الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

سبل ترقية دور السوق المالي في تمويل الاقتصاد في الجزائر

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

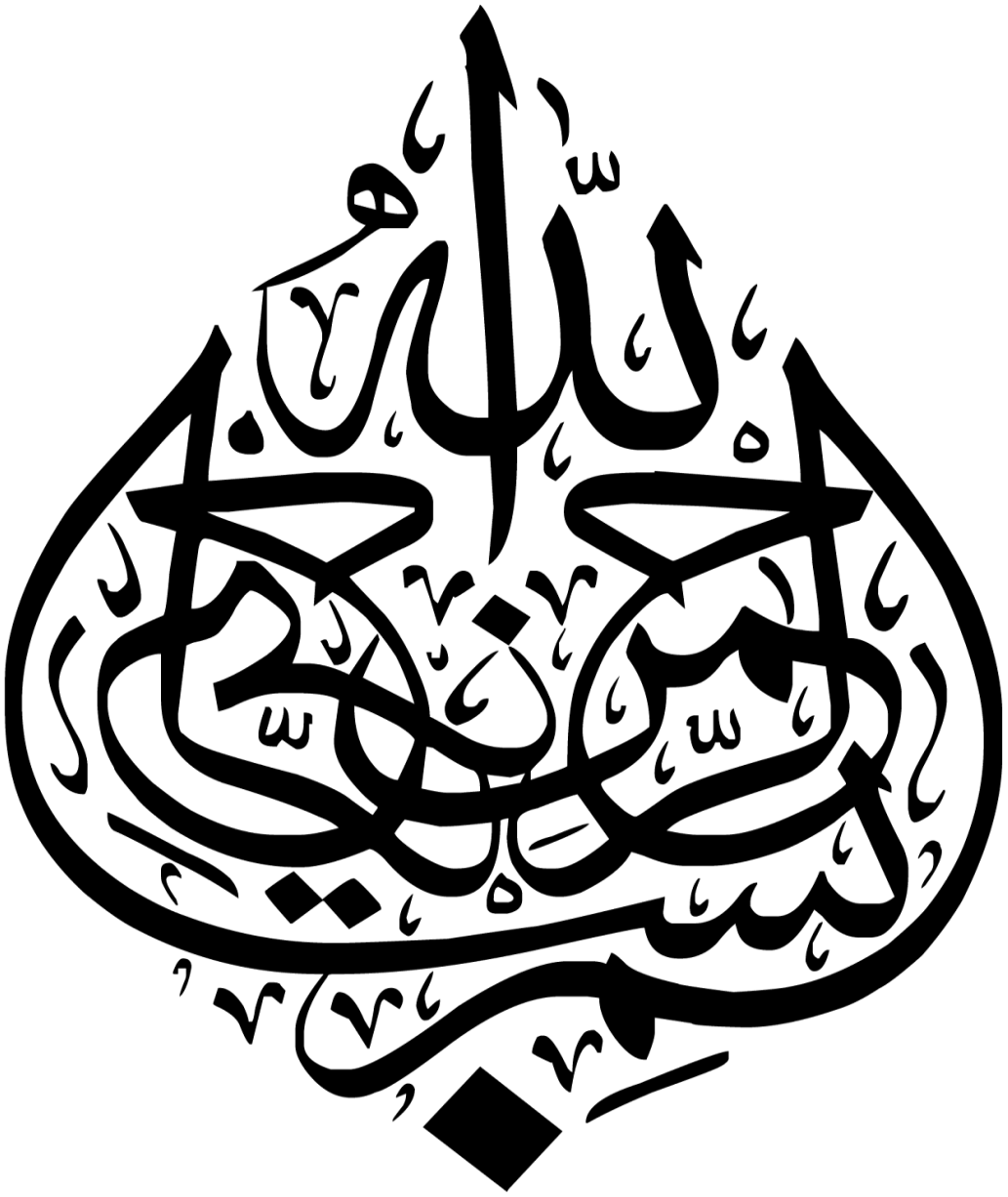
إعداد الطالبة:

– اسعدي اناس

لجنة المناقشة:

اسم و لقب الأستاذ	الرتبة	الجامعة	الصفحة
لعور سطايحي الهام	أستاذ محاضر ا	جامعة20 أوت 1955 سكيكدة	الرئيس
قصاص شريفة	أستاذ محاضر ا	جامعة20 أوت 1955 سكيكدة	ممتحن
سلامات عقيلة	أستاذ محاضر ب	جامعة20 أوت 1955 سكيكدة	مشرف

2021/2020



الإهداء:

اهدي هذا العمل المتواضع

إلى اعز الناس وأقربهم إلى قلبي والدي العزيزين_حفظهما الله_

إلى أخي العزيز الذي شجعني وكان السند الدائم لي

إلى روح جدتي رحمها الله وأنار قبرها

إلى صديقاتي العزيزات اللاتي كن عونا لي طيلة حياتي الدراسية

إلى كل من ساعدني وخطى معي خطوات هذا البحث

الشكر والعرفان

احمد الله عوجل الذي وفقني في إتمام هذا البحث العلمي والذي أمدني بالصحة والعافية والعزيمة.

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذة المشرفة **"سلامات عقيلة"** على كل ما قدمته لي من توجيهات ومعلومات قيمة ساهمت في إثراء موضوع دراستي في جوانبه المختلفة، كما أتقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرة على قراءتهم لهذا البحث ومناقشته.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى توضيح واقع السوق المالي بالجزائر، ومدى مساهمته في تمويل الاقتصاد الوطني حيث تم التطرق إلى أداء بورصة الجزائر و أنواع الأوراق المالية المتداولة فيها وطريقة تداولها، كما هدفت إلى إبراز مختلف العراقيل و المعوقات التي تعاني منها و تحول دون تحقيقها للأهداف المرجوة منها، وقد تم التوصل إلى مجموعة من السبل التي ينبغي إتباعها لتطوير هذا السوق، أهمها توفير المناخ الملائم لعمله و تدعيم البنية التشريعية و المؤسسية المتعلقة به و كذلك الاستفادة من مختلف التجارب، كتجربة البنوك الإسلامية التي من شانها إثراء السوق المالي بأدواتها و منتجاتها، بالإضافة إلى الاستعانة بخبرات باقي الدول في هذا المجال.

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

Résumé :

Le but de cette étude consiste en éclaircissement de le réalité du marche financier en Algérie, et a quel point il participe dans le financement de l'économie nationale, ou il a été question de la performance de la bource d'Alger et le type de money et les façons d'échange, comme elles tond à montrer les différents obstacle rencontrés, qu'il empêchent de réaliser les objectifs souhaités. Cependant, des solutions entêtées mis en place afin d'améliore ce marché, comme : l'établissement d'un climat adapté, le soutien de sa structure législative et institutionnel ainsi que le bénéfice des différentes expériences, tels que l'expériences de banques islamiques qui a pour but l'enrichissement du marché financier par ces outils et produits, en plus s'aider de l'expérience des autres pays dans ce domaines.

Mots clés :

le marché financier, le financement de l'économie, la bource d'Alger.

فهرس المحتويات:

العنوان	الصفحة
- الإهداء - الشكر - الملخص - الفهرس - قائمة الجداول - قائمة الأشكال - مقدمة عامة	أ–ج
- الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق المال ودورها في تمويل الاقتصاد • المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي وتمويل الاقتصاد	5 6
- المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالي أولا: ماهية السوق المالي ثانيا: أنواع الأسواق المالية ثالثا: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية - المطلب الثاني: ماهية تمويل الاقتصاد أولا: أشكال تمويل الاقتصاد ثانيا: هيئات الوساطة المالية ودورها في تمويل الاقتصاد • المبحث الثاني: أهمية السوق المالي في تمويل الاقتصاد - المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية والمالية للأسواق المالية أولا: الأهمية الاقتصادية ثانيا: الأهمية المالية - المطلب الثاني: دور بورصة الأوراق المالية أولا: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الوطني ثانيا: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات • المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة - المطلب الأول: دراسات سابقة باللغة العربية أولا: دراسة شمعون شمعون 2005، كتاب بعنوان = البورصة وبورصة الجزائر	6 10 18 21 21 24 24 24 24 24 25 26 26 28 30 30 30

ثانيا: دراسة بوكساني رشيد 2005 –2006 مذكرة بعنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها	30
ثالثا: دراسة بن شنهو فريدة مقال بعنوان: واقع السوق المالي في الجزائر وأفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات المالية	30
- المطلب الثاني: دراسات سابقة باللغة الأجنبية	31
أولا: دراسة رميدي جمانة، مذكرة بعنوان السوق المالي الجزائري عقبات وتوجيهات.	31
- المطلب الثالث: القيمة المضافة	31
- خلاصة الفصل الأول	32
- الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر ودوره في تمويل الاقتصاد	34
• المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر	34
- المطلب الأول: تأسيس بورصة الجزائر	34
أولا: نشأة بورصة الجزائر	34
ثانيا: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر	37
- المطلب الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر	43
أولا: الإدراج في بورصة الجزائر	43
ثانيا : تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية لبورصة الجزائر	46
• المبحث الثاني : واقع و معوقات بورصة الجزائر	49
- المطلب الأول :واقع بورصة الجزائر	49
أولا :الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر	49
ثانيا : التداول في بورصة الجزائر	50
ثالثا : أداء بورصة الجزائر	52
- المطلب الثاني : معوقات بورصة الجزائر	53
أولا : معوقات تتعلق بالبورصة	54
ثانيا : معوقات تتعلق بمحيط البورصة	55
ثالثا : عوامل اقتصادية	57
• المبحث الثالث : أفاق تطوير فعالية السوق المالي في الجزائر	59
- المطلب الأول : زيادة إنتاجية المؤسسات الاقتصادية	59
أولا : خصخصة شركات القطاع العام	59
ثانيا : تعبئة القطاع الخاص و تأهيل المؤسسات المتوسطة و الصغيرة	60

ثالثا : تطوير النظام الاقتصادي و المالي	61
- المطلب الثاني : الدور الأساسي للبنوك في تفعيل البورصة	62
أولا : إنشاء بنوك الأعمال	62
ثانيا : أهمية البنوك في التوظيف الجماعي للأوراق المالية	63
ثالثا : دور البنوك في تنشيط السوق المالي	65
- المطلب الثالث : إعادة هيكلة النظام العام للبورصة	66
أولا : عصرنة بورصة القيم المنقولة	66
ثانيا : اعتماد المصارف الإسلامية	67
ثالثا : تكريس التعاون الدولي	68
- خلاصة الفصل الثاني	70
- خاتمة عامة	72
- قائمة المراجع	76

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	تطور سوق التداول في الجزائر خلال الفترة (2020/2015)	52

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أنواع الأسواق المالية	**10**
02	أسواق رأس المال	**14**
03	أدوات سوق النقد	**18**
04	أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني	**26**
05	النظام العام الحالي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	**40**
06	تطور نسبة الرسملة السوقية في بورصة الجزائر في فترة (2020/2015)	**53**

مقدمة

مقدمة عامة:

يشكل موضوع السوق المالي ودوره في تمويل الاقتصاد ميدانا واسعا للنقاش، حيث تتفق معظم الآراء على الدور الجوهري للسوق المالي في جر الادخار نحو الاستثمار المنتج، أي بمعنى آخر التوطين الأمثل للموارد من خلال الالتقاء بين الأعوان ذوي الفائض في التمويل والأعوان ذوي العجز التمويلي.

وتضمنت هذه الإصلاحات أيضا إنشاء السوق المالي، ويندرج ذلك في سياق التخلي عن التمويل البنكي التضخمي، والتخلص من الاستدانة الخارجية.

بناء على ذلك تم إنشاء بورصة الجزائر بموجب مرسوم صادر سنة 1993، وذلك في إطار إعادة تصميم نظام تمويل الاقتصاد الوطني، لكن وبعد مرور ما يقارب ثلاثة عقود من إنشائها إلا أن نشاطها بداية من سنوات التسعينيات، ومع هيمنة فكرة قدرة تحرير الأنظمة المالية على ضمان التمويل اللازم للاقتصاد، بالإضافة إلى الأزمات الاقتصادية والمالية التي شهدتها معظم البلدان النامية في هذه المرحلة ومن بينها الجزائر، باشرت هذه البلدان سلسلة من الإصلاحات الجذرية لمواجهة أزماتها.

انطلاقا من ذلك طبقت الجزائر مع نهاية سنوات 1980 وخلال سنوات 1990 سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية لتحقيق التحول من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، ومعالجة الاختلالات العميقة الناجمة عن انهيار أسعار المحروقات في تلك المرحلة.

استلزم إعادة هيكلة الاقتصاد في هذه المرحلة الشروع في إصلاحات مالية عميقة مست النظام البنكي، يبقى ضعيف جدا، حيث أنها تصنف ضمن الأسواق الأقل نشاطا في العالم.

ومع دخول الاقتصاد الجزائري في أزمة اقتصادية مزدوجة بفعل تدهور العوائد النفطية من جهة وتأثير الأزمة الصحية لجائحة كورونا على الاقتصاد من جهة أخرى، فإن النقاش حول سبل تفعيل دور السوق المالي في تعبئة الادخار لصالح الاقتصاد الحقيقي، وتعويض تدهور الإطار التمويلي في الجزائر يتخذ اتجاها جديا أكثر من أي وقت مضى.

الإشكاليـــــة:

بالنظر إلى أهمية الدور الذي يلعبه السوق المالي في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد، تطرح الإشكالية الآتية:

ما هي العراقيل التي تعيق نشاط السوق المالي في الجزائر، وما هي سبل تفعيل دوره في تمويل الاقتصاد؟

بالإضافة إلى ذلك نطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية:

1) ما هي ظروف نشأة السوق المالي في الجزائر؟
2) ما هو واقع السوق المالي في الجزائر؟
3) إلى أي مدى يساهم السوق المالي في الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني؟
4) ما هو الدور الذي يجب أن تلعبه السلطات العمومية في تنشيط السوق المالي في الجزائر؟

فرضيات البحث:

للإجابة عن الأسئلة السابقة نطرح مجموعة من الفرضيات:

1) يعتبر السوق المالي غير فعال في الجزائر بسبب عدم ملائمة السياق الاقتصادي والثقافي مع شروط التمويل السوقي.
2) يعتبر السوق المالي في الجزائر فتيا وحديث النشأة ويتصف بندرة المؤسسات المختصة بالوساطة المالية، بالإضافة إلى أن عدد شركات المساهمة التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية قليل جدا.
3) مساهمة بورصة الجزائر في الاقتصاد الوطني تعتبر ضئيلة جدا او مهملة.
4) يؤدي تنشيط السوق المالي إلى زيادة سيولته كما يساهم في زيادة كفاءة الجهاز المصرفي ومن ثمة زيادة فاعلية الوساطة المباشرة وغير المباشرة وتوفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل الاستثمارات.

مبررات اختيار موضوع البحث:

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة لاختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- الميل الشخصي لمواضيع أسواق المال.
- أهمية الموضوع على الصعيد الوطني.
- الركود الذي تشهده بورصة الجزائر.
- نقص ثقافة الادخار والاستثمار في البورصة لدى الفرد الجزائري.
- الحاجة الملحة لتعبئة الموارد المتاحة على المستوى المحلي لتمويل الاقتصاد.

أهداف البحث وأهميته:

أهداف البحث: تهدف هذه الدراسة إلى تحديد متطلبات إنشاء سوق مالي فعال وتحليل نشاطه ودوره ومدى مساهمته في تمويل الاقتصاد الوطني مع محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والتطبيقية المتعلقة به، كما تهدف إلى التعرف على الكيفية التي نشأت وتأسست بها سوق الأوراق المالية في الجزائر ومختلف التغيرات التي طرأت عليها وكذلك أفاق تطويرها.

أهمية البحث: تعطي هذه الدراسة رؤية علمية للدور الذي تؤديه الأسواق المالية كإحدى أهم المصادر التمويلية، كما أنها تلم بمختلف الجوانب النظرية والتطبيقية المتعلقة بالسوق المالي، وتحث على ضرورة تنمية هذه السوق وتفعيلها لأنها أكثر وسيلة تجذب الاستثمار وتوجه المدخرات لتلبية احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين.

حدود البحث:

الحدود الزمنية: تحليل نشاط بورصة الجزائر منذ إنشائها مطلع التسعينيات من القرن الماضي، مع التركيز على الفترة الممتدة من 2015 إلى 2020.

الحدود المكانية: بورصة الجزائر.

منهج البحث:

من أجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على اشكاليته تم انتهاج المنهج التحليلي باعتباره الأنسب حيث تم إتباعه لرصد التطورات والتغيرات وتحليل المعطيات الرقمية والإحصائية لأداء بورصة الجزائر مع الاستعانة بالمصادر من التشريعات والقرارات والوثائق الرسمية والتقارير.

صعوبات البحث:

- صعوبة إيجاد المراجع.
- صعوبة الوصول لإحصائيات حول البورصة.
- صعوبة الولوج الى المواقع المتعلقة بالبورصة.

