



ATS UNIVERSITÉ SKIKDA

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة -



ATS UNIVERSITÉ SKIKDA

كلية: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي بنكي

الموضوع:

سبل ترقية دور السوق المالي في تمويل الاقتصاد في الجزائر

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر

إشراف الدكتورة:

سلامات عقيلة

إعداد الطالبة:

- جفال هبة.

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة
لعور سطايجي إلهام	أستاذ محاضر (أ)	رئيسا
بلعاش ميادة	أستاذ محاضر (أ)	مناقشا
سلامات عقيلة	أستاذ محاضر (أ)	مقررا

الموسم الجامعي: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# الوفاء

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا، فهو القادر فوق عباده ونشكره ونحمده  
فهو الذي بيده الخير وهو على كل شيء قدير، اللهم صلى على سيدنا محمد وسلم على حبيبنا  
وشفيحنا ودواء قلوبنا ونور أبصارنا وغذاء روحنا وعلى آله وصحبه أجمعين

أهدي ثمرة جهدي إلى التي وضعت الجنة تحت أقدامها

"أمي رحمها الله وأسكنها فسيح جناته" وإلى "أبي الغالي"

حفظه الله لي وجزاه الله كل خير وإلى من قاسموني حنان الأمومة وعطف الأبوة

إخوتي الأعزاء، إسماعيل، زينب ومرام.

إلى كل من كان سندا لي ووقف معي وشجعني على إتمام هذا العمل المتواضع

زوجي "سليم" حفظه الله من كل شر.

ثم أعيد الإهداء إلى أبي الغالي مهما فعلت لن أوفيه حقه.

# بِإِذْنِ اللَّهِ شَكَرًا وَتَقْدِيرًا دَامَ سُرْمَتُهُ

لا يسعني وأنا أقدم هذا المجهود، إلا أن أشكر الله وحده على توفيقه

وأشكر كل اللذين كانوا وراء هذا العمل وساهموا كل من موقعه في تقديم ما يستطيع من عون

وأخص بالذكر الأستاذة الدكتورة "سلامات عقيلة" على ما قدمته إلى من دعم وتوجيهات

لاتمام هذا البحث المتواضع.

كما أشكر كل عمال مكتبة جامعة سكيكدة، ومكتبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير وأشكر الأستاذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة قبولهم إجازة هذا العمل لهذه المرحلة،

وخصص كل أستاذ وقتنا لقراءة وتقييم البحث.

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى وضع مجموعة من الحلول المناسبة لإعادة بعث نشاط بورصة الجزائر في ظل ظروف إقتصادية تتميز بالحاجة إلى قنوات جديدة للتمويل في إطار المساعي الرامية إلى تحقيق تنويع الإقتصاد ، حيث ركزت دراستنا على توضيح واقع السوق المالي بالجزائر و مدى مساهمته في تمويل الإقتصاد في الجزائر ، و مدى مساهمته في تمويل الإقتصاد الوطني ، من خلال تحليل أداء بورصة الجزائر و أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها و طريقة تداولها ، و إبراز مختلف العراقيل و المعوقات التي تعاني منها و تحول دون تحقيقها للأهداف المرجوة منها.

و قد توصلت الدراسة إلى أن تفعيل دور السوق المالي في تمويل الإقتصاد في الجزائر يتطلب توفير بيئة إقتصادية تتماشى مع متطلبات التمويل السوقي ، بما في ذلك تدعيم البنية التشريعية و المؤسسية المتعلقة به ، و تكييف نشاط و منتجات السوق المالي مع ثقافة الأعوان الإقتصاديين و كذلك الإستفادة من مختلف التجارب في هذا المجال .

الكلمات المفتاحية: السوق المالي، تمويل الاقتصاد، بورصة الجزائر.

## Summary:

This study aims to develop a set of appropriate solutions to revive the activity of the Algerian Stock Exchange in light of economic conditions characterized by the need for new channels of financing within the framework of efforts to achieve diversification of the economy, as our study focused on clarifying the reality of the financial market in Algeria, and the extent of its contribution to financing the national economy, By analyzing the performance of the Algiers Stock Exchange, the types of securities traded in it and the way they are traded, and highlighting the various obstacles and constraints that it suffers from and that prevent it from achieving the desired goals.

The study concluded that activating the role of the financial market in financing the economy in Algeria requires providing an economic

environment that is in line with the requirements of market financing, including strengthening the legislative and institutional structure related to it, adapting the activity and products of the financial market to the culture of economic agents, as well as benefiting from various experiences in this field.

Keywords: financial market, financing the economy, the Algerian Stock Exchange.

الفہم س

الصفحة	العنوان
	إهداء.
	شكر.
	ملخص.
	الفهرس.
	قائمة الجداول.
	قائمة الرموز.
أ-د	المقدمة العامة.
	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية وتمويل الاقتصاد.</b>
06	تمهيد
07	المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المال وتمويل الاقتصاد.
07	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية.
07	أولاً: نشأة الأسواق المالية.
09	ثانياً: تعريف الأسواق المالية.
10	ثالثاً: أهمية الأسواق المالية.
11	رابعاً: أقسام الأسواق المالية.
13	المطلب الثاني: ماهية تمويل الاقتصاد.
13	أولاً: تعريف التمويل.
14	ثانياً: أهمية التمويل.
14	ثالثاً: مصادر التمويل.
16	المبحث الثاني: العلاقة بين الأسواق المالية وتمويل الاقتصاد.
16	المطلب الأول: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي.
16	

16	أولاً: دور السوق المالي في خلق السيولة والاقتصاد.
17	ثانياً: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي والجزئي.
18	ثالثاً: التمويل عن طريق السوق المالي.
19	المطلب الثاني: كفاءة السوق المالي ومؤشراته.
19	أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي.
20	ثانياً: مؤشرات السوق المالي.
20	المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل الاقتصاد.
23	المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة.
23	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية.
25	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.
27	المطلب الثالث: القيمة المضافة.
28	خلاصة الفصل الأول.
	<b>الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر.</b>
30	تمهيد.
31	المبحث الأول: تقديم سوق المال للجزائر.
31	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي في الجزائر.
32	المطلب الثاني: الإطار التشريعي للسوق المالي في الجزائر.
32	أولاً: صناديق المساهمة.
32	ثانياً: الخوصصة.
32	ثالثاً: نظام الاستثمار بالجزائر.
33	رابعاً: استكمال قيام بورصة الجزائر.
33	خامساً: توسيع نطاق الجهاز المصرفي.
33	سادساً: الوسطاء والمتعاملون والأدوات المالية.
33	المطلب الثالث: الهيئات المنظمة والمتدخلة في سوق المال للجزائر.

34	أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة " عمليات البورصة COSOB.
34	ثانياً: شركة تسيير بورصة القيم SGBV.
34	ثالثاً: المؤتمر المركزي للسندات.
35	رابعاً: الوسطاء في عملية البورصة IOB .
35	خامساً: ماسكو الحسابات حافظوا السندات TCC .
35	سادساً: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM.
36	المطلب الرابع: البيئة التي ينشط فيها سوق الجزائر.
36	أولاً: أهم مميزات اقتصاد الجزائر.
37	ثانياً: التحول الفاشل إلى اقتصاد السوق.
39	المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي لبورصة الجزائر.
39	المطلب الأول: تحليل تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر.
40	المطلب الثاني: تطور نشاط سوق الأسهم لبورصة الجزائر.
43	المطلب الثالث: تطور سوق السندات لبورصة الجزائر.
45	المبحث الثالث: عراقيل و آفاق واستراتيجيات تطوير السوق المالي في الجزائر.
45	المطلب الأول: العوامل التي تعرقل تطور بورصة الجزائر.
45	أولاً: معوقات اقتصادية.
47	ثانياً: معوقات سياسية وتشريعية.
48	ثالثاً: معوقات اجتماعية وثقافية.
49	رابعاً: معوقات تنظيمية.
50	المطلب الثاني: الآليات والإجراءات الاقتصادية لتطوير بورصة الجزائر.
50	أولاً: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي العام.
53	ثانياً: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي الكلي.
55	المطلب الثالث: الإجراءات التنظيمية والتشريعية لتطوير بورصة الجزائر.
56	أولاً: الإجراءات التنظيمية.

57	ثانيا: الإجراءات السياسية والتشريعية.
59	خلاصة الفصل الثاني.
61	الخاتمة.
	قائمة المراجع.

## قائمة الجداول

الرقم	المحتوى	الصفحة
01	مؤشرات قياس الأداء لبورصة الجزائر خلال الفترة (2014-2022).	39
02	تطور قيمة و حجم الاسهم المتداولة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لشهر ديسمبر من 2014 إلى 2022.	41
03	حصيلة نشاط سوق السندات لبورصة الجزائر ديسمبر من (2014 إلى 2022).	43

قائمة الاختصارات والرموز:

الإختصار / الرمز	الدلالة
COSOB	لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة
IOB	الوسطاء في عملية البورصة
OPVCM	هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة
SGBV	شركة تسيير بورصة القيم
TCC	ماسكوا الحسابات حافظوا السندات

مَقْصِدٌ

## مقدمة:

عرف العالم مع منتصف سنوات الثمانينات ثورة هائلة في عمل الانظمة المالية، وأساليب تمويل الاقتصاد تحت تأثير عمليات الانفتاح المالي، وزوال الوساطة المالية التقليدية، وتراجع دور الدولة في ضبط النظام المالي خاصة في الدول المتقدمة.

وسعت هذه الظاهرة خلال سنوات التسعينيات لتشمل البلدان التي شهدت حالة انتقال من الاقتصاد الاشتراكي إلى اقتصاد السوق، خاصة في أوروبا الوسطى والشرقية، وبلدان جنوب شرق آسيا، ومنها إلى معظم البلدان النامية. مما مكن الأسواق المالية بشكل تدريجي من أخذ مكانة بالغة الأهمية على مستوى الاقتصاد العالمي بفضل المزايا التي يتيحها التمويل السوقي على مختلف الأصعدة الاقتصادية.

وفي الوقت الراهن، أصبح التمويل المباشر يشكل اول مصدر لتمويل الاقتصاد على المستوى العالمي، حيث يسمح اللجوء إلى التمويل عبر الأسواق المالية بتدعيم القدرات المالية للمؤسسات كما يسمح لها بتوسيع استثماراتها، من خلال الاستفادة من سيولة ومرونة الاسواق، وتحقيق استقلالية مالية أكبر مقارنة بالتمويل البنكي التقليدي.

بالنسبة للجزائر، وفي سياق الإصلاحات الاقتصادية العميقة التي باشرتها السلطات للتحويل إلى اقتصاد السوق منذ سنة 1988، خاصة ما يتعلق بتخفيف ثقل دور الدولة في الاقتصاد، وتحرير الأسعار، وتخفيض الإعانات، بالإضافة إلى إصلاح النظام المالي من خلال قانون النقد والقرض 10/90، تم وضع الخطوة الأولى لإنشاء السوق المالي بهدف تدعيم وتنويع مصادر تمويل الاقتصاد الذي ظل لفترة طويلة خاضعا لهيمنة النظام البنكي، بالإضافة إلى تخفيف الثقل على الخزينة العمومية فيما يخص تمويل المؤسسات العمومية.

لكن منذ إنشائه سنة 1993، وحتى يومنا هذا، ظل السوق المالي في الجزائر عاجزا عن تحقيق الأهداف التي وجد من أجلها، حيث أن النتائج المترتبة عن نشاط السوق الأولي والثانوي لبورصة الجزائر تعد غير كافية مقارنة بالجهود المبذولة لإعطاء الديناميكية اللازمة لنشاط البورصة، إذ لم تتمكن بورصة الجزائر حتى الآن من تجاوز المشاكل التي حالت دون تحقيق الأهداف المسطرة، وعليه ومن خلال بحثنا نطرح سؤالا جوهريا يتمثل فيما يلي:

ما هي الآليات والإجراءات الكفيلة بترقية دور سوق الأوراق المالي في الجزائر في تمويل الاقتصاد؟

ولإحاطة بالموضوع من جميع جوانبه نقوم بطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية المتمثلة في:

- ماهي شروط إقامة سوق مالي فعال؟
- ما مدى أهمية السوق المالي في تمويل الاقتصاد؟
- هل تؤدي بورصة الجزائر دورا مهما في تمويل الاقتصاد الحقيقي؟

#### فرضيات الدراسة:

- يلعب السوق المالي دورا جوهريا في تمويل الاقتصاد
- يتوقف انشاء سوق مالي فعال على وجود بنية اقتصادية قوية
- تعاني بورصة الجزائر من ضعف السيولة ما يمنعها من لعب الدور اللازم في تمويل الاقتصاد.

#### أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر أسباب اختيار الموضوع فيما يلي:

- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بأسواق المال والتمويل؛
- التوجه المعلن في الجزائر نحو تنويع الاقتصاد والتخلص من التبعية لقطاع المحروقات، وما يتطلبه ذلك من تنويع مصادر التمويل؛
- التحديات التي تواجه تمويل الاقتصاد الحقيقي في الوقت الراهن الذي يتميز بتراجع السيولة بشكل كبير تحت تأثير عدم استقرار أسعار المحروقات؛
- عودة النقاش حول بورصة الجزائر باعتبارها إحدى الأدوات اللازمة لتنفيذ التوجه نحو التنويع الاقتصادي، حيث أنها مطالبة أكثر من أي وقت مضى بلعب دور جوهري في توفير التمويل للأعوان الاقتصاديين العموميين والخواص ضمن النموذج الاقتصادي الجديد بفضل قدرتها على تعبئة الادخار الوطني ودعم النمو الاقتصادي.

#### أهمية الدراسة:

يشكل السوق المالي مصدرا بالغ الأهمية لرؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاقتصاد الحقيقي، لاسيما توفير التمويل طويل الأجل، بالإضافة إلى كونه فضاء مناسباً لتحقيق الحوكمة والشفافية والكفاءة والاستقلالية مقارنة بالتمويل البنكي التقليدي.

