم وظائف التمويل إلى:

❖ **تحليل البيانات المالية:** تختص هذه الوظيفة بتحويل البيانات المالية إلى شكل أو نمط يمكن إستخدامها لمعرفة جوانب قوة المركز المالي للمشروع .

---

[15]- طارق الحاج,مبادئ التمويل ,مرجع سبق ذكره,ص17.

[16]- عبيد أحمد الحجازي,مصادر التمويل,دارالنهضة العربية ,مصر,1999,ص370.

❖ **تحديد هيكل أصول المؤسسة:** يحدد المدير نمط هيكل الأصول وأنواعها, كما تظهر في قائمة المزكز المالي, ويعني ذلك حجم النقود المستثمرة في الأصول الثابتة و المتداولة .

❖ **تحديد الهيكل المالي للمؤسسة:** تتصل هذه الوظيفة بالجانب الأيسر من قائمة المركز المالي, حيث يوجد نوعين من القرارات الخاصة بالهيكل المالي :

- النوع الأول: له صلة بالمزيج الملائم للتمويل القصير وطويل الأجل .
- النوع الثاني: يركز على المفاضلة بين القروض قصيرة الأجل وطويلة الأجل من حيث, تحقيق المنفعة للمؤسسة والدزاسة المعمقة للبدائل المتاحة .[17]

المبحث الثاني: الإستثماروالتمويل عن طريق البورصة.

نظرا للأهمية الكبرى التي تتسم بها البورصة والمتمثلة في عكسها لمختلف التغيرات والتطورات الاقتصادية العالمية التي تحدث دوريا وفي فترات قصيرة.

فالبورصة إذا بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة أو هي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها سوقا للبضائع أو الذهب والعملات الصعبة، أو الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، من أجل هذا كله كانت البورصة محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة.[18]

أصبحت البورصات في زمن التعاملات السريعة والمعقدة تختص في عمليات تداول الأوراق المالية بين عامة الجمهور، ويهدف هذا التداول إلى خلق رؤوس أموال جديدة توجه نمو الاستثمار، مما يوجب على الدولة أن توليها اهتماما خاصا نظرا لكونها ترتبط بمعظم أوجه النشاط الاقتصادي .

[17]- عبيد أحمد الحجازي,مصادز التمويل,مرجع سبق ذكره,ص370-371. -

[18]- عبد الغفار الحنفي ,إسترتيجية الإستثمارفي البورصة,الدار الجامعية للنشر والتوزيع,مصر 2007,ص42

المطلب الأول: االإطار النظري للبورصة .

الفرع الأول: التطور التاريخي للبورصة.

لابد في البداية من فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة فلقد كلف حكام اليونان القديمة للصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات للزائرين للمدن الذين يجدون فيها وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية وفي السنوات الأولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون لا بل غياب كامل باستثناء المنطقة العربية، دام 550 عاما حيث عادت وظهرت في شمال إيطاليا عندما قرر المشرعون الرومانيون وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، بعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطاليةفينيسيا و فلورنسا بفضل تجارتها مع الشرق مركزا مرموقا على صعيدالاقتصاد الدولي وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة مما استدعي ظهور مهنة الصرافة.

لقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية)المصرفيون(، بعد ذلك احتلت مدينة (بروج) البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتلقى بالسوق النقدية.[19]

فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصرافة(في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع)إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.[20]

أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله فكان يدعى فان دي بورصن ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات، بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة حيث أصبح رم زا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع.

[19]- سمير عبد الحميد رضوان,أسواق الأوراق المالية,دار النشر للجامعات,القاهرة,2009,ص31

[20]- أحمد زكي هيكل, عمليات البورصة , طبعة أولى -دار الوفاء- مصر- سنة 1989 ,ص97

ويعتبر المؤرخو ن عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية الذين كانت تنحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض.

وفيما بعد أصبحت الأسهم والسندات سلعا كبقية السلع يتاجر فيها التجار، الذين كانوا يعقدوناجتماعاتهم في البداية على أرصفة الشوارع أو المقاهي ثم انتقلوا بعد ذلك إلى أبنية خاصة بهم يلتقون داخلها لعقد صفقات البيع والشراء بينهم وأطلق على هذه المباني اسم البورصة.[21]

مفهوم البورصة:

ويمكن تعريف البورصة بأنها "اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة من قبل وأثناء فترة العمل". فهي بذلك تقوم بدور مزدوج لأنه تعمل على التقاء العرض والطلب، وتقوم بتوفير القدر الكافي من الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات وتحديد التوازن بين الأسعار من خلال العلانية التي تقوم البورصة بتوفيرها.[22]

- ❖ البورصة هي سوق لتبادل البائع والمشتري للأوراق المالية حيث يتم التبادل بعد الاتفاق على سعر لهذه الأوراق. وتطرح الشركات أسهمها في السوق كوسيلة لجمع رؤوس أموال لبداية أو للتوسع في مشروعاتها.
- ❖ البورصة باختصار: هي سوق تداول الأوراق المالية سوق يعني يجب توافر أربعة عناصر وهي:
  - البائع.
  - المشتري.
  - السلعة.
  - المكان.

[21]- شمعون شمعون,بورصة الجزائر,دار هومه للطباعة والنشر,الجزائر,ص8

[22]- فيصل محمود الشواورة,الإستثمار في بورصة الأوراق المالية,دار الجامعة ,الإسكندرية,2008,ص45.

والبائع هو الذي يمتلك السلعة ويرغب في بيعها، أما المشتري فهو الذي يملك المال ويرغب في شراء السلعة، أما السلعة فهي الأسهم أو السندات.[23]

وأما المكان فهو الذي تتم فيه عملية المبادلة هذه بين البائع والمشتري وفي أغلب الأحيان تكون شركات السمسرة في الأوراق المالية وهي الوسيط بين البائع والمشتري.

- البورصة هي مكان يلتقي فيه العرض والطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونيا
- البورصة هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين، في أوقات دو رية، بين المتعاملين بيعاً وشراءًبمختلف الأوراق المالية. ويعمل في هذه السوق أشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية. ولا يجوز أن تتم العمليات في هذه السوق إلا بواسطة وسطاء رسميين وفي الشكل المحدد قانونا، وتتصف هذه العمليات بالصفة التجارية، علماً أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة لمجرد دخوله في إحدى عمليات البورصة.[24]
- لقد عرفت البورصة أو بورصة الأوراق المتداولة في القانون التجاري الفرنس ي بأنها "المكان الذي يلتقي فيه وكلاء الصرف تحت رقابة السلطات العمومية".

كما عرفت بأنها "مكان تبادل ولقاء، أي هي سوق بين العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل والمتمثلة في القيم المتداولة، خاصة الأسهم والسندات."

وفي نفس السياق يقول بعض الكتاب "أن الأسواق التي تداول فيها القيم المتداولة هي بورصات القيم. هذه الأخيرة هي على العموم، تلك الأماكن العمومية حيث يتم تبادل القيم المتداولة وكذا المعادن الثمينة وعمليات الصرف.[25]

[23]- نسرين عبد الحميد,البورصة (ماهيتها تاريخها) ومدى تأثرالتداول بها,المكتب الجامعي الحديث,2012, ص61.

[24]- عبد الغفار حنفي, الأسواق والمؤسسات المالية (أسواق الأوراق المالية),دار الجامعية,الإسكندرية,2004, ص266

[25]-- شمعون شمعون ,مرجع سبق ذكره,ص101

الفرع الثاني: أنواع البورصة والأطراف المتدخلة فيها.

- أنواع البورصة:

تتنوع البورصة إلى أنواع متعددة وهذه الأنواع هي:

- **بورصة البضائع:** كما تسمى ببورصات العقود أو البورصات التجارية حيث يجري فيها التعامل على سلع أو بضائع معينة، تكون هذه السلع غير قابلة للتلف، وتكاليف نقلها معقولة، ومواصفاتها قياسية محددة لا خلاف عليها، كما يشترط أن يكون الطلب على هذه السلع يتميز با لاستمرار مثل ،القطن، الصوف، الذهب ... ويتم دفع ثمن السلع أو جزء منه عند الاستلام وعادة ما يأخذ إذنا باستلامها في نفس اليوم أو اليوم الموالي.
- **بورصة العقود:** هي البو رصات التي يتم فيها بيع سلع غائبة غير حاضرة بسعر مغلق.
- **بورصة القطع:** وهي التي يتم فيها تبادل العملات، أي الصرف، وذلك إما بسعر قطع فوري يتم به التبادل حاضراً، وإما بسعر قطع أجل، ويتم به التبادل با لأجل.
- **بورصة المعادن النفيسة:** وهي البورصة التي يتم فيها تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين وغيرها من المعادن ذات القيمة العالية .
- **بورصة الأوراق المالية:** ويعتبر وجود بورصة الأوراق المالية ضروري في أي بلد حيث أنها: "تعكس الوجه الحضاري لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة ومكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية".[26]

[26]- أحمد محمد لطفي أحمد,البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية,دار الفكر الجامعي,الإسكندرية,ص ص 28-29 .

كما أنها تعتبر "المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.[27]

وهناك نوع آخر للبورصة ويتمثل في:

- **بورصة الخدمات:**

وهذه السوق خاصة بخدمات النقل البحري والجوي وخدمات التأمين، والتعامل في هذه البورصة يعتمد على العلاقات، حيث لا تتوفر فيها النوعية المحددة قانونا ، لذا يفضل إعادة التأمين وتوزيع المخاطر.

- **الأطراف المتدخلة في البورصة:**

ينظر البعض إلى الوسطاء على أنهم من بين المتدخلين، خاصة وأن البعض منهم يقوم بالإيجار في الأوراق المالية لصالحه الخاص، على هذا الأساس يقسم المتدخلون في البورصة إلى مصدرين، مستثمرين، ووسطاء، غير أننا اعتبرنا الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير البورصة أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين، وذلك لأننا نعتقد أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبيا. ونعرض فيما يلي أهم المتدخلين في البورصة:[28]

- **الوسطاء:**

يعتبر الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة، فهم يكونون عمودها الفقري إذ يقومون بتنشيطها بملاقاة البائعين والمشترين وتنفيذ أوامرهم، وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسيين:

[27]- علي إبراهيم الشديفات ,الإستثمار في البورصة, دار الحامد,الطبعة الأولى –الأردن-2006, ص172

[28]- نسرين عبد المجيد نبيه,مرجع سبق ذكره,ص 58.

الأول: - الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذوها مقابل عمولة محددة.

الثاني: - ويتكون من الذين يقومون بالإنجاز في الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة فبالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصة سواء كانوا مستثمرين أو جمهور أو مؤسسات استثمارية تبحث عن التمويل وعليه فقد قاموا بإنشاء مراكز بحوث لأتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات.

- **الجمهور:**

يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار. لقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينات وخلال عشرية الثمانينات، فقد عرفت أوروبا موجة من انتقال ملكية الإستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص ضمن برامج الخوصصة.[29]

كما أن للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة ا لادخار المالي، وزيادة عدد المدخرين، من الأمثلة على ذلك: حساب الادخار في الأسهم، الإعفاءات الضريبية للقيم المضافة للثروات المتنازل عليها، بشرط ألا تفوق مستوى معين وغيرها من الإعفاءات والتشجيعات الضريبية.

- **المستثمرون المؤسساتيون:**

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين في البورصة في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه

[29]- علي إبراهيم الشديفات,مرجع سبق ذكره, ص173.

المؤسسات من إدخار نحو البورصة، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية.

- **المؤسسات الصناعية والتجارية:**

تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق للحصول على رؤوس الأموال بغرض تدعيم أموالها، خاصة بإصدار الأسهم وتداولها فيما بعد، أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وتداولها أيضا وبذلك تحصل المؤسسة على الأموال الدائمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها. ليتسنى لها ذلك يجب أن تكون مسجلة في البورصة، وإذا لم تكن كذلك يجب أن تدخل البورصة، وهناك شروط يجب أن تتوفر في المؤسسة المرشحة للتسجيل في البورصة، خاصة فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها، نسبة رأس المال المتخلى عنه الجمهور والنتائج المسجلة في السنوات السابقة وغيرها من الشروط.[30]

- **الدولة:**

تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، خاصة في أسواق السندات حيث أن إصدارات الحكومات هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، إذ عادة ما تلجأ لمثل هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة.

- **السماسرة:**

إن عضوية البورصة تتكون من ثلاث مجموعات منها الأعضاء العاملين وهم السماسرة والوسطاء ،لهذه المجموعة دور مهم في البورصة فهم يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين، ولا يجوز التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

[30]- عاشور عبد الجواد عبد المجيد,بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال,دار النهضة العربية,مصر,1995,ص84.

- **مفهوم السمسار:**

هو الشخص الذي يقوم بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية، والبضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكاً له ولا تنتقل إلى عهدته ولا يتصرف باسمه بل باسم زملائه في كلا الجانبين

- **شروط السمسار:** وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السمسار ومعاونيه ونظرا للمهمة التي يقومون بها يشترط أن يتوفر فيهم الشروط الآتية:

✓ **الأهلية القانونية:** كحمل جنسية البلد يزاول فيه نشاطه أو سن العمل مثلا 21 سنة فما فوق في بورصة كوالالمبور بماليزيا.[31]

✓ **النزاهة التجارية:** كعدم إشهار إفلاسه داخليا وخارجيا وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد ما لم يرد إليه اعتباره.

✓ **الكفاءة المالية:** وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة من العملاء أو لجنة البورصة.

✓ **الكفاءة الفنية:** أي حصوله على حد أدنى من التعليم) شهادة الباكالوريا(وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات.