هيكل البحث:

سنتطرق في هذه الدراسة إلى فصلين، يشتملان على كافة الجوانب المتعلقة بموضوعنا حيث نحاول في الفصل الأول تحديد المفاهيم النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، ماهيتها وتقسيماتها وخصائصها ووظائفها وكذلك أنواع الأدوات المالية المتداولة فيها، بالإضافة الى حقيقة العلاقة بين السوق المالي وتمويل الاقتصاد، أما الفصل الثاني فانه يتناول كيفية نشأة السوق المالي في الجزائر وتطوره والهيئات المشرفة على تنظيمه والمحددة من قبل المشرع الجزائري، والأصول المتداولة فيه، والأطر والتنظيمات لعملية إدراج الشركات والأدوات المالية، والمعيقات التي تجعل السوق المالي غير قادر على القيام بدوره، كما يبحث هذا الفصل في آفاق تطوير السوق المالي وزيادة فعاليته في تمويل الاقتصاد.

الفصل الأول:

الإطار النظري لأسواق المال ودورها في تمويل الاقتصاد

الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق المال ودورها في تمويل الاقتصاد.

تمهيد:

تشكل أسواق المال جانبا مهما من النظام الاقتصادي، إذ تساهم في تجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة بالإضافة إلى أنها تساهم في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، مما يؤدي إلى تفعيل المشاريع الاستثمارية وتمويل التنمية الاقتصادية وتطوير النشاط الاقتصادي، ما يحقق قيمة مضاعفة للاقتصاد وينعكس إيجابا على النظام المالي والاقتصادي للبلد.

وتحتل الأسواق المالية أهمية بالغة في الاقتصاديات الحديثة وكلما تكون فعالة أكثر فإنها تجنب الحكومات اللجوء إلى الاستدانة وتؤدي إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، ولتوضيح أهمية الأسواق المالية ودورها في تمويل الاقتصاد، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي وتمويل الاقتصاد.

المبحث الثاني: طبيعة العلاقات بين السوق المالي وتمويل الاقتصاد.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول السوق المالي وتمويل الاقتصاد.

تمهيد:

أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء خاصة في سياق العولمة، حيث أصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي ومدى قدرته على تمويل المشروعات والشركات والأفراد والمؤسسات والحكومات وتأثيره في اتخاذ القرارات الخاصة بالتمويل والاستثمار بعد فهم عميق لكيفية تدفق الأموال من خلاله.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالي

تمهيد:

سنتطرق بصفة عامة إلى الجوانب النظرية المتعلقة بالسوق المالي من تعريف وغيره.

أولا: ماهية السوق المالي

1- مفهوم السوق المالي:

وردت عدة تعريفات تبين مفهوم وحقيقة الأسواق المالية، ومن هذه التعريفات نجد:

التعريف الأول:

تعرف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمساهمين والمقترضين (المستثمرين) بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسع في المشاريع والحكومات عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل على نقودهم.[1]

التعريف الثاني:

والسوق المالي بالرغم من أنه حديث العهد مقارنة بالسوق المادية إلا أن مفهومه لا يختلف عن مفهوم الأسواق الأخرى خاصة من حيث تنظيمها، وان الأسواق المالية هي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الأفضل لموارد المجتمع، فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق رأس المال والذي يعتبر أهم عامل.[2]

---

[1]- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة –دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2010، ص 10.

[2]- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية–دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة ابي بكر بلقليد، تلمسان، 2013/2012، ص 10.

التعريف الثالث:

كما تعرف الأسواق المالية بأنها الوحدات التي تتدفق الأموال من خلالها في النظام المالي.[1]

التعريف الرابع:

ويمكن أن يعرف السوق المالي على أنه " المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية".[2]

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص أن السوق المالي هو الآلية التي تضمن جمع المدخرات وتوجيهها نحو مختلف الأنشطة الاقتصادية والمشاريع الاستثمارية من خلال المؤسسات المالية التي تضمها.

2- نشأة الأسواق المالية:

نتيجة لكبر حجم الإنتاج، وازدياد حجم التبادل التجاري تبعا لذلك، ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية، وأسواق الذهب ثم ظهرت بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، وهي التي تعرف بالبورصات.

ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية إلى القرن الثالث عشر الميلادي، حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسندات الاذونية، وذلك في فرنسا، الأمر الذي جعل من إنشاء أسواق مالية لتداول الأسهم والسندات فيما بعد أمرا سهلا.

وقد ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة، التي تعجز الموارد المالية للأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها، حيث ظهرت شركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، عن طريق قسمة رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة.

كما ارتبط ظهور السندات بتوسع الدول في مشاريع التنمية، والإنفاق على الحروب، حيث كانت إحدى الوسائل التي لجأت إليها الحكومات للاقتراض من جمهور الناس، كما لجأت اليها الشركات لزيادة أموالها وتوسيع أعمالها.[3]

---

[1]- نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، 2007، ص 7.

[2]- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني-دراسة حالة بورصة ماليزيا-أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2014، ص 4.

[3]- مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 3.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشأتها وتطورها بخمس مراحل، ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول:[1]

- **المرحلة الأولى:** وتميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، مما جعلهم يلجؤون إلى الاقتراض من هذه البنوك لتمويل مشروعاتهم.
- **المرحلة الثانية:** وتميزت بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، فبعد أن كانت هذه البنوك تتميز بالحرية المطلقة، أصبحت في هذه المرحلة تقوم بأعمالها في خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا للضوابط التي يضعها البنك المركزي.
- **المرحلة الثالثة:** وتميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والبنوك الزراعية والبنوك العقارية...الخ. وكانت هذه البنوك تقوم بإصدار السندات لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تزيد من قدرتها على تمويل المشاريع المختلفة، كما كانت البنوك المركزية تقوم بإصدار سندات الخزانة.
- **المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية، حيث ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
- **المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية في السوق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية، نتيجة لتطور وسائل الاتصال المختلفة، وظهور البورصات المتخصصة في بيع و شراء الأوراق المالية طويلة الأجل، مثل: الأسهم والسندات.

3- وظائف السوق المالي:

تتعدد وتتنوع وظائف الأسواق المالية بجناحيها المتعلق بالعمل المصرفي والمتعلق بالأوراق المالية وهي في حقيقة الأمر أربع مجموعات من الوظائف هي: [2]

الوظيفة الأولى: تحفيز الادخار وتعبئته

- الجهاز المصرفي هو وعاء ايجابي وله فعاليته في تحفيز الادخار وتجميعها. وتحفيز الادخار من خلال الجهاز المصرفي تعمل عليه عناصر متعددة منها الأمان الذي يتحقق في هذا الوعاء وهذا الأمان مصدره خضوع هذا الجهاز لقوانين ورقابة البنك المركزي.

---

[1]- مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، احكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2005، ص ص: 53-56.

2-مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، احكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2005، ص ص: 53-56.

- أسواق الأوراق المالية تتكامل مع الجهاز المصرفي في تحفيز الادخار وتعبئته وحيث أن هذه الأسواق تتعامل في أدوات مالية يمكن بها تحريك الادخار، مثل الأسهم وذلك لأنها تملك حوافز مثل حق الملكية وحق الحصول على عائد على الادخار.

الوظيفة الثانية: تفعيل تحويل الادخار إلى استثمارات وتوجيهها

الأسواق المالية بجناحيها الجهاز المصرفي وأسواق الأوراق المالية تعتبر أهم الوسائل التي توجه الادخار إلى استثمارات، حيث أن الإمكانيات والوسائل المتنوعة التي تتوفر فيها تعتبر أكبر حافز لتحويل الادخار إلى استثمارات.

الوظيفة الثالثة: تأمين السيولة

الأسواق المالية بجناحيها وهما سوق النقد وسوق رأس المال تتيح وعاءا ملائما وفعالا لإدارة السيولة. الجهاز المصرفي وهو يغطي سوق النقد وجزء من سوق رأس المال يتيح إدارة السيولة ويتيحها بمرونة كبيرة بحيث يستطيع الشخص وهو يودع نقوده في هذا الجهاز أن يواجه بسهولة وسرعة كبيرة احتياجاته للنقود سواء للاستهلاك أو للمضاربة للحصول على دخل أو للاحتياط.

الوظيفة الرابعة: المشاركة في تحقيق توازن الاقتصاد

وظيفة الأسواق هي تحقيق التوازن في المستوى الذي تعمل فيه والذي تعمل عليه. على سبيل المثال الأسواق الحقيقية تتحدد مهمتها في تحقيق التوازن في سوق السلع من حيث العرض والطلب. كذلك الأسواق المالية تعمل لنفس الهدف، حيث تعمل على الادخار والاستثمارات ومطلوب أن تحقق التوازن بينها.

4- أهمية الأسواق المالية:

تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي:[1]

1) مما يؤدي إلى تحسين أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي وتعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
2) المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
3) تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء.
4) ضرورة حتمية لتنمية الادخار وتوجيهه لخدمة التنمية الاقتصادية.
5) السوق وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وبالتالي تعبئة وتنمية المدخرات.

[1]- مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 14-15.

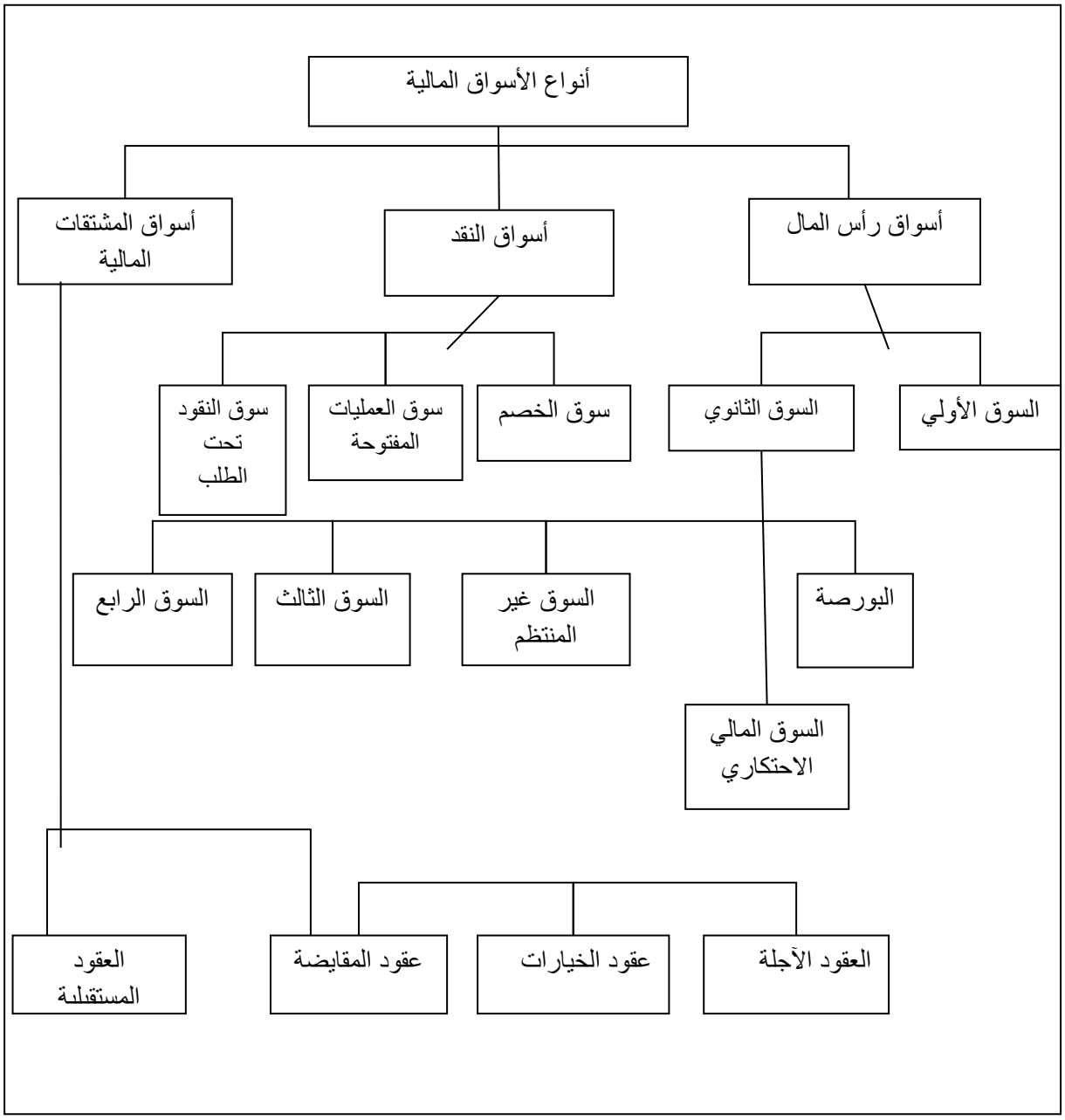
6) تقدم السوق مؤشرا ماليا إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية.

7) تمثل السوق المصدر الأساسي للتمويل بواسطة إصدار الأسهم والأوراق المالية.

8) تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها للدولة.

ثانيا: أنواع الأسواق المالية.

الشكل رقم1: أنواع أسواق المالية.



تقسم الأسواق المالية حسب عدة تصنيفات أهمها المدى العمري للأصول المالية إلى:

1- أسواق النقد:

1-1- تعريفها:

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يزيد اجل استحقاقها عن عام. حيث يحقق مستخدمي الأموال أصحاب الاحتياجات القصيرة الأجل احتياجاتهم من سوق النقد.

الأدوات أو الأوراق المالية التي تتداول في هذه الأسواق يصدر معظمها من خلال الشركات والحكومات للحصول على التمويل قصير الأجل مثل: أدونات الخزانة، وفرض الاحتياطي الإلزامي واتفاقيات إعادة الشراء، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، والكمبيالات أو القبولات المصرفية.[1]

وتتميز السوق النقدية بقدرتها على تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الاستثمارات القصيرة الأجل وينحصر استحقاق الأوراق المالية المتعامل بها في هذه السوق بين يوم واحد إلى سنة واحدة، إلا أن الاستحقاق المألوف لهذه الأوراق عادة ما يكون 91 يوم أو اقل.

وتلعب المصارف التجارية دورا كبيرا في هذه السوق إضافة إلى البنك المركزي، إلا أن دور المستثمرون الأفراد يكون محدودا وضعيف في هذه السوق بسبب انخفاض العائد على الأوراق المالية المطروحة للاستثمار والمتداولة في هذه السوق.

وبشكل عام فالسوق النقدية تمتاز بدرجة مرتفعة من الأمان وبقدر كبير من السيولة، بالإضافة إلى المرونة العالية ومن اجل ذلك يتميز استثمار الأموال في السوق النقدية بسهولة استردادها عند الحاجة إليها سواء كان ذلك لقصر ميعاد استحقاقها أم لسهولة تحويل الأصول المستثمرة فيها هذه الأموال.[2]

1-2- هيكل سوق النقد:

يتكون على النحو التالي:[3]

1. سوق النقود تحت الطلب: تمثل سوق النقود قصيرة الأجل للغاية حيث يحتاج بعض الأشخاص معها إلى ائتمان قصير الأجل لتمويل المعاملات الخاصة بهم، ومن هؤلاء الأشخاص سماسرة الأوراق التجارية (الادونات) وسماسرة البورصات. وتوفر عادة الائتمان للبنوك التجارية.

---

[1]- نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، مرجع سبق دكره، ص ص: 10-11.

[2]- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 1، 2001، ص ص: 115-116.

[3]- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي: البنوك الالكترونية-البنوك التجارية-السياسة النقدية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، ط1، 2008، ص: 76.

2. سوق القروض المضمونة: وهي مضمونة بالأسهم والسندات، وهي سوق متعددة جغرافيا ومن أقل أسواق النقود قصيرة الأجل تنظيما، وعادة ما تحصل هذه البنوك على قروض مضمونة من ممثليها في البنوك الكبيرة.
3. سوق سندات القبول: مؤسسات نقدية وظيفتها قبول الأوراق التجارية، فالقبول هو توقيع البنك على الورقة التجارية المسحوبة على عملية مثبتا استعداده لدفع قيمتها عند الاستحقاق، وهو يحل بعد أجل قصير وتتولى هذه العملية عادة البنوك التجارية.
4. سوق السندات: تتم فيها عملية مبادلة السندات أو الأوراق قصيرة الأجل، من بيع وشراء، في سوق يعرف بسوق الخصم، واهم هذه الأوراق: الكمبيالات، سندات الخزينة، وعادة ما تباع سندات الخزينة من قبل البنك المركزي باسم الحكومة أو نيابة عنها.

2- أسواق رأس المال:

2-1- تعريفها:

تعرف أسواق رأس المال على أنها مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل أي الأسهم والسندات بشكل خاص.[1]

2-2- مميزاتها:

وتتميز أسواق رأس المال بما يلي: [2]

- من حيث العائد: يتميز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع المستثمرين للتفكير والاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة ولذلك يجب أن تتوفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائدا وبأقل تكلفة ممكنة.
- من حيث التنظيم: فهو أكثر انتظاما من السوق النقدي نظرا لمحدوديته ناهيك عن كون المتعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدهم للصفقات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة لتداول الأوراق المالية والاحتفاظ بها لحين الوقت المناسب.
- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها.

---

[1]- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

[2]- بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة- "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2015/2014، ص ص: 30-31.