بالنسبة للجزائر، فإن مساهمة السوق المالي في تمويل الاقتصاد الوطني تبقى ضعيفة جداً مقارنة بالدول المجاورة، والاقتصادات المشابهة للاقتصاد الجزائري، حيث ومنذ انطلاق نشاط بورصة الجزائر تبقى النتائج المحققة غير كافية، ودون مستوى التطلعات.

وعليه فإن دراسة أهمية دور السوق المالي في تمويل الاقتصاد، والبحث عن الحلول المناسبة لإنعاش نشاط بورصة الجزائر؛ يشكل أمراً جوهرياً وضرورياً، وهو ما نركز عليه من خلال بحثنا.

### أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى الوصول إلى مجموعة من الأهداف أهمها:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للموضوع.
- معرفة مدى قدرة السوق المالي في الجزائر على تمويل الاقتصاد.
- الوقوف على عوامل القصور التي يعاني منها السوق المالي في الجزائر.
- الرغبة في البحث في سبل ترقية دور السوق المالي الجزائري لتمويل الاقتصاد.

### منهج الدراسة:

من أجل دراسة إشكالية موضوعنا وللإجابة عن التساؤلات المطروحة، نعتمد في دراستنا على المنهجين الوصفي والتحليلي، حيث نتبع **المنهج الوصفي** في وضع الإطار النظري وتحديد المفاهيم المتعلقة بموضوع الدراسة.

كما استخدمنا **المنهج التحليلي** في تحليل المعطيات والإحصائيات المتعلقة بتطور السوق المالي في الجزائر منذ نشأته إلى يومنا هذا، لاسيما تحليل الإطار التشريعي والمؤسسي ومختلف الإحصائيات المرتبطة بأقسام السوق والمؤسسات المدرجة فيه، بما يسمح لنا بالوصول إلى نتيجة دقيقة فيما يتعلق بديناميكية بورصة الجزائر ووضع الحلول المناسبة للارتقاء بدورها في تمويل الاقتصاد.

## هيكل الدراسة:

سعيًا منا إلى الوصول لهدف الدراسة والإجابة عن الإشكالية وتأكيد صحة الفرضيات من عدمها قسمنا البحث إلى فصلين:

**الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية وتمويل الاقتصاد،** وقد خصص هذا الفصل لدراسة الجوانب النظرية لكل من المتغيرين، حيث تم تقسيم الفصل الأول إلى ثلاث مباحث رئيسية، فقد خصص المبحث الأول للمفاهيم العامة والأساسيات المتعلقة بالمتغيرين محل الدراسة، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى العلاقة بين متغيرات البحث، أما فيما يخص المبحث الثالث فقد خصص إلى الدراسات السابقة والقيمة المضافة.

**الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر،** وقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تناولنا في المبحث الأول تقديم سوق المال في الجزائر، وفي المبحث الثاني تطرقنا إلى تقييم نشاط السوق المالي، أما فيما يخص المبحث الثالث فقد خصص إلى عراقيل وآفاق واستراتيجيات تطوير السوق المالي في الجزائر.

## صعوبات البحث:

لا يخلو أي بحث علمي من الصعوبات التي نذكر منها ما يلي:

- صعوبة الولوج إلى المكتبات.
- صعوبة الحصول على المعلومات الكافية حول بورصة الجزائر.

## الفصل الأول:

### الإطار النظري للأسواق المالية وتمويل الاقتصاد

المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المال وتمويل الاقتصاد.

المبحث الثاني: العلاقة بين الأسواق المالية وتمويل الاقتصاد.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة.

**تمهيد:**

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، حيث تتمتع بأهمية كبيرة عند معظم الدول، وهذا راجع لما تقوم به من دور هام في تكوين حلقة وصل بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض وتوجيه المدخرات نحو التمويل لمختلف المشاريع الاستثمارية بهدف توسيع الاقتصاد، لذا فهي ذات أهمية بالغة، حيث سعت مختلف الدول إلى إنشاء الأسواق لعلها تساهم مساهمة إيجابية في جمع المدخرات و صرفها للتمويل المتوسط وطويل وقصير الأجل.

وهذا ما سأحاول دراسته في هذا الفصل النظري الأساسي والضروري لفهم أعمق للأسواق المالية والتمويل حيث قسمت هذا الفصل إلى 3 مباحث كما يلي:

**المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المال وتمويل الاقتصاد.**

**المبحث الثاني: العلاقة بين الأسواق المالية وتمويل الاقتصاد.**

**المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة.**

**المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المال وتمويل الاقتصاد:**

تعتبر الأسواق المالية الوجه الجديد للتمويل في اقتصاديات الدول الحديثة، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية منها، ولهذه الأخيرة وظائف اقتصادية مهمة قد لا تكون واضحة للعديد من الناس لكنها في واقع الأمر هي حلقة اتصال بالقطاعات المختلفة في المجتمع فضلا عن الخصائص التي تميزها عن باقي مؤسسات الوساطة المالية باعتبارها مصدر تمويلي حديث أملته مختلف الظروف الاقتصادية الخاصة بكل دولة، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث من خلال النقاط المقدمة في المطالب التالية:

**المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية:**

ارتبطت نشأة الأسواق المالية بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول، وتوسع مجالات الاستثمار والانتاج، وتزايد حركية التبادل السلعي بين الأعوان الاقتصاديين.

**1- نشأة الأسواق المالية:**

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع، وتشير الوقائع إلى أن الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه<sup>1</sup>.

منذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص) الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار و المستثمرين لإبرام العقود و الصفقات الحاضرة و المستقبلية، وقد كانت الأسواق المالية

1 دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2019، ص34.

في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع و شراء السلع الحقيقية (كالحبوب و المواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة<sup>1</sup>.

تم إنشاء أول سوق مالي في عام 1339 في بلجيكا وانتقل إلى مدينو ليون في فرنسا عام 1639 ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1980 بعد حركة الكشوفات المعرفية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية<sup>2</sup>، حيث ان هناك من يربط ظهور الأسواق المالية بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي وهي<sup>3</sup>:

- **المرحلة الأولى:** وهي المرحلة التي تمثل بدايات تطور الأسواق المالية والتي تضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصارفة وارتبط وجودهم بتحقيق ارتفاع نسبي في الدخل، والتي نجم عنها توسع في حجم الاستثمارات التي يستدعي توجهها نحو البنوك للاقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية.
- **المرحلة الثانية:** تميزت ببداية ظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية بعد أن تميزت المرحلة الأولى بحرية اقتصادية مطلقة.
- **المرحلة الثالثة:** وفيها ظهرت المصارف المتخصصة في الاقتراض متوسط وبعيد الأجل التي أهدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجاتها من الأموال لتمويل المشاريع المختلفة.
- **المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وازداء نشاط الأوراق التجارية وشهادات الابداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالية وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

<sup>1</sup> حيدر حسن آل طعمة، الأسواق المالية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، طبعة مزيدة، 2014، ص 5، ص6.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص34.

<sup>3</sup> حليلة عطية، دور السوق المالي في تمويل الاستثمارات، مذكرة ماجستير، أسواق وبورصات، جامعة خيضر بسكرة، 2014، 2015، ص04.

• **المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية، المحلية في الأسواق المالية الدولية بحيث تكمل الأسواق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة من نمو النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية فيها.

## 2- تعريف الأسواق المالية:

للسوق المالي تعريف متعددة سنعرض مجموعة منها:

### أولاً: تعريف السوق.

**السوق MARKET:** هي الآلية (الأسلوب والإجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع أو الخدمات أو الأصول المالية (الأسهم والسندات وما شابههما)<sup>1</sup>.

كما يعرف حسين بن صاني السوق على أنه: "المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من أجل تبادل سلعة أو خدمة ما، وفيه تتفاعل عوى العرض والطلب من أجل تحديد الأسعار ولا تهم وسائل الاتصال بين مختلف المتعاملين في السوق، فقد يكون الاتصال مباشرة أو عن طريق وسائل الاتصال الحديثة مثل الهاتف، الفاكس أو شبكة الأنترنت، وتختلف أنواع الأسواق حسب السلع المتداولة بها فقد نجد سوق الخضر، سوق القمح، سوق البترول والذهب والعملات<sup>2</sup>.

### ثانياً: تعريف الأسواق المالية.

يمكن تعريف السوق المالية بأنها: "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية (أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية) بيعاً وشراءً بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (أفراد مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار، أي مشاريع الأعمال<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> زياد رمضان ومروان شرط، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص6.

<sup>2</sup> سماري ابتسام، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، دراسة حالة السوق الفرنسي، مذكرة ماجستير، دراسات مالية، جامعة فرحات عباس-سطيف-2005/2006، ص1.

<sup>3</sup> بومود إيمان، أسواق الأوراق المالية الناشئة وعلاقتها بتمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة دكتوراه، العلوم المالية، جامعة باجي مختار-عنابة، 2013، ص372.

كما تعرف الأسواق المالية (**Financial Marketing**):<sup>1</sup> بأنها مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) فهي بذلك تمثل التقاء رغبات العرض الخاصة بالأموال (مجموع المدخرين) مع رغبات الطلب عليها (المستثمرين)، وظيفتها الرئيسية المساعدة على نقل جزء مهم من المدخرات المجتمع إلى استثمارات ذات جدوى اقتصادية لضمان أفضل استخدام لها، كما يقصد بها " مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى حيث تمثل الأولى ذوي الفائض من الأموال. أما المجموعة الثانية فهي تمثل من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت.

نستخلص من التعريفات السابقة أن سوق المال هو مكان أو آلية الالتقاء بين الأعوان ذات العجز في التمويل والتمثلة أساسا في المؤسسات الاقتصادية والمشاريع الاستثمارية، والأعوان ذات الفائض في التمويل وتتمثل أساسا في الأسر حيث تكون رؤوس الأموال هي موضوع التبادل بين الطرفين، وتتحدد الأسعار وفق آلية العرض والطلب.

### 3- أهمية الأسواق المالية:

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في الاقتصاد يرتبط أساسا بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد ليووجهه نحو الإنعاش والتسريع من وتيرة التنمية، هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولى اهتماما أكبر لسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، ويمكن توضيح أهمية هذا السوق في الحياة الاقتصادية كما يلي<sup>2</sup>:

- يلعب السوق المالي دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغيير الفائدة.
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل.

<sup>1</sup> - خبايا حسان، دور الخصوصية وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، مذكرة دكتوراه، اقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف، 2004، 2005، ص88.

<sup>2</sup> . بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر-بسكرة -، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص 5.

- يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال.
- يساعد على تنمية الادخار وزيادة وتوجيه المدخرات المالية لماله من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار.
- يساعد وجود السوق المالي على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.
- تمويل النمو حيث تتمثل هذه الوظيفة في الربط بين عارضي وطالبي رأس المال على المدى الطويل وتسمح بتحقيق العرض العام للادخار وذلك عن طريق إصدار الأوراق المالية طويلة الأجل التي تقوم بإنشائها المؤسسات العمومية أو الخاصة عندما نقوم بطرح قرض أو تحقيق رفع في رأسمالها، وبذلك فهي تسمح بخلق أوراق مالية جديدة<sup>1</sup>.

-تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الربحية التي تحقق أعلى عائد وأعلى قيمة مضافة، وللسوق المالي أهمية أخرى كونه يساهم بفاعلية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على المستوى الاقتصادي القومي<sup>2</sup>.

#### 4-أقسام الأسواق المالية:

يتكون السوق المالي من سوقين رئيسيين هما: سوق النقد وسوق رأس المال.

- **سوق النقد:** والمعروفة بسوق رؤوس الأموال القصيرة الأجل مثل البنوك التجارية، مؤسسات الادخار،<sup>3</sup>أذونات الخزنة والصراف الأجنبي<sup>4</sup> وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي لا يزيد أجل استحقاقها عن عام، حيث يحقق مستخدمو الأموال أصحاب الاحتياجات القصيرة الأجل احتياجاتهم من

<sup>1</sup> خلفاوي عبد الصمد، دور الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات، مذكرة دكتوراه، دراسات اقتصادية ومالية، جامعة زيان عاشور-الجلفة، 2020/2019، ص 10.

<sup>2</sup> خلفاوي عبد الصمد، مرجع سابق، ص 10.

<sup>3</sup> خالفي وهبية، مقارنة بين التمويل في اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات أسواق المال، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة عاشور زيان-الجلفة-22(01)، 2018، ص 188.

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 15.

سوق النقد، الطبيعة التي تتميز بها الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد من حيث قصر أجلها تجعل التغيرات في أسعار هذه الأوراق محدودة، ويرجع ذلك إلى تعرضها لمخاطر سعر الفائدة بدرجة أقل مما تتعرض له الأوراق المالية طويلة الأجل، الأدوات أو الأوراق المالية التي تتداول في هذه الأسواق يصدر معظمها من خلال الشركات والحكومات للحصول على التمويل قصير الأجل مثل أدوات الخزنة، وقرض الاحتياطي الإلزامي، واتفاقيات إعادة الشراء والأوراق التجارية وشهادات الإبداع القابلة للتداول، الكمبيالات أو العمولات المصرفية<sup>1</sup>.

فالسوق النقدية بهذا المفهوم هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل، ومن ميزاتها أنها غير مرتبطة بمكان معلوم كما هو الشأن بالنسبة لبورصة الأوراق المالية<sup>2</sup>.

• **سوق رأس المال:** هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي عمرها أكثر من سنة، وتعد من الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، ومن صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار وهي من الأسواق التي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية بيعة وشراء مع تنفيذ عمليات البيع والشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية كبيع الأسهم والسندات في السوق المالي ومن حيث الأدوات التي يتم تداولها فيها فهي تتكون من<sup>3</sup>:

أ- أسواق الأسهم التي توفر التمويل للمشاريع من خلال إصدار الأسهم أو الأوراق المالية المشتركة، وعمليات التداول على الأسهم تلي ذلك.