❖ **الشروط الإجرائية:** كاجتياز اختبار تحريري وشفوي والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية

❖ **شركات إدارة المحافظ:**

إن شركة إدارة المحافظ هي شركات متخصصة في عمليات التنويع وا لانتشار وتوزيع المخاطر التابعة من التعامل بالأوراق المالية، هي تتكون منها المحافظ وتعمل هذه الشركات لحسابها الخاص أو لصالح الزبائن ويغطي نشاطها الأسواق المحلية والدولية، والجدير بالذكر أنه كما كانت هذه الشركات عالية الكفاءة كثيرة العدد وواسعة

[31]- أحمد زكرياء صيام ,مبادى الإستثمار, دار المناهج للنشر والتوزيع ,الأردن , 2003 ص46.

الانتشار، كما كانت أكثر فعالية ونشاط لتحريك السوق وبالتالي إيجاد توازنات تؤدي إلى استقرار الأسواق المالية واستقرار آلياتها في العمل بشكل سليم.

❖ **صناديق الاستثمار:**

صناديق الاستثمار هي عبارة عن تجمع مالي يأخذ شكل السلة أو الوعاء يحتوي على تشكيلة متنوعة من استثمارات ا لأوراق المالية، عملات، سلع وغيرها، تدار على شكل محفظة متكاملة، وأنواع الصناديق كثيرة ومتعددة، فمنها المغلق والمفتوح ومنها ما هو تابع للمصاريف ومنها ما هو تابع لشركات التأمين والضمان الاجتماعي.[32]

والتعامل في سوق الأوراق المالية يعتبر من أهم النشاطات لهذه الصناديق، حيث تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق

الفرع الثالث : وظائف البورصة وشروط الدخول إليها.

- وظائف البورصة:

تؤدي أسواق الأوراق المالية عددا من الوظائف سواء للمستثمر الفرد، أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني:

❖ **التعامل في الأوراق المالية:**

إن أول وظيفة في سوق الأوراق المالية، هي بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية، كما أنها تحقق السعر الحقيقي للأوراق شروط العلانية في عقد الصفقات وفي تسجيل الأسعار في مكان ظاهر وتنشرها

[32]- جبارمحفوظ،تنظيم وإدارة البورصة , الطبعة الأولى, 2002, ص ص 12 ,13.

في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقد بها.

- **إستثمار رؤوس الأموال:**

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق، وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراض ي الزراعية أو العقارات، كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ اً كبيراً كان أو صغيراً، ولأي مدة طالت أو قصرت، كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة. ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شراكة زراعية كانت أم عقارية أم تجارية، ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح.[33]

خلق رؤوس أموال جديدة:

عندما يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكنه الاقتراض بضمانها مبلغا لشراء أوراق جديدة، وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تغلها الأوراق، وعندما يشتري المستثمر أوراقا جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي.

- **ضمان سيولة أموال المستثمرين:**

لبورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمر سبيل التخلص من الأسهم بالبيع، وبذلك يستطيع أن يستر أمواله، أما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات وكانت في حالة ضيق مالي. لا يستطيع المستثمر أن يطلب من الشركة استرداد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراض ي والآلات ومواد أولية.

- **تشجيع الادخاروتوجيه الاستثمار:**

هناك وسائل متعددة لتشجيع الأفراد على الادخار مثل الإعفاءات الضريبية وإنشاء مؤسسات التوفير وشركات التأمين وصناديق التوفير، وكذا انتشر الوعي الادخاري في الأسواق المالية بإذاعة أسعار الأوراق المالية

[33]- جبار محفوظ ,تنظيم وإدارة البورصة ,مبادى الإستثمار, مرجع سبق ذكره ص15

وفيما يخص توجيه الاستثمار فيتحقق ذلك بتقليل سعر الفائدة في البنوك مثلا فيحسب الجمهور ودائعه من البنوك ويضعها في kالبورصة.

❖ **إيجاد أسواق دائمة ومفتوحة:**

إن وجود سوق مستثمرة ذات مستثمرين دائمين للأوراق المالية تشجع مستثمرين آخرين بدخول البورصة وشراء الأوراق المالية المستثمرة بدون أي تردد، وحتى تكون البورصة كذلك يجب تحقق شروط من بينها: [34]

- ✓ أن يبقى عدد كبير من البائعين والمستثمرين في صدد إجراء الصفقات خلال أوقات عمل البورصة أي الجلسات.
- ✓ التعامل على المكشوف.
- ✓ أن تتعامل البورصة مع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية والاجتماعية.
- ✓ منع السيطرة على السوق من جانب فئة قليلة من المضاربين.
- ✓ الاستعانة بالقوانين والتشريعات واللوائح لضبط التعاملات.

❖ **تأمين المنافسة والتقاء العرض والطلب:**

تقوم البورصة بتأمين المنافسة بضمان حرية المبادلات، والشفافية والإفصاح والالتزام بالأخلاق النزيهة، وكذا التقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار مما يعني أن للبورصة وظيفة تسعير الأوراق المالية المتداولة فيها. [35]

[34]- ريحان الشريف ,الطاوس حمداني , بورصة الجزائر وتحديات التنمية الإقتصادية , مجلة التواصل في العلوم الإجتماعية و العدد 3ء 4 جوان 2013, ص .50.

[35]- ريحان شريف , الطاوس حمدان , بورصة الجزائر وتحديات التنمية الإقتصادية ,مرجع سبق ذكره , ص51.

شروط الدخول إلى البورصة:

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.[36]

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى %، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساس ي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، هي الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات

[36]- ضياء مجيد ,البورصات ,أسواق رأس المال , الأسهم والسندات ,مؤسسات شباب الجامعة , مصر ,2008, ص10-11

المطلب الثاني: الإستثماروالتمويل عن طريق البورصة.

تقوم العمليات التمويلة بإظهار اجانب المالي للمشروع والوصول إلى الأهداف المسطرة وإستمرارالنشاط وعملية إختيار أداء التمويل المناسبة, ويتم الإستثمار عن طريق البورصة :

الفرع الأول: الأسهم .

تعرف الأسهم بأنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتدول في البورصة بطرق تجارية حيث تمثل عموما مشاركة في رأس م إحدى شركات الأموال ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها .

كما يعتبر السهم حصة من ملكية الشركة التي تطرجزء من رأس المال كأسهم في البورصة ويمثل كل نبة معينة من إجمال رأس المال وعندما يقوم شخص بشراء سهم يكون بذلك كأنه شريك في الشركة ويقع عليه مايقع على الشركةمن ربح أو خسارة .[37]

الفرع الثاني: السندات.

تعرف بأنها صكوك قابلة للتداول تمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام وتصدره الشركات الخاصة أو الحكومية أو فروعها ويعتبر حامل سند الشركة دائنا دائما ويعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنويا ولهم إستيفاء قيمتهاعند حلول أجل معين

وتعتبر طريقة للإقتراض تلجأ إليها الشركات والحكومات فهناك سندات تطرحها الشركات من أجل تمويل مشاريع معينة تقوم بها وهناك سندات حكومية ويكون لكل سند قيمة معينة ويكون له فائدة بنسبة معينة وصاحب السند لاتتأثر قيمة السند الخاص به أوفوائده بالربح أو الخسارة أو التعرض للإفلاس الذي قد تتعرض له الشركة أو الحكومة مما يجعلها طريقة امنة بنسبة مخاطرة ضئيلة .[38]

الفرع الثالث: صناديق الإستثمار.

ومن الممكن أن تسمى وثائق أو شهادات الإسثمار ويتم طرحها عن طريق البنوك وتعتبر وعاء يضم الأسهم والسندات كما أن لها قيمة معينة وفائدة محددة يتم صرفها بشكل دوري إما شهري أو نصف سنوي أو سنوي .[39]

---

[37]- الطاهر لطرش, تقنيات البنوك , ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر , 2001 , ص 82.

[38]- سعيد توفيق عبيد , الإستثمار في الأوراق المالية , مكتبة عين شمس , مصر ,1998 , ص 52.

[39]- الطاهر لطرش , تقنيات البنوك , مرج سبق ذكره , ص 83.

خلاصة الفصل الأول:

إن مايمكن إستخلاصه من هذا الفصل هو أن الإستثماريعتبر أهم أداة من أدوات الإقتصاد, وهذا لما يحققه من أهداف إقتصادية وإجتماعية, وللوصول إلى ذلك لا بد من

توفير مصاددر التمويل بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب وبأقل تكلفة, بإعتبار المال هو عصب الأعمال والمحرك الرئيسي لعجلة الإستثمار وبذلك يحتل التمويل مكانة خاصة على مستوى المؤسسة, فهو من أهم المجالات التي تختص بها الإدارة المالية وهذا ما له من تأثير على نمو وإستمرار نشاط المؤسسة , فهو العملية التي تضمن تدفق المبالغ الضرورية من الأموال لتغطية مختلف التكاليف .

فرغم إختلاف وتعدد وتنوع وظائف المؤسسات الإقتصا دية التي تعتبر جوهرة النشاط الإقتصادي, ومهما إختلفت هياكل وأشكال هذه المؤسسة لا يمكنها النهوض بدون توفير الأموال اللازمة .

تم التطرق في هذا الفصل أن البورصة بمثابة أداة تفاعل ومكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز وتحريك عجلته وتنشيط دورته الاقتصادية وتوزيع الأدوار الاقتصادية وإعطاء دفع أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري القومي وذلك بأنها أصبحت من شروط التقدم وأداة لتحقيق التنمية، كما أن لها دور هام في عمليات التمويل فهي عبارة عن الجهاز الذي بواسطته يتم ضمن المدخرات المجمعة من الأعوان الاقتصادية ذات الفائض إلى الأعوان الاقتصادية ذات العجز عن طريق ما يقدمه من أوراق مالية متنوعة وإمكانيات ملائمة لتوظيف الأموال الراكدة وتحويلها إلى أموال أكثر ديناميكية موجهة إلى خدمة الاقتصاد القومي، وفي خدمة مؤسساته الاقتصادية.

الفصل الثاني: واقع بورصة الجزائر والمغرب وأسباب تخلف بورصة الجزائر وكيفية تمويل الاستثمارات في بورصة الدار البيضاء.

الفصل الثاني: واقع بورصة الجزائر والمغرب وأسباب تخلف بوورصة الجزائر وكيفية تمويل الإستثمارات في بورصة الدار البيضاء.

إن بورصة الجزائر سوق متمركز تديره الأوامر ليس الأسعار حيث تتداول الأوراق المالية في سوق رسمي وحيد وتجري المفاوضات على تلك الأوراق في قاعدة المفاوضات مكان التقاء الوسطاء في عملية البورصة وذلك من أجل تنفيذ أوامر البيع والشراء

المبحث الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر والمغرب

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقا لرأس المال بمثابة مركز إقتصادي .

المطلب الأول: الإطار النظري لبورصة الجزائر.

مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل يمكن تلخيصها فيما يلي :

الفرع الأول : مراحل إنشاء بورصة الجزائروشروط الإدراج فيها:

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، إن رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية قسم لعدد من الأسهم وتوزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم(S.P.A) تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988. [1]

إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصورها دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم:

1محمد زيدان,بومدين نور الدين ,دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية , ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الأقتصاديات و المؤسسات , دراسة حالة الجزائر , جامعة محمد خيضر , بسكرة , يومي 21-22 نوفمبر 2006.

- **مراحل إنشاء بورصة الجزائر:** مرت بورصة الجزائر بعد مراحل :

❖ **المرحلة الأولى 1990-1992م:**

بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وبعد إنشاء صناديق المساهمة اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات تمثلت في إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M، مهمتها قريبة إلى حد كبير من مهمة البورصة في الدول المتقدمة، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ320000دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21ماي 1991م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال[2]

❖ **المرحلة الثانية 1992م-1999م:**

لقد مرت شركة القيم المنقولة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م تم رفع رأسمالها إلى 932000دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم ينطلق العمل بها، بسبب جملة من الصعوبات، وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر عام 1993م بمقتض ى المرسوم التشريعي رقم93 -08 المؤرخ في

[2] -محمد زيدان , بومدين نور الدين , دور السوق لمالي في تمويل التنمية اللإقتصادية , مرجع سبق ذكره , ص07.

1993/04/25 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في23 ماي1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم 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.[3]

ليأتي بعدها القانون رقم 04-03 المؤرخ في 10 جانفي 2004 الذي ينص على:

- ✓ تزويد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.
- ✓ دعم سلطات التنظيم والرصد والمراقبة والتحكيم للجنة تنظيم عمليات البورصة.
- ✓ توسيع نشاط ومهام المتدخلين في البورصة وضمان السير الحسن للعمليات المالية وتقديم المشورة للمستثمرين.
- ✓ توسيع مهمة العمل كمتدخل في البورصة إلى البنوك والهيئات المالية.
- ✓ إنشاء "المودع لديه المركزي" كجهاز جديد من أجهزة البورصة ومكوناتها .

شروط القبول للإدراج في بورصة الجزائر.

إن شروط الالتحاق ببورصة الجزائر بالنسبة للمؤسسات العمومية هي نفسها بالنسبة للشركات والمؤسسات الخاصة، والتي نقسمها إلى كل من:

[3] -مرسوم تشريعي رقم 93-08 , المؤرخ في 25أفريل 1993 ,يعدل ويتمم اللأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري , جريدة رسمية عدد رقم 27 , صادر في 27أفريل 1993.

أولا: شروط خاصة بالمؤسسة أو الشركة محل طلب الإدراج: وتتمثل في:

- ❖ يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم(SPA)
- ❖ أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري). [4]
- ❖ أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- ❖ أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على ألا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- ❖ أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- ❖ يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- ❖ إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة. وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة. [5]
- ❖ تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- ❖ أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها
- ❖ **ثانيا: شروط خاصة بالقيم محل الإدراج:** وهي:
- ❖ لابد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- ❖ لابد من تحديد قيمة كل سهم.

---

[4] -قانون 03-04 ,المؤرخ في 17 فيفري 2003, يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10, المؤرخ في23 ماي 1993, المتعلق ببورصة القيم المنقولة , جريدة رسمية , عدد 11 الصادر في 19 فيفري 2003

[5]- حمد بوراس ,أسواق رأس المال , ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر, 2002, ص 150.-

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.[6]
- ينبغي أن توزع الأسهم المطروحة للاكتئاب العام على مائة وخمسين(150)
- مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.
- أن تمثل الأسهم المطروحة للاكتئاب العام على الأقل 20% من رأس مال الشركة

الفرع الثاني: إمكانية تفعيل بورصة الجزائر.