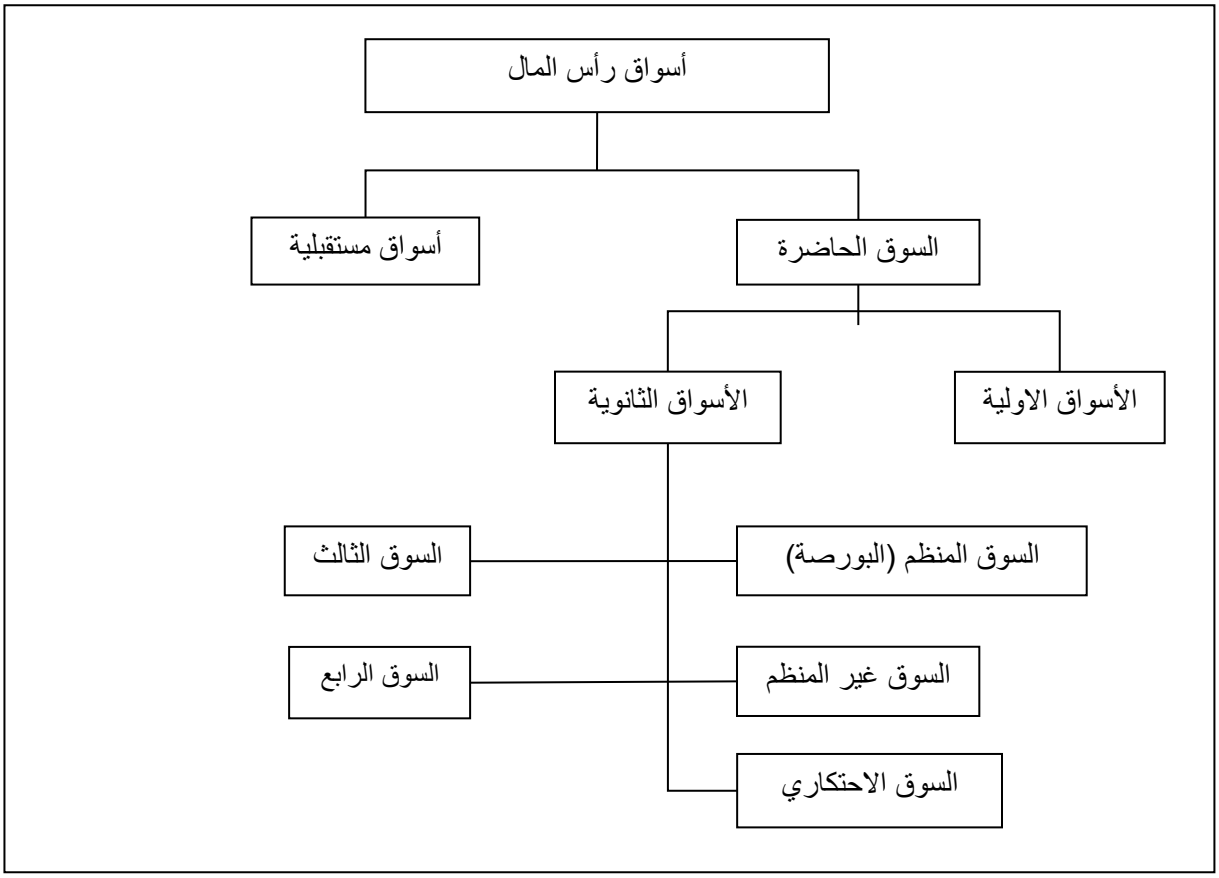
- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي لان أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل مما يحتم وجود مخاطر سوقية أو سعريه تنظيمية مختلفة.

تعد أسواق رأس المال أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها الصفقات الضخمة والصغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.

- أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل.
- تمتاز سوق رأس المال بتعدد وتنوع الأجهزة والأدوات وأشكال المتعاملين التي تتبعها وتلجأ إليها وبالنسبة للمستثمرين أو الممولين فإنها تعد بحق المجال الرحب والخصب لمباشرة كافة الأنشطة والبرامج الاستثمارية التي يأملون من خلالها تحقيق الأرباح المجزية التي تتخذ شكل الثروات أحيانا والتي تنطوي في الوقت نفسه على احتمالات تحمل الخسائر الثقيلة.

2-3- أنواعها:

الشكل رقم 2: أسواق رأس المال



تقسم سوق رأس المال إلى عدة أنواع وفقا للمعايير التي تتحكم فيها، فوفقا لمعيار أجل التداول تقسم إلى قسمين رئيسيين هما:[1]

القسم الأول: أسواق فورية أو حاضرة

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشترين.

القسم الثاني: الأسواق الآجلة أو المستقبلية

وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.

تقسم الأسواق الحاضرة وفقا لطبيعة عملها إلى قسمين:

1- السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية على أنها تلك السوق التي يتم فيها إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم وسندات) بحيث تسمح للأعوان الاقتصاديين بالحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم، وبالتالي فهي تلعب

[1]- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص: 40.

دور الوسيط بين المستثمر والمقترض، وليس لهذه السوق مكان محدد ويتم الإصدار في هذه السوق عن طريق:

أ- **الاكتتاب العام:** وهو الاكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس أو من شركات قائمة بالفعل بغرض زيادة مواردها المالية.

ب- **الاكتتاب المغلق:** وهو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة من شركات الاكتتاب المغلق.

وتعكس الأسواق الأولية بشكل عام كلا من:

- واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات.
- تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني.
- المناخ الاستثماري في البلد والنظام السوقي المعتمد.

- **السوق الثانوية:**

يقصد بالسوق الثانوية السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، والسوق الثانوي يؤدي وظيفتين هما جعل بيع الأصول المالية سهلا وتحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولى.

كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشرا فعالا حول سعر الإصدارات الجديدة في السوق الأولى فضلا عن إعطاء قيم مقاربة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصخصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصخصتها.

وتنقسم السوق الثانوي إلى:

2-1- السوق المنظم: هو الجزء الثاني للسوق الثانوي وأهم جزء أيضا، فهو عبارة عن مكان اجتماع تجرى فيه المعاملات في ساعات محدودة من قبل ومعلن عن كل الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين، فالتعامل يتم بصورة علنية فيما يخص الأوراق المالية وكذا الأسعار المتفق عليها.

2-2- السوق غير المنظم: يقصد بها الأسواق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية ولكن خارج مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة، لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة و التجار وتظهر طلبات الشراء و البيع لأسهم المؤسسات المختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض للشراء أو البيع.

ويتضمن هذا السوق سوقين آخرين هما السوق الثالث والرابع.

ويمكن تعريفهما كما يلي: [1]

السوق الثالث: يمثل جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة الغير أعضاء في البورصة الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية وصناديق الاستثمار للمعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات وسرعة تنفيذها.

ومؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة للبيع والشراء للأوراق المالية بكميات مبالغ فيها وكميات كبيرة وبذلك فهي تنافس المتخصصين في السوق المنظمة، وتستعين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبعض المصارف بهذه المؤسسات في السوق الثالثة ولو عدنا للهدف وراء خلق هذه السوق فهو الرغبة من قبل السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة.

السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة والمصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة وتجار الأوراق المالية.

السوق الاحتكاري: يمكن أن توجد بعض أشكال الأسواق المالية التي تتسم ببعض سمات الاحتكار والتي يطلق عليها نتيجة لذلك الأسواق الاحتكارية، والتي توجد فيها جهات لها القدرة على السيطرة على السوق من جانب العرض أو من جانب الطلب أو من الجانبين معا وتمثلها في الغالب الأسواق التي يغلب عليها

[1]- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، PSG، تخصص اقتصاد بنكي، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص-ص: 5-6.

التعامل بأوراق مالية تصدرها الحكومة ومؤسساتها، والتي هي أساسا وزارة المالية والبنك المركزي، حيث أن وزارة المالية مثلا تحتكر سلطة إصدار اذونات الخزانة في السوق وكذلك تحدد تسديدها وشروطه. وكذلك يحتكر البنك المركزي سلطة إصدار الأوراق النقدية وبالتالي العملة في التداول.[1]

2- أسواق المشتقات المالية:

وهي أسواق العقود الفرعية المشتقة من عقود أساسية للأدوات الاستثمارية المتعددة كالعملات والنفط. **وأهم أدواتها العقود الآجلة:** إذ بالرغم من التطور المذهل الذي شهدته أسواق السلع منذ نشأتها عام 1848 يبقى الحدث الأبرز وراء تطور هذه الأسواق هو ظهور العقود الآجلة عام 1851 وكان الهدف الأساسي لهذه العقود هو: إتاحة المجال أمام المتعاملين للاتفاق على تفاصيل بيع وشراء سلعة في المستقبل، حيث يوافق البائع على تسليم المشتري لكمية معينة من سلعة ما في تاريخ مستقبلي مقابل سعر يحدد عند إبرام العقد الآجل بغض النظر عن سعر السلعة يوم التسليم، وأصبح بالإمكان تداول العقود الآجلة وانتقالها من مستثمر لآخر في البورصات العالمية وذلك بعد أن أصبح لهذه العقود أسعار تدرج يوميا وتتأرجح وفقا للتغيرات في سعر السلعة المرتبطة بالعقد.[2]

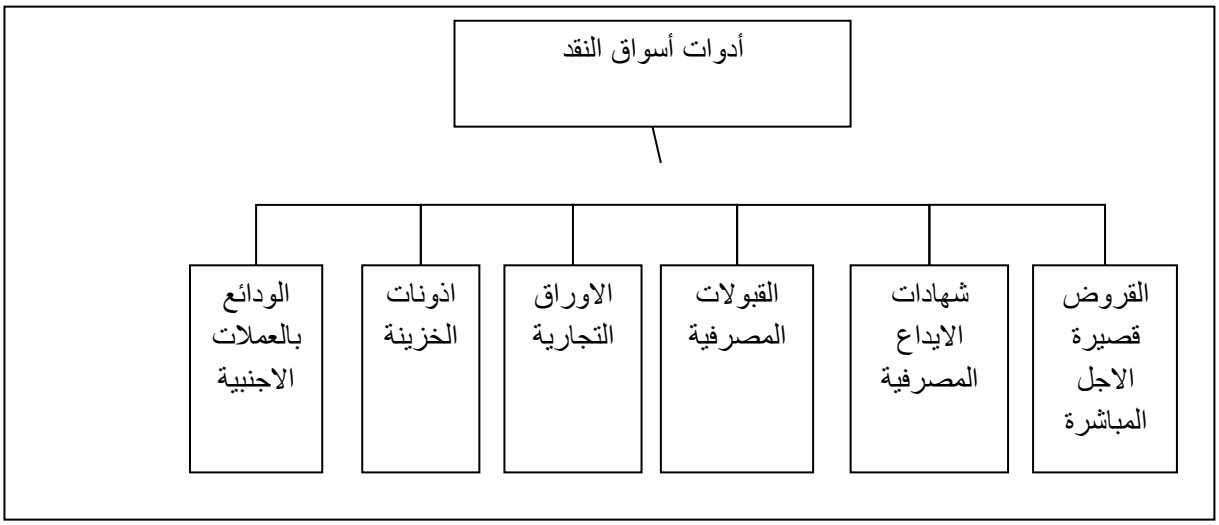
[1]- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، عمان، ط1، 2006، ص 10.

[2]- دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2012، ص- ص: 14-17.

ثالثا: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

1- أدوات سوق النقد:

الشكل رقم 03: أدوات سوق النقد.



تستخدم أدوات سوق النقد من قبل مجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المختلفة، وتلعب المصارف دورا أساسيا مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، ويتمتع سوق النقد بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيه، وتتصف بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة انجازها وتنفيذها وتتمثل هذه الأدوات في:[1]

أ- أدوات الاستثمار التقليدية المتداولة في السوق النقدي:

الأوراق التجارية: تصدرها الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التامين وبعض الشركات غير المصرفية والبنوك الكبيرة، تاريخ استحقاقها من 5 أيام إلى 15 يوم، تتضمن حقا شخصيا من الأموال تخصم في البنوك.

اذونات الخزينة: هي أوراق حكومية قصيرة الأجل، تاريخ استحقاقها يتراوح ما بين 3 إلى 12 شهرا تصدرها الخزينة العمومية وأحيانا البنك المركزي، تخصم في السوق الثانوي للنقد وهي قابلة لإعادة الخصم في البنك المركزي.

شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: هي شهادات غير شخصية، تصدرها المصارف التجارية للمودعين مقابل فائدة سنوية تعطى لحاملها، يمكن التصرف فيها بالبيع أو التنازل عنها في السوق الثانوي للنقد.

[1]- بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس، متعلقة بالنظام المالي والأسواق المالية، تخصص إدارة مالية، المركز الجامعي نور البشير، البيض،2ط، 2015-2016، ص74.

القبولات المصرفية (الكمبيالات): تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية، يحررها المستورد، ويمكن للمصدر استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق باللجوء إلى البنك المراسل وذلك ببيعه في السوق الثانوي على أساس الخصم.

اليورودولار (الدولار الأوروبي أو قروض الدولارات الأوروبية): تعبر عن المصارف التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية، فهي السوق الثانوي الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

ب- أدوات الاستثمار الحديثة والمتطورة المتداولة في السوق النقدي:

قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: يعني أن للمصارف القدرة على إقراض فوائضها من الاحتياطي الإلزامي الموجود لدى البنك المركزي إلى بنوك أخرى لها عجز في هذا الاحتياطي الإلزامي تحت إشراف البنك المركزي، وذلك مقابل فائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب ومدة الاستحقاق لا تتجاوز ليلة واحدة.

اتفاقية إعادة الشراء: هي عملية لا تتجاوز يوما واحدا أو أيام قلائل، فأثناء الحاجة إلى السيولة يمكن بيع الورقة المالية للمستثمر بصفة مؤقتة وفي نفس الوقت تبرم صفقة إعادة الشراء لهذه الورقة بسعر أعلى بقليل من سعر البيع.

شهادة المديونية (كمبيالات الخزينة): هي أوراق مالية تصدرها وزارة المالية وتتداول في السوق الثانوي للسوق النقدي وسوق رأس المال، مدة استحقاقها تتراوح من سنة إلى 7 سنوات.

2- أدوات سوق رأس المال:

أ- أدوات الملكية:

الأسهم العادية: يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، يعطي الحق لحامله الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم.

يتضح من التعريف أن أهم خاصية للسهم العادي كأداة استثمارية هي المسؤولية المحدودة وتعويضات حق الملكية ويقصد بها أن حملة الأسهم العادية عند تصفية موجودات الشركة يحصلون على ما تبقى من التصفية بعد تسديد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين. أما العائد فيحصل حملة الأسهم العادية على حصة من الدخل كمقسوم أرباح، إذا ما قررت إدارة الشركة توزيع جزء منه على المساهمين. ويخضع توزيع الربح المتاح لحملة الأسهم العادية لسياسة الشركة والتي تسمى بسياسة مقسوم الأرباح. أما فيما يتعلق بالمسؤولية المحدودة فان خسارة حملة الأسهم العادية في حال فشل الشركة تتحدد فقط بمقدار حصته برأس المال وهي ما تعبر عنه القيمة الاسمية للسهم العادي.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الأسهم العادية على الرغم من كونها من أكثر الأدوات المالية مخاطرة إلا أنها بالمقابل توصف من أفضل الأدوات التي توفر حماية للمستثمر ضد مخاطر التضخم.[1]

الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة النوع الأخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية والنقدية، إلا أن هذه الأسهم اقل استخداما كأداة للتمويل وكذلك تعتبر اقل أهمية في هذا التمويل وبالتالي فهي اقل استخداما في التعاملات المالية والنقدية في الأسواق. وهي تمثل حق ملكية، أي أن لحاملها الحق في الحصول على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة لهذه الأسهم وبذلك تتشابه مع الأسهم العادية، كما أنها لا تحصل على عائد إذا لم تحقق للشركة مثل هذه الأرباح، إلا أن السهم الممتاز يمتاز على السهم العادي بحصوله على نسبة معينة من الأرباح التي تحققها الشركة كنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز أو كحد أعلى أو كحد أدنى، وبدلك تتماثل مع السندات في حصولها على معدل عائد معين ولكن بشرط تحقيق الشركة المصدرة أرباح. والسهم الممتاز هو وثيقة أي مستند يحمل قيمة اسمية معينة تصدره الشركات المساهمة، ويمثل لحامله حصة في ملكية الشركة[2].

ب- أدوات المديونية:

وتتمثل في:[3]

السندات: تعد السندات من أهم أشكال الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم.

والسندات هي شهادات مديونية تصدرها منشآت الأعمال المختلفة والدولة وبعض مؤسساتها المركزية، ويلجا إلى الاستثمار فيها المستثمرين الراغبين بعائد ثابت وبدرجة من الأمان في التحقيق ولهذا تعبر السندات على علاقة مديونية ودائنية بين طرفين الأول هو الجهة المصدرة للسند والثاني هو المستثمر في السند ويترتب على هذه العلاقة حقوق والتزامات معترف وملتزم بها قانونا بين المدين (صاحب السند) والدائن (المستثمر للسند) وتطرح السندات للاكتتاب العام عادة بقيمة تسمى القيمة الاسمية وتلتزم الجهة المصدرة لهذه السندات بتسديد هذه القيمة في تاريخ استحقاق متفق عليه. ويضمن السند للمستثمر فيه عائد دوري ممثل بفائدة ثابتة تلتزم الجهة المصدرة بتسديده بتواريخ قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو لربما ربع سنوية.