كما تتكون أسواق رأس المال من سوق حاضرة وسوق مستقبلية:

- **السوق الحاضرة:** وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات ويتم من خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد هذه الصفقات.

<sup>1</sup> السيد عبد الفتاح إسماعيل والسيد عبد الغفار علي صفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 12، ص 13.

<sup>2</sup> خبابة حسان، مرجع سابق، ص 91.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 51/50/49.

-السوق المستقبلية: وهي أسواق العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم والسندات خلال عقود واتفاقيات تنفيذها في وقت لاحق.

### المطلب الثاني: ماهية تمويل الاقتصاد

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد الإحساس بأهميته ويمكن إيجاز كل من تعريف التمويل وأهميته ومصادره وانظمتها كما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: تعريف التمويل:

**لغة:** جاء في قاموس المحيط مُلت، مال ومُلت وتمولت: كثر مالك ومُلته أعطيته المال، بمعنى أن التمويل (كسب المال) وتمولت كثر مالك، فالتمويل هو إنفاق المال وأموله تمويلاً: أي زوده بالمال.

**اقتصادياً:** جاء في القاموس الاقتصادي عندما المنشأة زيادة طاقتها الإنتاجية أو إنتاج مادة جديدة أو إعادة تنظيم أجهزتها، فإنها تضع برنامجاً يعتمد على الناحيتين:

• **ناحية مادية:** يحصر كل الوسائل المادية لإنجاح المشروع.

• **ناحية مالية:** تتضمن تكلفة ومصدر الأموال وكيفية استعمالها، وهذه الناحية هي التي تسمى تمويلاً.

يمكن استغلال مفهوم التمويل اقتصادياً هو مصدر الأموال وتكلفته وكيفية الحصول عليه وطريقة استخدامها وسبل انفاقه وتسييره.

تتمثل عملية التمويل في البحث والحصول على الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة.

كما يعرف أنه<sup>1</sup>: تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة، الأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة.

<sup>1</sup>ميلود زيد الخير، ضوابط الاستقرار المالي في الاقتصاد الإسلامي، الاقتصاد الإسلامي والواقع ورهانات المستقبل، جامعة عمار ثلجي-الاعواط، 2009، ص 2/1.

وكذلك هو انتقال رؤوس الأموال من أماكن وفرتها سواء كانت محلية أو أجنبية إلى مجالات العجز لتفعيل مشروعات التنمية...

ومن خلال التعاريف السابقة نستخلص ما يلي<sup>2</sup>:

- التمويل خاص بالمبالغ النقدية وليس سلع وخدمات.

- أن يكون التمويل بالمبالغ المطلوبة لا أكثر ولا أقل.

- الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الخاصة والعامة

**ثانياً: أهمية التمويل:** إن عملية تنمية قطاع معين، لا تنفذ فعلياً إلا بعملية التمويل، أي أن نشاط أو إجراء اقتصادي لا يتم إلا بتوفير الموارد المالية التي تكون من خلال النشاط الاقتصادي، وبالتالي التمويل الفعال هو وسيلة لتحقيق أي هدف اقتصادي مهما كان مستوى الأداء، ومهما بلغت عملية التنمية من مراحل متقدمة ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع.<sup>3</sup>

**ثالثاً: مصادر التمويل:**

هناك عدة أشكال للتمويل نذكر منها:

• **التمويل المباشر:** وهو الذي يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي وهذا النوع من التمويل يتخذ صور متعددة كما يختلف باختلاف المقترضين (مؤسسات، هيئات حكومية)، حيث أن المؤسسات تستطيع الحصول على القروض والتسهيلات الائتمانية من مورديها أو من عملائها أو من أو من المؤسسات الأخرى أو عن طريق المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم ، أما هيئات الحكومة تلجأ في بعض الأحيان إلى التمويل المباشر عن طريق

<sup>1</sup> حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص32.

<sup>2</sup> خلفه ساهل زينب، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، مالية المؤسسة، جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة-2012/2011، ص ص46/47.

<sup>3</sup> حليلة عطية، مرجع سابق، ص33.

الاقتراض من الأفراد والمؤسسات من خلال إصدار سندات متعددة الأشكال ذات مدة زمنية وبأسعار عائدة متباينة<sup>1</sup>.

• **التمويل غير المباشر:** يعبر هذا النوع عن كل طرق وأساليب التمويل غير المباشرة والمتمثلة في الأسواق المالية والبنوك أي كل المصادر المالية التي فيها وسطاء ماليين<sup>2</sup>.

إن الضغوطات التي يواجه المدخر والمقترض في التمويل المباشر هي التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشر والتي من خلالها يتم انتقال الأموال بطرق غير مباشرة من المدخر إلى الوحدات الاتفاقية العجزية وذلك بتدخل الوسطاء الماليين كالبنوك التجارية وشركات التأمين وجمعيات الادخار والاقتراض وصناديق التقاعد وبنوك الادخار وما شاكلها من مؤسسات الوساطة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بغداد بنين، التمويل الغير تقليدي وأثره على الأداء الاقتصادي، النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف-مسيلة-يومي 04 و05 فيفري 2019، ص1.

<sup>2</sup> بغداد بنين، مرجع سابق، ص2.

<sup>3</sup> عبد المنعم سيد على، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، ص92.

**المبحث الثاني: العلاقة بين الأسواق المالية وتمويل الاقتصاد:**

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في رفع عجلة الاقتصاد فضلا عن أهميتها في تمويل المؤسسات التي يوجد لديها عجزا في الأموال ومن خلال هذا المبحث سنعرف مدى مساهمة الأسواق المالية في التمويل كما يلي:

**المطلب الأول: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي:**

أصبحت الأسواق المالية تحتل موقعا هاما في الاقتصاد باعتبارها من مصادر التمويل الرئيسية التي تستخدم في تطوير الاقتصاد:

**أولا: دور السوق المالي في خلق السيولة في الاقتصاد:**

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، وقد وجدت الأسواق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات<sup>1</sup>، ويشغل سوق الأوراق المالية إلى جانب المصارف في الاقتصاد حيزا كبيرا من النظام المالي، ويشتركان في تزويد الشركات بمصادر التمويل وتؤثر الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي عن طريق خلق السيولة التي يحتاجها المستثمرين، ومن ثم تؤدي إلى تحسين تخصيص راس المال مما يعزز آفاق النمو الاقتصادي، وقد أشارت كثير من الدراسات إلى هذا الدور الحيوي من أهمها الدراسة التي أجراها (A, and SOLIMAN, p, G.HAWELLS ,COPORATE) التي دلت على دور السوق المالي في الاقتصاد، إذ أن تقدم هذا السوق وتحسين كفاءته يؤدي إلى ارتفاع وتأثر الاقتصاد<sup>2</sup>.

**ثانيا: دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي والجزئي:**

يتمثل دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص84.  
<sup>2</sup> نزار كاظم الضيكتاني، السياسات الاقتصادية، دار اليازوري، عمان، الطبعة الثانية، 2015، ص127.  
<sup>3</sup> - بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ماجستير مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص27.

- إعطاء مؤشر يعبر عن اتجاهات الأسعار والظروف الاستثمار ومعدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفات، وعروض البيع، وطلبات الشراء في سوق المزيدة تتحدد فيها الائتمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب.

- استثمار المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات فمن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة وتمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقا لقوانين الاستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

### دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي:

يتمثل دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي فيما يلي<sup>1</sup>:

- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب.

- تعمل على تيسير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فإن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته وكذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر وهذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

- تعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة انسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم وسندات مطروحة للتداول.

<sup>1</sup> - بوضياف عبيد، مرجع نفسه، ص28،

**ثالثا التمويل عن طريق السوق المالي:**

تتنوع طرق وأدوات التمويل عبر الأسواق المالية نذكر منها:

**أولا: التمويل عن طريق الأسهم العادية:**

فالسهم عبارة عن حصة الشريك في شركة مساهمة أي هو عبارة عن صك ملكية<sup>1</sup>، حيث يقصد بالتمويل عن طريق الأسهم العادية طرح المؤسسة لأوراق مالية في شكل أسهم على مستوى البورصة، تلجأ من خلالها المؤسسة إلى الجمهور دون تدخل وسيط مالي، حيث يعتبر مالكي الأسهم مساهمين في رأس المال للمؤسسة ويتحصلون على نسبة ثانية أو صغيرة بحسب نوعية الأسهم<sup>2</sup>.

**ثانيا: التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:**

تلجأ المؤسسة لهذا النوع من التمويل كوسيلة لرفع رأسمالها، وذلك لما يكسبه هذا النوع من الأسهم من امتيازات يمكن أن يجذب المستثمرين لاستثمار أموالهم في رأس مال المؤسسة<sup>3</sup>، حيث يعتبر السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة كما أن صاحب هذه الأسهم له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم<sup>4</sup>.

**ثالثا: التمويل عن طريق السندات:**

والسند هو صك يمثل جزء من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة عن طريق الاكتتاب، وقابل للتداول ويتضمن علاقة ذاتية ومديونية تربط بين مصدر السند باعتباره مدينا وأصحاب السندات باعتبارهم دائنين ويعطى لحملة السندات فائدة ثابتة سنويا<sup>5</sup>، حيث تلجأ المؤسسة إلى طرح سندات مباشرة للجمهور، ويعتبر ذلك إقراض لأن حامل السندات ليس مساهما في رأس المال ودائما يعتبر مقرضا لأن المؤسسة تتعهد برد قيمة السند مضافا إليه فائدة ثانية عند تاريخ الاستحقاق، وتلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من عندما تعاني

<sup>1</sup> محمد صادق إسماعيل، البورصات العربية، العرب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2011، ص16.

<sup>2</sup> - حليلة عطية مرجع سبق ذكره، ص 39.

<sup>3</sup> ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، 2009، ص45.

<sup>4</sup> محمد صادق إسماعيل، مرجع سابق، ص16.

<sup>5</sup> محمد صادق إسماعيل، مرجع سابق، ص17.

من عجز مالي ولا ترغب في زيادة المساهمين إلا أن نجاح هذا النوع يعتمد على مدى اقبال المقرضين على اقتناء هذه السندات إضافة إلى تكاليف إصدارها وهذا يجعل هذا المصدر التأويلي متاحا بشكل أكبر للمؤسسات الكبرى والتي تأخذ شكل شركات الأسهم<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: كفاءة السوق المالي ومؤشراته:

لكي يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات على الوجه الأمثل، لا بد أن يكون السوق المالي كفاء ويكون له مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنه وتعكس أدائه في الوقت نفسه وهي من أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون نتطرق في هذا المطلب إلى كفاءة السوق المالي ومؤشراته.

### أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي:

السوق الكفاء يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات المتاحة في القوائم المالية أو في معلومات، تثبتها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الأسهم في الأيام والاسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكون لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر<sup>2</sup>.

والمقصود بكفاءة الأسواق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق<sup>3</sup>، كما نقول عن سوق مالي أنه كفاء إذا حقق الأهداف التالية: توزيع أمثل للموارد، تقييم عادل للمعاملات، الخدمات مقدمة بأقل تكلفة ممكنة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>بوضياف عبيد، مرجع سابق، ص41.

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص489.

<sup>3</sup>دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص70.

<sup>4</sup>حشاشي سليمة، دراسة العلاقات بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، دراسات مالية، جامعة فرحات عباس-سطيف-ص50.

**ثانياً: مؤشرات الأسواق المالية:**

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتعبير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشرات تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل و أيضاً لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل، ويقاس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في الأسواق، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه، طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية<sup>1</sup>.

**المطلب الثالث: التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل الاقتصاد:**

يمكن التأثير الإيجابي للسوق المالي في تمويل الاقتصاد في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- **التعامل في الأوراق المالية:** يسمح سوق البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتعامل بيعة وشراء بالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة إذ يتحدد السعر الحقيقي للورقة المالية على أساس العرض والطلب عليها بعد إتاحة المعلومات الخاصة عن الحصة المصدرة للأوراق المالية وهذا ما يعطي للسوق قوة.
- **استثمار رؤوس الأموال:** يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية سهلاً مقارنة مع الاستثمار في إقامة المشاريع الكبرى، اين يحتاج المستثمر على خبرة ورأس مال كبير، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية متاح لجميع

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص 35، 38.

<sup>2</sup> بوضياف عبير مرجع سابق، ص 36/35

المدخرين مهما كبرت أو صغرت مدخراتهم، ويستفيد المدخر من نشاط كما يمكنه تنويع استثماراته وتقليل الخطر باقتناء أنواع مختلفة من الأوراق المالية.

- **خلق رؤوس أموال جديدة:** بمجرد أن يشتري المستثمر ورقة مالية ويدفع سعرها يرتفع رأسماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للورقة، كما قد تقوم بعض الشركات باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياجات المختلفة، وعندما تجد نفسها بحاجة إلى هذه المبالغ تقوم بتوزيع أسهم مجانية لزيادة رأس مالها، وبالتالي يرتفع رأس مال المساهم.
- **توجيه الاستثمار:** إن ارتفاع الأسعار بسوق الأوراق المالية يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، وهذا ما يجعل المدخرين يبيعون الأوراق المالية ويضعون أموالهم في البنوك أين يكون سعر الفائدة بها مرتفع كسياسة للرفع من الودائع، وهذا ما يمكن تفسيره كون الحالة أو الوضعية التي يكون عليها السوق المالي تؤدي إلى توجيه استثمارات الأفراد نحوه أو نحو البنوك.
- **تشجيع الادخار:** تعمل البورصة عن طريق المزايا التي توفرها للمستثمرين على تشجيع الادخار حيث يمكن لأصحاب الفوائد المالية اقتناء سندات والحصول على معدلات فائدة ثابتة دون مواجهة خطر عدم التسديد، كما أن إمكانية توفير السيولة في الوقت الذي يريده يعتبر حافزا باستثمار أموالهم في البورصة.
- **البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية:** تساعد البورصة على التنبؤ بتحديداتها للاتجاهات العامة، فهي تعكس التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد، وبالتالي تعتبر البورصة مؤشرا أو بارومتر تقيس التغيرات المحيطة وتتأثر بها.
- **تضمن السيولة لمدخرات المستثمرين:** إن أهم ما توفره البورصة للمدخرين هو إمكانية هؤلاء التخلي عن الاستثمار والحصول على السيولة متى أرادوا وهذا بمجرد بيع أوراقهم المالية في البورصة وما تجدر الإشارة إليه هو أنه كلما تمتعت الورقة المالية بنسبة كبيرة من السيولة كلما دل ذلك على أنها في وضعية جيدة.
- **البورصات جهاز رقابة على الشركات المساهمة وادارتها:** المحيط الثانوي الذي تفرضه البورصة على الشركات وكذا المعلومات التي تقوم بنشرها عنها.