اتجهت سوق الأوراق المالية نحو تطوير ودعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية، أما المستثمر الفرد، من ناحية أخرى، فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة. حيث أن درجة الوعي لديه لاتزال متدنية، فإن من شأن ذلك أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصة.

وفي هذا الجانب عملت السلطة على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق ومن جانب آخر، تسعى البورصة إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.[7]

وتجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار التي قد تم تأسيسها تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا تسمح لحجم الاستثمار الفردي المباشر تحقيقها. كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين المغتربين والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة.

[6] http://www.sgbv.dz/ar/page=rubrique&mod=149.

[7]- محمد شكري الجميل العدوي , المعاملات الأجلة في بورصة الأوراق المالية , دار الفكر الجامعي , الأسكندرية , 2012 ص 59.

تم في العشرية الأخيرة من القرن العشرين إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار هدفت في مجملها، إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية احتياجات التمويل المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق وفي هذا الإطار، عملت الجزائر على فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

كما قامت بإدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق حوافز لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، من ناحية أخرى.

وعملت هذه الأخيرة على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في السوق المالية المنظمة.[8]

الفرع الثالث :عوامل ضعف أداء بورصة الجزائر:

عرفت بورصة الجزائرمنذ إنشائها جملة من المشاكل والصعوبات حات دون أدائها الدور المهم بها وهو خلق سوق الأوراق المالية, يؤدي دوره الكامل على درجة عالية من الكفاءة, لإستكمال الإصلاحات الإقتصادية التي باشرتها الدولة بعد أحداث أكتوبر 1988 وتضمنها دستور 1989, الذي سمح بظهور هيئات إقتصادية جديدة من بينها البورصة لتأهيل الإقتصاد الوطني إلا أن العوائق المختلفة كانت سببا في وجود بورصة لا ترقى إلى نظيرتها الناشئة فما بالك بالبورصات المتطورة, وذلك لعوامل سياسية ,وقانونية عوامل إقتصادية, وعواما إجتماعية وثقافية .[9]

[8]- محمد شكري الجميل العدوي , المعاملات الأجلة في بورصة الأوراق المالية , مرجع سبق ذكره , ص 61.

[9]- أحمد بوراس , تمويل المنشات الإقتصادية , مرجع سبق ذكره , ص12.

عوامل سياسية وقانونية:

- **عوامل سياسية وأمنية:**

هناك علاقة بين البورصة والأوضاع السياسية المحيطة بها فالمحيط السياسي يؤثر على المنشأة بإختلاف النظام السائد في البلاد, فنشاط البورصة وادائها الناجح له صلة بالقرار السياسي فالإرادة السياسية تعبر عن رغبة الجهات الوصية في تحقيق هدف ما وذلك بوضع أهداف إستراتيجيات توجب عليها معرفة ومتابعة الأوضاع بإستمرار وإتخاذ القرار المناسب والقيام السلوك المناسب في الوقت المناسب, وعليه فإن قرار إنشاء بورصة جاء في وقت تمر به البلاد بمرحلة إنتقالية سواء على الصعيد السياسي أو الأمني, ومن المعروف أنها إفتتحت في 23 مايو 1993 وهي سنوات تمثل مرحلة حرجة في تاريخ الجزائر الحديث, نظرا لعدم وجود إستقرار في الجهار التنفيذي حيث أنه من المعلوم أن المستثمرين وهم أحد الأطراف المتدخلة في البورصة تبنى سياستها الإستثمارية بناءا على عوامل سياسية وأمنية .[10]

- **عوامل قانونية وتنظيمية:**

إن الشركات الكبرى المؤثرة في إقتصاد الجزائر هي شركات عمومية, حيث لايمكن أن تقتني أسهمها إلا صناديق المساهمة عندد الإكتتاب, وفي هذه الحالة يكون الإكتتاب حصري ويتم بطريقة إدارية, فالقانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 115 مكرر 03 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/05/15 يكرس أحكام هذه المادة بدلا من إعتماد التعامل بالأوراق المالية, التي تشمل الأسهم والسندات وهذا ما يؤكد طرح معظم الشركات العمومية المدرجة في البورصة للسندات لأنها لا تتحمل خسائر إلا في حالة إفلاس الشركة .[11]

[10]- علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب , إدارة البورصات المالية , الطبعة الأولى , دار اللإعصار العلمي للنشر والتوزيع , عمان , 2012.

[11]- مرسوم تشريعي 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993, يعدل ويتمم الأمر رقم 75-59 .

كما أن نظام بورصة الجزائر يأخذ بمبدأ وحدة الجدول " **إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة هو سعروحيد يتضمن سوقا لسندات لرأس المال وسندات الديون** .[12]

أضف إلى ذلك الإطار التشريعي الضيق الذي لا يواكب التطورات الإقتصادية, والتباطؤ في سن التشريعات والتي تستجيب متطلبات إقتصاد السوق, والدليل على ذلك قرار مجلس مساهمات الدولة بتجميد الإجراءات الرامية إلى دخول 20 مؤسسة عمومية للبورصة كآلية للخصخصة .

ومن بين العوامل التنظيمية, التباعد الزمني في إصدار القوانين المنظمة لعمل البورصة والذي يمكن توضيحه من خلال النقاط التالية :

- تأسيس بورصة الجزائركان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة, بينما تم تعيين أعضائها في تاريخ 1995/12/27 والتنصيب الرسمي لها تم في شهر فيفري 1996.
- صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 الذي ينص على إدارة شركة القيم المنقولة, إلا أن الجمعية العامة لم تنعقد إلا بتاريخ 1997/05/23.
- صدور القانوت المنظم لمزاولة الوسيط المالي في البورصة بتاريخ 1996/07/03 إلا أن تأسيسغالبية شركات الوساطة كان في سنة 1999 .
- في سنة 2003 صدر قانون 03-04 (1)يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 لتجريم بعض الممارسات التي من شأنها المساس بالمعاملات في البورصة أي بعض مرور 10 سنوات عن صدور القانون 93-10 .[13]

[12]- المادة 77 من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03, المؤرخ في 18 نوفمبر1997, يتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائر , جريدة رسمية عدد 87, الصادر في 29 ديسمبر 1997.

[13]- قانون 03-04, مؤرخ في 17فيفري 2003,يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23 ماي 1993, المتعلق بالقيم المنقولة , جريدة رسمية عدد 11, صادر في27 أوت 2003.

- في سنة 2012 تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بموجب تعديل النظام العام لبورصة الجزائر.[14]

❖ **عوامل إقتصادية:**

تلعب البورصة في ميدان الحياة الإقتصادية دورا خطيرا وحيويا أين تدور أكبر الصفقات التجارية, ولها دور أساسي وفعال سواء على مستوى التحويل أوالإستثمار(1)إلا أن هذا المفهوم لا يتماشى والقاعدة الإقتصادية في الجزائر لاأن غالبية الشركات الخاصة هي عبارة عن شركات تضامن, أو ذات مسؤولية محدودة وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة, التي تشترط أن تكون الشركة شركة مساهمة إضافة إلى أن معظم المؤسسات ينحصر نشاطها في قطاع الخدمات وبالتالي فهي لاتملك مؤهلات للمخاطرة في البورصة, كما سبق الإشارة إليه أنه لا يمكن تصور وجود بورصة دون الشروع في خصخصت العديد من المؤسسات العامة إلا أن هذه السياسة تتطلب المرور بمراحل إذ تعتبر أصعب مراحل الإصلاح الإقتصادي, ونظرا للصعوبات والنتائج التي تترتب على تنفيذها, كما أن معظم المؤسسات الإقتصادية العمومية التي تنشط في محيط إحتكاري ستعرضها الخصخصة إلى المنافسة, وهو مايصعب من الإندماج مع المحيط التجاري الخاص هذا من جهة ومن جهة أخرى هناك عوامل كما لها دور سلبي على السوق المالي .[15]

✓ **مشكل التضخم:**

حيث عرفت الجزائر منذ تسعينات القرن الماضي معدلات قياسية في نسبة التضخم وهذا بسبب لجوء الدولة إلى الإصدار النقدي, وهو ما تزامن مع إنطلاق بورصة الجزائر حيث من الناحية الإقتصادية يؤثر على الأوراق المالية وحجم العمليات المتداولة في البورصة .

[14]- المادة 13 من النظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012 يعدل ويتمم رقم 97-03, المؤرخ في 18 نوفمبر 1997والمتعلق بالنظام العام للقيم المنقولة , جريدة رسمية عدد 41, الصادر في 15 جويلية 2012.

[15]- علي توفيق الحاج , عامر علي الخطيب , الطبعة الأولى , دار الإعصار للنشر والتوزيع , الأردن 12 20 , ص15.

- ✓ **الإقتصاد الموازي:**

الدافع الرئيسي نحو الإقتصاد الموازي أو مايسمى إقتصاد الظل, هو الخوف من أعباء المدفوعات الضريبية وإشتراكات الضمان الإجتماعي ويمثل النمط الإقتصادي الوسيلة المفضلة لبعض المستثمرين الخواص الذين ينشطون في بيئة خارج الإطار الرقابي للدولة حيث يحقق لهم أرباح كبيرة بشكل أسرع من الإستثمار في البورصة .

- ✓ **ضعف المعلومات والشفافية:**

ويقصد هنا بالمعلومات التي إلى المتعاملين بسرعة دون فاصل زمني كبير, بما يجعل أسعار الأسهم تصل إلى المتعاملين دون تكاليف باهضة, وأن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومة على عكس بورصة الجزائر حيث ينتظر المستثمر سنة كاملة بشكل للحصول على تقارير تصدرها الشركات المسعرة في البورصة في الوقت الذي تقدم فيه بورصات الدول المتقدمة تقارير, مرفقة بتحاليل وأراء حالية ومستقبلية لخبراء في عالم المال والأعمال إضافة إلى طبيعة الوسطاء وهي مشكلة من شركات تأمين وبنوك ملك للدولة, وغياب وسطاء طبيعيين وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة.[16]

- ❖ **عوامل إجتماعية وثقافية:**
  - ▪ **عوامل إجتماعية:**

إن الهدف الرئيسي من الإستثمار في البورصة بشكل عام هو تحقيق عوائد مالية متوقعة حيث, تبنى قرارات الإستثمار على توقعات مستقبلية مما يعني أن الربح وارد "الخسارة كذلك ولذلك نجد الفرد الجزائري يميل إلى الإكتناز بدل المخاطرة في البورصة, نظرا لثقافته المحدودة عن سوق الأوراق المالية وهذا بالدرجة الأولى إلى غياب ثقافة إعلامية مالية وإقتصادية في المجتمع, إضافة إلى طبيعة الفرد الجزائري الذي يفضل الكتمان عن قيمة ثروته لأن التعامل في السوق المالي يعرض العديد من الأفراد والشركات إلى الرقابة الجبائية.

[16]- رشيد بوكساني , معوقات الأسواق المالية , مرجع سبق ذكره ص286.

كما أن هناك علاقة بين الإدارة المالية الجزائرية والمستثمرين بسبب البيروقراطية الإدارية, حيث يستغرق سحب مبلغ عادي عدة أيام مما ينفر المستثمرين في الإكتتاب في البنوك وعوامل تاريخية مرتبطة بالأمية وعدم الثقة في الأداة والخوف من المغامرة, أضف إلى ذلك ثقافة التكفل في المجتمع الجزائري تجعله يتحمل مسؤوليات غيره (الأبناء الراشدين, الإخوة, الأخوات.....) فهذه الإنشغالات تحد من ثقافة المغامرة وتحمل مخاطر البورصة.[17]

- **عوامل ثقافية:**
- وبحكم أن الشعب الجزائري يدين بالإسلام فإن التعامل في البورصة يسبب للعديد الحرج ومخالفة أحكام الدين بسبب نوعية الأوراق المتداولة, فإن كان السهم يمثل سند ملكية فإن السند يمثل سند مديونية ويعتبر قرض ربوي لأن الوسطاء المتعاملون في السوق المالي بنوك تجارية ربوية.

ويبقى أن مفهوم البورصة جديد بالنسبة للمواطن الجزائري وما يتطبق على المواطن العادي ينطبق على المسير, كما أن في الجزائر أسواق بديلة أكثر ضمانا كالإستثمار في العقارات وإمكانية الإقتراض من البنوك بدلا من شراء سندات بالنسبة للأشخاص الذين لا يهمهم سعر الفائدة.[18]

المطلب الثاني: الإطار النظري لبورصة الدارالبيضاء.

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى 1929 بمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية ،يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لمصالح المستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة، وكان يطلق على هذه المؤسسة إسم مكتب المقاصة في القيم المنقولة.

[17]- ضياء مجيد , أسواق رأس المال , الأسهم والسندات , مرجع سبق ذكره , مصر , 2008, ص10-11.

[18]- لطرش سميرة , كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة الإسمية , دراسة حالة الجزائر أطرو حة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية , أحمد بوراس , جامعة قسنطينة , كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير 2012

الفرع الأول :مفهوم بورصة الدار البيضاء وشروط الإدراج فيها يلي :

مفهوم بورصة الدار البيضاء.

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارةالإقتصاد و المالية وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحملات مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة و تعد بورصة دار البيضاءاحد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادة من ثورة الانترنيت حيت أصبحت جل التعاملات انطلاقا من موقعها الالكتروني :

حيت أصبحت قاعة التعاملات فارغة ولم يعد المتعاملون في شراء أسهم و سندات يلزم عليهم اللجوء إلى مقر البورصة.[19]

- **نبذة تاريخية عن دار البيضاء**

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، و كانت تحمل آنذاك إسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة.

إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة و وضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين، تقنين و تنظيم سير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون إجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى إهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز، و أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة و تحديدا سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة

[19]- محمد عبد الحميد عطية , الإستثمار في البورصة , دار التعليم الجامعي والنشر والتوزيع , الإسكندرية , 2011, ص 56.