3- الأدوات المتداولة في أسواق العقود المستقبلية:

وتتمثل فيمايلي:[4]

---

[1]- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، ط1، 2010، ص: 154.

[2]- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 223-224.

[3]- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

[4]- خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، ط1، 2008، ص: 86.

العقود الآجلة: تمارس في أسواق غير منظمة وهي أدوات غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل لترتيب مبادلة على أصل معين لأجل لاحق يحدد مسبقا وبسعر محدد وتعتبر نوعا من الاتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين لتبادل معين يتم تنفيذه مستقبلا.

عقود المبادلات: تمارس في أسواق غير منظمة يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري للتدفقات النقدية خلال فترة محددة على أساس مبلغ افتراضي يتفق عليه الطرفان.

عقود الخيارات: هي اتفاقيات تجرى بين الطرفين تعرض تداول أصول حقيقية أو مالية لتنفذ في وقت لاحق وبسعر محدد يتفق عليه مسبقا وتسمى بهذا الاسم لأنها تعطي لمشتري العقد الحق في الاختيار بين تنفيذ العقد وعدم تنفيذه لقاء مبلغ معين يدفع للطرف الثاني وهو غير قابل للاسترداد.

المطلب الثاني: ماهية تمويل الاقتصاد

تمهيد:

تمويل الاقتصاد هو نوعين، وتشرف عليه هيئات تعرف بهيئات الوساطة المالية.

أولا: أشكال تمويل الاقتصاد:

يتم تمويل الاقتصاد بطريقتين هما:

التمويل المباشر: وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، أما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم والسندات وادونات الخزانة.

وهذا التمويل إما أن يتم بدون وساطة أي من المؤسسات المالي، وإما أن يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية.[1]

التمويل غير المباشر: يتم التمويل غير المباشر عن طريق الوسطاء الماليين، حيث تحول الأموال من المقرضين إلى المقترضين من خلال وسطاء ماليين، الذين يقومون باقتراض الأموال من أصحاب الفائض المالي وإقراضها إلى أصحاب العجز المالي.[2]

ثانيا: هيئات الوساطة المالية ودورها في تمويل الاقتصاد:

هيئات الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملة الى علاقة غير مباشرة. فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من اصحاب

[1]– مبارك بن سلمان بن محمد ال سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

[2]– عامر عبد الرحيم، أهمية النظام المالي والاستثمار الأجنبي المباشر في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي، جامعة جبلالي ليابس، سيدي بلعباس،2017–2016 ص– ص: 75–76.

الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي بما يسمح بخلق مرونة عالية في تمويل الاقتصاد حيث تعمل هده الهيئات بمختلف أنواعها على تعبئة الادخارات الخاصة بالأفراد والمؤسسات، وتوفير التمويل للأطراف الأخرى، ويمكن تمييز خمسة مجموعات رئيسية من الهيئات المتدخلة في الأسواق المالية الدولية هي[1]:

2-1- البنوك التجارية: تتدخل البنوك على مستوى الأسواق المالية الدولية إما لحسابها الخاص أو لحساب زبائنها، حيث تلعب هذه البنوك دور "صانع السوق market maker" من خلال قدرتها على شراء وبيع الأدوات المالية وخاصة العملات.

2-2- السماسرة (The brockers): وهم عبارة عن وسطاء يقومون بوظيفة التقريب بين المصالح المتعارضة للأطراف التي تعرض أو تطلب رؤوس الأموال مقابل عمولات ترتبط بأهمية وحجم العمليات المنجزة، وعموما لا يقوم السماسرة بعمليات لحسابهم الخاص كما تفعل البنوك.

2-3- المؤسسات الصناعية والتجارية: تستعمل هذه المؤسسات الأسواق المالية الدولية لتمويل عملياتها في الخارج، حيث تضمن هذه الأسواق حركة رؤوس الأموال بين المؤسسة الأم وفروعها في مختلف الدول، كما تضمن لها التغطية ضد أخطار الصرف، وتنفيذ عمليات تمويل على مستوى الأسواق الخارجية، وفي أغلب الأحيان لا تتدخل المؤسسات الصناعية والتجارية بشكل مباشر في الأسواق المالية الدولية بل عن طريق البنوك التجارية أو السماسرة، باستثناء بعض المؤسسات متعددة الجنسيات التي تنفذ عمليات مالية ضخمة، والتي تتوفر على فرق متخصصة في التدخل على مستوى هذه الأسواق.

2-4- البنوك المركزية: تتدخل على مستوى الأسواق المالية الدولية لمعالجة بعض الاختلالات الظرفية ومن أجل تحقيق بعض الأهداف المرتبطة بالعملة الوطنية، أو في إطار تسيير احتياطاتها الرسمية، لكن تعويم أسعار الصرف أدى إلى إضعاف عمليات البنوك المركزية على مستوى هذه الأسواق.

2-5- المستثمرون المؤسساتيين: تسيطر هذه المجموعة على أغلب العمليات على مستوى الأسواق المالية الدولية وتشمل مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد، تنظيمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)، حيث استغلت هذه المجموعات انفتاح الأسواق في ظل العولمة والتجديدات المالية لتكتسح الأسواق المالية محليا ودوليا.

وتتدخل هذه الأطراف على مستوى الأسواق المالية الدولية لتحقيق أهداف مختلفة تتمثل في[2]:

- ✓ **التحوط (Hedgers):** أي التغطية وتسيير الأخطار، أو تحييد الأخطار المتعلقة بتقلبات أسعار الأصول القاعدية سواء كانت أدوات مالية (أسهم، سندات) أو سلع مادية (مواد أولية، منتجات زراعية.... الخ).

[1]- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة، الجزائر، الطبعة 1 2019، ص37.

[2]- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 38.

- ✓ **المضاربة (Speculation):** استغلال أثر الرفع المرتبط بالمشتقات المالية وسيولة السوق لأهداف مضاربة، من خلال استغلال الاختلالات السوقية للدخول في عمليات بيع وشراء عالية المخاطرة لكنها ذات مردودية مرتفعة.
- ✓ **تسيير المحفظة:** أي التسيير النشيط للأصول والخصوم.
- ✓ **التحكيم (Arbitrage):** وهي تشبه عملية المضاربة من حيث استغلال الاختلالات الظرفية للأسواق للحصول على عوائد فورية، لكن المحكمين يعدون أقل ميلا لتحمل المخاطر العالية مقارنة بالمضاربين.
- ✓ **الوساطة:** ويقوم بها وسطاء السوق خاصة السماسرة، هدفها ضمان السيولة الدائمة للأصول المتداولة لصالح الزبائن.

من خلا هذا المبحث توصلنا إلى أن السوق المالي هو عبارة عن فضاء واسع يلتقي فيه استثمار المدخرات ويؤدي إلى تمويل الاقتصاد الوطني وفق شكلين هما: تمويل مباشر وتمويل غير مباشر.

المبحث الثاني: أهمية السوق المالي في تمويل الاقتصاد

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، وقد برزت أهميتها كواحدة من أهم الأدوات المالية ومصدر ثراء العديد من المستثمرين، وتلعب دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار وكذلك في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستمر.

المطلب 1: الأهمية الاقتصادية والمالية للأسواق المالية

تمهيد:

للأسواق المالية دور هام فهي إحدى أهم مصادر التمويل.

أولا: الأهمية الاقتصادية:

تتمثل فيما يلي: [1]

للأسواق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية إذ تساهم في تحقيق الأهداف الاقتصادية الهامة التي ينشدها المجتمع، ويمكن حصر وظائفها فيما يلي:

1. زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري بشكل عام.
2. تقوم سوق الأوراق المالية بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين أو المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز أو التي تحتاج هذه الأموال (المستثمرين أو المقترضين) لإقامة مشاريعها الاستثمارية، الأمر الذي ينعكس في زيادة التشغيل وتحسن مستوى المعيشة في المجتمع.
3. المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد حيث ان سوق الأوراق المالية تقوم بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية وبالأخص مشاريع البنية التحتية.
4. تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية.

[1]- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص-ص: 84-85.

5. المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإدا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هده الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.
6. توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم، كما تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

ثانيا: الأهمية المالية

تتمثل الأهمية المالية للأسواق المالية لكثير من المتعاملين الاقتصاديين وذلك كما يلي:[1]

- **بالنسبة للمستثمر:** يسعى المستثمر عادة إلى الحصول على الأرباح الناتجة عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة وذلك نتيجة شراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه.
- **بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية:** لحصولها على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل، حيث تقبل على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة غير مقيدة بها.

وعليه فان القيد بالبورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة وكفاءتها وضمان ربحيتها حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه لاقتناء إصداراتها دون غيرها وبهذه تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها واحتياجاتها.

[1]– مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

المطلب 2: دور بورصة الأوراق المالية

تمهيد:

تعد بورصة الأوراق المالية أحد الركائز الهامة للاقتصاد الوطني للأفراد والمؤسسات.

أولا: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الوطني

الشكل رقم 4: أهمية البورصات في الاقتصاد الوطني.

يتضح هدا الدور من خلال ما يلي:[1]

[1]–زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص–ص: 55–60.

1. **تأمين السيولة:** تؤمن سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة حرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وبهذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهذا يشجع المستثمرين على اختلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار.
2. **تحديد أسعار الأوراق المالية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة:** تقوم سوق الأوراق المالية بتقويم وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء أخر المعلومات عنها من خلال عمليات التداول (البيع والشراء) بين عدد كبير من المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضا، أي أن التقويم يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال قوى العرض والطلب.
3. **تشجيع عمليات الادخار والاستثمار (تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها عبر المشروعات):** تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع، وذلك بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات والاستثمارات الأكثر إنتاجية.
4. **تقويم أداء الشركات والمشروعات:** تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فان الشركات التي تتبع إداراتها سياسات كفؤ تحقق نتائج أعمال جيدة فتتحسن أسعر أسهمها في السوق، إما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة، فان نتائج أعمالها لن تكون مرضية، لذلك فان أسعار أسهمها تنخفض في السوق.
5. **سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي:** تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف، الشركات، المشروعات، المدخرين...الخ، الأمر الذي يؤهلها لان تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار الاستثمار وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي، وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة.
6. **سوق الأوراق المالية تتيح البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها:** حيث يفترض أن تقوم بعض أجهزة السوق بدراسة الجدوى الاقتصادية لبعض المشروعات المهمة للاقتصاد القومي وقيادة الاكتتاب في أسهمها.

7. **جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية:** يساعد وجود سوق أوراق مالية ناجحة ومتطورة في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية وفقا لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.
8. **التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي:** حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.
9. **الإسهام في دعم الائتمان الداخلي والخارجي:** حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

ثانيا: دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات

ويتمثل دورها فيما يلي:[1]

1. **سهولة استثمار رؤوس الأموال:** إن الاستثمار في البورصة أسهل بكثير من الاستثمار في مجالات الاستثمار الأخرى كونه لا يشترط وجود مبالغ كبيرة جدا وفترات طويلة وخبرات خاصة، ويستطيع أي شخص لديه مدخرات وإن كانت صغيرة استثمارها في شركات تجارية أو صناعية أو خدمية رائدة والاستفادة من أرباحها، إضافة إلى الاستفادة من الأرباح الناتجة عن ارتفاع أسهمها كما تتيح للمستثمرين فرص تنويع محافظهم المالية.
2. بيع الحقوق وشرائها: إن التعاملات داخل البورصة تتم من خلال تداول الحقوق بيعا وشراء فلا يتطلب انسحاب أحد المستثمرين من الشركة تصفية أصل الثروة (المشروع أو الشركة) ويكفي أن يعرض ما في حوزته من أوراق مالية للبيع في بورصة الأوراق المالية.
3. تعتبر أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء مشروع لقلة رأس ماله.
4. يشجع وجود بورصة نشطة بنوك الاستثمار على ضمان إصدارات كثيرة.
5. تستخدم في الكثير من الأحيان الأوراق المالية داخل الدول المتقدمة كأداة ضمان لدى الدائنين ولا يتم ذلك إلا في وجود بورصة نشطة وذات كفاءة.

ومن خلال ما سبق يتضح إن البورصة توفر العديد من قنوات الاستثمار إمام الأفراد وتعتبر أداة مهمة تستخدم لتشجيع التنمية الاقتصادية.

[1]– بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي، مذك كرة لنيل الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012–2013، ص–ص: 25–30.

تساهم الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد بتوفيرها رؤوس الأموال وتمويل الدورة الاقتصادية، كما تمثل وسيلة ربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، لذا فهي محور أساسي في اقتصاد أي دولة.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة والقيمة المضافة

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مكانة هامة في النظام الاقتصادي لأي دولة، والجزائر كغيرها من الدول تسعى لتطوير سوقها المالي وتحسين جودة خدماته وتفعيل دوره في تمويل الاقتصاد الوطني، لذلك ركزت العديد من الدراسات على هذا الموضوع، وقد خلصت إلى العديد من النتائج، نذكر بعضها في هذا المبحث.

المطلب الأول: دراسات سابقة باللغة العربية

سنتطرق في هذا المطلب إلى مختلف الدراسات العربية التي اهتمت بموضوع الأسواق المالية.

أولا: الدراسة الأولى:

دراسة شمعون شمعون 2005 كتاب بعنوان: البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع الجزائر، ط1، 2005.

طرحت هذه الدراسة إشكالية "كيف تأسست بورصة الجزائر؟ وما الظروف التي تأسست فيها؟ وقد هدف الباحث إلى التعريف بالنظام المالي للبورصة عموما وبورصة الجزائر خصوصا، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها وجود عقبات تعترض بورصة الجزائر في القيام بأعمالها بطريقة فعالة وهي أربعة أنواع: عقبات قانونية، عقبات اقتصادية، عقبات تنظيمية وعقبات ثقافية.

ثانيا: الدراسة الثانية: دراسة بوكساني رشيد 2005-2006 مذكرة بعنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2005-2006.

وقد طرحت الإشكالية التالية: "ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وماهي اوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟ وقد هدف الباحث إلى محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، وتوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها: تواجه كل أسواق الدول العربية العديد من العراقيل والمعوقات وانه من أهم طرق التطوير: تعزيز الشفافية، وتحفيز الادخار، والتوسع في برامج الخصخصة.

ثالثا: الدراسة الثالثة: دراسة بن شنهو فريدة 2016، مقال بعنوان: واقع السوق المالي في الجزائر وأفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات المالية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة جيلا لي ليابس، سيدي بلعباس، العدد 13، ديسمبر،2016.

وقد تضمنت الإشكالية التالية: "ما هو واقع السوق المالي في الجزائر؟ وما هي أفاق تطوير فعاليته؟ وهدفت الباحثة إلى سرد أهم الصعوبات التي تتعرض لها بورصة الجزائر وكيفية تطويرها، كما توصلت إلى مجموعة من النتائج أهمها: السوق المالي في الجزائر حديث التأسيس وان أساسيات بنائه تتمثل في توفير المناخ الاستثماري وتطوير الأجهزة والمؤسسات المالية.

المطلب الثاني: دراسات سابقة باللغة الأجنبية

Remidi djoumana 2010-2011 mémoire intitule « le marché boursier algérien, contraintes et perspectives » mémoire pour obtenir le diplôme du magister en sciences économiques, monnaie-finance-banque, université mouloud Mammeri o, tizi ouzou, 2010-2011.

حيث طرحت الدراسة إشكالية "العقبات التي تعيق السير الجيد للبورصة في الجزائر، وقد توصلت الباحثة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن الجزائر متهمة بتعطيل عمليات تطوير وضبط نظامها المالي بالإضافة إلى العقبات المتعلقة برفض مؤسسات القطاع الخاص الانضمام للبورصة وغياب ثقافة البورصة لدى المجتمع الجزائري.

المطلب الثالث: القيمة المضافة

اهتمت دراستنا بتوضيح متطلبات إنشاء سوق مالية نشطة وفعالة من خلال العديد من السبل والآليات مثل: تنسيق التشريعات المالية والمؤسسية وتشجيع إدراج أكبر عدد ممكن من الشركات بالإضافة إلى العمل على إصلاح النظام المالي بالجزائر عموما ونظام البورصة خصوصا، كما يجب تفعيل دور البنوك في تمويل الاقتصاد والوساطة المالية والاهتمام بالصيرفة الإسلامية واعتماد أدواتها ومنتجاتها التي من شانها إثراء الاقتصاد ككل، بالإضافة إلى الاستفادة من التجارب الدولية في مجال أسواق المال.

اهتمت أغلب الدراسات السابقة المتعلقة بالسوق المالي في الجزائر سواء العربية أو الأجنبية بضرورة إيجاد الحلول وتوضيح مختلف الآليات والسبل لترقيته وتطويره لأنه لازال حديث النشأة ويعاني من العديد من المعيقات.