- **ترشد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة:** وهذا عن طريق تقنياتها في نشر جدول الأسعار الخاص بالأوراق المالية وللمستثمر الحرية في اقتنائه أو عدم اقتنائه للورقة المالية.

## المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة.

من أجل إثراء الحقل المعرفي، قمنا بالاطلاع على مجموعة من الدراسات المشابهة، والاعتماد على ما توصلت إليه من نتائج وفي هذا البحث نقدم بعض الدراسات باللغة العربية واللغة الأجنبية، التي تطرقت لهذا الموضوع، مع توضيح القيمة المضافة المقدمة في هذا البحث.

## المطلب لأول: الدراسات السابقة باللغة العربية.

## الدراسة الأولى:

دراسة صواري سويسي، محمد زرقون: تقييم فعالية بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية للقطاع الخاص بالجزائر (دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات) مجلة رؤى الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الثاني - جامعة الوادي - الجزائر.

عالجت هذه الدراسة إشكالية مدى مساهمة بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية للقطاع الخاص بالجزائر، وقد هدفت هذه الدراسة إلى إبراز بورصة القيم ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر، وكذا التعرف على مدى فعاليتها في دعم وتشجيع مؤسسات القطاع الخاص الجزائري على الاستثمار، وذلك من خلال قياس مدى التغير الحاصل في مؤشرات الأداء المالي لإحدى مؤسسات القطاع الخاص الجزائري الرائدة في قطاع الخدمات التأمينية والمدرجة في البورصة من خلال طرح الأسهم للاكتساب العام والمتمثلة في شركة أليانس للتأمينات خلال فترة (2008-2009)،

وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية تعتبر قناة تتدفق بها المدخرات طلبا للاستثمار وهذا ما يستدعي ضرورة فتح رأس مال المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر من جديد، ومحاولة رفع هذه النسبة الصغيرة جدا إلى 50% بدلا من 2% و30%، هذه النسبة بالإضافة إلى قلة عدد المؤسسات بالبورصة تبين محدودية بورصة الجزائر في تحقيق تنمية الاستثمار في الأوراق المالية والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة.

**الدراسة الثانية:**

دراسة الباحث محفوظ بصيري بعنوان دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مذكرة ماجستير، بنوك ونقود مالية، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2007.

عالجت هذه الدراسة إشكالية تحقيق الأسواق المالية عملية التنمية الاقتصادية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، حيث تكمن أهمية الدراسة في كون الأسواق المالية ذات دور فعال في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تعتبر مصدرا من مصادر التمويل الذي تعتمد عليه الوحدات الاقتصادية في نشاطها وبالتالي حتمية اقتصادية على الدول التي تريد أن تنمي اقتصادها، كما هدفت إلى إبراز الدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية وتقييم وتحليل أداء الأسواق المالية في الدول العربية إيجاد علاقة بين التنمية الاقتصادية والأسواق المالية وكذلك تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر و إبراز أهم المشاكل التي تحول دون تطويرها.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الأسواق المالية تعتبر بيئة مناسبة لتمويل احتياجات الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في تمويل نشاطها الاقتصادي، تلعب الأسواق المالية دورا مهما في تطوير وتنمية الاقتصاديات الوطنية إذ تعتبر المحرك الأساسي لها، إصلاح القطاع المصرفي له علاقة وطيدة بعملية تطوير الأسواق المالية في الدولة، إن السوق المالي في الجزائر مازال بعيدا كل البعد عن مواصفات السوق المالي الناشئ وذلك لصغر حجمه وقلّة عدد الشركات المدرجة فيه.

**الدراسة الثالثة:**

أعدّها الباحث وليد أحمد صافي بعنوان الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، مذكرة دكتوراه، نقود وبنوك، جامعة الجزائر، 2003/2002، عالجت هذه الدراسة إشكالية الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات المالية العربية لعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية، حيث تتمثل أهمية الدراسة في إبراز وجود تكامل موضوعي بين الأوضاع المالية للبلدان العربية والتطورات المتسارعة والمتحددة في الأسواق النقدية والمالية العالمية وثورة الإبداعات من كل المؤسسات والأدوات المالية وأهمية تطوير أسواق المال في الدول العربية، وأن غالبية الدول العربية قد تبنت خلال السنوات الماضية برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والاستثماري كما تهدف الدراسة إلى تحقيق التنمية المالية والاقتصادية فيها.

كما توصل الباحث إلى أن معظم أسواق الأسهم العربية تواجه مشكلة تراجع الثقة من قبل المستثمرين المحليين والعالميين وفقدان الثقة أدى إلى تراجع أداء معظم هذه الأسواق، مازالت معظم البورصات العربية تعاني من مشكلة تدني مستوى الإفصاح والشفافية والتعامل من الداخل واحتكار المعلومات، محدودية وضعف الوعي الاستثماري لدى معظم شرائح المستثمرين في الأسواق العربية المالية والذي عادة ما يؤدي إلى عدم استقرار هذه الأسواق، تعاني معظم البورصات العربية من مشكلة تركيز التداول على أسهم شركات محدودة نتيجة محدودية الأوراق المالية الجيدة مما أدى إلى عدم القدرة على التنويع في الاستثمار والاتجاه إلى استثمارات أخرى.

**المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية:**

**الدراسة الأولى: دراسة ل:**

MEHAMI SARA, SAIDI NAWAL, l'impact de introduction en bourse sur les entreprise algerienne: cas de la Cna-Rouiba, mémoire en vue de master en science économique , universite Mouloud Mammeri de tizi-ouzou,2016-2017.

عالجت هذه الدراسة محاولة معرفة ما إذا كانت خبرة الشركات المدرجة بالفعل في سوق الأوراق المالية رادعا، أو على العكس من ذلك، إذا كان بإمكان الشركات تحفيز مصلحة الآخرين حيث توصلت الدراسة إلى أن إدراج شركة **Nca-Rouiba** في بورصة الجزائر لم يكن لها تأثير على نتائجها المالية في الواقع بقي هيكلها المالي تقريبا بالمقارنة مع وضعها قبل الاكتساب العام، عندما كان سعر يشهد نشاطها انخفاضا مستمرا من 400دج في عام 2013 إلى 290دج في تشرين الثاني(نوفمبر)2017 مرتبط بشكل أكبر بالجمود والضعف الهيكلي لسوق المؤسسة المالية الجزائرية من الوضع المالي للشركة.

**الدراسة الثانية: دراسة ل:**

Chahad sihem ; chebab Fatima, le role du marchè financier dans le financement des entreprises, en vue l'obtention du diplôme de magister, science economiques, option monnaie finance et banque, 2016.

عالجت هذه الدراسة إشكالية حقيقة دور كل الأسواق المالية في تمويل الشركات، هدفت هذه الدراسة إلى إظهار أهمية ودور الأسواق المالية في تمويل الشركات وبالتالي تسليط الضوء على إصلاحات الأعمال من قبل دول شمال إفريقيا (الجزائر ومصر والمغرب وتونس) وفي النهاية لتنشيط أسواقهم المالية بحيث تكون ملطفة للتمويل المصرفي، حيث اعتمدت الدراسة على طريقة المقارنة من أجل تحليل محتوى مختلف الوثائق والتقارير السنوية (2010-2015) الصادرة عن مختلف المنظمات الدولية.

كما توصلت الدراسة إلى أن بورصة المغرب سجلت أداء مميّزا في السنوات الأخيرة ولكنها لا تزال تتميز بضعف نسبي من حيث العمق والسيولة ومن هنا تأتي أهمية التنفيذ السريع للتدابير ومن المرجح أن نشجع الاكتتابات الجديدة وزيادة رأس المال من خلال التبادل، لتعزيز شفافية وأمن السوق وبالتالي زيادة الاهتمام للمستثمرين الوطنيين والأجانب للسوق المغربي، أما تونس فقد سجلت تقييما إيجابيا خلال دورتها الماضية كان هذا التطور أكثر بروزا في سلوك السندات.

#### الدراسة الثالثة: دراسة ل:

Ammour Benhalima, le marchè boursier Algerien contraintes et perspectives, l'obtention du diplôme de magister en science économiques, mémoire en vue de universitè Mouloud Mammeri tizi-ouzou,2005

عالجت هذه الدراسة إشكالية مستوى ثقافة سوق الأوراق المالية والاستثمار، تفتقر الأسر الجزائرية إلى ثقافة سوق الأوراق المالية والاستثمار، وتخشى الشركات من انخفاض قيمة رأس مالها بسبب عدم السيولة في بورصة الجزائر وبما أن هذا الوضع بحاجة إلى التغيير هدفت هذه الدراسة إلى تقديم إصلاحات جديدة لحل مشاكل البورصة الجزائرية ومن أجل تعزيز نشر المعلومات على مستوى واسع للغاية بهدف زيادة الوعي بين المستثمرين والمصدرين للإمكانيات التي يقدمها السوق من حيث التمويل والمدخرات، وتوصل الباحث في هذه الدراسة إلى أن هناك جهل بالإمكانيات الحقيقية لسوق الادخار في الجزائر، عدم وجود ثقافة البورصة والجهل بآليات البورصة من الجمهور الجزائري وكذلك من الشركات الجزائرية، وجود مصادر تمويل آخر

خاصة القروض عبر البنوك تتميز حاليا بالسيولة الزائدة، الطابع العائلي للأعمال غالبية الشركات الجزائرية هي قضية عائلية حيث يجد الزعيم منهم صعوبة في التنازل عن جزء من ممتلكاته.

### المطلب الثالث: القيمة المضافة:

تأتي هذه الدراسة استكمالاً للدراسات السابقة التي تناولت موضوع السوق المالي من زوايا مختلفة، حيث ركزت هذه الدراسات على السوق المالي في الجزائر بالإضافة إلى بلدان ودول أخرى، وقد اتفقت هذه الدراسات على العموم على أن بورصة الأوراق المالية في الجزائر ما زالت تراوح مكانها، وهذا ما يعتبر عائقاً أمام تمويل الاقتصاد.

من خلال دراستنا حاولنا تجديد النقاش في هذا الموضوع عن طريق تحليل الاحصائيات الحديثة المتعلقة في بالسوق المالي الجزائر والقاء نظرة شاملة حول أداء البورصة في سياق يتميز بعدم الاستقرار الاقتصادي والحاجة الماسة لمصادر آمنة لتمويل الاقتصاد الحقيقي، وذلك من خلال تحليل مجموعة من المؤشرات المرتبطة بالنشاط السوقي، وبناء على ذلك يتم وضع التدابير اللازمة لبعث ديناميكية السوق المالي في تعبئة الادخار لصالح الاقتصاد الحقيقي في ظل التوجه الاقتصادي الجديد.

**خلاصة الفصل الأول:**

تكتسي الأسواق المالية أهمية بالغة في الاقتصاد من خلال الدور الذي تلعبه في تجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات وهو ذلك الإطار الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل، إذ تنقسم هذه الأسواق إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال والذي يسمى بالبورصة.

وتقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال، ويتوقف أداء السوق المالي في تمويل الاقتصاد على مدى كفاءته في توفير البيانات والمعلومات المالية، وينعكس ذلك على قدرته في تعبئة الادخار وتوفير التمويل لصالح الاقتصاد الحقيقي.

سنحاول في الفصل الموالي إسقاط الطرح النظري المتعلق بالسوق المالي ودوره في تمويل الاقتصاد على

السياق الجزائري.

# الفصل الثاني:

## السوق المالي في الجزائر

المبحث الأول: تقديم سوق المال في الجزائر.

المبحث الثاني: تقييم نشاط السوق المالي في الجزائر.

المبحث الثالث: عراقيل وآفاق وإستراتيجيات تطوير السوق المالي في الجزائر.