الدين والتضخم، و بعد سبع سنوات من ذلك أي سنة 1993شهدت سوق البيضاء البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة و هي:[20]

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 211-93- 1 متعلق ببورصة القيم.
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 212-93-1 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم ؛
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 213-93- 1 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.

ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال:

- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخارالمستثمرفي القيم المنقولة
- الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، و جعلها الوحيدة المؤهلة و المعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "**SBVC**"، و هي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.

ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة ا ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.[21]

[20]-إيهاب الدسوقي ,إقتصاديات كفاءة البورصة ,دار النهضة العربية ,2000 , ص 18.
[21]-منير إبراهيم الهندي, أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية , توزيع المعارف بالإسكندرية , سنة 1990 ' ص 322.

وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34-96الذي قام بتعديل و استكمال الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 93- 211-1 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروكلي في أكتوبر من سنة 1998، و منذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا.

وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.

وفي سنة 2000 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية واكبةً للتحولات الهامة التي تشهدها.

- **شروط الإدراج في بورصة الدار البيضاء:**

للإدرج بورصة الدار البيضاء عدة مزايا:

يمكن من تمويل مشاريع بأدنى تكلفة بإدراج شركة في البورصة يصبح بإمكان المستثمر جمع الرساميل على سوق البورصة دون أن يقوم بتقديم أي ضمان، كما يمكن أن يستمر في ذلك حسب حاجيات شركته أو حسب فرص التطوير المتاحة، فيحصل على مورد جديد تكميلي للتمويل من البورصة، ينظاف إلى عروض المؤسسات المختصة (كالبنوك، و مؤسسات الإجارة المنتهية بالتملك، مؤسسات الرأسمال)

- يساعد على الاستفادة من إعفاءات ضريبية مهمة.
- يعد الإدراج في البورصة عنوان المكانة المرموقة، حسن الحكامة و المواطنة، وفضلا عن ذلك تكتسب شركة المدرجة مصداقية عالية وتعزز مكانتها المالية.[22]
- يسلط الإدراج في البورصة الضوء على الشركة و منتجات وعلامات وقدرات الإنتاجية وإدارتها.
- يضمن لشركة نجاحا مستديما، لأن الإدراج في البورصة للمقاولات العائلية يضمن الاستمرارية، لأنه يجعلها تتفادى الحلّ إثر رحيل أو وفاة أي من المساهمين الذين يمتلكون أغلبية الأسهم؛

[22] -http ;/www.casablanca-bourse.com.

الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء.

المصدر: موقع بورصة دار البيضاء http://www.casablanca-bourse.com

يظهر من خلال الهيكل التنظيمي نلاحظ انه يتكون من :

1. **الإدارة العامة**: مهمتها تسيير الأنشطة بالسوق المالي تحت إشراف مجلس المراقبة، وكذا المسائل المتعلقة بالإطار القانوني والتنظيمي للسوق وتنفيذ التوجه الاستراتيجي له، ويجتمع مجلس المراقبة مرة في السنة على الأقل.

2. **إدارة العمليات في الأسواق**: تتعلق مسؤوليتها بإدارة جلسات الوساطة وإدارة التصنيف بالسوق ونشر الإحصائيات الرسمية والمؤشرات المالية.

3. **إدارة الأنظمة المعلوماتية**: مهمتها السهر على تسيير نظم المعلومات بالسوق وحمايته واستمراريته وفعاليته من خلال:

- ضمان الأداء السليم للنظام المعلوماتي.
- وضع إجراءات لمراقبة وصيانة المعدات والبرمجيات.
- تعزيز واستخدام المعلومات وضمان مسايرة التطور التكنولوجي.

4. **إدارة التطوير**: مكلفة بالتسويق وتعزيز أنشطة السوق، مع ضمان إدارة وتطوير الموارد البشرية.

5. **الإدارة المالية**: وهي مسؤولة على جميع الجوانب المالية، ووضع القوائم المالية واللوائح ومختلف البيانات المالية.[23]

الفرع الثاني: مهام بورصة الدار البيضاء واهدافها.

- **مهام بورصة الدار البيضاء:**

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

- مراقبة ورصد حصة التداول.

[23] -http://www.casablanca-bourse.com.

- إصدار و نشر معلومات السوق.

مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتها المالية.

- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.
- توزيع الأسهم.

- **أهداف بورصة دار البيضاء**

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاولة نشاطها و تطبيقا للمهام التي أُسندت إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها و هي كالتالي: [24]

- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة.
- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق.
- تطوير سوق البورصة.
- إحتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في أفريقيا.

الفرع الثالث :الفاعلون في بورصة الدار البيضاء

تقوم بورصة دار البيضاء بفضل مجموعة من الفاعلين هم:

❖ **شركات البورصة**

تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995بمقتضى الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 211.93.1 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993وتم الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد و المالية.

[24]- سارة عبدلي , أساليب قياس أداء حافظة الاوراق المالية , دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة , سنة 2011, مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير , جامعة ورقلة , الجزائر , 2012/2011 , ص 110.

وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة، ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة ،إيداع ، حفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، و تنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول.

وفضلا عن ذلك عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

❖ **وزارة الإقتصاد و المالية:**

وزارة الإقتصاد و المالية هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه الأخيرة، و تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء.[25]

❖ **مجلس القيم المنقولة:**

مجلس القيم المنقولة مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع بالشخصية المعنوية، وهي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق و تتلخص مهامها في:

- حماية الادخار المُستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر يتم بواسطة طرح أوراق مالية للاكتتاب لدى العموم.
- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية وضمان وضع و نشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم،
- ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافيته ونزاهته وسلامته.

[25]- سارة عبدلي , أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية , مرجع سبق ذكره , ص 112.

- ضمان مراعاة و احترام مختلف المقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

❖ **ماروكلير**

تم إنشاء ماروكلير بمقتضى القانون رقم 96.35 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997و الذي ينص بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإليكتروني، و تعد ماروكلير هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، و تتلخص مهمتها في:

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المُصدرة.
- إدارة نظام التسوية و تسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

❖ **لجمعية المهنية لشركات البورصة**

هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في سوق البورصة المغربي، و تتجلى مهمتها في:

- المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة، و بالخدمات الاستثمارية في السوق لمالي المغربي.
- تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية .[26]

[26]- حمودي منى , فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الإستثمارية في المغرب لنيل شهادة ماستر أكاديمي ' في علوم التسيير , جامعة أم البواقي ' سنة 2014-2015 , ص 130-131.

المبحث الثاني: أسباب تخلف بورصة الجزائروكيفية تمويل الإستثمارات في بورصة الدار البيضاء.

بإعتبار أن بورصة الجزائر بورصة حديثة النشأة، فإنها تعاني من العديد من المعيقات التي أدت إلى تخلفها تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة والمطلوبة، وبالتالي لن تؤدي أي دور في تمويل المشاريع الاستثمارية،وأهم هذه الأسباب ما يلي:

المطلب الأول: أسباب تخلف بورصة الجزائر:

هناك عدة أسباب جعلت بورصة الجزائر بورصة متخلفة نذكر منها :

الفرع الأول: أسباب تتعلق ببورصة الجزائر: وتتمثل في :

- **عدم تنويع الأوارق المالية المعروضة :**

أدى تنوع الأوارق المالية في الأسواق المتقدمة إلى وجود جمهور كبير من المستثمرين والمتدخلين بالبورصة، في حين بورصة الجزائر لم تعرف هذا التنوع والتعدد للأوارق المالية المتداولة بها، بل الأمر إقتصر على ثلاث أوارق مالية، كما أن حيازة هذه الأوارق من قبل الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين

- **عدم فعالية نظام المعلومات**

نظرا لحداثة بورصة الجزائر فإن المعلومات عن الأوارق المالية المتداولة تبقى قليلة ولا تفي بإحتياجات المتعاملين، وذلك لغياب النشريات والمجلات المتخصصة بمجال المال والأعمال ومكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية والمحاسبية .[27]

التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة وهذا في نهاية السنة المالية، ولذلك فإن نظام المعلومات يبقى ضعيف ويتطلب الكثير من العمل والجهد حتى يعمل على الإيقاع بمتطلبات السوق.

[27]- صالح فلاحي , بورصة الجزائر بين المعوقات الإقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها وتفعيل الإستثمار , ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء والإندماج الفعلي للإقتصاد العالمي , جامعة الجزائر 13 ماي إلى 2جوان 2004.

- **منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة :**

أمام الصعوبات التي تعترض بورصة الجزائر وتعقد وضبابية التعامل بها، نجد بالمقابل توفر فرص استثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن إحتكار التجارة الخارجية قد إستقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الإستثمار المباشر في الصناعة والزارعة، وبالتالي فإن جاذبية الإستثمار المالي في البورصة كانت قليلة،وعديمة الأثر في غالب الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى وصعوبات ومعيقات البورصة.

الفرع الثاني: أسباب تتعلق محيط البورصة:

ويمكن تلخيصها فيما يلي :

- **هيمنة القطاع العام**

يشمل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 % من مجموع إستثما ارت المؤسسات الجزائرية , ويمكن القول أن القطاع العمومي يتكون في أغلبه من مؤسسات سيئة التسيير تمثل بذلك قطاعا محطما للثروة، لذلك كان ينبغي خصخصة المؤسسات العمومية وتطهيرها قبل قيدها في البورصة .[28]

- **التضخم ومعدل الفائدة**

بالرغم من التطور الإيجابي لمعدلات التضخم إلا أن الاقتصاد الكلي غير مستقر، وخاصة بما أن قطاع المحروقات يساهم بشكل كلي في معدل النمو الاقتصادي في الجزائر، وعند إرتفاع معدل التضخم على المستوى المحلي من شأنه التأثير في معدل الفائدة، ويشجع على إنتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار وهكذا يمثل التضخم عائقا بالنسبة لنشاط البورصة .

[28]- شمعون شمعون , بورصة الجزائر , مرجع سبق ذكره و ص 66.

- **الضغط الضريبي :**

ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وإرتفاعها من جهة أخرى فمثلاً ضريبة IBS تعادل 30% من الأرباح مما يؤدي لتخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، الشيء الذي يحد من جاذبية الأوارق المالية خاصة مع تفشي السوق الموازية وما تتيحه من فرص ضخمة للربح.

- **ضعف القدرة الشرائية للأفراد :**

يلاحظ توسع دائرة الفقر والبؤس وتقلص القدرة الادخارية للعائلات، ففي هذه الحالات من الصعب انتظار إقبال كبير من الأسر الجزائرية على الادخار في الأصول المالية وغيرها من المجالات.[29]

الفرع الثالث : أسباب إجتماعية وثقافية :

- العوامل التاريخية المتمثلة في الجهل والأمية وكل مخلفات الاستعمار الأخرى، وعدم الإقبال على التعامل بقيم البورصة وإلى عدم الثقة وإهتزازها.
- غياب الثقافة المالية للإستثمار في البورصة لكون العملية حديثة ولم يعهد المجتمع الجزائري خلال العهد السابق أن يتعامل مع هذه السوق.
- العامل الديني الذي يحرم التعامل خاصةً بالسندات ذات العائد المضمون في شكل فوائد محرمة شرعًا

كل هذه الأسباب أضافت نوع من الجمود على بورصة الجزائر وجعلت منها هيكلاً مهجورا بلا روح، حيث أنه من المفترض أن تعكس بورصة الجزائر الحركية الاقتصادية التي تشهدها بلادنا، والتي بإشرتها الدولة على غرار البورصات العالمية التي تدفع بإقتصاد دولها نحو العالمية والنجاح، حيث إختلفت الهيئات المرافقة للبورصة وكذا الخبراء في تفسير الأسباب التي تحول دون تحريك البورصة وتفعّيلها، فهناك من يرى أن وضعية البنوك ساهمت

[29]- محمد براق بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية , دراسة حالة الجزائر , زسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه , في العلوم الإقتصادية , معهد العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر , 2002.

في تراجع مستوى البورصة التي تستمد قوتها من قوة البنوك، فيما يرى آخرون أن البيروقراطية وضعف القرار المالي وراء هذا العجز.[30]

المطلب الثاني: كيفية تمويل الإستثمارات في بورصة الدار البيضاء :

الفرع الأول : أساسيات بدء الإستثمار في بورصة الدار البيضاء .

هناك بعض الأساسيات التي يجب الإنتباه إليها من أجل الأستثمار في بورصة الدارالبيضاء والتي تتمثل فيما يلي :

- تحديد الهدف من الإستثمار في البورصة من حيث كيفية الدخل وسرعة الحصول على الأرباح .
- يفضل الإستثمار بالأسهم وذلك لتحقيق لأرباح على المدى الطويل .
- الحرص على أن تكون مدة الإستثمار طويلة فغالبية البورصات العالمية تحقق مردودات لمساهميها على المدى الطويل .
- ينبغي في هذه البورصة أن تكون أكثر مجازفة بسبب تقلبات الأسعار , فكلما كانت المجازفات عالية زادت قيمة الأوراق المالية لديك .
- محاولة الإستثمار في البورصة بشكل تدريجي على شكل دفعات منتظمة .
- محاولة التنويع في الأوراق المالية , وذلك من أجل زيادة الفرص المتاحة في أغلب القطاعات .[31]

[30]- محمد أمين زويل , بورصة الأوراق المالية , مكتبة حسن العصرية , بيروت , 2013, ص 50.

[31]- طارق عبد العال حماد , دليل المستثمر في الأوراق المالية , دار الجامعة , الإسكندرية , 1998,ص 15.

الفرع الثاني : تمويل الاستثمارات في بورصة الدارالبيضاء :

إن الإستثمار في البورصة يمكنه أن يجعلك غنيا جدا عن طريق الإستثمار في اللأسهم أو السندات التي تطرحها الشركات أو المؤسسات , لذلك فإن اللإستثمار في البورصة يتم عن طريق :

متابعة حركة اللأسهم .