خلاصة الفصل الأول:

تم التطرق في هذا الفصل إلى المفاهيم العامة والنظرية المتعلقة بكل من الأسواق المالية وتمويل الاقتصاد والعلاقة بينهما. حيث تعتبر الأسواق المالية أداة تفاعل وفضاء تنتقل فيه الأموال من الأطراف التي لديها فائض إلى الأطراف الأخرى التي تعاني من العجز، وهي تنقسم إلى قسمين: السوق النقدية وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل بالإضافة إلى سوق رأس المال التي يتعامل فيها بالأصول المالية طويلة الأجل.

وتتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأسواق، و بجملة من الوظائف منها ما يرتبط بالمستوى الكلي للاقتصاد ومنها ما يرتبط أيضا بالمستوى الجزئي، إلا أنها بصفة عامة تمثل احد مصادر التمويل الهامة، حيث تعمل على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز المالي، كما أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية و الاجتماعية، كما توفر فرص استثمارية متنوعة من خلال الأوراق المالية المتداولة فيها، حيث إن هذه الأخيرة تتميز بالكثرة والتنوع مع توفر جميع المعلومات والبيانات المتعلقة بها.

ولأهمية الأسواق المالية في الاقتصاديات، عملت الجزائر على إنشاء سوق مالي كما عملت على ضبط الأطر القانونية والتنظيمية لنشاطه بما يتماشى مع المعايير الدولية في سبيل توفير التمويل للاقتصاد وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثاني.

الفصل الأول:

السوق المالي في الجزائر ودوره في تمويل الاقتصاد

الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر ودوره في تمويل الاقتصاد.

تمهيد:

عملت الجزائر بجهد من اجل إنشاء سوق مالي (بورصة الجزائر)، وذلك لمواكبة التغيرات الاقتصادية العالمية خاصة مع بروز ظاهرة العولمة. وعملت على تطويره وتحسين خدماته ضمن برامج الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي كانت قد شرعت في تطبيقها منذ نهاية الثمانينات.

ورغم كل المجهودات المبذولة من طرف السلطات الجزائرية ومحاولاتها في جعلها تواكب نظيرتها من البورصات العربية والعالمية وزيادة قدرتها على تمويل المؤسسات الاقتصادية، إلى أن بورصة الجزائر مازالت تعاني من نقص الخبرة وعاجزة عن تحقيق الأهداف المرجوة وتعاني من العديد من المشاكل والصعوبات ولهذا أصبح من الضروري العمل على توفير المناخ ملائم للبورصة والعمل على تطويرها وتبني استراتيجية متكاملة.

لذا سنتطرق خلال هذا الفصل إلى دراسة طبيعة نشاط السوق المالي في الجزائر ومحاولات السعي لتطويره وذلك ضمن ثلاث مباحث.

المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

المبحث الثاني: واقع ومعوقات بورصة الجزائر

المبحث الثالث: أفاق تطوير فعالية السوق المالي في الجزائر

المبحث الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

تمهيد:

من خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى الإطار القانوني والتشريعي الذي أنشأت فيه بورصة الجزائر وكذا الهيئات المنظمة لها، ثم نقوم بتفصيل الإجراءات والشروط المتعلقة بإدراج الشركات في بورصة الجزائر وكذلك بعض تجارب الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر.

المطلب الأول: تأسيس بورصة الجزائر.

تمهيد:

تأسست بورصة الجزائر في ظل الإصلاحات الاقتصادية نهاية الثمانينيات ويشرف على تنظيمها ثلاث هيئات حددها المشرع الجزائري، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

أولا: نشأة بورصة الجزائر

1- مراحل إنشائها:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات

العمومية وصناديق المساهمة، إن رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حقل ملكية قسم لعدد من الأسهم وتوزع ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988. حيث أن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

وكان الانتظار إلى غاية 23 ماي 1993 حيث أعلنه المشرع الجزائري، وذلك بمرسوم تشريعي لـ 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة وقد عرف هذا النص ببورصة القيم المنقولة كما يلي: "هي إطار تنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

وقد مرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل:

المرحلة الأولى: (1990-1992) في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة. من جملة هذه الإجراءات أنشأت مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة ومهمتها تشبه إلى جد بعيد مهمة البورصة في الدولة العظمى لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأس مال هذه الشركة فلقد قدر بمبلغ 320000 دج يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

المرحلة الثانية: (1992-يومنا هذا) لقد مرت هذه الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي الدور غير لواضح الذي يجب أن تلعبه. في فبراير عام 1992 رفع رأس مال الشركة إلى 932000 دج كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة الأوراق المالية.[1]

2- أسباب إنشاء بورصة الجزائر:

من بين العوامل التي حثت على قيام سوق الأوراق مالية في الجزائر نجد ما يلي:[2]

استغلال الادخارات غير الموظفة: لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات والمنتجات لتحفيز الادخار، فقد قدر الادخار الوطني لسنة 1997 بـ 73.3 مليار دج في حين قدره المختصون بـ 363.5 مليار دج، ومن هنا فقد برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية تمكن من التجنيد المباشر للادخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الاستدانة وتخفيف العجز في الميزانيات، كما تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

---

[1]- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ط1, 2005، ص-ص: 79-80.

[2]- محمد براق، مداخلة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام 22,23 أفريل 2003، ص: 2.

ظروف المحيط الاقتصادي: تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي والذي دام من 1986 وعلى الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث مقابل سنة 1997 وفي هذا الشأن فانه كان من اللازم إكمال الدائرة%مقابل 2% قدر في تلك السنةً بـ 3.4 الجديدة للتمويل وذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتمنية.

ازدياد احتياجات المؤسسات العمومية: مثلت احتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا حيث أن اكبر جزء من مورد البنوك هي ناتجة عن عمليات أعادة التمويل لدى بنك الجزائر وبهذا الصدد يمكن ملاحظة إن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 260 مليار دج سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دج شهر ديسمبر 1991، يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي، الذي كان يتجه نحو زيادة ضعف الاحتياطات من العملي الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية.

3- أهمية بورصة الجزائر:

تم إنشاء بورصة الجزائر من اجل الأهمية الكبيرة لها في الاقتصاد الوطني والتي تتمثل فيما يلي: [1]

- تعتبر البورصة بديلا غير تضخميا لتمويل الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية، فهي تحول الموارد المالية (المدخرات) بطريقة مباشرة بين الأعوان الاقتصاديين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي (أشخاص أو هيئات من المقيمين وغير المقيمين).
- تساهم البورصة في خلق أدوات مالية حديثة تعتبر بدائل هامة للمدخرين الذين تتجه أغلب اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه البدائل الأخرى كالاستثمار في العقارات والمضاربة فيها.
- تعتبر البورصة إطارا مناسبا لفتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المساهمين الخواص (طبيعيون أو معنويون من محليين وأجانب)، وبالتالي تجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية الذي تبنته السلطات الجزائرية.
- السماح للاقتصاد الوطني بمسايرة التطورات الحاصلة على المستوى العالمي في إطار العولمة المالية.
- السماح للخزينة العمومية بطرح سندات متوسطة وطويلة الأجل في بورصة الجزائر كتقنية جديدة لجمع الادخار من اجل إعادة تمويل المؤسسات العمومية والاستثمارات والأنشطة الحكومية.

[1]- بن شنهو فريدة، واقع السوق المالي في الجزائر وآفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس، العدد 13، ديسمبر 2016، ص: 58.

ثانيا: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

من أجل أن تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه ولكي تحقق الأهداف المرجوة منها قامت التشريعات الصادرة في هذا الشأن بتحديد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة، وتتمثل هذه الهيئات في: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، شركة المؤتمن المركزي على السندات.

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: «cosob»

1-1- إنشاؤها:

انشأ المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بمقتضى الفقرة الأولى من المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي تنص على أنه "تنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"[1] غير أن هذا النص المنشأ للجنة لم يبين طبيعتها القانونية (لم يبين شكلها من ناحية الاستقلالية من عدمها، ولم يحدد هل هي سلطة إدارية أم لا)،بل اكتفى المشرع الجزائري بتحديد تشكيلتها وسيرها وبيان مهامها وصلاحياتها ليأتي فيما بعد القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 ويحدد الطبيعة القانونية للجنة بموجب المادة 12 منه المعدلة للمادة 20 المذكورة أعلاه، حيث تنص المادة 12 على ما يلي: "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".[2]

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء.

يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع سنوات.

ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع سنوات، تبعا للتوزيع التالي:

- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة.
- عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبيين ومحافظي الحسابات والمحاسبيين المعتمدين.

---

[1]- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المعدل والمتمم بالقانون 03_04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 34 المؤرخة في 23 ماي 1993، ص: 3.

[2]- القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 11، الصادرة في 18 فيفري 2003، ص: 4.

تخصص للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إعانة تمنح لها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها. وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.[1]

1-2- سلطات اللجنة:

لقد زود المشرع الجزائري اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم كما يلي:[2]

❖ **السلطة التنظيمية:**

تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية. وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات.
- حافظي السندات.
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

❖ **سلطة الاعتماد والتأهيل:**

تعتمد اللجنة: الوسطاء في عمليات البورصة، شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك وتؤهل ماسكي الحسابات-حافظي السندات.

❖ **سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق:**

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا: من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق ومن إمتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الأعلام التي تخضع لها ومن إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات ومن حسن سير السوق.

❖ **السلطة التأديبية والتحكيمية:**

تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديب وتحكيم تتكون من الرئيس وعضوين ينتخبان من ضمن أعضاء اللجنة وقاضيين يعينهما وزير العدل. كما يتولى رئيس اللجنة أمانة الغرفة.

---

[1]- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي، الجمهورية الجزائرية، 2010، ص: 8.

[2]- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي، مرجع نفسه، ص-ص: 9-10.

تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية، كما تختص أيضا بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة.

1-3- هيكلة اللجنة:

حتى تقوم اللجنة بالمهام المسندة إليها على أكمل وجه فقد زودت بهياكل داخلية ومصالح إدارية وتقنية تتمثل في:[1]

1. الأمين العام: يتكفل بالاتصال والعلاقات العمومية.
2. مستشارين لدى رئيس اللجنة.
3. مديرية تطوير ومراقبة السوق: بحيث تتكفل هذه المديرية بما يلي:

- تتحقق من الوسطاء وطلبات اعتمادهم في البورصة.
- تتكفل بإعداد دراسات ذات طابع اقتصادي ومالي في مجال القيم المنقولة.
- يمنح لها مهمة رقابة كل من نشاط هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وسير صناديق الضمان للزبائن.

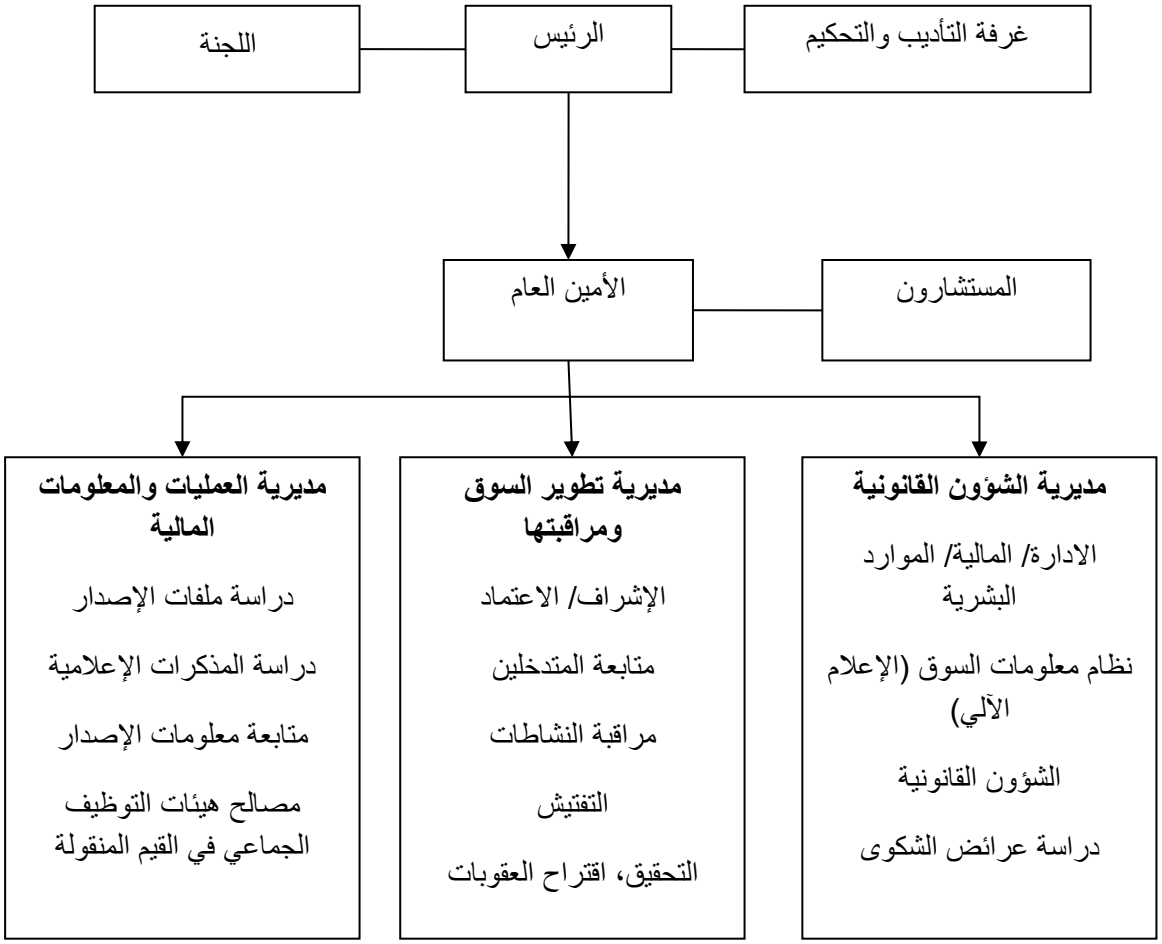
1-4- مديرية الإعلام والعمليات المالية: كلفت هذه المديرية بالمهام التالية:

- تنظر في طلبات اعتماد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وطلبات التأشير وفق الإصدار والقبول في البورصة وباقي العمليات المالية.
- تتأكد من احترام واجب الإعلام المفروض على الشركات المصدرة للقيم المتقولة اتجاه الجمهور، كما تراقب التزام هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالتنظيم المطبق عليها.
- تتكلف بإعداد مشاريع وتنظيمات وتعليمات متعلقة بإعلام الجمهور وهذا بالتعاون مع مديرية الشؤون القانونية والإدارية.

1-5- مديرية الشؤون القانونية والإدارية: تتكفل هذه المديرية بكل الشؤون القانونية من شكاوي ومنازعات وكذا استشارات قانونية.

[1]- نظام رقم 2000-03، لجنة تنظيم عمليلت البورصة ومراقبنها، الجزائر، 2000، ص: 2.

الشكل رقم5: النظام العام الحالي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2009، ص: 112.

2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: SGBv

2-1- إنشاؤها:

وتعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة جهاز من أجهزة البورصة، حدد لها القانون مهمة تسيير السوق بوضع الهياكل الفنية والإدارية اللازمة لإقامة السوق، والتي من شانها توفير السلامة المادية والقانونية للعمليات المنجزة وبالسرعة المطلوبة.

ورغم أن هذه الشركة تم إنشاؤها بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-169، إلا أنها عرفت تغيرات وتطورات من عدة جوانب بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10، الشيء الذي يظهر لنا الرغبة الجديدة للمشرع في التأطير الصارم لهذه الشركة، أخذا في الاعتبار التطورات التي حدثت على مستوى الاقتصاد الوطني.

هذا ونلاحظ انه بموجب المرسوم التشريعي رقم 93_10، فان بورصة القيم المنقولة تكتسي الشكل القانوني لشركة ذات أسهم، الشيء الذي يعكس لنا جليا التوجه الذي اتخذته السلطات العمومية والمتمثل في تجسيد مبدأ تحرير السوق المالية تبعا للخيارات الاقتصادية والسياسية المتبناة.[1]

طبقا للمرسوم التنفيذي 94-176 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10 فانه يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التامين المستقرة قانونا في الجزائر وكذا صناديق المساهمة.[2]

وهي شركة مساهمة ومملوكة للوسطاء الماليون المعتمدين من لجنة ت.ع.ب.م والنقاط التالية تبين خصوصية وهيكل هذه الشركة:

- الحد الأدنى لمساهمة الوسطاء في رأس مال الشركة حدد ب 2000000دج وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة يزيد رأس مال الشركة بمقدار الحصة التي يقدمها الوسيط الجديد أما في حالة انسحاب وسيط فانه سيتم إعادة شراء حصته.[3]
- اعتماد الوسطاء بعد الاكتتاب في جزء من رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وهذا طبقا لنص المادة 17 من المرسوم التشريعي 93-10.
- يحكم شركة تسيير القيم المنقولة قانون أساسي يعده وزير المالية.
- يتولى التسيير مجلس إدارة يتكون من مسيرين ومدير عام يعينهم وزير المالية بعد اخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.[4]

2-2- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تمارس مجموعة من المهام التي بينها المرسوم التشريعي 93_10 في نص المادة 18:[5]

- التنظيم المالي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.