**تمهيد**

ظهرت فكرة انشاء البورصة في الجزائر مع التحولات التي شهدتها البلاد منذ عام 1988 فقد تمت المصادقة على قوانين اقتصادية تزكي استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة بشكل يكفل للجزائر الانتقال الى اقتصاد السوق، و في ظل التحولات الاقتصادية، ظهرت الحاجة إلى سوق مالي من شأنه ان يعطي نفسا جديدا للاقتصاد الوطني و ان يلعب دورا في تحسين فعالية النظام المالي، خصوصا في توزيع الموارد المالية للهيئات و المؤسسات، فكل هذا جعل الدولة تستجيب بالبحث عن طرق اخرى لتمويل المؤسسات او الاقتصاد الوطني بصفة عامة

قمنا في هذا الفصل بالتطرق الى بورصة الجزائر و ذلك من خلال ثلاث مباحث:

المبحث الاول: تقديم سوق المال في الجزائر

المبحث الثاني: تقييم نشاط السوق المالي

المبحث الثالث: عراقيل و آفاق و استراتيجيات تطوير السوق المالي في الجزائر

**المبحث الاول: تقديم سوق الاوراق المالية للجزائر و البيئة التي ينشط فيها.**

إن التحولات الاقتصادية و السياسية عبر العالم، و التي أثرت في الجزائر و الميل سياسيا الى الاقتصاد الرأسمالي او الاقتصاد الحر برز الحديث عن خصوصية المؤسسات العمومية و اقتصاد السوق فكان لابد من انشاء بورصة للجزائر لدعم و مواكبة التحولات

**المطلب الاول: نشأة و تطور السوق المالي في الجزائر**

تدخل فكرة انشاء بورصة الاوراق المالية بالجزائر في إطار برنامج الاصلاح الإقتصادي الذي أعلى عنه عام 1987 و دخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لانشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، و منذ ذلك الحين الى غاية الوقت الحالي مرت العملية بمرحلتين اساسيتين نذكرها في ما يلي<sup>1</sup>:

**المرحلة الاولى(1990.1992):** هنا تحدث الحكومة عدة اجراءات بعد حصول معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها و كذلك انشاء صناديق المساهمة، حيث تمثلت الاجراءات فيما يلي:

\_ انشاء شركة القيم المنقولة حيث تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية حيث بلغ رأسمالها 320000 دج و يديرها مجلس الإدارة الذي يتكون من 8 اعضاء و كل عضو منها يمثل احد صناديق المساهمة و كما نشبه مهمة هذه الشركة الى حد بعيد مهمة سوق الاوراق المالية في الدول المتقدمة

**المرحلة الثانية(1992.1999):** في هذه المرحلة مرت الشركة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي و الدور غير الواضح الذي يجب ان تلعبه، و في فيفري 1992 تم رفع رأسمالها الى 932000 دج كما تغير اسمها ليصبح بورصة القيم المتداولة.

<sup>1</sup> - عبد الرزاق سوري (مدير بورصة الجزائر) دار هومة، بوزريعة الجزائر، 2001، ص.ص 79.80.

**المطلب الثاني: الإطار التشريعي السوق المالي في الجزائر**

عرفت الانطلاقة الفعلية لبداية نشاط بورصة الجزائر من عدة تشريعات كانت جميعا لها هدف واحد ووحيد و هو إنجاز عمل البورصة، نذكر منها مايلي<sup>1</sup>:

**1\_ صناديق المساهمة:** تم إصدار القانون رقم (03.88) الخاص بإنشاء صناديق المساعدة في 12 جانفي 1988 و بموجبه تم تقسيم رؤوس اموال المؤسسات العمومية الى شركات اسهم، و هو ما لايمكن تصور نجاحه دون انشاء سوق تبادل فيها هذه الاسهم، لان الاسهم التي تصدرها الشركات العامة تحدها الصناديق العامة و يتم تداولها بين أطراف القطاع العام أى بين صناديق المساهمة، و بالتالي لايمكن لعمل البورصة ان يظهر لان المالك الوحيد هو الدولة

**2-الخصوصية:** ظهرت الخصوصية في التشريع الجزائري من خلال الامر (22.95) المؤرخ في 26 اوت 1995، المعدل بالامر(11.97) المؤرخ في 19 مارس 1997 و قد حددت المادة الخاصة منه أربعة اشكال للخصوصية تتمثل في اللجوء الى الاسواق المالية و طرح بيع اسهم الشركة في هذه السوق، او عن طريق البيع بالمزايدة او عن طريق التراضي بالإضافة إلى خصوصية التسيير و الإدارة حسب طرق تحدد بمقتضى التنظيم إلا أنه لم يتم الاعتماد على البورصة في خصوصية المؤسسات العمومية، و هو ما يبرر العديد القليل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

**3- نظام الاستثمار بالجزائر:** يعتبر قانون ترقية الاستثمار الصادر في عام 1993، احد اهم القوانين التي تنظم و تشجع الاستثمار الخاص في الجزائر، و الذي تم تعديله في عام 2001 و اهم ما ميز نظام الاستثمار في الجزائر في تلك الفترة هو انشاء المجلس الوطني الاستثمار الذي يتأسسه رئيس الحكومة و الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار و الشباك الوحيد اللامركزي الذي يهتم بإنشغالات المستثمرين بالإضافة إلى صندوق دعم الاستثمار كما تم إضافة انظمة الحوافز العامة و الخاصة.

<sup>1</sup> - قدوري نور الدين، القرى عبد الرحمان مقومات نجاح سوق الاوراق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر المجلة الخامسة، العدد 02، سنة 2010، ص11.

4- اشكال قيام بورصة الجزائر: قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر تم إصدار عدة مراسم تنفيذية و أنظمة قانونية يمكن ذكر اهمها:

\_نظام رقم (03.96) المؤرخ في 03 جويلية 1996 و المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم

\_المرسوم التنفيذي رقم (08.96) المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للاوراق المالية.

\_النظام رقم (03.97) المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد تسيير البورصة

5- نتيجة الاصلاحات التي جاء بها قانون النقد و القرض: اصبح النظام المالي الجزائري من 2012 الى 2016 يتكون من 6 بنوك عمومية بما فيها الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط، و مؤسسة عمومية التأمين معتمدة لتنفيذ العمليات المصرفية، 12 بنكا خاصة بما فيها مصرف واحد ذو رأس مال مشترك و 04 مؤسسات مالية بما فيها مؤسسة واحدة عمومية و مؤسستين للقرض الايجاري و مصرف التنمية في طور إعادة الهيكلة، إلا أن هذه البنوك و المؤسسات الخاصة بعيدة كل البعد عن ممارسة دورها في البورصة كوسيط، كما ان البنوك الخاصة الجزائرية عرفت فشلا فقد تم حل 07 بنوك منها (الخليفة الصناعي و التجارية...الخ)

6- الوسطاء و المتعاملون و الاوراق المالية : تم التعامل في إطار القطاع العام بشكل كبير بعيدة عن القطاع الخاص، مما يبرر عدم فاعلية و ركود التعامل في البورصة الجزائرية، كما ان الاوراق المتداولة تقتصر على الأشكال التقليدية منها و المتمثلة في الاسهم و السندات مما يضمن و بشكل كبير البعد كل البعد عن تعبئة مدخرات الجمهور

### المطلب الثالث: الهيئات المنظمة و المتدخلة في سوق المال في الجزائر

هناك مجموعة من الهيئات انشئ بهدف ادارة و تنظيم العمليات في البورصة و تسهيل عمليات البيع و الشراء خاصة بالنسبة للمستثمرين و تتمثل هذه الهيئات في:

**1- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB) <sup>1</sup>:** التي تمثل سلطة السوق المالي، و انشأت بموجب المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم(10/93) المؤرخ في 23 مايو 1993 و التي كانت تنص على انه: "تتشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و يكون من طرف رئيس و 06 اعضاء"، و لكن هذا القانون لم يعطها الاستقلالية المالية بل اكتفى فقط بتوضيح مهامها و كيفية سيرها، إلا أن القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم 10/93 قد منحها الاستقلالية المالية

**2- شركة بورصة القيم SGBV <sup>2</sup>:** لقد انشأت شركة تسيير بورصة القيم من اجل اعطاء ومنح الاقتصاد الجزائري مكانة تعكس ابعاده الداخلية و الخارجية، فمنذ ان انشأت في 25 ماي 1995 و هي تهتم بالتنسيق بين التنظيمات العلمية و النقدية الضرورية الصفات الخاصة بالقيم المنقولة بهدف السماح بفتح رأس مال الشركات الوطنية الخاصة لتنظيمها على شكل اسهم SPA و التصرف بكمية من اصول هذه الشركات و ضمان التمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العام الوطني.

**3- المؤتمر المركزية السندات <sup>3</sup>:** هو شركة ذات اسهم يساهم فيها الوسطاء المعتمدون 5 بنوك و الثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم و الخزينة العمومية و بنك الجزائر، حيث المساعدة الدنيا في رأس مال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري و تتمثل وظائفه في فتح و ادارة الحسابات الجارية السندات المفتوحة بأسم مياسكي الحسابات حافظي السندات TCC المتدخلين، و انجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الارباح، زيادة رأس المال...) و كذلك الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته،وفقا المعايير الدولية SIN | الرقم الدولي لتعريف الاوراق المالية

<sup>1</sup>- مراد حطاب، نشاط بورصة الجزائر بين الواقع والمؤموم، مجلة العلوم الإنسانية، المركز الجامعي، تميزت الجزائر، المجلد 22، العدد 01، 2022، ص 1434.

<sup>2</sup> - حنان شلغوم، بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول،مجلة الدراسات المالية جامعة قسنطينة02، النخلة 08، العدد 02

2021، ص ص 664، 665

<sup>3</sup>- حنان شلغوم، مرجع نفسه، ص666.

**4- الوسطاء في عمليات البورصة IOB<sup>1</sup>:**

**الوسيط المالي :** نصت المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 و المتمم بالقانون رقم 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة" يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، و البنوك و المؤسسات المالية"

**مركي البورصة :** هو استثمار مرافق، يجب ان يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة او البنك او مؤسسة مالية او شركة استثمارية في مجالات التمويل و القانون و إستراتيجية الاعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكله رأس المال، و إندماج و شراء المؤسسات، على ان يكون معترفا به و مسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و يتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ان يكون لها مركي البورصة، سواءا بالنسبة لعملية الادراج، و كذا طول فترة حياتها داخل سوق البورصة

**5- ماسكو الحسابات حافظوا TCC<sup>2</sup>:** وسم البنوك و المؤسسات المالية و شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عملية البورصة و يوفر ماسكو الحسابات حافظوا السندات المستثمرين حساب فتح و تسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها و السوق الأولية او المكتسبة في السوق الثانوية.

**6- هيئات التوظيف الجماعي القيم المنقولة OPCVM<sup>3</sup> :** و تتألف من شركات ذات رأس المال المتغير و الصناديق المشتركة التوظيف و تعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة، و لهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في اوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

<sup>1</sup>- حنان شلغوم، مرجع نفسه، ص665.

<sup>2</sup>- مراد خطاب ، مرجع سبق ذكره ، ص 1433.

<sup>3</sup>- مراد خطاب ، نفس المرجع ، ص 1434.

## المطلب الرابع: البيئة التي ينشط السوق المالي في الجزائر.

قمنا في هذا المطلب بعرض جملة من خصائص سوق المال للجزائر و التحول الفاشل إلى اقتصاد السوق<sup>1</sup>:

## أولا : أهم مميزات سوق مال الجزائر:

1- الطابع الريعي الإقتصاد : تعتبر المحروقات أهم مصدر للعملة الصعبة تتجاوز 95% من إجمالي مداخيل البلاد و هذا ما ينعكس حتما على الميزانية العمومية ، اذا تساهم الجباية البترولية بمتوسط 60 % مقابل 40 % الجباية العادية ، فالجزائر لا يمكن أن تؤثر على السعر الذي يتحدد فيه في أسواق نخدمها قوانين العرض و الطلب التي اتبعت بدورها الظروف الاقتصادية الدول الصناعية أو الأوضاع السياسية الأخرى ، مما جعل الإقتصاد الوطني غير قادر على تحمل الصدمات الخارجية و المتمثلة خاصة في انهيار أسعار النفط .

2- عدم قدرة الإقتصاد الوطني على تحمل الصدمات الخارجية : نظرا آنذاك لضعف هيكلته المتمثلة في اعتماده على مصدر واحد في صادراته (المحروقات) مع العلم أن قوة أي اقتصاد كما يكمن في مدى سرعة استجابته للتغيرات و الأزمات و الهواتف الخارجية .

3- عدم مرونة بنية الواردات : اعتمدت الجزائر في عملياتها التنموية على الصناعات الثقيلة التي تحتاج إلى الواردات الهامة ، فالجهاز الإنتاجي كان يعتمد على الواردات بنسبة تتجاوز 80% و التي لا يمكن تقليصها ، كما كانت الجزائر آنذاك تستورد المواد الغذائية بمعدل مليارين من الدولارات.

4- ضعف مردودية الإستثمارات : رغم الأموال الطائفة التي صرفت من أجل تحقيق التنمية الصناعية ، إلا أن الإقتصاد الجزائري على العموم عرف أزمة أداء ، مما دفع الدولة إلى اللجوء إلى تطهير المؤسسات العمومية ، و قد تم إنفاق مبالغ باهضة قدرت حوالي 1000 مليار دينار حيث رأى البعض أن عملية التطهير هي إعادة نظر هيكلية و تنظيمية الإقتصاد العمومية.

<sup>1</sup>- مليكة صديقي ، دراسة في صعوبات التحول إلى إقتصاد السوق في الجزائر , مجلة علوم الإقتصاد و التسيير و التجارة ، جامعة الجزائر ، ص ص150، 153 .

5- قطاع مالي و بنكي لا يستجيب للتغيرات: لقد أدى التسيير الموجه للإقتصاد بصفة عامة و الجانب المالي بصفة خاصة (تسيير معدلات الفائدة، توزيع القروض ) إلى إضعاف النظام البنكي العمومي الجزائري ،و لهذا تم إعادة النظر في تسيير البنوك العمومية التي سلمت إلى واقع السوق.

### ثانيا: التحول الفاشل إلى إقتصاد السوق.

من مميزات الإقتصاد الجزائري اتضح لنا سرعة عملية الإصلاح الإقتصادي كي اندمج في الإقتصاد العالمي بعد وضع الأطر و التشريعات اللازمة خاصة و أن الجزائر اتفقت على شراكة مع الإتحاد الأوروبي و إقامة منطقة تبادل حرة كما تفاوضت للإندماج إلى المنظمة العالمية للتجارة.

و رغم استقرار المجمعات الإقتصادية الكبرى ، إلا أنها واجهت صعوبات أعاقت عملية التحول و التي نلخصها في الجانب الكلي و الجزئي للإقتصاد .