إختيار شركات أو أسهم موثوق منها وذات قيمة في السوق المغربية , أو أي بورصة على مستوى العالم , فالسر يكمن في تحديد وعيه والأسهم وقيمتها ومركزها وأصحابها حتى تستطيع الحصول على عائد كبير .

الفرع الثالث :مهام بورصة الدار البيضاء :

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

- مراقبة ورصد حصة التداول .
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة , وعند تنفيذ عملياتهم المالية .
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف .
- ضمان حزكة رؤوس الأوراق المالية في حل عجز أحد الوسطاء توزيع الأسهم .[32]

[32]- طارق عبد العال حماد , دليل المستثمر في الأوراق المالية , مرجع سبق ذكره , ص20

خلاصة الفصل:

إن الإشارة إلى الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر انطلاقا من نشأتها إلى الظروف التي مرت بها والعوامل التي حالت دون تحقيق الأهداف المسطرة لها، إنما كان محاولة لتسليط الضوء على هيئات المراقبة والتسيير في التشريع الجزائري لضبط وتنظيم سير العمليات المتعلقة بالادخار.

ونظرا للتعقيدات الفنية والإدارية المتصلة بنظام البورصة، فان المشروع الجزائري حاول إستدراك النقائص المسجلة لضبط سوق القيم المتداولة وهذا من خلال التعديلات المتتالية لان المعطيات الواقعية أن عزوف المستثمرين على الادخار في البورصة ارجع كما كان التطرق إليه إلى طبيعة السلطة التنظيمية والأحكام القانونية المطبقة على الأطراف المتدخلة، والمحصورة في فئات محدودة سواء تعلق الأمر بمصدري مما اضعف من أداء بورصة الجزائر، الذي يتطلب إرادة سياسية وإثراء قانوني لتمكين البورصة كم تحقيق أهدافها انطلاقا من الأوارق المالية المتداولة و كما أن لبورصة المغرب دور فعال في تمويل الإستثمارات الكبرى من حيث كيفية التمويل.

الفصل الثالث: تمويل الاستثمارات الكبرى في الجزائر وعلاقاتها بالبورصة

الفصل الثالث: تمويل الإستثمارات الكبرى في الجزائر وعلاقاتها بالبورصة :

تعتبر سوق الأوراق المالية الجزائرية من الأسواق الناشئة الحديثة , والتي كانت ناشئة عن جملة من الإصلاحات الإقتصادية التي بادرت بها الجزائر بداية مطلع التسعينات القرن الماضي , كحتمية هيكلة ترسيخا للتوجه الإقتصادي الذي تبنته الدولة في تلك المرحلة.

المبحث الأول: نشاطات بورصة الجزائر

يكمن حجم تداول بورصة الجزائر من خلال مؤشراتها اليومية والشهرية والسنوية .

المطلب الأول:حجم تداول بورصة الجزائر .

الفرع الأول : نشاط بورصة الجزائر من (2005-2015)

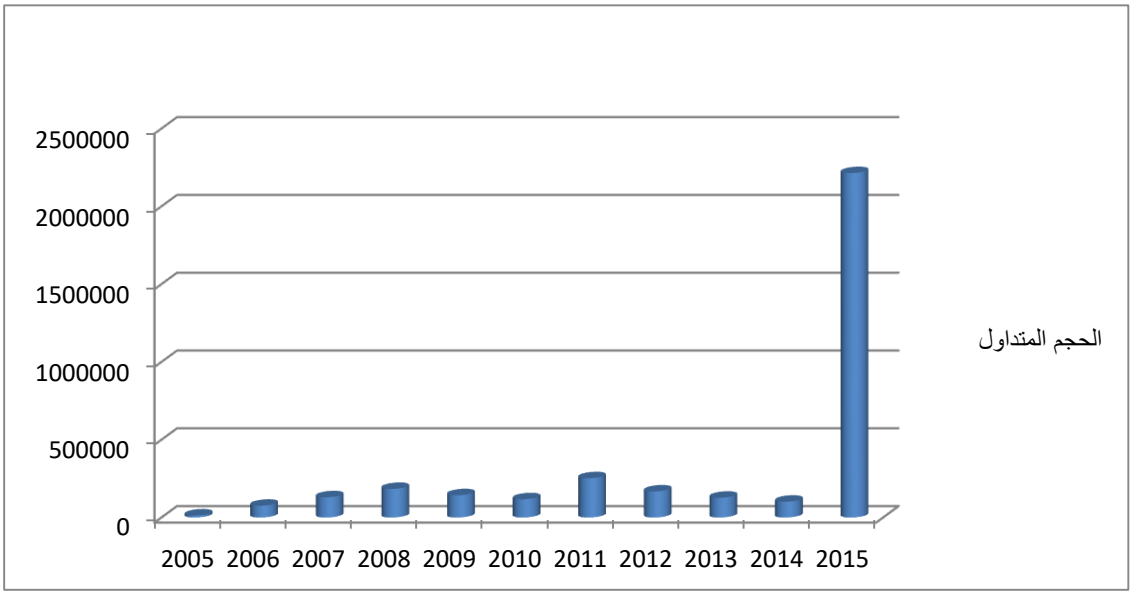
الجدول رقم 01 نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمةالمتداولة(مليون دج)	عدد الصفقات
2005	226	229369	13487	4	64
2006	1235	767643	76010	149	234
2007	3948	1365861	130443	960	410
2008	2481	2146054	184110	1219	545
2009	3354	1397279	143563	898	488
2010	2632	1081971	117729	670	361
2011	2343	1370054	252954	321	520
2012	5078	2779493	167827	673	277
2013	4271	2673065	127589	101	177
2014	3706	2964522	101950	149	300
2015	2971	7536609	2213901	1260	278
المجموع	32245	24311926	3529563	38083	3654

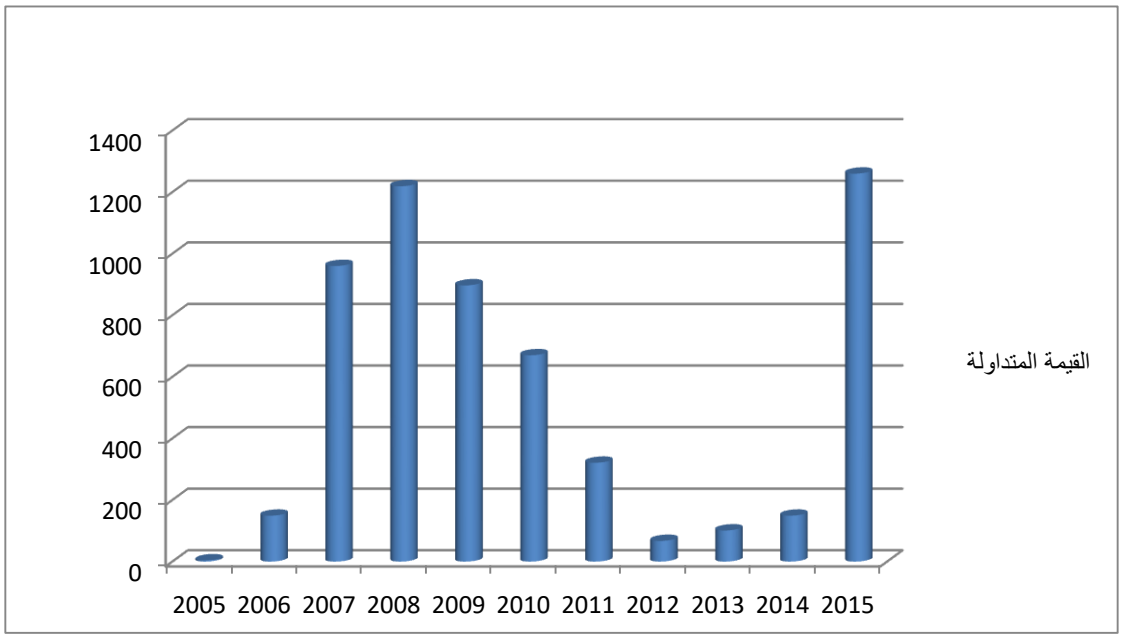
المصدر: www.sgbv.dz، تاريخ الإطلاع 2020/05/15

الفرع الثاني: قيمة حجم تداول بورصة الجزائر .

الشكل رقم 02 : قيمة حجم تداول بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015).



الشكل رقم03: القيمة المتداولة في بورصة الجزائر في الفترة (2005-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على البيانات من الجدول

نلاحظ من خلال الشكلين السابقين (02-03) والجدول رقم01 ما يلي :

- إرتفاع حجم التداول من 13487 سنة 2005 وبقيمة 4 مليون دينار ليصل سنة2006 إلى 76010 وبقيمة منخفضة تقدربـ 149 مليون دينار.
- إنخفاض الحجم المتداول من 130443 سنة 2007 وبقيمة 960 مميون دينار ليصل سنة 2008 إلى 184110 وبقيمة مرتفعة تقدر بـ 1219مليون دينار.
- إنخفاض الحجم المتداول سنة 2009 إلى 143563 مع إنخفاض في قيمة التداول المقدرة بـ 898 مليون دينار .
- إرتفاع الحجم المتداول من 117729 سنة 2010 وبقيمة 670 مليون دينار ليصل سنة 2011 إلى 252954 وبقيمة 321 مليون دينار والتي انخفضت بدوربا بحوالي نصف القيمة المتداولة في 2010.
- إنخفض حجم التداول سنة 2012 إلى حوالي 167827 مع إرتفاع كبيرفي قيمة التداول وبي 673 مليون دينار.
- إنخفاض الحجم المتداول في سنتي 2013و2014 ليصل إلى 101950 وذلك بقيمة تداول تمثل 149 مليون دينار.
- إرتفاع الحجم المتداول في سنة 2015 ليصل إلى 2213901 مع أنَ القيمة المتداولة في حالة تذبذب لإرتفاع وإنخفاض من سنة إلى أخرى حيث إنخفض بشكل كبير جدا من سنة 2005 من 4 مليون دينار لتصل سنة 2015 إلى 1260 مليون دينار.

المطلب الثاني: تطور أداء بورصة الجزائر والمغرب في تمويل الإستثمارات

الفرع الأول: تطور أداء بورصة الجزائر:

جدول يبين تطور أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2011م - 2014م)

السنوات	2011	2012	2013	2014
عدد الشركات المدرجة	2	2	2	2
القيمة السوقية بالدينار الجزائري (مليون)	10181	10041	9.889	9735
القيمة السوقية بالدولار الأمريكي (مليون)	135.6	127.2	124.7	110.7
حجم التداول بالدينار الجزائري (مليون)	19111	7356	7.009	6311
حجم التداول بالدولار الأمريكي (مليون)	254.6	93.2	88.4	71.8
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	30.3	14.6	11.5	11.1
عدد أيّام التداول	8	8	8	8
متوسط التداول اليومي (مليون دولار)	31.82	11.65	11.05	8.97
معدل دوارن السهم %	0.19	0.07	0.07	0.06
مؤشر السوق المالية الجزائرية	-	-	-	-
سعر الصرف في نهاية الفترة	75.076	78.939	79.323	87.9
نسبة التغير في سعر الصرف	1.121	0.099	0.847	-2. 1

[1]

[1] -http :www.sgbv .dz/ar/ ?page=lign sociente

و فيما يتعلق بالقيمة السوقية، سجلت هذه القيمة إنخفاضا مستمرا خلال فترة الد ارسة حيث كانت 6.135 مليون دولار سنة 2011 ووصلت إلى 7.110 مليون دولار نهاية شهر ديسمبر 2014، وقد ساهم في ذلك التراجع سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي وخاصة خلال الفترة الأخيرة من سنة 2014 .

و فيما يتعلق بنشاط التداول، عرف هذا النشاط تراجع مستمر حيث إنخفض من 6.254 مليون دولار سنة 2011 إلى 8.71 ألف دولار سنة 2014، و وصل عدد الأسهم المتداولة إلى نحو 1.11 ألف سهم مقارنة بسنة 2011 الذي كان عدد الأسهم حوالي3.30 ألف سهم،أما متوسط التداول اليومي فقد عرف هو الآخر تراجعا مستمرا وإنخفض من 65.31 ألف دولار سنة 2011 ليصل إلى 97.8 ألف دولار نهاية شهر ديسمبر2014 ،كما إنخفض معدل دوارن السهم من 19.0% سنة 2011 إلى 07.0 % سنة 2012 و بقي ثابتا مقارنة بالسنة الموالية، ثم إنخفض إلى 06.0 % نهاية 2014، وهو مؤشر ضعيف جدا ما يدل على إنخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر، حيث يقل معدل دوارن السهم عن الواحد الصحيح، وهو ما يعني إنخفاض متوسط تداول السهم إلى أقل من مرة في السنة، وهذا يدل على عدم إمكانية شراء وبيع الأوارق المالية بسهولة، الأمر الذي يعكس إنخفاض سيولة بورصة الجزائر بشكل كبير، وهي تعد أقل نسبة مقارنة مع أسواق أرس المال العربية، فما بالك بالأسواق العالمية وهو الأمر الذي يجعلنا بعيدين كل البعد عن كفاءة سوق أرس المال.

الفرع الثاني :تطورأداء بورصة الدار البيضاء

القيمة السوقية بالدرهم المغربي (مليون)	516222	445268	451113	484448
القيمة السوقية بالدولار الأمريكي (مليون)	60092.2	52605.4	55328.9	5369
حجم التداول بالدرهم المغربي (مليون)	14336.1	12465.**4**	15187.5	11489
حجم التداول بالدولار الأمريكي (مليون)	1668.8	1472.7	1862.7	1265.7
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	48.5	49	46.5	65.8
عدد أيّام التداول	22	21	22	23
متوسط التداول اليومي (مليون دولار)	75.9	70.1	84.7	55
معدل دوارن السهم %	2.8	2.8	3.4	2.4
مؤشر بورصة الدار البيضاء	11027.7	9359.2	9114.2	9620.1
سعر الصرف في نهاية الفترة	8.5905	8.4643	8.1533	7.0773
نسبة التغير في سعر الصرف	- 3.24	1.24	1.29	5.72

تؤدي سنة 2014 إلى وجود إتجاه نحو بداية ضيق السوق مقارنة بسنة 2012 التي وصلت إلى 77 شركة، كما سجل مؤشر بورصة الدار البيضاء تراجعًا مستمرًا خلال السنوات الثلاثة الأولى من الدارسة حيث إنخفض من 7.11027 نقطة ليصل إلى 1.9114 نقطة نهاية 2013، في حين سجل إرتفاعا طفيفًا ليصل إلى 1.9620 نقطة في نهاية شهر ديسمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وإنسجامًا مع التراجع المسجل في مؤشرات الأسعار شهدت هذه القيمة إنخفاضا حيث إنتقلت من 2.60092 مليون دولار سنة 2011 لتصل إلى 53369 مليون دولار نهاية 2014، وقد ساهم تراجع سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي في تفاقم قيمة التراجع في هذه القيمة.