---

[1]- ايت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم السياسية، تخصص قانون جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص: 144.

[2]- مرسوم تنفيذي رقم 94-176، مؤرخ في 13 جوان 1994، يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 4، الصادر في 26 جوان 1994، ص: 1.

[3]- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-01، مؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجزيدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 87، صادر في 29 سبتمبر 1997، ص: 2.

[4]- المادة 17 من المرسوم التشريعي 93-10، سبق ذكره، ص: 3.

[5]- المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10، سبق ذكره، ص: 3.

- تنظيم سير عمليات مقاصة التعاملات حول القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

3- شركة المؤتمن المركزي على السندات:

3-1- تعريفها:

المؤتمن المركزي هيئة أضافها المشرع الجزائري في تعديل قانون البورصة سنة 2003 عبر القانون 03-04.[1] وتتخذ هذه الهيئة شكل شركة مساهمة، ويخضع القانون الأساسي لهذه الشركة وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمساهمين الرئيسيين إلى موافقة المدير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.[2]

3-2- تشكيلة المؤتمن المركزي:

المؤتمن المركزي على الأوراق المالية شخص معنوي مشكل في شكل شركة مساهمة تسمى "الجزائر للتسوية"[3] أي يفترض أن تخضع للقانون الخاص لاسيما القانون التجاري لكن في شركة المساهمة هاته خرج المشرع فيها عن القواعد العامة، حيث اخضع القانون الأساسي لهذه الشركة وتعديله إلى وزير المالية.

طبقا لنص المادة 19 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم، يتكون رأس مال المؤتمن المركزي من مساهمات مؤسسيه وهم: البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض-سطيف. بالإضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر.

يبلغ رأس مال المؤتمن المركزي حاليا مائتان وأربعون مليون دج يساهم فيه شركتان عموميتان بالإضافة إلى مجموعة من البنوك العمومية.[4]

3-3- مهام المؤتمن المركزي:

يمارس المؤتمن المركزي مهامه تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتتمثل هذه المهام أساسا فيما يلي:[5]

- حفظ السندات التي تمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات، حيث يسهل نقلها بين الوسطاء الماليين القيام بالتحويلات من حساب إلى أخر.

---

[1]- المادة 10 من القانون 03-04، سبق ذكره، ص: 20.

[2]- المادة 9 من القانون 03-04، سبق ذكره، ص: 20.

[3]- الموقع الالكتروني: https//wwwalgerieclearing/dz يوم : 20 جوان 2021 على: 14:30.

[4]- المادة 19 من المرسوم التشريعي 93-10، ص: 3.

[5]- المادة 19 من المرسوم التشريعي 93-10، ص: 3.

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالية.

وقد حدد المشرع الجزائري علاقة المؤتمن المركزي على السندات مع المستفيدين من خدماته، كما وضع قواعد حفظ السندات وسير الحسابات الجارية وإدارتها وكيفية تسيير نظام تسوية السندات وتسليمها من خلال نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 والمتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.[1]

المطلب الثاني: آلية عمل سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

تمهيد:

تخضع عملية إدراج الشركات والمؤسسات في بورصة الجزائر إلى مجموعة من الشروط حددها المشرع الجزائري، هذه الشروط طبقت على الشركات التي انظمت على بورصة الجزائر والتي يعتبر عددها قليل جدا مقارنة بما يجب أن يكون عليه.

أولا: الإدراج في بورصة الجزائر

عند الدخول إلى بورصة الجزائر يجب على المؤسسة او الشركة الراغبة في الدخول وحتى يتم قبولها، أن تتوفر فيها جملة من الشروط حسب ما ذكره المشرع الجزائري كما يجب أن تتبع جملة من الإجراءات الموضوعة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

1- شروط الدخول إلى بورصة الجزائر:

بالرجوع إلى نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة نجده نص في فصله الثاني منه على شروط القبول في البورصة وهي كما يلي:

- أن تكون القيم المنقولة صادرة من طرف شركات أسهم طبقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري.
- أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول.

[1]- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003، والمتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 73، المؤرخة في 30 نوفمبر 2003، ص: 12.

- يجب على الشركة التي تكون سنداتها محل طلب قبول، أن تقدم تقريرا تقييمي للأصول ينجزه عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبيين، غير مندوب الحسابات للشركة أو أي خبير أخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها.
- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول.[1]

وبالرجوع إلى نظام رقم 12-01 المتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/12 المؤرخ في 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، نجد المادة 7 التي تعدل المادة 43 تنص على: "يجب على الشركة التي تقدم طلب قبول سندات رأسمالها في التداول بالسوق الرئيسية ما يأتي:

- ألا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسة مئة مليون دينار.
- أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20 بالمائة على الأقل من رأسمال الشركة، وذلك يوم الإدراج على ابعد تقدير.[2]

2- مراحل دخول المؤسسة للبورصة:

في إطار دخول المؤسسة للبورصة وإدراج أوراقها المالية فيها يتطلب ذلك المرور على عدة مراحل هي:

- الجهاز القانوني الذي يقرر فتح رأس المال: إن قرار فتح رأس مال المؤسسة للاكتتاب يعزز أو يزيد من امتيازات المجلس الوطني لمساهمات الدولة.
- تقييم ممتلكات المؤسسة وتحديد سعر العرض: والهدف من ذلك هو تقدير سعر الأسهم التي تعرضها المؤسسة للبيع أو الاكتتاب.
- اختيار وسيط في عمليات البورصة: يجب على المؤسسة أن تعين وسيط في عمليات البورصة يساعدها ويرافقها طيلة عملية قبول أسهمها في التداول.
- تعيين مسؤول مكلف بالتنسيق: مهمته متابعة وتنظيم كل الأسهم والأعمال المنجزة خلال كل مراحل الدخول إلى البورصة.
- الاتصال بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: ترتبط المؤسسة مع مصالح اللجنة حيث أعدت هذه المصالح لتقديم كل التوضيحات الضرورية.

---

[1]-النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 87، المؤرخ في 29 ديسمبر 1997.

[2]-المادة 7 من النظام 12_01 المعدلة للمادة 43 من النظام 97_03 المذكور سابقا.

- إعداد مشروع مذكرة إعلامية: هذه الوثيقة المخصصة لإعلام الجمهور، تشكل مستند أساسي يسمح بتزويد المستثمر بكل معلومة ضرورية قصد مساعدته على اتخاذ القرار.[1]
- تقديم طلب القبول مرفق بملف: يحتوي هذا الملف على توثيق عام حول الشركة ورأسمالها إضافة إلى وثائق اقتصادية ومالية وقانونية.
- إبرام العقود والاتفاقيات.
- طبع ونشر مطبوعات أو أمر الشراء.
- انطلاق الحملة الإعلامية.
- طبع شهادات الأسهم.[2]

3- الإجراءات التنظيمية لإدخال القيم المنقولة:

طبقا لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10 فان شركة إدارة بورصة القيم تكون مكلفة بإجراءات الدخول.[3]

ويتم إدخال السندات التي قررت اللجنة قبولها وفق أحد الإجراءات الآتية: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود، الإجراء العادي.[4]

1- **العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:** هذا الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنها. ويحدد البيان المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي بسعر أدنى شروط القبول وتبليغ أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور من قبل المتدخلين والسعر الأدنى الذي يقبلون به للتنازل عنها وطرق توزيع السندات بين الامرين.[5]

2- **العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:** تتمثل هذه العملية في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بقبول السندات بسعر محدد مسبقا. تتولى شركة تسيير البورصة إعلام الجمهور بنوعية العملية المراد القيام بها وعدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور وكيفية توزيعها.[6]

---

[1]- لطرش سميرة، كفاءة سوق راس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص-ص: 69-70.

[2]- بن زاوي نسرين، اثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال، مع الاشارة الى حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مناجمنت المؤسسة، المركز الجامعي العربي بن مهيدي، 2007-2006، ص: 223.

[3]- المادة 18 من المرسوم التشريعي 93-10.

[4]- المادة 50 من النظام رقم 97-03 للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ص: 5.

[5]- المادة 59 من النظام رقم 97-03.

[6]- المادة 64 من النظام رقم 97-03.

3- الإجراء العادي: من خلال هذا الإجراء تستطيع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأس مال الشركة موزعا بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل السند مباشرة في جدول الأسعار ويعرض للتداول ضمن شروط التسعيرة في السوق ابتداء من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير البورصة وفقا لشروط السوق ويستعمل الإجراء العادي في الحالات التالية:

- إدخال سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية.
- إدخال سندات الدين التي تصدرها شركات الأسهم.
- إدخال القيم للسندات المسعرة مسبقا.[1]

ثانيا: تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية لبورصة الجزائر

1- شركة سوناطراك:

تم إصدار القرض ألسندي لسوناطراك في جانفي 1998 ليكون أول عملية في سوق رأس المال الجزائري، حيث أن نجاحه فتح الأبواب على الشركات الأخرى لدخول البورصة من أجل رفع رأسمالها الاجتماعي عن طريق العرض العمومي للادخار (الرياض سطيف في نوفمبر 1998) وفندق الأوراسي في جوان 1999.

ويمكن أن نلخص عملية الإصدار فيما يلي:

- مبلغ الإصدار هو 5 مليار دج.
- سعر السند: ثلاث حقوق بقيم اسمية موزعة كما يلي: 50000 حق بقيمة 10000دج، 40000 حق بقيمة 50000دج، 25000 حق بقيمة 100000دج.
- علاوة الإصدار 25 بالمائة من القيمة الاسمية.
- سعر الفائدة السنوي 13 بالمائة.[2]
- مدة السند 5 سنوات ابتداء من 4 جانفي 1998.
- فترة الاكتتاب: من 1998/01/10 إلى 1998/02/28.

2- مؤسسة مجمع رياض سطيف:

يعتبر مجمع رياض سطيف من المؤسسات الصناعية الكبرى في الجزائر، حيث كان ذلك بتاريخ 17 جويلية 1998 بطرح أسهمه للاكتتاب العام، كما انه يعتبر أول المؤسسات التي خرجت منها بعد تجربة دامت حوالي أكثر من 7 سنوات وذلك سنة 2006، وقد انتهج المجمع هذه التقنية كوسيلة من وسائل تمويل الاحتياجات المالية.

---

[1]- المادة 56 من النظام رقم 97-03.

[2]- محفوظ بصيري، دور الاسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك، نقود ومالية، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2007، ص-ص: 92-93.

بتاريخ 6 ديسمبر 2006 انسحبت مؤسسة رياض سطيف من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص. ولقد سمحت فترة العرض العلني للانسحاب من البورصة ببلوغ نسبة انجاز قدرها 94,28 بالمائة، قد تم عرض سهم مؤسسة رياض سطيف على المساهمين بسعر 1500دج للسهم الواحد.

وتجدر الإشارة إلى إن مؤسسة رياض سطيف ظلت توزع الارباح بصفة دورية على المساهمين فيها ووصل مبلغ الأرباح الموزعة خلال فترة الاكتتاب العام في البورصة من سنة 1999 إلى غاية 2003 مجموع 793,5 دج للسهم الواحد، وعليه فان المساهم الذي اكتتب سهمه واحتفظ به حتى صدور قرار العرض العلني للانسحاب من البورصة يكون قد استرجع المبلغ الذي دفعه.[1]

3- مؤسسة مجمع صيدال:

قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الاستراتيجية في إطار مخطط أعماله للفترة من 1998 إلى 2005، و لبلوغ هذه الأهداف لاسيما تنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الحكومة تم اتخاذ قرار من طرف مجلس مساهمات الدولة في 19 جوان 1998 بفتح رأس مال المجمع بنسبة 20 بالمائة للجمهور عن طريق الدخول إلى البورصة من خلال إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد مسبقا وتم قبول أسهم مجمع صيدال في التداول بموجب الاتفاق بين المجمع ولجنة البورصة بتاريخ 11 فيفري 1998. ويمكن ان نوجز مختلف خصائص عرض صيدال كما يلي:

- رأس المال: 2500000000دج أي 10000000سهم بقيمة اسمية لكل سهم قدرها 250 دج.
- الكمية الممنوحة: 2000000 سهم أي 20 من مبلغ رأس المال.
- سعر العرض: 800 دج.
- فترة العرض: من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999.[2]

4- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

تعتبر هذه المؤسسة من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، حيث استطاعت ان تكون من بين المؤسسات الأولى المدمجة في البورصة، لقد تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الاوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، و بموجب ذلك قامت المؤسسة برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يعادل 1,5 مليار دج و لتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولة و الرامي الى تنشيط

[1]- محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وإثاره على الآداء المالي للمؤسسات الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر-مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباحح، ورقلة، عدد 12، 2013، ص-ص: 108-109.

[2]- محفوظ بصيري، مرجع سبق ذكره، ص-ص:93- 94.

بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأس مال المؤسسة بنسبة 20 بالمئة للاكتتاب العام, وهو ما يعادل مليون سهم بقيمة اسمية 250 دينار للسهم .[1]

5- مؤسسة اليانس للتأمينات:

لقد استأنفت السوق الابتدائية للأسهم في سنة 2010 عملية إصدار سندات رأس المال وذلك بعد غياب طويل عن إصدار مثل هذا النوع من السندات في السوق. ويأتي هذا الإصدار الجديد لأسهم شركة التامين "اليانس" ليعزز قسم الاسهم في بورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها آنذاك إلا سهمان فقط وهما سهم مؤسسة تسيير نزل الاوراسي وسهم مجموعة صيدال.

وقد منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلال هذه السنة تأشيرتها لشركة التامين "اليانس" لكي تشرع في عملية رفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني على الادخار. وتتمثل خصائص هذه العملية في:

- مبلغ الإصدار: 1433787970 دج.
- عدد الأسهم الجديدة موضوع الإصدار: 1804511.
- صنف الأسهم كأسهم عادية.
- الشكل: أسهم منزوعة الصفة المادية ومقيدة في الحساب.
- القيمة الاسمية: 200دج.
- سعر الإصدار: 830 دج.
- تم افتتاح عملية الاكتتاب في 2 نوفمبر 2010 وإقفالها في أول ديسمبر 2010.[2]

6- شركة دحلي:

ان شركة المساهمة دحلي هي المؤسسة الأولى التابعة للقطاع الخاص التي استلمت تأشيرة اصدار قرض سندي بمبلغ 8,3 مليار دج موجه الى الجمهور الواسع. تعتزم الشركة من خلال التوجه نحو سوق السندات الى رفع الاموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع، تتمثل في حظيرة مائية و فندق بشقق و ميناء استجمام "مارينا". وتحمل هذه الشركة تسمية: "دايو الجزائر للفندقة والترفيه العقاري" و تدعى باختصار "دحلي" و هي شركة مساهمة تنشط اساسا في قطاع الفندقة والعقارات والترفيه. ويبلغ رأسمالها 20,8 مليار دج.[3]

توصلنا من خلال هذا المبحث إلى ظروف نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها والهيئات المنظمة لها، وتطرقنا إلى مختلف المراسيم والتشريعات التي جاءت في إطار تأسيسها وتحديد عملها.

---

[1]- محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص:109.

[2]-تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي,2010, مرجع سبق ذكره,ص:28.

[3]-تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي ,الجمهورية الجزائرية, 2012,ص:50.

المبحث الثاني: واقع ومعوقات بورصة الجزائر

من خلال هذا المبحث سنبرز واقع التداول في بورصة الجزائر، كما نحاول أن نبين أهم المعوقات التي عرقلت نمو وتطور بورصة الجزائر.

المطلب الاول: واقع بورصة الجزائر

تمهيد:

تم التطرق هنا إلى أنواع وطريقة تداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر بالإضافة إلى تقييم آداءها.

أولا: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

1- أنواع الأوراق المالية المتداولة:

يميز المشرع الجزائري بين 3 أنواع من الأوراق المالية المتداولة في البورصة وهي:[1]

1-**1- الأسهم:** ينطوي تحت ظل الأسهم القابلة للتداول في بورصة الجزائر الأنواع الموالية:

- أسهم عادية.
- أسهم جزئية.
- أسهم ذات أولوية في توزيعات الارباح.
- الاسهم الخاصة.

1-2- السندات: ويمكن التمييز بين أنواع السندات القابلة للتداول في بورصة الجزائر كما يلي:

- سندات عادية.

سندات المشاركة.

-السندات ذات المعدل الثابت.

-السندات ذات المعدل المتغير.

إضافة إلى الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات بأنواعها و الأوراق المالية الأخرى مثل: شهادات الاستثمار نجد أيضا أوراق أخرى متمثلة فيما يلي:

1-3- صكوك هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: يمكن توضيح مفهوم هذه الهيئة من خلال ما يلي:

إن المتدخلين في السوق كالمدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية والذين يهدفون إلى تحقيق الربح و تدنية الخطر وتسيير محافظهم المالية وما تطلبه ذلك من إلمام جيد بالنشاط المالي في البورصة إضافة إلى الوقت والجهد المبذولين في اختيار هذا السند ,فيختصرون كل ذلك باللجوء الى مسير محترف يقوم بتوظيف أوراقهم المالية في السوق المالية، وهو ما يطلق عليه هيئات التوظيف الجماعي في القيم

[1]-تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي، الجمهورية الجزائرية، 2004، ص: 6.