### 1- الجانب الجزئي:

تراه خاصة في جانبي السعر و الخصصة :

- الرجوع إلى حقيقة الأسعار : لعب السعر في الإقتصاديات الحرة أو اقتصاد السوق دورا هاما، اذ عكس التكاليف الإقتصادية و مشكلة النذرة فهو من سمح بالتخصيص الأمثل بين الموارد المحدودة و الحاجات اللامتناهية بعد تطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي ، حررت كل الاسعار تقريبا، أي أن الأسعار لم تعد توضع و تحدد بقرارات إدارية ، و إنما حددتها المؤسسات المنتجة مباشرة وفق آليات السوق ، و تعتبر تحرير الأسعار جزء من سياسات الإصلاح الإقتصادي ، لأن تقييدها أفرز هياكل أسعار غير واقعية، اختلفت إختلافا كبيرا عن مثيلاتها في العالم ، أي غياب الكفاءة في تخصيص الموارد مما أدى إلى هدرها و هو ما انعكس سلبا على الإقتصاد ككل .

و ما قبل عن أسعار السلع و الخدمات انطبق أيضا على أسعار الفائدة التي عكست الترابط بين الدائرة الحقيقية و الدائرة النقدية ، وأسعار الصرف التي عكست فروقات الأسعار بين السبع المحلية و السلع المستوردة .

- الخصصة أول انتقال الملكية من الدولة إلى الأفراد :

اعتبرت الخصصة أهم بند في برنامج التكيف الهيكلي ذلك أن تحول القطاع العمومي عن طريق الخصصة هدفه هو تحويل الإقتصاد و توجيهه نحو عصنة الجهاز الإنتاج ، و خاصة المساهمة في الحفاظ عليه ، لأن الخصصة ليست هدفا في حد ذاتها لكنها عملية تهذف إلى تحديد الموارد .

إن فتح رأس مال السرطان أو التنازل عنها يحرك العملية الإستثمارية شريطة توفر التشريعات اللازمة لحماية المستثمرين من جهة و حماية المصالح الاقتصادية للبلاد من جهة أخرى.

## 2- الجانب الكلي:

التحول ظهر خاصة في كل ما يتعلق بالسياسة النقدية و المالية:

كان القطاع المالي يخضع التخطيط المركزي بإعتباره أداة لتمويل الإستثمارات العمومية التي أقرتها الخطة المركزية مما أدى إلى سيطرة الدائرة الحقيقية على الدائرة المالية ، فكانت النقود الحياضية أي أن التغير في عرض و طلب النقود ليس له أي تأثير على المتغيرات الإقتصادية و خاصة على التضخم ، فلم تكن هناك سياسة نقدية ، فالنقود كانت محددة خارج أدوات ووسائل البنك المركزي، كما لم تكن هناك سوقا مالية ، فالبنوك لم تكن تلعب دورها كوسيط مالي ، مما أدى إلى زيادة معدلات فائدة حقيقية سلبية (أقل من معدل التضخم ) و نظرا اكون سعر الصرف تحدد إداريا ، انفصلت السوق الجزائرية عن السوق العالمية بالإضافة إلى ضعف تواجد الدولة في الحياة الإقتصادية و لأن البنوك هي القلب النابض للإقتصاديات الكرة فإن تحول هذا القطاع و عصرنته ضرورة لا يمكن التهاون فيها .

كما تدخلت الدولة عن طريق أدوات السياسة المالية (الدعم و الضرائب) و ارتفاع معدلات التضخم نتيجة السياسة المتبعة في مواجهة عجوزات الميزانية لا يعبر عن التكلفة الحقيقية.

## المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي لبورصة الجزائر.

يعتبر تقييم أداء سوق الأوراق المالية أمر مهم في الحكم وتحليل وضعية البورصة من خلال مؤشرات وهذا ما يفيد المتعاملين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد في اتخاذ القرارات المالية وترقيتها والتنبؤ الاقتصادي بالأوضاع الاقتصادية، وهذا الجزء من الدراسة يهدف إلى تقييم وتحليل الوضعية المالية لبورصة الجزائر على الفترة ما بين 2014 إلى 2022.

## المطلب الأول: تحليل تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر.

تعتبر بورصة الجزائر بورصة جنينية وضعيفة لأنها لم تحقق نموا كبيرا وهذا ما يبينه الجدول الموالي، والذي يوضح مؤشرات قياس الأداء المالي.

## الجدول رقم (01): مؤشرات قياس الأداء لبورصة الجزائر خلال الفترة 2022/2014:

البيانات السنوات	عدد أيام التداول	عدد الأوامر للتداول	حجم الأوامر المعرضة للشراء	حجم الأوامر المعرضة للبيع	قيمة التداول	حجم التداول	عدد الصفقات	المعدل اليومي للمصفقات	المعدل اليومي لقيمة التداول	المعدل اليومي لحجم التداول
ديسمبر 2014	10	379	51746	231684	1516300	3665	20	2	151630	366,5
ديسمبر 2015	9	209	58596	175805	9086280	21623	37	4,11	1009586,66	2402,55
ديسمبر 2016	8	175	64349	11890	5387050	10667	32	4	673381,25	8043,625
ديسمبر 2017	8	193	86286	147479	51895600	51181	40	5	6486950	6397,625
ديسمبر 2018	13	395	264522	129643	16667458	17480	38	2,92	12.82112,15	1344,61
ديسمبر	12	189	160997	116807	3668685	5053	16	1,33	305723,75	421,08

										2019
225	400560,71	0,92	13	3150	2639068	65207	73430	100	14	ديسمبر 2020
215,30	139790,92	10	10	2799	1817282	68710	118356	208	13	ديسمبر 2021
258,76	243918,69	13	13	3364	3170943	256325	150283	301	13	ديسمبر 2022

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير لشهر ديسمبر لبورصة الجزائر على الموقع

[www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

من خلال الجدول يتضح لنا أن نشاط بورصة الجزائر لم يعرف تطورا مهما خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2022، حيث أن أغلب المؤشرات بقيت تتراوح مكانها في أحسن الأحوال، كما يوضح الجدول أن قيم وأحجام التداول في بورصة الجزائر تبقى متذبذبة ومتواضعة جدا مقارنة مع نظيراتها في المغرب العربي والمنطقة العربية بشكل عام ومن خلال الأرقام الملاحظة في الجدول الخاصة بمؤشرات قياس أداء بورصة الجزائر نجد بأن سوق مال الجزائر مازال ضعيف ويعيد عن التطلعات والأهداف المرجوة لأن مؤشرات نشاطها لم تكن في المستوى المطلوب وهذا ما يبين لنا ضعف بورصة الجزائر في جذب المدخرات للقيام بعملية تمويل الاقتصاد الوطني وهذا ما يضعف قدرتها على دعم الاقتصاد بصفة عامة.

### المطلب الثاني:

تطور نشاط سوق الأسهم لبورصة الجزائر يختلف نشاط المؤسسات المصدرة للأسهم في سوق الأوراق المالية في الجزائر، حيث تعد المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية محدودة العدد، تقوم بنشاط سنوي من خلال طرحها أسهمها في البورصة للتداول، مع غياب المؤسسات الأجنبية في التداول في هذه البورصة، حيث تحبذ المؤسسات العاملة في الجزائر الولوج إلى هذه السوق ويبين الجدول التالي نشاط المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر فيما يتعلق بتداول الأسهم وهذا خلال الفترة من 2014 إلى 2022.

الجدول رقم (02): تطور قيمة وحجم الاسهم المتداولة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لشهر ديسمبر من 2014 إلى 2022.

عدد الصفقات	2	-	4	5	-	2	2022 ديسمبر
قيمة التداول	91481	-	1981872	990000	-	107590	
حجم التداول	227	-	934	2000	-	203	
عدد الصفقات	4	-	5	-	-	1	2021 ديسمبر
قيمة التداول	543900	-	1267952	-	-	5430	
حجم التداول	1813	-	976	-	-	10	
عدد الصفقات	3	-	7	3	-	-	2020 ديسمبر
قيمة التداول	477312	-	2080566	91190	-	-	
حجم التداول	1243	-	1742	165	-	-	
عدد الصفقات	7	-	6	-	-	2	2019 ديسمبر
قيمة التداول	945320	-	2298825	-	-	570040	
حصة التداول	2264	-	1901	-	-	638	
عدد الصفقات	4	4	16	6	4	8	2018 ديسمبر
قيمة التداول	75633	330000	-	747075	330000	400050	
حجم التداول	1779	1100	12548	1923	1100	630	

2017	ديسمبر	عدد الصفقات	7	-	1	27	5	-	
		قيمة التداول	620920	-	4950	50969730	300000	-	
		حجم التداول			10	48684	1000	-	
2016	ديسمبر	عدد الصفقات	12	-	1	3	6	10	
		قيمة التداول	2522625	-	42075	656600	767150	1398050	
		حجم التداول	5425	-	85	536	2290	2331	
2015	ديسمبر	عدد الصفقات	6	-	6	-	14	11	
		قيمة التداول	265080	-	92160	-	5377185	921855	
		حجم التداول	4852	-	192	-	15147	1432	
2014	ديسمبر	عدد الصفقات	-	-	-	-	13	7	
		قيمة التداول	-	-	-	-	1023050	493250	
		حجم التداول	-	-	-	-	2770	895	
			البناس	التأمينات	أرام أنفست	الأوراسي	ببوقرام	أن سي أن رويحة	المحيط

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر والتقارير الشهرية.

يبين الجدول رقم (02) أن عدد المؤسسات المدرجة والنشطة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة من 2014 إلى 2022 خمس شركات بالإضافة إلى تسجيل دخول شركة سادسة سنة 2018 وهي شركة " أرام أنفست" كما يوضح الجدول أن تعاملات الشركات المدرجة في البورصة تعد متواضعة جدا ومتذبذبة في أغلب الأحيان.

كما تظهر الأرقام الموضحة في الجدول ضعف إقبال المؤسسات الجزائرية في اللجوء إلى البورصة حيث يبقى عدد الصفقات قليل جدا مقارنة لبورصات أخرى يتم فيها التعامل بمئات المؤسسات وعليه نستخلص أن هذه السوق تعاني من ضعف وحجم الأداء الذي يرجع لمحدودية الشركات الذي ينعكس سلبا

على أداء بورصة الجزائر بشكل عام وهذا ما يجعلها لا تؤدي دورها المفترض في تعبئة الإدخار القومي وتوجيهه نحو القنوات الاستثمارية التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وزيادة معدلات النمو.

### المطلب الثالث: تطور سوق السندات لبورصة الجزائر.

تقوم دولة الجزائر في إطار تمويل برامجها وخططها، بطرح سندات للتداول في بورصة الجزائر عند الضرورة وهذا ما يبينه الجدول الموالي والذي يوضح حصيلة نشاط السندات لبورصة الجزائر من سنة 2014 إلى 2022.

الجدول رقم: "03" حصيلة نشاط سوق السندات لبورصة الجزائر من سنة 2014 إلى سنة 2022.

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
00	00	00	00	00	00	00	667	74839	حجم التداول
00	00	00	00	00	00	00	758000000	1,01314e+15	القيمة المندولة (دج)
00	00	00	00	00	00	00	20	49	عدد الصفقات
/	/	/	/	/	/	/	-Spa Dhli	-Spa Dhli -sonelgaz	المؤسسات النشطة

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

من خلال الجدول السابق يظهر أن يتم في سوق السندات في بورصة الجزائر تداول سندات صادرة من قبل مؤسستين خلال سنوات الدراسة من سنة 2014 إلى سنة 2022 وهما مؤسسة Sonelgaz ومؤسسة Spa dahli ، وهذا خلال سنة 2014 وسنة 2015 كما أنه لم يتم تسجيل أي نشاط لسوق السندات في بورصة الجزائر خلال السنوات، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020، 2021، 2022، حيث لم تسجل ولا صفقة واحدة.

وتظهر الاحصائيات تراجعاً في حجم التداول للسنوات من 74839 سند بقيمة  $1,01314e+15$  دج في سنة 2014 إلى 667 سند بقيمة 785000000 دج في سنة 2015، وهذا مع تراجع عدد الصفقات التي تم عقدها من 49 صفقة سنة 2014 إلى 20 صفقة سنة 2015 أما بقية السنوات فقد كان نشاط هذا السوق مجمد.

ويفسر التراجع في هذه الأرقام بين سنتي 2014 و2015 بانسحاب إحدى الشركات حيث كانت شركتين سنة 2014 لتصبح شركة واحدة ووحيدة سنة 2015 وكل الأرقام تظهر تراجعاً كبيراً في حركة السندات خلال السنتين 2014 و2015 والجمود الكلي للسوق منذ سنة 2016 إلى سنة 2022 حيث انسحبت الشركة المتبقية لسنة 2015 وعدم دخول أي مؤسسات جديدة لسوق السندات.

**المبحث الثالث: عراقيل وآفاق واستراتيجيات تطور المالي في الجزائر.**

توجد عوامل عديدة ساهمت في منع تطور السوق المالي الجزائري ومن هنا كان لابد من تهيئة الآليات اللازمة ووضع الاستراتيجيات المناسبة لإعادة بعث نشاط بورصة الجزائر وتمكينها من أداء دور فعال في تمويل الاقتصاد.

**المطلب الأول: العوامل التي تعرقل تطور بورصة الجزائر.**

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من ناحية الوجود المؤسسات إلا أن هناك ظروف عديدة حالت دون لعب البورصة لدورها الذي قامت لأجله منذ التسعينات ومن الممكن إجمال أسباب تعرقل التطور فيما يلي:

**أولاً: معوقات اقتصادية.****1-الإدخار:**

وذلك من خلال تأثيره على الادخار إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الإدخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منصا لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم، عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها، وإذا استمر الوضع على هذه احالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الإدخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها، وقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - سلامي أحمد، أهم مؤشرات كفاءة الإدخار المحلي في تمويل التنمية الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 11، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2012، ص36.