وعلى صعيد نشاط التداول وعلى الرغم من التراجع في مؤشرات الأسعار والقيمة السوقية خلال فترة الدراسة، إلا أن حجم التداول قد شهد تحسنًا ملحوظا خلال سنة 2013، حيث بلغ 7.1862 مليون دولار وتراجع في نهاية 2014 بقيمة 7.597 مليون دولار، وسجل معدل دوارن السهم أعلى نسبة سنة 2013م حيث بلغت 4.3% ثم تراجع إلى 4.2% سنة 2014، كما عرف متوسط التداول اليومي حالة إنتعاش سنة 2013 وصل إلى أعلى قيمة قدرت ب 7.84 مليون دولار ثم تراجع إلى 55 مليون دولار نهاية 2014 .

هذا وإن كانت هذه المؤشرات الخاصة بنشاط التداول تتفاوت بين الإرتفاع والإنخفاض من فترة إلى أخرى، فإن ذلك من شأنه أن يقلل من سيولة السوق وبالتالي يقلل من كفاءته، كما أن هذه المؤشرات تعد منخفضةً ، ويمكن القول أن بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء تراجعت في تطورها مقارنة بسنة 2013 التي تميزت بسرعة التطور، ولكن يمكن أن تعرف تطوَّرًا وزيادة نحو كفاءة السوق.

الفرع الثالث: الشركات المساهمة في بورصة الجزائر .

❖ **شركة سوناطارك**

تم إصدار القرض السندي لسونا ط ارك في جانفي 1998 م ليكون أول عملية في سوق رأس المال الجزائري، حيث أن نجاحه فتح الأبواب على الشركات الأخرى لدخول البورصة من أجل رفع أرس مالها الاجتماعي عن طريق العرض العمومي.

- **مبلغ الإصدار:** 5 مليون دينار.
- **علاوة الإصدار:** تقدر بنسبة 5.2 % من القيمة الاسمية.
- **مدة القرض :** 5 سنوات انطلاقا من جانفي 1998م .

وتم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم إسمية مختلفة تمثلت في 10.000 ,50000 ,100000 وذلك بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، وتوفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، وتمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 81-01-1999م ،أما تاريخ الاستحقاق فكان بتاريخ 3 جانفي 2003 .[2]

[2]- صندوق النقد العربي, تقرير الإقتصادي العربي الموحد , لعام 2000 , ص124.

❖ **مؤسسة مجمع رياض سطيف**

يعتبر مجمع رياض سطيف من المؤسسات الصناعية الكبرى في الج ازئر، وفي 71 جويلية 1998 قام بطرح أسهمه للاكتتاب العام وكان عدد الأسهم1000000 سهم، وفي 52 أفريل 1998 تم إدخال الشركة العمومية الاقتصادية رياض سطيف بسوق الأوارق المالية الجزائرية لوضعيتها المالية الإيجابية،كما أنه يعتبر أول المؤسسات التي خرجت منها قصد التنازل عنها للقطاع الخاص وتوقفت العمليات المرتبطة بمؤسسة رياض سطيف إبتداءا من 01 أفريل 2006، وتجدر الإشارة إلى أن مؤسسة رياض سطيف ظلت توزع الأرباح بصورة دورية على المساهمين فيها، ووصل مبلغ الأرباح الموزع خلال فترة الاكتتاب العام في البورصة (1999 -2003) مجموع 5.793 دج للسهم الواحد، وعليه فإن المساهم الذي إكتتب سهمه واحتفظ به حتى صدور قرار العرض العلني للانسحاب من البورصة يكون قد إسترجع المبلغ الذي دفعه.

❖ **مؤسسة مجمع صيدال**

تعتبر هذه المؤسسة ثاني المؤسسات التي دخلت إلى بورصة الجزائر، وذلك في سبتمبر1999 بطرح أسهمها للاكتتاب العام، إذ أن حصة رأس المال المتنازل عنها هي 20% من أرس المال وتمثل 2000.000سهم بسعر محدد 800 دج، حيث حقق مجمع صيدال نتائج كبيرة كان الهدف من وارئها تطوير شجرة المجمع، و خوصصته جزئيا، وكذلك إدخال معايير معاصرة ومرنة للتسيير.

❖ **مؤسسة تسيير فندق الأوارسي**

تعتبر هذه المؤسسة من القطاع الرائد في القطاع الخدماتي، حيث إستطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدمجة في البورصة ، ولقد تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوارسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 59-52 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، وبموجب ذلك قامت المؤسسة برفع أرس مالها في إطار تدعيم قدارتها المالية عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يعادل 5.1 مليار دج، ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولة إلى تنشيط بورصة الجزائر في بداية 1999 طرح جزء من أرس مال المؤسسة بنسبة 20% للاكتتاب العام، وهو يعادل 1 مليون سهم بقيمة إسمية 250 دينار للسهم .

❖ **مؤسسة أليانس للتأمينات**

تعتبر شركة أليانس للتأمينات اربع مؤسسة دخلت إلى بورصة الجزائر، وكان ذلك بتاريخ 7مارس 2011 بطرح أسهمها للاكتتاب العام، تحضى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن، حيث حققت الشركة في نهاية 2010 عائدا إجماليا يقدر ب4.3 مليار دينار، وهي شركة ذات أسهم ب أرس مال اجتماعي 180.714.205.2 دج بما يعادل 511.804.5 سهم، عرضها العمومي للبيع فكان بأسعار ثابتة بنسبة 13 % من أرس مالها الاجتماعي أي عرض عمومي لبيع 511.804.1 سهم إسمي بقيمة 380دج للسهم وبسعر إصدار 890 دج للسهم، وكان العرض من 2 نوفمبر إلى 1 ديسمبر 2010، بتأشيرة رقم 01-20 بتاريخ 8 أوت 2010 وتاريخ أول تسعيرة في البورصة بتاريخ 7 مارس .[3]

[3]- صالح فلاحي , بورصة الجزائر , مرجع سبق ذكره ,ص 120.

المبحث الثاني:

المطلب الأول : الهيئات المنظمة لتمويل بورصة الجزائر.

هناك هيئات في الجزائر تتولى تنظيم البورصة وهي:

الفرع الأول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: COSOB اليد الخفية:

أسست هذه اللجنة بمرسوم تشريعي رقم المؤرخ في 23 ماي 1993(المتعلق ببورصة القيم المنقولة) وبدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996.

تتمتع هذه اللجنة باستقلالية الإدارة والمالية ومن مهامها الأساسية تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها والسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وعلى السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها وتتكون ال(COSOB) من:

رئيس يمارس مهامه في كامل الأوقات مدعو لمهمة اربع سنوات بمرسوم تنفيذي يتم اتخاذه في مجلس الوزراء باقتراح من وزير المالية.

ستة أعضاء دائمين مدعوين بقرار من وزير المالية لمدة 4 سنوات ويتوزعون كما يلي:

- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها من المجال المالي أو المصرفي أو البورصة

وهذه اللجنة مزودة بأمانة تشمل مصالح إدارية وتقنية تحت سلطة رئيس اللجنة من أجل تسييرها.

وحتى يضمن السير الحسن لمهام هذه اللجنة، فقد خول المشرع الجزائري لها مجموعة من السلطات والتي تتمثل فيما يلي:[4]

[4]- صالح فلاحي , مرجع سبق ذكره , ص 7.

❖ **السلطة التنظيمية أو القانونية:**

وتقع مقدمة السلطات التي تختص بها اللجنة، لأنها تتوقف على تنظيم وسير سوق القيم المتداولة، وذلك يوضع القوانين المتعلقة خاصة بما يلي:

- شروط الاعتماد والقواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.
- التزام نشر المعلومات الكافية فيما يخص إصدار القيم المنقولة عن طريق الإعلان العام للادخار ،وذلك على كافة الجمهور.
- شروط قبول القيم المتداولة، والتفاوض عليها في البورصة.
- تسيير محفظة الأوراق المالية.
- العروض العمومية للبيع أو الشراء للقيم المتداولة.

للإشارة فإن هذه التنظيمات الصادرة عن هذه اللجنة تخضع إلزاميا للمصادقة عليها من طرف وزير المالية ومن ثم نشرها في الجريدة الرسمية.

❖ **سلطة الرقابة والتحقيق:**

حيث تتولى اللجنة التأكد مما يلي:

- ✓ احترام الإجراءات التنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.
- ✓ التزام الشركات التي لها حق الدعوة العمومية للادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.[5]
- ✓ القيام بالتصحيحات اللازمة فيما يخص المخالفات التي تمت ملاحظتها.

نشر جميع المعلومات الضرورية وتطابقها مع الواقع الفعلي.

ولتمكين هذه اللجنة من القيام بمهمتها الرقابية، فإنه بإمكانها التحري عن الشركات والهيئات المالية وكذلك الأشخاص المعنيين بعملية ما تتعلق بالقيم المتداولة.

[5]-علي إبراهيم الشريفات , الإستثمار في البورصة , مرجع سبق ذكره , ص 100.

❖ **سلطة الضبط أو الإلزامية:**

ويتدخل رئيس اللجنة بموجب سلطة الضبط خاصة في حالات عدم الانضباط أو أي سلوك يخل بالأحكام التشريعية المنصوص عليها، والذي من شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في الأوراق المالية، وتكون صفة التدخل لرئيس اللجنة، من خلال مطالبة المحكمة بإصدار أمر للمخالفين بواجب الامتثال للأحكام التشريعية والتنظيمية، والسعي لإبطال تلك المخالفات، كما أنه باستطاعة المحكمة المختصة أن تأخذ كل الإجراءات التحفظية والحكم بعقوبة مالية، يتم تسييرها للخزينة العمومية.

❖ **السلطة التأديبية أو التحكيمية:**

تنطوي تحت هذه السلطة غرفة تأديبية وتحكيمية مكونة من رئيس اللجنة، عضوين منتخبين من أعضاء اللجنة وكذا قاضيين معنيين من طرف وزير العدل يخيران نظرا لكفاءتهما في الشؤون الاقتصادية والمالية.

ويتم اللجوء إلى التحكيم من قبل لجنة لفض النزاعات القائمة خاصة فيما يبين الوسطاء أنفسهم، أو فيما بينهم بين الشركات المصدرة أو بين الوسطاء وزبائنهم وحتى مع شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

كما تتولى اللجنة مهمة تسوية، أي إخلال بالالتزامات المهنية والأخلاقية للوسطاء، وكذا كل مخالفة للنصوص التشريعية المعمول بها داخل البورصة، مع الإشارة إلى أن العقوبات الممكنة قد تصل من مجرد الإنذار إلى سحب الاعتماد من الوسيط، مع إمكانية تسليط غرامات مالية قد تصل إلى عشرة ملايين دينار جزائري.[6]

الفرع الثاني :شركة إدارة بورصة القيم المتداولة SGB.

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

[6]- جلال إبراهيم العيد , بورصة الأوراق المالية , الدار الجامعية , الإسكندرية 2005, ص 40.

حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93-10 الصادر سنة 1993 والمتمثلة في:

- التنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة.

تسهيل المبادلات بين الوسطاء وتسجيل عمليات التفاوض.

- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة.
- وضع نشرة رسمية للتسعيرة وتشمل معلومات عن السوق.

وتمارس شركة إدارة بورصة القيم المتداولة نشاطها تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة.

الفرع الثالث :المؤتمر المركزي للسندات:

المؤمن المركزي للسندات هو هيئة مالية برأسمال قد ره 65 مليون دينار جزائري مقيم بين البنوك العمومية الخمسة التالية: CNEP، BADR، CPA، BEA،BNA بالإضافة إلى المؤسسات الثلاثة المسعرة في البورصة (صيدال، الرياض سطيف، وفندق الأوراس). ويتمثل دور هذا المؤمن في الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استمرارية حركية هذه السندات وإصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة، كما لا يمكن استعمال الوسيط في عمليات البورصة من قبل أشخاص طبيعيين وإنما يقتصر استعماله على الشركات التجارية المختصة والمؤسسات المالية الأخرى[7].

ولا يمكن فتح رأسمال هذا المؤمن إلا لشركة تسيير بورصة القيم وكذا الخزينة العمومية وبنك الجزائر.

ومن المهام المنوطة كذلك بالمؤمن المركزي للسندات، تعيين المدير العام والمسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم المتداولة.

إذن هي هيئة تتولى الوظائف الأساسية الثلاث: الحفظ، حركة تداول السندات ووظيفة إدارة السندات. زيادة عن هذه الوظائف الأساسية فهو يقوم بتقنين الأدوات المالية، جمع المعلومات الإسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار، وكذا تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات الشبيهة للخزينة التي كانت سابقا موكلة إلى بنك الجزائر.

[7]- محمد محمود الداغر , الأسواق المالية , مرجع سبق ذكره , ص 102.

الفرع الرابع : الوسطاء في عمليات البورصة(IOB):

لإرسال أمر إلى البورصة يجب الاتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم ومراقبة COSOB حيث يجمع أوامر البيع والشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، حيث يشترط في البورصة أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دو ر فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث ينحصر عمله في بيع وشراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه.

ولقد لخص المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهامه فيما يلي:

تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه.

التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية.

القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه.[8]

المطلب الثاني: إمكانية بورصة الجزائر في تمويل الإستثمارات الكبرى .