المنقولة وهي تمثل فائدة أكيدة بالنسبة للمستثمرين يجدون في ذلك وسيلة فعالة ومحترفة لادخارهم، ويوجد قسمان من هيئات التوظيف الجماعي في القيم:

-الصناديق المشتركة للتوظيف .

-شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير.

و يمكن ملاحظة 4 أشكال لهيئات التوظيف الجماعي و هي :

-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم 60 بالمائة من حافظة الأسهم.

-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات سندات دين 60 بالمائة من حافظة السندات.

-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم 60 بالمائة من حافظة الأدوات النقدية.

-هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المتنوعة : لا تحدد اي نسبة من السندات المحمولة في الحافظة.

الصناديق المشتركة للتوظيف : تعتبر الصناديق المشتركة للتوظيف ملكية مشتركة لقيم منقولة، و هي صناديق لا تتمتع بالشخصي المعنوية عكس شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، تصدر حصصا و يعاد شراؤها بناء على طلب حامليها، تعتبر هذه الحصص قيما منقولة يمكن ان تكون موضوع قبول في البورصة فهي تحقق السيولة و المردودية، و تتولى تسيير هذا الصندوق شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص و لصالحهم فقط.و حدد الحد الأدنى لراس مال الصندوق بمقدار 1000000 دج و ذلك وفقا للمرسوم التشريعي رقم 96_474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 و توفر هذه الصناديق العديد من المزايا لمختلف المدخرين منها تمكينهم من تسيير افضل لمدخراتهم المكونة لمختلف المحافظ باعتبار أن هذه الصناديق تتوفر على مختصين ذوي كفاءة عالية و خبرة في مجال الاستثمار في السوق المالية .

شركة الاستثمار ذات راس المال المتغير : تعتبر شركات الاستثمار ذات راس المال المتغير شركات ذات مساهمة حسب ما اقره المشرع الجزائري،و التي تخضع لأحكام القانون التجاري الجزائري، نجد أدنى حد لرأس المال و الذي يقدر بمقدار 5000000دج و الذي يمكن أن يتغير في أي لحظة بطلب من المساهمين و يصبح مشتري الأسهم مساهما و له أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعية العامة. و يمكن أن يوفر هذا النوع من الشركات عدة مزايا في جانب توظيف القيم المنقولة منها ما يلي :

_إمكانية الشراء و البيع في أي وقت.

_قواعد استثمار واضحة لتدنية المخاطر.

إطار قانوني و تنظيم امن فيما يخص المكتتبين و ذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعة.

ثانيا: التداول في بورصة الجزائر:

_أسلوب التداول : بورصة القيم المتداولة بالجزائر عبارة عن سوق مركزي يسير عن طريق الأوامر، و في فترة انطلاقها و حتى الآن لم تكن مقسمة بل كل الأوراق تتداول في سوق رسمي وحيد و المحصور في جناح من شركة تسيير بورصة القيم، اين يلتقي الوسطاء لمواجهة اوامرهم.

_طريقة التسعيرة: يتم تحديد السعر بطرق متنوعة سواء كانت يدوية أو الية عن طريق الحاسوب, على أن يتم تحديد نوع و طريقة التسعيرة من طرف شركة تسير بورصة القيم, و قد تم في مرحلة الانطلاق تحديد السعر يدويا و ذلك راجع لانخفاض حجم الصفقات, كما تعد هذه الطريقة من الطرق المثلى بالنسبة لسوق حديثة النشأة كبورصة الجزائر.

غير أن هذه الطريقة ستتطور في المستقبل بازدياد حجم الصفقات وستنقل إلى مرحلة ثانية لتعتمد على نظام تحديد الأسعار مدعمة بأنظمة الحواسب والإعلام الآلي خاصة مع إجراءات التفعيل المتخذة من طرف السلطات الوصية.

_نظام الموازنة: تحدد القاعدة العامة المبادئ المتعلقة بالموازنة على النحو التالي:

-تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتنظيم ومراقبة عمليات الموازنة.

-تنتقل ملكية الأوراق المالية مباشرة بعد تنفيذ العملية.

-تسليم الأموال والتنازل عن الأوراق يجب أن يتم في أن واحد.

-تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإعلام الوسطاء الماليين عن القاعدة التي يتم على أساسها تطبيق التسليم والتنازل، ويحدد الموعد الذي تمت فيه العملية.[1]

[1]-احمد بوراس,اسواق رؤوس الاموال,مطبوعات جامعة منتوري,قسنطينة,ط1, 2002,ص-ص:147-148.

ثالثا: أداء بورصة الجزائر

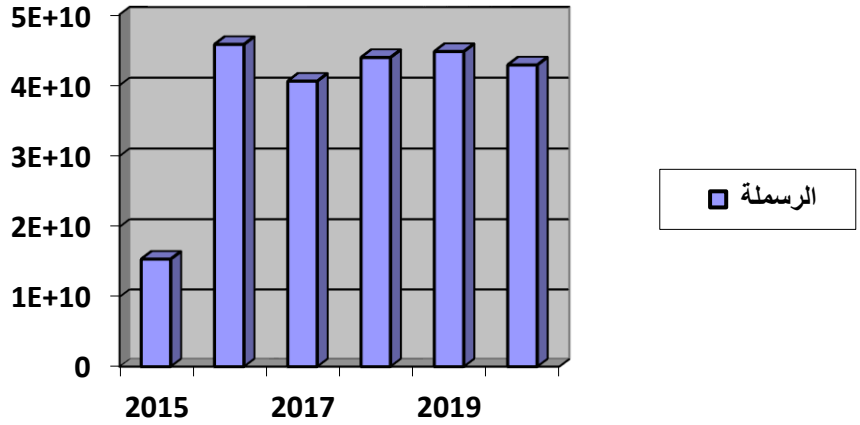
السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020
عدد الشركات المقيدة	4	5	5	6	6	6
حجم التداول	2213143	78886	468145	226505	249696	87796
قيمة التداول	1251956825,00	805500430,00	302261260,00	206127271,00	248990023,00	78458464,00
رأس مال السوق (مليار دج)	15429078190	45778197740	40587792,120	43935000,000	44777000,000	42881000,000
نسبة التغير(%)	-	30	11,43	8,25	1,91	-
PIB (مليار دج)	16591,9	17406,8	18906,6	20000	17100	15400
الرسملة /PIB	0,92	0,26	0,21	0,21	0,26	0,27

جدول رقم 1: تطور سوق التداول في الجزائر خلال الفترة (2015-2020)

من إعداد الطالبة : انطلاقا من موقع بورصة الجزائر (SGBV https://www.sgbv.dz/ar:20/06/2021:14:30)

من خلال الجدول السابق يمكن أن نستخرج تطور حجم الرسملة السوقية لبورصة الجزائر خلال مدة الدراسة والتي تؤكد حقيقة ضعفها و قلتها.

الشكل رقم 6 :تطور نسبة الرسملة السوقية في بورصة الجزائر في فترة (2015-2020)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات جدول تطور سوق التداول .

التعليق:

انطلاقا من المدرج التكراري نلاحظ أن مساهمة الرسملة في ال PIB لا تكاد تذكر .

من خلال ما سبق نستنتج أن أداء البورصة الجزائرية لا يرقى إلى التطلعات و لا يحقق الأهداف المرجوة منه و كل المؤشرات المتعلقة به ليست في المستوى المطلوب و هذا دليل على أن السوق المالي الجزائري ضعيف جدا غير قادر على جمع المدخرات و بالتالي عدم قدرته على القيام بدوره الأساسي الذي يكمن في تمويل الاقتصاد الوطني.

المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر

تمهيد:

تعاني بورصة الجزائر من العديد من العقبات والمعوقات التي تحول دون تحقيقها للأهداف المرجوة وهذا ما سنتطرق إليه.

1- معوقات بورصة الجزائر:

باعتبار أن بورصة الجزائر هي بورصة حديثة النشأة، فإنها تعاني من المعيقات إلي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة والمطلوبة، وبالتالي لم تؤدي أي دور في التنمية الاقتصادية، ومن جملة هذه المعيقات يتم ذكر ما يلي:

أولا: معوقات تتعلق بالبورصة:

وتتمثل هذه المجموعة من المعيقات فيما يلي:[1]

1- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة

تتميز سوق الأوراق المالية الناجحة في الدول المتقدمة وحتى في بعض الدول النامية بتنوع وتعدد الأوراق المالية المعروضة للتداول، وهذا لفتح مجال الاختيار أمام المستمر للاستثمار فيما يختار وفق البدائل المتاحة أمامه للاستثمار، وبالتالي يكون هناك جمهور كبير من المستثمرين والمتدخلين في البورصة.

وبالنسبة لبورصة الجزائر باعتبارها حديثة النشأة فإنها لم تعرف هذا التنوع والتعدد للأوراق المالية المتداولة بها، بل الأمر اقتصر على ثلاثة أوراق مالية، كما أن حيازة هذه الأوراق من طرف الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين.

2- عدم فاعلية نظام المعلومات:

من المعروف أن نظام المعلومات في السوق المالي له دور كبر في تحديد حجم المعاملات وبالتالي فهو مؤشر حقيقي عن كفاءة السوق المالية، فتوفر المعلومات بالكم الكافي من الأوراق المالية ضروري للاكتتاب لأن أسعار الأوراق المالية مرتبطة بهذه المعلومات إذا تؤثر هذه الأخيرة على العرض والطلب على الأوراق المتداولة في السوق المالي.

بالنسبة لبورصة الجزائر، ونظرا لحداثتها فإن المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة تبقي قليلة ولا تفي باحتياجات المتعاملين، وذلك لغياب النشريات والمجلات المتخصصة بمجال المال والأعمال ومكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية والمحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة، وهذا في نهاية السنة المالية، لذلك فإن نظام المعلومات يبقى ضعيف ويتطلب الكثير من العمل والجهد حتى يعمل على الإيقاع متطلبات السوق.

3- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة:

أمام الصعوبات التي تعترض عمل بورصة الجزائر، وتعقد وضبابية التعامل فيها، تحد المقابل أن فرص استثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن نشاط الاستيراد والتصدير في سنوات الانفتاح وتخلي الدولة عن احتكار التجارة الخارجية قد استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة، وبالتالي فإن جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت قليلة وعديمة الأثر في غالب الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى وصعوبات ومعيقات البورصة.

[1]-محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية ,دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية, معهد العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر,1998,1999,ص-ص: 407-408.

ثانيا: معوقات تتعلق بمحيط البورصة

وتتمثل في:

1- المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي ، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة ، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية ، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا واليابان وألمانيا ، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها ، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر ، فإنه من المعروف أنها انشات في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993 ، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن ، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي ، وعليه فان السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي. [1]

2- المعوقات القانونية:

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15 / 04 / 1993 ء يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني:

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.
- إبعاد الأسهم التي تصل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي. ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة. أما استبعاد الأسهم، ولا سيما العادية منها، فإن ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية. وإذا كان لحاملي الأسهم الممتازة او السندات الأولوية في الأرباح والفوائد في حالة الإفلاس، فان من حق حاملي الأسهم العادية، أن يحصلوا في الغالب على ما تحصل عليه حاملو السندات والأسهم الممتازة، وفي الحقيقة إن مكانة الشركة والنشاط الذي تمارسه، والمؤثرات المحلية والدولية كلها عوامل تؤثر في قيمة السهم ارتفاع او انخفاضا. إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخوصصة وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية، عكس ما هو معمول به في جل

[1]-بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 279- 280.

البورصات العالمية، وفي الدول العربية الأخرى حيث يتم التعامل فيها بالأسهم أكثر منه بالسندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق الغير منظمة.من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، أضف إلى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

أما فيما يخص مدة إنهاء الصفقات (عمليات البورصة) أي مدة التسوية والتسليم، فالمعيار الدولي المعتمد هو أن أقصى أجل لإنهاء الصفقات هو يوم + ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم +30 يوم، وهو أجل بعيد بكثير عن المعايير الدولية، الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل بورصة الجزائر.

– الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أن تأسس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 27 / 12 / 1995، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في شهر فيفري 1996.

أما الهيئة الثانية، وهي شركة إدارة بورصة القيم SG BEM والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 21/ 05/ 1997 بمقر اللجنة بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93–10 بتاريخ 23/05/ 1993 قد نص عليها صراحة.أضف إلى ذلك أن القانون الذي ينظم شروط مزاولة الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 03 جويلية 1996 إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999.ولتأكيد ما سبق أنظر الجدول (27) الذي يلخص أنواع الوسطاء في بورصة الجزائر[1].

3– المعوقات الثقافية:

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار ، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع ، وعليه ، فان هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة ، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات ، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة ، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات و اعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم [2]

[1]–صالح فلاحي, بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية و القانونية و امكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار,ملتقى دولي حول اهمية الشفافية و نجاعة الاداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي ,من 31 ماي الى 2جوان 2004, ص:14,

[2]–بوكساني رشيد,مرجع سبق ذكره,ص:281,

ثالثا: عوامل اقتصادية

تلعب البورصة في ميدان الحياة الاقتصادية دورا خطيرا وحيويا أين تدور اكبر الصفقات التجارية ولها دور أساسي وفعال سواء على مستوى التحويل أو الاستثمار ، إلا أن هذا المفهوم لا يتماشى والقاعدة الاقتصادية في الجزائر لأن غالبية الشركات الخاصة هي عبارة عن شركات تضامن ، أو ذات مسؤولية محدودة وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة ، التي تشترط أن تكون الشركة شركة مساهمة ، إضافة إلى أن معظم المؤسسات ينحصر نشاطها في قطاع الخدمات وبالتالي فهي لا تملك مؤهلات للمخاطرة في البورصة ، وكما سبق الإشارة إليه أنه لا يمكن تصور وجود بورصة دون الشروع في خصخصة العديد من المؤسسات العامة إلا أن هذه السياسة تتطلب المرور بمراحل ، إذ تعتبر أصعب مراحل الإصلاح الاقتصادي ، ونظرا للصعوبات والنتائج التي تترتب على تنفيذها ، كما أن معظم المؤسسات الاقتصادية العمومية التي تنشط في محيط احتكاري ستعرضها الخصخصة إلى المنافسة ، وهو ما يصعب من الاندماج مع المحيط التجاري الخاص ، هذا من جهة ومن جهة هناك عوامل أخري كان لها دور سلبي على السوق المالية منها خاصة.[1]

1. مشكل التضخم:

حيث عرفت الجزائر منذ تسعينات القرن الماضي معدلات قياسية في نسبة التضخم وهذا يسبب لجوء الدولة إلى الإصدار النقدي وهو ما تزامن مع انطلاق بورصة الجزائر، حيث من الناحية الاقتصادية يؤثر على عائد الأوراق المالية وحجم العمليات المتداولة في البورصة.[2]

2. الاقتصاد الموازي:

الدافع الرئيسي نحو الاقتصاد الموازي او ما يسمي اقتصاد الظل، هو الخوف من أعباء المدفوعات الضريبية واشتراكات الضمان الاجتماعي ويمثل هذا النمط الاقتصادي الوسيلة المفضلة للبعض المستثمرين الخواص الذين ينشطون في بيئة خارج الإطار الرقابي للدولة، حيث يحقق لهم أرباح كبيرة بشكل أسرع من الاستثمار في البورصة.

3. ضعف المعلومات والشفافية:

ويقصد هنا بالمعلومات التي تصل إلى المتعاملين بسرعة دون فاصل زمني كبير – بما يجعل أسعار الأسهم تصل إلى المتعاملين دون تكاليف باهظة، وأن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومة على عكس بورصة الجزائر حيث ينتظر المستثمر سنة كاملة للحصول على تقارير تصدرها الشركات المسعرة في البورصة ، في الوقت الذي تقدم فيه بورصات الدول المتقدمة تقارير مرفقة بتحاليل

[1]–علي توفيق الحاج, عامر علي الخطيب, ادارة البورصات المالية, دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع.ط1,عمان ,الاردن,2012,ص:15.

[2]–بوكساني رشيد, مرجع سبق ذكره,ص:286.

وأراء حالية ومستقبلية لخبراء في عالم المال والأعمال ، إضافة إلى طبيعة الوسطاء و هي مشكلة من شركات تأمين وبنوك ملك الدولة ، وغياب وسطاء طبيعيين وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة .[1]

يتميز آداء بورصة الجزائر بالضعف والتدهور، ولا يحقق أية إضافة للاقتصاد الوطني وهذا بسبب العديد من العراقيل.

[1]–ضياء مجيد,البورصات اسواق راس المال و ادواتها–الاسهم و السندات,مؤسسة شهاب الجامعة,ط1,الاسكندرية,مصر,2008,ص–ص:10–11.

المبحث الثالث: أفاق تطوير فعالية السوق المالي في الجزائر

إن تفعيل بورصة الجزائر يندرج ضمن مجال سعي السلطة المعنية في البلاد لتطوير هذا القطاع الحيوي والحساس، وفي هذا الشأن يلاحظ أنه لا بد من تنشيط البيئة الاقتصادية، الدور المحوري للبنوك، وإعادة هيكلة النظام العام لبورصة الجزائر .