**2-التضخم:** تتواصل ظاهرة التضخم في الجزائر رغم محصودات السلطات المتكررة لامتناعه وهو يعرف بارتفاع منتظم ومستمر لأسعار السلع والخدمات.<sup>1</sup>

**3-السوق الموازنة:** إن السوق الموازية هي تلك السوق التي تعمل خارج أي عمل إداري أو خارج نطاق أي سلطة تنظيمية كما أن المتعاملين في هذا السوق يتهربون من دفع الضرائب، ويتمثل الاقتصاد غير الرسمي في السوق النقدي كما يلي (2) :

- النقود الائتمانية تستعمل كوسيلة دفع وتسوية للعمليات المختلفة في هذا السوق وخارج نطاق النظام البنكي، ومنه فإن تسرب النقود الائتمانية خارج التعامل البنكي نتيجة الإكتناز يمهد الطريق لتكوين الأرصدة وتجميعها لإستعمالها في تسوية معاملات خفية عن نطاق الرقابة الضريبية سواء كانت هذه المعاملات شرعية وغير شرعية، مما خلق سوق صرف موازية وهذه الأخيرة فرضت قيود على السوق النقدي بسبب زيادة الطلب على النقد الأجنبي لمواجهة العرض المحدود من البنك المركزي.

وترجع أسباب ظهور هذه السوق في الجزائر إلى:

- ضعف ومحدودية حق الصرف المتكفل به قانونيا رغم أن حق الصرف بالنسبة للمواطنين السياح كان مضمونا، إلا أن قيمته كانت منخفضة جدا.
- تفتح الفرد الجزائري خاصة الشباب منه ونظرة الإنبصار بالمجتمعات الأوروبية.
- فقدان الكثير من السلع الكمالية والضرورية أحيانا في السوق الجزائرية بفعل السياسة النقشفية المنتهجة.
- تضاعف الطلب على الصرف الأجنبي بفعل تزايد الطلب على الاستيراد وكثرة تراخيص الإستيراد الممنوحة لذوي الحقوق والمجاهدين وغير المرفقة بتراخيص الصرف.
- سياسية دعم الأسعار التي طبقتها الجزائر لعدة عقود.

(1) بن وارث حجليه، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2016، 2017، ص247.

(2) بن وارث حجليه، المرج السابق، ص249.

فإن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية، لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إداراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

#### 4- ضعف الحوافز الجبائية:

ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، مع مرور الزمن، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيف نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الإدخاري والاستثماري<sup>1</sup>.

#### 5- ضعف الجهاز الإنتاجي:

يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع<sup>2</sup>:

- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.
- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

ضاف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو

شركة تضامن ليس لدى ملكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

(<sup>1</sup>) بن وارث حجلية، مرجع سبق ذكره، ص 249.

(<sup>2</sup>) بن وارث حجلية، مرجع سبق ذكره، ص 250.

**ثانيا: المعوقات السياسية والتشريعية:**

وتتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

**1-معوقات سياسية:** من المعروف أن بورصة الجزائر أنها افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها.

**2-معوقات تشريعية:** طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 1995/12/27، أما التنصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1997، كما أن شركة إدارة بورصة القيمة انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1995/05/23 قد نص صراحة على إنشائها، نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة، حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ

1993/06/03 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999.

(<sup>1</sup>) بن وراث حجلية، مرجع سبق ذكره، ص 250.

**ثالثا: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:**

وتم تقسيمها كما يلي (1) :

**1-عوائق اجتماعية وثقافية: تتمثل فيما يلي:**

- غياب الثقافة البورصية لدى العائلات، وعدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة بين أوساط افراد المجتمع الجزائري نظرا لعدم الثقة في مصداقية فعالية هذه السوق بصفتها لم يتم التعامل فيها في السابق، حيث سارت الجزائر على النهج الاشتراكي الذي أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي.

**2-العامل الديني:** إذ يلق الاستثمار في بعض الأوراق المالية المعارضة من قبل المجتمعات الإسلامية ومنها الجزائر حيث أن الاستثمار في السندات مثلا يدر عائدا ثابتا ومحددا مسبقا وبذلك فهو صورة من صور الربا وهو محرم في الإسلام، وعليه يبقى هذا النوع من الاستثمار عقبة تمثل تحديا أمام البورصات في الدول الإسلامية.

**رابعا: المعوقات التنظيمية:**

وتتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

**1-قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة فهي المعامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح، وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك 5 مؤسسات مدرجة فقط، ذلك لأن عدد المؤسسات القادرة والمؤهلة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا سبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات العمومية، أما الخاصة فهناك توجه داخل السلطة يعرقل تطورها وبقيت محدودة نوعا مان، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

(1) فهمية حاجي، اسواق رأس المال كأداة لتمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة العربي بن مهيدي،

2009/2008، ص ص 173، 174.

(2) بن وراث حجلية، مرجع سبق ذكره، 252.

**2-عدم تنوع الأوراق المالية:** يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما لائم إمكانياتهم، وهذا فهم وميولاتهم الشخصية.

والتنوع من هذا المنطق يعمل على تخفيض حجم المخاطر، أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه، الأمر الذي يرفع من حجم المظاهر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

**3-غياب الشفافية:** سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتتالية أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي...إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها، يضاف إلى صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في الخطأ.

### المطلب الثاني: الآليات والإجراءات الاقتصادية لتطوير بورصة الجزائر.

إن الإدارة السياسية لا تكفي لإنشاء سوق مالية فعالة وناجحة وتتماشى مع المتطلبات الاقتصادية المعاصرة لتأثرها بالعوامل الاقتصادية والاجتماعية للدولة، وعليه يجب توفر جملة من الشروط الأساسية لوجود مثل هذه السوق.

#### أولاً: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي العام:

إن تطور وتنشيط السوق المالية في الجزائر سيساعدها على أن تلعب دوراً أساسياً في استقطاب المخدرات وتوجيهها إلى أكثر الأوعية الاستثمارية كفاءة، وفي جذب رؤوس الأموال المهاجرة، وزيادة معدل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للجزائر.

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة.

يرى بعض الاقتصاديين أن تطور السوق المالية يتم إما في جانب العرض وذلك من خلال تشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، وإما من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الإدخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطاتها، وفي البلدان المتقدمة يكفي التطوير من جانب واحد، حيث أن المحيط الاقتصادي والاجتماعي السائد يتكفل بتطوير الجانب المتبقي أما في الدول المتخلفة فإنه ليس هناك فائدة ما تطوير أحد الجانبين دون تطوير الجانب الآخر، فزيادة العرض دون مقابلة ذلك بطلب كاف لن يعطي النتيجة المرجوة، ومن خلال ما سبق ذكره يتضح لنا ان تطوير السوق المالي في الجزائر يركز على العناصر التالية<sup>1</sup>:

**1- توفير البيئة الاقتصادية الملائمة:** ينبغي التحكم في المحيط المرتبط بالاقتصاد الكلي وذلك من خلال مراجعة التشريعات والتأكيد على ضرورة الربط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي مع مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة لذلك.

**2- تنشيط السوق المالية الأولية:** إن تنشيط السوق الأولى يعني المساهمة في تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي يحددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلع المتداولة في طار سوق التداول، إن وجود البورصة مرهون بوجود سوق الإصدار علاوة على وجود وسطاء تداول لذلك فإنه ينبغي إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور في فترة أولية مع إمكانية اللجوء إلى مكاتب الاستشارة المالية الأجنبية لاتمام العملية في إطار سليم بما ينعكس إيجابا على السوق المالية الجزائرية.

**3- تطهير المؤسسات العمومية:**

قبل دخولها البورصة إتمام عملية تطهيرها على المستوى التنظيمي والتسييري قبل خصصتها وسيحسن عند تحرير أسهمها التوجه للمستثمرين التأسيسين لما لهم من قدرات تمويلية، ومع ذلك فإن يتعين تطبيق سياسة إدماج للمحيط، وذلك بإشراك عمال المؤسسة في راس مالها، وبعد ذلك يمكن اللجوء إلى الجمهور العريض بغية صرف أسهم المؤسسة في أوساطهم.

(<sup>1</sup>) بن زيد عبد القادر، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماستر، اقتصاد نقدي بنكي، جامعة المدينة،

2018/2017، ص ص 129، 134.

في حالة عدم قدرتهم وكفايتهم فإنه يمكن التوجه للشراكة الأجنبية مع ضبط سلوكيات هؤلاء المستثمرين بنصوص تشريعية وتنظيمية واضحة، تتولى مهمة تحديد الحقوق والواجبات لكل الأطراف على النحو الذي يتم فيه المحافظة على المصالح العليا، وينبغي الإشارة إلى أن توسيع قاعدة المساهمين تعطي حركية كبيرة في نشاط البورصة.

#### 4-تحفيز المؤسسات الاقتصادية الاستراتيجية:

إن تحفيز المؤسسات الاقتصادية الاستراتيجية والتي تحقق نتائج إيجابية يجب عليها الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية ويمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص بانتهاج طريقة استبدال الديون مساهمات في تلك الشركات سواء تلك الدين لدائنين محليين أو ديون خارجية بما يخفف العملاء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

#### 5-مراجعة شروط دخول مؤسسات القطاع الخاص:

يجب مراجعة شروط دخول مؤسسات القطاع الخاص في البورصة لما يمكن أن تلبه من أدوار أساسية في تحقيق التنمية الشاملة للبلاد وتمكينها بالتالي من الاستفادة بالدعوة العمومية للإدخار وتداول أوراقها المالية بهذه الهيئة.

#### 6-بعث الوعي الإدخاري والاستثماري:

إن يجب بعث الوعي الإدخاري الاستثماري لدى الفرد الجزائري، وذلك بتوعيته بأهمية هذه السوق بمختلف الطرق ووسائل التوعية والإعلام وعلى مستوى المناهج التعليمية والتربوية.

#### 7-تشديد الرقابة القانونية:

يجب تشديد الرقابة القانونية وذلك عن طريق إيجاد تشريعات وقوانين صارمة ومعاينة التصرفات غير القانونية وغير الرشيد للمتدخلين في البورصة، بالإضافة إلى أحكام وتدعيم الرقابة على الشركات المساهمة

بحيث تعكس بياناتها المالية المنشورة وضعيتها الحقيقية تدعيما للثقة في نتائج أعمال الشركات مما يجلب المضررين إليها.

**ثانيا: الآليات والإجراءات في المحيط الاقتصادي الكلي:**

وتتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

### 1-محاربة الاقتصاد الموازي:

اصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العلم على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المسام بمبدأ العدل الجبائي، وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.

**2-اصلاح النظام الجبائي:** وهذا كما للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين:

#### أ-الاثار الاستثمار:

إذ تمارس السياسة الضريبية على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الاستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الاستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على حتما الاستثمار، إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات ومؤدي ما تقدم انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض، ومن ثم عرض الأوراق المالية، ونتيجة لما تقدم لابد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يساهم في تنفيذ المعدلات الفعالة للضريبة ويرفع من ثم من معدلات العوائد ويخفف من ثم تكلفة الاستثمار

<sup>1</sup> بن زيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره.

بعد الضريبة، وبذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

### ب- الأثر على القرارات التمويلية للشركات:

تمثل تكلفة التمويل أحد أهم مكونات تكلفة رأس المال التي تعد المهدد الأساسي للاستثمار ومن ثم عرض الأوراق المالية وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختبارات الشركات المصادر المالية، وتعتمد التكلفة الإجمالية الفعلية للتمويل على اختبارات الشركات المصادر تمويل الاستثمارات وعلى تكلفة كل مصدر تمويلي، وتتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي، إذ أن المعاملة الضريبية لمصادر تمويل الاستثمارات المختلفة: الدين والأسهم والأرباح المحتجزة، قد تختلف بشكل يؤثر على تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم على هيكل تمويل الشركة لاستثماراتها في ضوء القرارات التمويلية.

لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة وذلك من خلال منح الامتيازات والإعفاءات الضريبية.

### 3- تخفيض سعر الفائدة:

ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية.

### 4- تسريع عملية الخصخصة:

تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخاص في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة، وتنوع فرصة الاستثمار بالنسبة للمدخرين وبالتالي تحقيق شرط م شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

**5- تفعيل دور البنك المركزي والجهاز المصرفي في تنمية البورصة:**

يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي وبيضطلع كل من البنك المركزي والبنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي وتخفيف القيود على العمليات لسوق الأوراق المالية على النحو التالي:

أ- دور البنك المركزي: يلعب دورا هاما في انعاش وتفعيل دور البورصة وذلك عن طريق:

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وضمن الإكتتاب بها.
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية لأمر الذي سيوسع من سوق السندات.
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق.

**المالية:**

ب- دور البنوك التجارية:

كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار ومن ثم سوق التداول.
- تسويق وترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.
- التوسع في منح القروض ولضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، وإضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

**المطلب الثالث: الإجراءات التنظيمية والتشريعية لتطوير بورصة الجزائر.**

مثلما نجد هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالة المرجوة منها وهذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي واجتماعي وثقافي وتنظيمي... إلخ وعليه فإنه لا بد من تشخيص هذه العقبات حتى يتسنى لنا إعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من بورصة الجزائر.

**أولاً: الإجراءات التنظيمية:**

وتم تقسيمها كما يلي (1) :

**1- تجزئة سوق البورصة:**

يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين: سوق رسمية وسوق ثانية.

ففي السوق الرسمية يتم فينا تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي تم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية، مع العلم أن كلا السوقيين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق ثانوي، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية، والعبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تمويل نفسها.

فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة على أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.

**2- مكننة أنظمة التداول:**

إن لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التفتيك الحديثة لتسهيل عملية التداول للأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الأنترنت، وهي من ضمن الضمان الجديدة التي تنشطها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من اتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

(1) بن زيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره.

## 3- تعزيز الشفافية و الإفصاح :

و يتحقق هذا الهدف من خلال القيام ببعض الإجراءات مثل<sup>1</sup> :

إصدار نشرة يومية أو أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن المعلومات عامة عن السوق و مجلس الإدارة و معلومات عن أحجام التداول ، و مؤشرات الأسعار ، و إبرام إتفاقيات مع شركات عالمية تنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية ، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الأنترنت لمزيد من التعريف بالفرص الإستثمارية المتاحة من خلال :

•الإلتزام بالنشر في الصحف واسعة الإنتشار ، مع فرض غرامات على الشركات التي لا التزم بذلك .