الفرع الأول: دور بورصة الجزائر في تمويل الإستثمارات الكبرى .

رغم الاختلافات الموجودة بين البورصات العربية من حيث درجة تطورها ونشاطها وانفتاحها على العالم، إلا أنّها تشترك في العديد من الخصائص وتعاني من ضعف أدائها داخل إقتصادياتها وتعاني من التخلف وقلة التنوع في أوارقها المالية وضيق نطاقها وضعف كفاءتها، وقد سعت السلطات المشرفة على البورصات العربية لتطوير بورصتها وتحديثها لتواكب التطوارت التي شهدتها مختلف البورصات العالمية،فقامت بإصلاحات عديدة وإصدار القوانين التي إستهدفت من خلالها إستكمال أطرها المؤسساتية وتشريعاتها، ولكنها مازالت تعاني من عوائق مختلفة ليومنا هذ.

أما عن واقع التداول في بورصة الجزائر فيلاحظ بأنه ضعيف وفي تدهور مستمر، وينجر عنه الخلل المستمر بين الطلب والعرض على الأوارق المالية خاصة منها الأسهم، حيث أن قوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على قوة المؤسسات المدرجة فيها، وإذا ما رجعنا إلى بورصة الجزائر يتضح أنها أصغر وأضعف بورصة بالمقارنة مع البورصات العربية، وهذا راجع لعدة أسباب منها انعدام ثقافة الاستثمار والادخار في الجزائر، حيث نجد أن أغلب الجزائريين يفضلون الإستثمار في

[8]- محمد عوض عبد الجواد , الإستثمارات في البورصة , مرجع سبق ذكره ' ص 197.

مجالات أخرى يعتقدون أنها أكثر أمانا وأقل مخاطرة كالاستثمار في العقارات أو إيداع أموالهم في صناديق التوفير.

ومن هنا فإن ليس لبورصة الجزائر دور في تمويل الإستثمارات الكبرى والتي يقدر رأس مالها ب 45 مليار دينار جزائري (450 مليون دولار) كما تشير التقديرات على أنها تحتل المرتبة ماقبل الأخيرة في ترتيب البورصات العالمية .

وقد صنف تقرير لصندوق النقد العربي على أن بورصة الجزائر ضمن الأضعف عربيا بالنظر ألى عدد الشركات المدرجة فيها وأيضا حجم التداول اليومي للأسهم والسندات .[9]

الفرع الثاني : إ قتراحات تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة إقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع.

وفيما يلي بعض الإقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر:

❖ **إقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي**

إستكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الإستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق فبالنسبة للإصلاح قانون الشركات · من الواضح أن إستقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم أقتصر توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق. وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

[9]- رشيد بوكساني , مزجع سبق ذكره , ص 38.

وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأسواق الأوراق المالية إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصرالجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو تعليمات المنظمة لتعامل في السوق فحسب، ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء المنظمة.

لإنشاء الشركات والرقابة على النص والتشجيع الاستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي.

كما يتطلب وجود إطار مؤسستي لسوق الأوراق المالية ونعني به وجود كيان منظم وقانون له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة فضلا عن وجود تعليمات التعامل والنظم التي تحكم العلاقة مع الوسطاء والمستثمرين والأسلوب التعاملي والأوقات التي يتم فيها ممارسة العمل، والأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق الأوراق المالية. كما بشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق أو لجنة التي تباشر هذا العمل باعتبارها اللجنة المنظمة.

توفير أعلى معايير الافتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بالسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية، الشهرية وفي نهاية السنة المالية تم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الانتظار مدة سنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الاستثمار وتنشيط السوق.

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر. إذ اتجهت العديد من الدول العربية نحو الفصل بين الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص. وهذه الأسواق هي: سوق عمان بالأردن، مصر، تونس،عمان، المغرب، والإمارات العربية المتحدة .

❖ **إقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي:**

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية وذلك من خلال

●تخفيض سعر الفائدة: حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع[10]

[10]-سمير عبد المجيد رضوان , الأسواق المالية , دار النهار , ص364.

●المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات) ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

● تخفيض معدل التنظيم فالنظرية الاقتصادية تشير إلى أن الرشاد في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التنظيم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقية) للعوائد المستقبلية لاستثماراته، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق، فبانخفاض معدل التضخم يعني انخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار، وهو أمر من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على قيمة الاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بالسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي.

● إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعاملبالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من35% على 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأس مالها.

● تحفيز الادخار وذلك من خلال التربية الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرسميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيهي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها. وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة، التلفزة والجرائد كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.[11]

● ضبط الاستهلاك: ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند المستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضا زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى

[11]- عبد الغفار الحنفي ,إسترتيجية الإستثمارفي البورصة, مرجع سبق ذكره , ص 112.

فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوما من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئا للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات.

- الاستمرارية والتوسع في برامج الخوصصة إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخوصصة لا يكون إلا عن طريق خوصصة الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهمفي تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة وعوض خوصصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة.

ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح كما فعلت جمهورية مصر العربية سنة2001 م.

كما نوصي بخوصصة قطاع النقل الجوي والاتصالات حتى يعطي دفعا لتنشيط البورصة نظرا لما نحققه من نتائج حسنة وهذا ما قامت به معظم الدول العربية نذكر منها تونس، مصر.

وترمي الإستراتيجية الجديدة إلى خوصصة جزء من المؤسسات الوطنية الهامة المعروضة على الأجانب عبر البورصة حيث تقترح نسبة ما بين 20% إلى 30% من رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات لتداول في البورصة ومن بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخوصصة. ويرى خبراء اقتصاديون أن هذه التجربة تماثل تلك التي قامت بها تونس والمغرب لإعطاء ضمانات للمتعاملين الأجانب بإمكانية أخذ الأغلبية في مؤسسات هامة تدريجيا مثل ما حصل مع المغربية للاتصالات التي تمثلها فيفندي الفرنسية بفضل شرائها لـ 16% من الأسهم المطروحة لبورصة، بعد أن تحصلت قبل ذلك على 35% من رأس مال المؤسسة المغربية.

ومن جانب آخر اقترحت لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة إدخال بعض الأسهم المتداولة في إطار القروض السندية والمعروضة لجمهور واسع لتداول في البورصة مثل تلك المقترحة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية وسونلغاز.

- تشجيع قيام شركات وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يضطلعالوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط السوق الأوراق المالية وتنميته وتكون هذهالمؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات الماليةوتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق، وبالرجوع إلى قانون رقم 99 -02 المؤرخ في 1999/07/27 نجد خمسة شركات وساطة (الراشد المالي، الشركة المالية للاستثمار التوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة المالية والاستثمار ووسيط البنك الاتحادي) وهي مكونة كلها من بنوك وشركات تأمين تابعة للدولة لذا يجب فسح المجال أمام هيئات أخرى تابعة للقطاع الخاص بهدف توسع دائرة الوسطاء.

❖ **اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي:**

- الثقافة البورصية: إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أوعارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تتعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار...الخ[12].

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات التوظيفالجماعي في القيم المتداولة سالفة الذكر بنظر لما توفره من مزايا تنجلي في إمكانية رفعالعوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات فيالإقبال على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق.

[12]- علي إبراهيم الشديفات ,الإستثمار في البورصة, ص 15.

●العامل الديني: نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.

الفرع الثالث: أفاق تطوير بورصة الجزائر:

في نظرا للمشاكل التي تعاني منها بورصة الجزائر وبغية حل البعض منها أو إن أمكن كلها، يجب على السلطات الاقتصادية في الجزائر أن تتبع جملة من الإجرءات التي يمكن إيجازها فيما يلي:

❖ تطوير سوق السندات في الجزائر بالشكل الذي يسمح بتعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمار.[13]

❖ إصلاح قانون الشركات.

❖ إعادة النظر في هيكلة البورصة من أجل تحديد نقاط الضعف ومحاولة تصحيحها على جميع الأصعدة، وذلك بالاستعانة بالخبرات الأجنبية من أجل تحسين أداء البورصة.

❖ دعم دور البورصة كأداة أساسية لإنجاح عملية الخوصصة.

❖ وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الأسواق المالية كوجود إطار مؤسساتي لسوق الأوارق المالية،ومراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة، مع الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر.

❖ تخفيض سعر الفائدة ومعدل التضخم مع إعادة هيكلة الحوافز الض ريبية لصالح المستثمرين.

❖ التركيز على سلطة السوق ودورها في توفير وزيادة درجة الإفصاح في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر سوق أرس المال.

❖ العمل على خلق ثقافة الإستثمار والادخار لدى الفرد الجزائري.

❖ العمل على محو السوق الاقتصادية الموازية .

❖ العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة، حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة

[13]. أحمد زكي هيكل, عمليات البورصة , مرجع سبق ذكره ص 26.

❖ إنشاء مصادر المعلومات المالية لضمان استمرارية البورصة.

❖ فتح المجال أمام أسواق أرس المال الأخرى، وخاصةً أسواق أرس المال العربية للاستفادة من تجاربهم في هذا الميدان.

❖ إضافةً إلى نشر ثقافة بورصية والبحث عن أدوات مالية جديدة يتوفر فيها العامل الديني .

❖ وأخيرً يمكن القول أنه من الضروري إعادة النظر في السياسة المتبعة إلى حد الآن، من خلال تهيئة جميع المؤثرين في البورصة من مدخرين وشركات حول أهمية هذا الأسلوب في تمويل المشاريع الاستثمارية وغيرها.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد ركز هذا الفصل على أداء بورصة الجزائرمن ناحية الكفاءة ، فإنه موصوف بالجمود وعدم الفعالية وقلة الشركات المدرجة، لذا فإنه من الضروري بعث روح المنافسة وجلب أكبر عدد ممكن من المؤسسات من خلال تفعيل البورصة بآليات محكمة، على غرار تشجيع المؤسسات الإنتاجية وتكيف عمل البنوك مع الوضع الاقتصادي للدولة، مما يسمح لها بأداء دور إيجابي خصوصا عمليات الوساطة ومرافقة الشركات.

كما أشرنا إلى دور البورصة في تمويل الإستثمارات ضعيف جدا وذلك راجع كعدم نشر ثقافة الإستثمار في البورصة من خلال الإتصال المباشر مع الجمهور .وكذلك بعض الإقتراحات التي تجعل بورصة الجزائر فعالية أكثر.

الخـاتمة العـامة

الخاتمة العامة :

تعتبر البورصة أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوارق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرص متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة، إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشيًا مع المستجدات والتطوارت في القطاع المالي كالمشتقات والأوارق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوارق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوارق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوارق المالية كما يتيح السيولة لأصحابها عند الحاجة. وباعتبار أسواق الأوارق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح اقدرً كافيًا من المعلومات حول الأوارق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه إذا عكست أسعار الأوارق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفأة،ويعتمد المهتمون من خب ارء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوارق المالية على المؤش ارت باعتبارها بارومتر قياس الأداء، وأداة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق خاصة في ظل العولمة والاتجاه المتزايد نحو تحرير الخدمات المالية، حيث أن تدفقات رؤوس الأموال أصبحت كبيرة وسريعة تبحث دائمًا على العائد المرتفع.

من خلال هذه الد ارسة وما يمكن التوصل إليه حول متابعة تطور أداء السوق المالي و النتائج التالية:

- ✓ السوق المالي هو أحد ركائز النظام المالي وهو قناة من قنوات التمويل، يتسم بكونه طريقا مباش ار وسريعا للحصول على الموارد المالية وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- ✓ إن الاستثمار في سوق الوارق المالية يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوارق المالية (المستثمرة) من الربح، كما يمكن له استرداد أمواله عند الحاجة إليها وذلك بالتنازل عن السهم بالبيع في البورصة، وتستفيد الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم طويل الأجل، وإلى جانب آخر تعمل سوق الأوارق المالية على استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية بمنح فوائد مغرية، وتبيان مكانة الشركات المقيدة بالبورصة، وتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- ✓ أن المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية غير مشجع في كثير من الأحيان، بالنظر إلى قصور الأطر التشريعية المنظمة للعمل في هذه الأسواق، ولمستوى الحماية الذي توفره للمستثمرين فيها ،خاصة جانب اللوائح والقوانين المتعلقة بالنشاطات اللاأخلاقية في السوق؛

- ✓ أن الأسواق المالية العربية تعاني من ضيق في نشاطها لعدد الشركات المدرجة فيها، بما أثر سلبًا على حجم التداول فيها، ويساهم في محدودية الأدوات المالية المتداولة في إطارها، مما جعلها أسواقا منقوصة السيولة لا تحقق عمقها المالي.
- ✓ انخفاض الطلب في العديد من البورصات العربية لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي من جهة أخرى؛
- ✓ إن ضعف دور البورصات العربية داخل اقتصادياتها نتج عن ضعف قدرتها في تحقيق السيولة اللازمة (أهم وظائف البورصة) والذي ينعكس في أحجام التداولات وعدد الصفقات ما يحد من دورها داخل الدول العربية، كما أن المعلومات التي توفرها الأسواق العربية تميل إلى الغموض وتبتعد عن الشفافية المطلوبة في ذلك، ولا تخدم المستثمر في غالبية الأحيان في اتخاذ ق ارارته الاستثمارية ويعود الأمر إمّا لغياب القوانين المنظمة لهذا الجانب، أو لابتعاد الجهات الملزمة بنشر معلوماتها عن استخدام معايير المحاسبة الدولية كما هو معمول به في الأسواق المتقدمة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة .
- ✓ على مستوى سوق الإصدا ارت، يعتبر ادوَرٌ محدودًا بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في هذه البلدان.
- ✓ على مستوى الأسواق الثانوية، تتسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات العربية وضعف حركة تداول الأوارق المالية على الرغم من وجود نسب النمو المرتفعة في هذه المؤش ارت لدى أغلب الدول العربية خاصة الخليجية منها.
- ✓ إن أداء بورصة الجزائر لا يزال ضعيفًا، حيث بلغ معدل رسملة السوق 1.0 % وانعدام المؤشر الرسمي لأسعار الأسهم بها، إضافة إلى انخفاض معظم المؤشرات بها وهو ما تم ملاحظته من خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن مساهمتها في تمويل المشاريع الاستثمارية ضئيلة جدًا أو مهملة .
- ✓ عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.