•تشجيع الشركات على إنشاء مراكز للمعلومات بها .

•إصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة و المراجعة .

•إبرام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي و الأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة ، و حتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق المالية .

## ثانيا: الإجراءات السياسية والتشريعية:

تتمثل في ما يلي<sup>2</sup> :

## 1-العمل على ضمان الاستقرار السياسي:

إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقة لتجديد الإدخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فغن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار ولذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى

<sup>1</sup> - مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، عدد 2010 ، ص

(<sup>2</sup>) ابن زيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره.

لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة، إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسية تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية.

## 2-مراجعة الإطار التشريعي:

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

## 3- الجانب الثقافي و الديني :

يتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

• فمن الضروري السعي إلى تحسين العائلات بأهمية هذه الأداة التي تهتم بتمويل الإقتصاد ، و أنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة ، و ذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام و مختلف شكاات الإتصال مع الجمهور .

• بإحداث أدوات مالية لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات لتحسيسها بأهمية السوق المالية و دورها في تنمية الإقتصاد الوطني و بالتالي الإستفادة من الإدخار المكتنز بتعبئته .

<sup>1</sup> \_ فهيمة حاجي ، مرجع سبق ذكره، ص 174.

## خلاصة الفصل الثاني:

- لقد تعرضنا في هذا الفصل إلى بورصة الجزائر حيث قمنا بتحليل أدائها وحصلنا على النتائج التالية:
- تعتبر النظم والأطر التشريعية لبورصة الجزائر، ضعيفة وغير متحكمة في تسييرها.
  - بورصة الجزائر تعتبر سوق غير ناشئ بمقارنته مع الأسواق المالية العربية الأخرى، حيث نجد أن حجم السوق في الجزائر لا يتعدى ثلاث شركات مدرجة في البورصة بينما عددها في الأسواق الخليجية يفوق ذلك كثيرا.
  - إن هناك جملة من العراقيل حالت دون تطوير بورصة الجزائر، وأبرزها النظام المالي الجزائري الذي تعرض لعدة اهتزازات خلال الفترات القريبة السابقة نظرا لوجود عدة ثغرات أدت إلى التلاعب بأموال المستثمرين والمودعين في البنوك الجزائرية.
  - بإمكان بورصة الجزائر أن تتطور وذلك من خلال القيام بعدة إجراءات تسمح لها بهذا التطور مثل سن القوانين، وتنظيم عمليات الإفصاح، ونشر الوعي الاستثماري لدى الجمهور.

# الختامة

**الخاتمة :**

يعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق حيث أنه يشكل أحد مصادر التمويل الرئيسية التي تلجأ إليها المؤسسات لتمويل عملياتها الإستثمارية ، انطلاقاً من ذلك جاء إنشاء بورصة الجزائر في سياق تحول الإقتصاد الجزائري إلى اقتصاد السوق ، و تنوع مصادر التمويل للنهوض بالإقتصاد .

و قد شهدت بورصة الجزائر التي أنشأت بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 بتاريخ 23 ماي 1993 ، و الذي تتم بموجبه أيضا إنشاء هيئاتها التنظيمية من خلال إنشاء لجنة التنظيم و الإشراف على البورصة و شركة إدارة البورصة ، و دخلت النشاط فعليا سنة 1998 ،شهدت بعض الديناميكية خلال السنوات الأولى تماشيا مع الاستراتيجية التنموية التي طبقتها السلطات في هذه المرحلة و القائمة على الخصوصية . لكن هذه الديناميكية لم تستمر خلال السنوات اللاحقة ، و ذلك رغم الكثير من التدابير المتخذة لتشجيع المؤسسات على الدخول للبورصة.

من خلال تحليلنا لتطور السوق المالي في الجزائر، يمكن القول أننا تمكنا من تشخيص مواطن القصور و المعوقات التي تمنع هذا السوق من أداء دوره الطبيعي في تمويل الإقتصاد ، بما يمكننا من اقتراح بعض الحلول اللازمة لإعطائه ديناميكية جديدة ، و بما يمكن من الإعتماد عليه كأحد الركائز الأساسية للتحول إلى التنوع الإقتصادي و مواجهة تحديات المرحلة الراهنة .

**1\_ اختبار الفرضيات :**

•على ضوء دراستنا ، يمكن التأكيد على صحة الفرضية الأولى ، حيث يلعب السوق المالي ، دورا جوهريا في تمويل الإقتصاد بفضل المزايا التي يوفرها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية من جهة ، و للمستثمرين من جهة أخرى .

•من خلال المفاهيم النظرية التي تطرقنا إليها في الفصل الأول ، و تحليلنا لواقع السوق المالي في الجزائر في الفصل الثاني ، يمكن التأكيد أيضا على صحة الفرضية الثانية ، حيث إنشاء سوق مالي فعال يتوقف على وجود بنية إقتصادية قوية ، لأن السوق المالي يشكل مرآة عاكسة لديناميكية الإقتصاد ككل ، فالنسبة

للجزائر، يمكن التأكيد على صحة على أن من بين أسباب فشل البورصة هو عملها في بيئة إقتصادية لا تتماشى تماما مع متطلبات التمويل السوقي .

• انطلاقا من تحليلنا لنشاط السوق المالي في الجزائر ، يمكننا أيضا التأكيد على صحة الفرضية الثالثة ، حيث أن بورصة الجزائر تعاني من ضعف السيولة و هو ما يمنعها من أداء دور مهم في تمويل الإقتصاد، حيث أن عدد الشركات التي تصدر أسهم و سندات في البورصة يعد محدود جدا لا يتجاوز 6 شركات ، كما أن نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام ضلت صفرية منذ بداية نشاط البورصة و إلى يومنا هذا .

## 2\_نتائج البحث :

توصلنا من خلال دراستنا إلى مجموعة من النتائج تتمثل في :

• السوق المالي هو أحد ركائز الإقتصاد حيث يقوم بعمليات تمويل الإستثمارات و المشاريع للوحدات التي تعاني من عجز تمويلي .

• يعد تنوع الأوراق المالية في السوق المالي أداة مهمة للغاية لتحقيق التوازن بين جميع متطلبات أصحاب المصلحة سواء كانوا طالبين أو عارضين و يتحقق ذلك إما باللجوء إلى السوق النقدي أو سوق رأس المال .

• مرت بورصة الجزائر عند نشأتها بمراحل متعددة تميزت بالبطء و الركود و هذا نظرا للظروف السياسية و الإقتصادية الصعبة التي مرت بها البلاد في العصرية خلال التسعينات من القرن الماضي كما تميز أداء و تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر بالبطء و التذبذب و الركود .

• يعاني السوق المالي في الجزائر من ضعف كبير في السيولة بسبب نذرة الإصدارات، و وجود عدد ضئيل من المتعاملين المهمين بالنشاط السوقي .

• السوق المالي الجزائري مازال بعيدا عن لعب دور مهم في تمويل الإقتصاد الوطني بسبب ما يعانيه من عراقيل انعكست سلبا على ديناميكية السوق .

• ضعف الألوان الإقتصادية ، و خاصة الطابع العائلي لمعظم المؤسسات الخاصة و غياب الشفافية يعد عائقا جوهريا أمام تطور نشاط السوق المالي في الجزائر.

• وجود فائض مالي كبير في الإقتصاد بفضل إرتفاع أسعار المحروقات خلال سنوات الألفينات ، أدى إلى تعميق حالة عدم إهتمام المتعاملين بالتمويل السوقي .

### 3\_التوصيات و الإقتراحات :

على ضرورة هذه النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث يمكن التأكيد أن بعث نشاط السوق المالي في الجزائر يتوقف على ما يلي :

• العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام و كذا شبكة الإتصال العالمية .

• العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات العالمية للإستفادة من تجارب الآخرين .

• تحسين نوعية الخدمات التي تقدمها البورصة و الوسطاء الماليون المتعاملين في البورصة .

• ضم ممثلي شركات البنوك الوسطاء في هيئة تأسيسية لبورصة الجزائر .

• وضع سياسة إقتصادية تعتمد على البورصة كمصدر تمويلها الأساسي .

• تفعيل القوانين و التشريعات التحفيزية لدخول البورصة بورصة للمؤسسات الإقتصادية و المصرفية العامة و الخاصة .

• رفع مستوى الشفافية و الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة بالبورصة و تبسيطها و خاصة الميزانيات و تقارير مجلس الإدارة و حسابات الأرباح و الخسائر .

• العمل على تقوية الكفاءات و تحسن تكوين الموارد البشرية المسيرة للبورصة .

• تكييف نشاط بورصة الجزائر مع الخلفيات الشفافية و الدينية للأعوان الإقتصاديين ، لاسيما ما يتعلق بتبني منتجات المالية الإسلامية .

---

**4\_آفاق الدراسة :** إن هذه الدراسة لا تقدم رؤية مطلقة أو نهائية عن موضوع السوق المالي و الآليات اللازمة لإنعاش نشاط بورصة الجزائر ، و ذلك لإمكانية دراسة هذا الموضوع من جوانب أخرى ، و عليه يمكن أن نقترح هذا الموضوع من زوايا مختلفة منها:

• دور قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تطوير السوق المالي.

• دور المالية الإسلامية في تطوير السوق المالي.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع:

قائمة الكتب:

- 1- السيد عبد الفتاح اسماعيل والسيد عبد العفار على حنيفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية. 2006.
- 2- حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، طبعة مزيدة، 2014.
- 3- دريد كمال آل شبيب الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2019.
- 4- زياد رمضان ومروان شمرط، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.
- 5- عبد الرزاق موري، بورصة الجزائر، دار صومة، بوزريعة، الجزائر، 2005.
- 6- عبد المنعم السيد علي، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 7- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 8- محمد صادق اسماعيل، البورصة العربية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة 2011.
- 9- محمد محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 10- منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث الاسكندرية، 2009.
- 11- ميلود زيد الضير، ضوابط الاستقرار المالي والاقتصادي الأساسي، الاقتصاد الأساسي والواقع إصانات المستقبل، جامعة عمار تليجي بالأغواط، 2009.
- 12- نزار كاظم الهيكاني، السياسات الاقتصادية دار البازوري، عمان الطبعة الثانية، 2015.

قائمة المذكرات والأطروحات باللغة العربية:

- 13- بن زيد عبد القادر، السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماستر، اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة المدية، 2017، 2018.
- 14- بن وارث حجيبة، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2016، 2017.
- 15- بالضيف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر مذكرة ماجستير، مالية، جامعة منشوري قسنطينة، 2007.
- 16- بومود إيمان، أسواق الأوراق المالية الناشئة وعلاقتها بتسويل التنمية الاقتصادية، مذكرة دكتوراه، العلوم المالية، جامعية باجي مختار عنابة، 2013.
- 17- حشاشي سليمة، دراسة العلاقات بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، دراسات مالية، جامعة فرحات عباس " سطيف " .
- 18- حليلة عطية، دور الدول السوق المالي في تمويل الاستثمارات، مذكرة ماجستير، أسواق مالية وبورصات، جامعة، خيضر محمد بسكرة، 2014، 2015.
- 19- خلفاوي عبد الصمد، دور الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمارات، مذكرة دكتوراه، دراسات اقتصادية، ومالية، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2019، 2020.
- 20- خلفه ساهل زينب، دور شركات رأس المال، المظاهر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، مالية مؤسسة جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2011، 2012.
- 21- ساعد ابتسام، تقسيم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، 2009.
- 22- سماري ابتسام، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، دراسة حالة السوق الفرنسي، مذكرة ماجستير، دراسات مالية جامعية، فرحات عباس سطيف، 2005، 2006.

23-ضبابة حسين، دور الخوصصة، وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد مذكرة دكتوراه، اقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف.

24-محفوظ بصيري، والأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة مذكرة ماجستير، بنوك ونقود مالية، جامعة دحلب بالبليدة، 2007.

25- فهيمة حاجي أسواق رأس المال كأداة لتمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير قسم الاقتصاد، جامعة العربي بن مهدي، 2008، 2009، ص ص، 173، 174.

26-وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق مذكرة دكتوراه، نقود وبنوك، جامعة الجزائر، 2002، 2003.

#### مذكرات باللغة الأجنبية:

27- Ammour Benhalima, le marché Boursier Algérien contraintes et perspectives, Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en science économique, université mouloud Mammeri Tizi ousou,2005

28- Chahed sihem, chebab Fatima, le role du marche financier dans le financement des entreprises, en vue l'obtention du diplôme de Magister, science économique, option Monnaie fincance et Banque,2016

29- Méhami sara, saidi Nawal, l'impact de l'introduction en bourse sur les entreprises Algérienne : cas de la CNA – Rouiba, Mémoire en vu de master en science éconimique, université Mouloud Hammeri de Tizi-ousou,2016.

30-خالفي وهيبية، مقارنة التمويل الاقتصادي الاستدانة واقتصاديات أسواق المال مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة عاشور زيان بالجلفة، 22، 2018.

31-صواري سوليسي محمد زرقون، تقييم فعالية بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية للقطاع الخاص بالجزائر، دراسة حالة شركة أليناس، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد الثالث، العدد الثاني، جامعة الوادي الجزائر.

32-قدوري نور الدين: الفري عبد الرحمان، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، مجلد البشائر الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، المجلد الخامس، العدد02، 2010.

33- سلامي أحمد، أهم مؤشرات كفاءة الإدخار المحلي في تمويل التنمية الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 11، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، 36.

34- مفاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة العدد 2010، ص192.

-ملتقيات:

35-بغداد بنين، التمويل الغير تقليدي وأثره على الأداء الاقتصادي، النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، يومي 04 و05 فيفري، 2019.

36-بومدين، دور السوق المالي في تسويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، سياسات التسويل، وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر، بسكرة يومي 22/21 نوفمبر 2006.