نتائج إختبار الفرضيات :

لقد وضعنا في بداية البحث فرضيتين أساسيتين , وفي إطار معالجتنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج ذات الصلة بإختبار صحة الفرضيات والمتمثلة في :

بخصوص الفرضية الأولى توصلنا أنه يمكن لبورصة الجزائر أن يكون لها دور في تمويل الإستثمارات الكبرى وذلك من خلال تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية

أما الفرضية الثانية توصلنا ألى صحتها والتي تنص على أفاق تطوير بورصة الجزائر والمتمثلة في التحكم في المحيط الإقتصادي , وتحسين الجانب التنظيمي والجانب الإجتماعي والثقافي .

التوصيات : من خلال التطرق لأهم معوقات الأسواق المالية (بورصة الجزائر) والوصول إلى النتائج السابقة، يمكن إقتراح التوصيات التالية:

- ✓ زيادة الوعي الاستثماري من خلال استغلال كافة وسائل الإعلام.
- ✓ إعداد خطة مدروسة للتعريف بالبورصة والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوارق المالية؛
  العمل على زيادة درجة الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية.
- ✓ تشجيع عمليات الإد ارج المشترك بين البورصات العربية وتذليل الصعوبات والعوائق التي تحد منه؛
  تخفيض تكاليف الصفقات الذي يسمح بتنشيط عملية التداول في السوق.
- ✓ العمل على خلق أسواق مالية عربية موحدة من خلال الاتفاقيات التي تحدد شروط التعامل والإدراج المشترك بين الأسواق العربية، وهو الأمر الذي يتطلب بذل جهود أكبر للتنسيق فيما يخص القوانين، التشريعات، نظام العمل داخل السوق... ؛
- ✓ تخفيض أسعار الضريبة على أرباح الشركات المدرجة في السوق، وتشجيعها على إصدار الأسهم لتمويل أنشطتها بدلاً من الاتجاه إلى الاقتراض.
- ✓ تنويع أدوات الاستثمار داخل السوق المالي بما يتناسب مع المدخرين والمستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة السيولة وانخفاض المخاطر الناجمة عن محدودية أدوات الاستثمار.
- ✓ العمل على تفعّيل وتطوير أداء المؤسسات المالية الوسيطة ودورها الفعال في تعبئة المدخرات وتسهيل فرص الاستثمار والقيام بعمليات وساطة العرض والطلب عليه.

آفاق الدراسة :

إن النتائج التي تم التوصل إليها والتوصيات التي قمنا بتقديمها لا يمكن أن تكون قطعية ونهائية ،وعليه يفتح لنا موضوع الد ارسة بعض آفاق البحث نذكر منها:

- إنجاز نفس الد ارسة ولكن في مدة أطول.
- إضافة بعض المؤشرات الكلية في الد ارسة.

- دور البنوك التجارية في تمويل المشاريع الاستثمارية.
- ما مدى تأثير البنوك التجارية على فعّالية الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد.

الملخص باللغة العربية:

يتضح من خلال واقع أسواق الأوراق المالية في الدول المتخلفة أنها تعاني من عدة عوائق متباينة من سوق لآخر، ربما يكون هذا راجع إلى أنها في مراحل تطورها الأولى أي المرحلة الجنينية في أغلب الدول العربية، كما أنها تكاد تكون غير موجودة في عدد آخر من الدول والسبب في ذلك يعود إلى فقر أسواق الأوراق المالية إلى الأدوات المالية ونوعيتها والدرجة الكافية من العمق والسيولة، ويقف وراء كل ذلك عدة عوائق منها ما يتعلق بالبيئة الكلية التي تعمل من خلالها هذه الأسواق ومستويات الادخار المحلي وعادات الاستثمار ومنها ما هو متصل بالسياسات الاقتصادية .

أمام كل هذه العوائق تصبح الحاجة جد ملحة لتطوير سوق الأوراق المالية الجزائرية، ذلك أن تطورها سيساعد على أن تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في استقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية ذات الكفاءة العالية وخلق أسواق قادرة على المنافسة ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية ومن ثمة تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي بشكل عام.

تفتقر بورصة الجزائر للضوابط والقواعد التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، وتسهيل المعاملات، وتوفير الحماية اللازمة للمتعامل، كما أن البعض الأخر منها لا يزال حديث العهد بالتنظيم، ومن ثم فإنه يلزم انقضاء مدة زمنية مناسبة ليأخذ التنظيم حقه في التطبيق.

الملخص باللغة الاجنبية:

Il ressort clairement de la réalité des marchés boursiers des pays sous-développés qu'ils souffrent de plusieurs obstacles différents d'un marché à l'autre, peut-être parce qu'ils en sont à leurs premiers stades de développement, c'est-à-dire la phase embryonnaire dans la plupart des pays arabes, et qu'ils sont presque inexistants dans un certain nombre d'autres pays, en raison de la faiblesse des marchés boursiers aux instruments financiers et de leur qualité et de leur degré suffisant de profondeur et de liquidité, et derrière tout cela se trouvent plusieurs obstacles, y compris l'environnement global dans lequel ils opèrent. Ces marchés, les niveaux d'épargne intérieure et les habitudes d'investissement, y compris ceux liés aux politiques économiques .

Face à tous ces obstacles, il est urgent de développer le marché boursier algérien, car son développement contribuera à jouer un rôle clé dans l'attraction de l'épargne et leur orientation vers les domaines d'investissement les plus efficaces, la création de marchés concurrentiels et face à des chocs internes et externes, par conséquent la stabilité macroéconomique en général .

La Bourse d'Alger n'a pas les règles réglementaires régissant tous les aspects du travail, facilitant les transactions et assurant la protection nécessaire au client, et d'autres sont encore nouvelles en matière de réglementation, et par conséquent, un délai approprié est nécessaire pour .prendre le droit réglementaire de s'appliquer.

قائمة الجداول و الاشكال

عنوان الجدول	رقم الجدول	الصفحة
الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	الشكل رقم01	49
نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-201	الجدول رقم 01	61
قيمة حجم تداول بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015). الحجم المتداول	الشكل رقم02	62
القيمة المتداولة في بورصة الجزائر في الفترة (2005-2015) القيمة المتداولة	الشكل رقم03	62
جدول يبين تطور أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2011م - 2014م)	الجدول رقم02	64
تطورأداء بورصة الدار البيضاء	الجدول رقم02	66

قائمة المراجع

- - طاهر خيدر حردان, مبادئ الإستثمار, المستقبل للنشر و التوزيع-عمان-الأردن 1997 ص30.
- محي محمد سعد , الإستثمار والأزمة المالية , عمان 2001, ص 15.
- عبد العزيز فهمي, هيكل أساليب تقييم الإستثمارات, الدار الجامعية – بيروت – لبنان 1985 ص225.
- - قحطاني سيوقي, اقتصاديات المالية العامة, دار طرابلس للدراسات و النشر و الترجمة 1989 ص303-305 .
- - حسين عمر, الموسوعة الإقتصادية, دار الفكر العربي, القاهرة 1991 ص40.
- قاسم نايف علوان, إدارة الإستثمار, دار الثقافة للنشر و التوزيع 2009 ص29.
- - عصام حسين, أسواق الأوراق المالية, دار أسامة للنشر و التوزيع, عمان-الأردن 2010 ص35.
- جميل محمد خالد, أساسيات الإقتصاد الدولي, شركة دار الأكاديمون للنشر و التوزيع 2009 ص308.
- يوسف حسن يوسف, التمويل في المؤسسات الإقتصادية, دار انشر الإسكندرية, دار التعليم الجامعي 2012,ص210.
- حسن خربوش, الإستثمار والتمويل, دار زهران للنشروالتوزيع,2011,ص129
- طارق الحاج,مبادئ التمويل,دار صفاء للنشر والتوزيع,عمان-الأردن,2016,ص16
- عبيد أحمد الحجازي,مصادر التمويل,دارالنهضة العربية ,مصر,1999,ص370.
- عبد الغفار الحنفي ,إسترتيجية الإستثمارفي البورصة,الدار الجامعية للنشر والتوزيع,مصر 2007,ص42
- سمير عبد الحميد رضوان,أسواق الأوراق المالية,دار النشر للجامعات,القاهرة,2009,ص31
- أحمد زكي هيكل, عمليات البورصة , طبعة أولى -دار الوفاء- مصر- سنة 1989 ,ص97
- شمعون شمعون,بورصة الجزائر,دار هومه للطباعة والنشر,الجزائر,ص8
- فيصل محمود الشواورة,الإستثمار في بورصة الأوراق المالية,دار الجامعة ,الإسكندرية,2008,ص45
- نسرين عبد الحميد,البورصة (ماهيتها تاريخها) ومدى تأثرالتداول بها,المكتب الجامعي الحديث,2012, ص61
- أحمد محمد لطفي أحمد,البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية,دار الفكر الجامعي,الإسكندرية,ص ص 28-29 .
- علي إبراهيم الشديفات ,الإستثمار في البورصة, دار الحامد,الطبعة الأولى –الأردن-2006, ص172
- عاشور عبد الجواد عبد المجيد,بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال,دار النهضة العربية,مصر,1995,ص84.
- أحمد زكرياء صيام ,مبادى الإستثمار, دار المناهج للنشر والتوزيع ,الأردن , 2003 ص46.
- جبارمحفوظ,تنظيم وإدارة البورصة , الطبعة الأولى, 2002, ص ص 12 ,13.
- ريحان الشريف ,الطاوس حمداني , بورصة الجزائر وتحديات التنمية الإقتصادية , مجلة التواصل في العلوم الإجتماعية و العدد 3ء 4 جوان 2013, ص .50
- ضياء مجيد ,البورصات ,أسواق رأس المال , الأسهم والسندات ,مؤسسات شباب الجامعة , مصر ,2008, ص10-11
- الطاهر لطرش, تقنيات البنوك , ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر , 2001 , ص 82.

- سعيد توفيق عبيد , الإستثمار في الأوراق المالية , مكتبة عين شمس , مصر ,1998 , ص 52.
- محمد زيدان,بومدين نور الدين ,دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية , ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الأقتصاديات و المؤسسات , دراسة حالة الجزائر , جامعة محمد خيضر , بسكرة , يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- مرسوم تشريعي رقم 93-08 , المؤرخ في 25أفريل 1993 ,يعدل ويتمم اللأمر رقم 75-59 المتضمن القانون التجاري , جريدة رسمية عدد رقم 27 , صادر في 27أفريل 1993.
- قانون 03-04 ,المؤرخ في 17 فيفري 2003, يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10, المؤرخ في23 ماي 1993, المتعلق ببورصة القيم المنقولة , جريدة رسمية , عدد 11 الصادر في 19 فيفري 2003
- حمد بوراس ,أسواق رأس المال , ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر, 2002, ص 150.
- محمد شكري الجميل العدوي , المعاملات الأجلة في بورصة الأوراق المالية , دار الفكر الجامعي , الأسكندرية , 2012 ص 59.
- محمد شكري الجميل العدوي , المعاملات الأجلة في بورصة الأوراق المالية , مرجع سبق ذكره , ص 61.
- علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب , إدارة البورصات المالية , الطبعة الأولى , دار اللإعصار العلمي للنشر والتوزيع , عمان , 2012.
- - المادة 77 من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03, المؤرخ في 18 نوفمبر1997, يتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائر , جريدة رسمية عدد 87, الصادر في 29 ديسمبر 1997.
- رشيد بوكساني , معوقات الأسواق المالية , مرجع سبق ذكره ص286.
- ضياء مجيد , أسواق رأس المال , الأسهم والسندات , مرجع سبق ذكره , مصر , 2008, ص10-11.
- لطرش سميرة , كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة الإسمية , دراسة حالة الجزائر أطرو حة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية , أحمد بوراس , جامعة قسنطينة , كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير 2012
- محمد عبد الحميد عطية , الإستثمار في البورصة , دار التعليم الجامعي والنشر والتوزيع , الإسكندرية , 2011, ص 56.
- إيهاب الدسوقي ,إقتصاديات كفاءة البورصة ,دار النهضة العربية ,2000 , ص 18.
- منير إبراهيم الهندي, أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية , توزيع المعارف بإسكندرية , سنة 1990 ′ ص 322.
- سارة عبدلي , أساليب قياس أداء حافظة الاوراق المالية , دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة , سنة 2011, مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير , جامعة ورقلة , الجزائر , 2012/2011 , ص 110
- حمودي منى , فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الإستثمارية في المغرب لنيل شهادة ماستر أكاديمي ′ في علوم التسيير , جامعة أم البواقي ′ سنة 2014-2015 , ص 130-131.
- صالح فلاحي , بورصة الجزائر بين المعوقات الإقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها وتفعيل الإستثمار , ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء والإندماج الفعلي للإقتصاد العالمي , جامعة الجزائر 13 ماي إلى 2جوان 2004.
- محمد براق بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية , دراسة حالة الجزائر , زسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه , في العلوم الإقتصادية , معهد العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر , 2002.
- محمد أمين زويل , بورصة الأوراق المالية , مكتبة حسن العصرية , بيروت , 2013, ص 50.
- طارق عبد العال حماد , دليل المستثمر في الأوراق المالية , دار الجامعة , الإسكندرية , 1998,ص 15.

- صندوق النقد العربي, تقرير الإقتصادي العربي الموحد , لعام 2000 , ص124.
- جلال إبراهيم العيد , بورصة الأوراق المالية , الدار الجامعية , الإسكندرية 2005, ص 40.
- سمير عبد المجيد رضوان , الأسواق المالية , دار النهار , ص364.
- http://www.sgbv.dz/ar/page=rubrique&mod=149.
- http://www.casablanca-bourse.com.