المطلب الأول: زيادة إنتاجية المؤسسات الاقتصادية

أن نظام البورصة مرتبط ارتباطا وثيقا باقتصاد السوق، الذي يعتمد على رأس المال والتنظيم وحرية العمل، وعليه من اجل تنشيط البيئة الاقتصادية وزيادة إنتاجيتها يجب الخضوع لمعايير الوضعية القانونية، الحجم مجال النشاط، نمط الأداء.إذ يجب ساسا معرفة مدى قدرة تنشيط هذه المؤسسات على تحقيق أهداف الأعوان الاقتصاديين.[1]

أولا: خصخصة شركات القطاع العام

يوجد علاقة مزدوجة بين الخصخصة و البورصة ، باعتبار أن وجود سوق نشطة للوراق المالية يشجع عمليات الخصخصة التي من شانها أن تسمح للنمو و التوسع، حيث يعتبر سوق الأوراق المالية تقنية من تقنيات الخصخصة، خصخصة المؤسسات العمومية و انتقال جزء من اصولها إلى أفراد ، وهذا من خلال انتقال الأموال النقدية من المدخرين إلى الدولة البائعة ، وتتم عملية التحويل هذه عن طريق شراء مباشر (البيع في المزاد العلني) أو غير مباشر (الوسطاء) الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية محل الخصخصة والتي ستتيح للمؤسسات عموما :

- الحصول بسهولة على تمويل مباشر من سوق الأوراق المالية.
- التقليل من الاعتماد على الاقتراض المصرفية.
- تحول الادخار النقدي إلى ادخار مالي يزيد من مستوى السيولة.

ويري أهل الاختصاص أن تحقيق المزايا السابقة ممكن جدا في إطار الخصخصة ، ومن هذا المنطلق بدأت سلسلة الإصلاحات في الجزائر بتكريس المؤسسات العمومية عن طريق إخضاعها للقانون التجاري تمهيدا لخصصت البعض منها إلا أن تطبيق فتح رأس المال في البورصة عرف بداية محتشمة لعدم وجود جدول زمني لتطبيق مثل هذه البرامج ، وعليه فإن دراسة أثر الخصخصة في الجزائر يطرح من جانبين أساسين :

1. توسيع قاعدة الملكية:

لقد عملت العديد من الدول النامية إلى خيار توسيع قاعدة الملكية في المؤسسات العمومية من خلال طرح الأسهم للاكتتاب العام، وخصوصا في الدول التي تتوفر على بورصات للأوراق المالية حيث يحقق

[1]–غول فرحات,الوجيز في اقتصاد المؤسسة,دار الخلدونية,ط1,الجزائر,2008,ص:3.

هذا الأسلوب خيار توسيع القاعدة الاجتماعية للملكية كوسيلة من وسائل الخصخصة، لذا فان القانون الجزائري المتعلق بخصخصة المؤسسة العمومية جعل التنازل عن طريق السوق المالية اختيارا ولم يجعله حتميا له الأولوية في التطبيق عن بقية الأساليب

2. استقرار السوق المالي:

وهي إحدى مزايا الخصخصة حيث كفاءة وفعالية المؤسسات الخاصة، نظرا لابتعادها عن البيروقراطية الإدارية وقدرتها على المنافسة بسب الانضباط المحاسبي والمالي، والتعامل مع مخاطر البورصة.

نشير إلى أن الخصخصة لا تعني دائما التنازل الكلي عن رأسمال الشركات العمومية، بل هناك خيار ثاني يتمثل في التنازل الجزئي ، سواء عن طريق المساهمة العمالية ، المساعدة في التسيير من طرف الخواص.[1]

ثانيا: تعبئة القطاع الخاص وتأهيل المؤسسات المتوسطة والصغيرة

إن تعبئة موارد القطاع الخاص وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو من أهداف الدولة الجزائرية في دعم تطوير بورصة الجزائر من خلال استقطاب عدد كبير من المؤسسات.

1. تعبئة القطاع الخاص:

تسعى السلطات إلى تفعيل سوق الأوراق المالية بتعبئة القطاع الخاص بالسعي إلى تطوير وملائمة نظام البورصة، بالعمل على توفير محيط استثماري جذاب للشركات الخاصة.

- توفير الحماية والضمانات القانونية.
- تقديم الاستشارات الإدارية والفنية.

ليس هناك أدنى شك أن عزوف شركات القطاع الخاص عن دخول البورصة في الجزائر قد يعود إلى عدم نجاعة الوسائل القانونية والمالية لحماية المدخر والمستثمر، وعدم قدرتها على المخاطرة بالرغم دخول مؤسسة "**الياس للتأمينات** " بتاريخ 07 مارس 2011 حيث قامت بطرح أسهم للاكتتاب العام في حدود 31 % وهي نسبة غير كافية للاستفادة من مزايا التحويل، لكنها تعتبر أفضل مقارنة بمؤسسات القطاع العام.

2. تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

بإصدار القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون المشرع قد أعطى أهمية لهذا الشكل من المؤسسات حتى تتمكن من المنافسة وإيجاد مكان لها في السوق يحث تتميز:

- ببساطة الهيكل التنظيمي ونظام التسيير المبسط.
- تمثل تدخلاتها شبكة دعم للمؤسسات الكبيرة لأن غالبيتها تنشط في مجال المقاولة من الباطن.

[1]–محمد زرقون,العرض العمومي في البورصة و اثره على الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية–دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر,مرجع سبق ذكره,ص:107.

- تمثل نسيج مترابط مع المؤسسات الاقتصادية الكبرى، وينتشر هذا النموذج الناجح في الدول المتقدمة كاليابان،ألمانيا.[1]

ولإدراك المشرع الجزائري بدور هذا الصنف من المؤسسات في دعم سوق الأوراق المالية تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا بموجب تعديل النظام لبورصة الجزائر.

وتنشط هذه الشركات في السوق الثانية غير الرسمية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي، وتتميز الأحكام المطبقة على هذا السوق بالمرونة والبساطة بمقارنة بالسوق الرسمي[2].

ثالثا: تطوير النظام الاقتصادي والمالي

إن إبراز أهمية النظام الاقتصادي والمالي في الرفع من مستوى أدوار بورصة الأوراق المالية ، إنما يكمن في تحفيز الطلب على الأوراق المالية وتشجيع المدخرين عن طريق الضمانات التي تقدمها الدولة من تشريع مواكب للتحولات والتقلبات التي تعرفها الأسواق المالية.

1. تطوير النظام الاقتصادي:

التطوير الاقتصاد بهذا المفهوم هو تشجيع الطلب على سوق الأوراق المالية من خلال:

- تخفيض سعر الفائدة لأن هذا الأجراء في تخفيض أسعار الفائدة يؤدي إلى اللجوء إلى سوق الأوراق باعتبار الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية، أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات أقل بتحول الأرصدة النقدية، أي الودائع إلى أسهم وسندات مع احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استشارية عند تحديد معدل الفائدة المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.[3]
- حماية المدخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في القيم المنقولة ومعناه تعديل النصوص التشريعية ومسايرة التطورات الحالة سواء على المستوى الجهوي أو الدولي وخلق آليات لحماية المدخر وخاصة الأطراف غير المحترفة.
- توفير الضمانات القانونية والتنظيمية لتشجيع العرض والتداول في الأوراق المالية محليا ودوليا لتوسيع دائرة بيع الأسهم المستثمرين الأجانب.
- إعادة تنظيم خدمات الاستثمار وتلك بالاستفادة من المناهج المطبقة في بورصات العالم قصد الاستفادة من خبراتها الإدارية والتكنولوجية.[4]

---

[1]–ناصر دادي عدون,اقتصاد المؤسسة,دار المحمدية العامة,ط2,الجزائر, 2012,ص:65.

[2]–النظام رقم 12_01 المتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائرللقيم المنقولة.

[3]–بوكساني رشيد,مرجع سبق ذكره,ص:312.

[4]–تواتي نصيرة,ضبط سوق القبم المنقولة الجزائري–دراسة مقارنة–اطروحة دكتوراه في العلوم السياسية, تخصص قانون,جامعة مولود معمري,تيزي وزو,2012–2013,ص:350.

2- تطوير النظام المالي:

إصلاح السوق المالي مرتبط بإرادة السلطات العامة في إيجاد الآليات القانونية التي تسمح بإيجاد حلول لمشاكل توظيف الأموال والمتابعة واستقطاب المستثمرين في هذا المجال، وهذا باقتراح بعض الحلول الممكنة:

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبة للمستثمرين، وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، وتخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض من 35 % إلى 30 % لكافة الشركات.
- تطوير النظام المحاسبي في إطار حوكمت الشركات وتكوين كوادر البورصة.
- ترويج الأوراق المالية باستعمال أساليب معلوماتية مختلفة.
- إدخال بعض التعديلات على القوانين الداخلية للبورصة كتقليص مدة الاكتتاب وتسهيل إجراءات الدخول.
- تفعيل دور الرقابة لإعادة الثقة للمتعاملين.[1]

المطلب الثاني: الدور الأساسي للبنوك في تفعيل البورصة

تلعب البنوك دور فعال في تأهيل النشاط المالي للدولة بنشاطاتها المختلفة، بالإضافة إلى قبول الودائع والإقراض، واتسعت معاملاتها لتشمل دور الوساطة في عمليات البورصة، إضافة إلى تدخلاتها في عمليات سوق الأوراق المالية البيع الشراء وتسيير المحافظ المالية. وللقيام بهذه المهام وتحقيق أهدافا يتطلب أن تطلع البنوك الجزائرية ببعض الإجراءات والأدوار التي نوجز نقاطها الأساسية في الفروع الأتية:

أولا: إنشاء بنوك الأعمال

وهي البنوك التي بإمكانها إنشاء شركات بمقدورها إصدار أوراق مالية، وخاصة الخدمات المرتبطة بشركات الأموال، والمساهمة في رؤوس أموالها. بالإضافة إلى تقديم القروض الكافية وخاصة شركات الأموال التي ستشكل مستقبلا خيارا لإكمال الدائرة الجديدة التمويل وهذا من خلال النقاط التالية:

1. المساهمة في تأسيس الشركات:

يوجد في الجزائر أكثر من 3500 شركة أموال عمومية وخاصة، وبين هذا العدد لا يوجد في الوقت الحالي سوى خمس شركات مساهمة تم إدراجها في سوق الأسهم ويتعلق الأمر بكل من رياض سطيف نزل الأوراسي، صيدال، الينـاس، الرويبة. بالرغم من العدد الكبير لشركات الأموال، لا تساهم البنوك الجزائرية إلا في القليل منها لأن أغلبيتها شركات مساهمة مغلقة الملكية.[2]

---

[1]-بوكساني رشيد,مرجع سبق ذكره,ص:313.

[2]-عبد السلام بن جدو,البنوك الشاملة و دورها في تفعيل سوق الاوراق المالية-دراسة حالة الجزائر-,مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية , فرع مالية, جامعة العربي تبسي ,تبسة,2005-2006 ,ص:260.

2. المساهمة في رأس المال:

وهي منظومة مالية مناسبة وأفضل من منح قروض، لأن القرض البنكي أو القروض الخارجية وبالنسبة للبنوك التجارية القيام بأعمال التمويل متوسط الأجل، لأسباب منها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة خاصة أن هذه البنوك ملزمة بقوانين وأنظمة البنك المركزي.

غياب آلية تغطية المخاطرة المتصلة بالقروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (خطر الصرف، تغير نسب الفوائد ...) إضافة إلى غياب بنك متخصص في تمويل وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.[1]

لهذه الأسباب يبقي خيار المساهمة في رؤوس أموال الشركات الحل الأنسب للبنوك حتى تستطيع هذه الشركات تحقيق شروط الإدراج في البورصة.لكن الإشكال يبقي في الإطار القانوني لمساهمات البنوك والمؤسسات المالية حيث حددت المادة 118 من قانون النقد والقرض 03-11[2] والتي هي الإطار التنظيمي لعمليات المساهمة (أحد المشاركات) في رؤوس أموال الشركات التي تقوم بها البنوك .

- الاكتتاب في مؤسسات قيد الإنشاء.
- المشاركة في رؤوس أموال مؤسسات قائمة.

حيث تبقى العمليتين السابقتين مقيدة بالشروط التي يحدد قانون النقد والقرض أصناف الاستثمارات والحدود القصوى للمشاريع المعنية وهي ميزة التطور والتحول في أنظمة البنوك والمؤسسات الاقتصادية بصفة عامة ،وقد حددت الفقرة الثانية من المادة 2/729 من القانون التجاري ب 50 % من الأموال الخاصة للشركات المستهدفة وهذا يعني أن البنوك لا يمكنها امتلاك أكثر من 50 % من رأس مال شركات أخرى بما فيها فروع هذه البنوك . [3]

ثانيا: أهمية البنوك في التوظيف الجماعي للأوراق المالية

إن خبرة البنوك في إدارة الأوراق المالية وتسيير المحافظ، يؤهلها أن تلعب دورا في تقديم استشارات فنية، وتشجيع الشركات على شراء الأوراق المالية، بزيادة المعروض من القيم المنقولة في السوق، وهذا عن طريق فتح البنوك لرؤوس أموالها وخصخصة البنوك العمومية.[4]

---

[1]-عبد الرحمان بابنات,ناصر دادي عدون, التدقيق الاداري و تاهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر,دار المحمدية العامة, ط1, الجزائر,ص-ص:136-137.

[2]-امر 03_11 مؤرخ في 26 اوت 2003, يتعلق بالنقد و القرض, الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية,عدد 52,الصادر في 27 اوت 2003.

[3]-عبد السلام بن جدو , مرجع سبق ذكره,ص:261.

[4]-مروان عطوان,الاسواق النقدية و المالية-البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال, ديوان المطبوعات الجامعية,ط3,الجزائر ,2003,ص:254.

1. فتح البنوك لرؤوس أموالها:

البنوك ذات رؤوس أموال كبيرة في الجزائر هي بنوك مملوكة للدولة،وهو ما يقلص من عملية التوظيف لرؤوس الأموال،الإصدار، أو عمليات الوساطة، لأنها تؤدي عمل وظيفي أكثر منه تجاري. للعلم أن رأس مال البنوك العمومية الكبرى الأربع ، قد بلغت سنة 2002 حوالي 24.5 مليار دينار للبنك الخارجي الجزائري BEA ، 21.6 مليار دينار للقرض الشعبي الجزائري CPA ، وفي نهاية سنة 2003 قدر رأس مال بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ب : 33 مليار دينار ، و 14,6 مليار دينار للبنك الوطني الجزائري BNA وهو ما يؤهلها أن تلعب دور فعال في تشجيع الادخار كما ذكرنا ، سواء طريق فتح رأس المال أو الوساطة. مع العلم أن التداول في أسهم البنوك يسيطر بنسبة كبيرة على سوق التداول في العديد من الأسواق العالمية، خاصة الدول المتقدمة، ولنا في النموذج الخليجي مثالا على مساهمة البنوك في أداء البورصات حيث تصل نسبة الاستحواذ على 60 % من إجمالي القيم المنقولة المتداولة فيها.

وعلى العموم فرغم كون البنوك الجزائرية تتخذ شكل شركات مساهمة، باستثناء الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي الذي يتخذ شكل تعاونية، يبقي تقليدية في أنظمتها، إضافة إلى محدودية المساهمين لدى غالبية البنوك.[1]

2. خصخصة البنوك العمومية:

بالإضافة إلى البنوك الخاصة التي تمثل مسار السوق الحر فإن البنوك العمومية هي مركز القوي المالية في الدولة ، إلا أن خصخصة هذه البنوك حتما سيوسع من قاعدة الملكية ويفتح آفاق للنمو والتوسع لذا فإن السلطات المعنية في الجزائر أدركت مدى نجاعة هذه السياسة المالية في تحفيز المستثمرين وتشجيع الاتجار في البورصة ، إلا أن بطء سياسة الإصلاحات مند صدور المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق بسوق القيم المنقولة وصدور الأمر 95-22 المتضمن قانون الخصخصة يدل على عدم وجود جدول زمني محدد أو خطة اقتصادية ناجحة لتطبيق هذا البرنامج المعقد الذي يتطلب :

- رسملة البنوك المعنية وتطهير محافظة ديونها.
- تطوير النظم الإدارية للرفع من مستوى الخدمات البنكية.
- الاستفادة من الخبرات الأجنبية.
- فتح رأس المال للاستثمار الأجنبي من خلال أسلوب الشراكة مع بنوك أجنبية.
- للإشارة فإن ضمن شركات الوساطة الخمس التي تم اعتمادها في الجزائر فقط يونيو بنك " الوسيط الوحيد الخاص.[2]

---

[1]-عبد السلام بن جدو, مرجع سبق ذكره, ص:268.

[2]-الامر 95-22 المتضمن قانون الخصخصة.

- **ثالثا: دور البنوك في تنشيط السوق المالي**

ويتمثل هذا بالدرجة الأولى في إدارة الإصدارات الأولية، وتقييم الشركات وإعادة هيكلتها وتعهد إصدار سندات الشركات الوطنية الكبرى

1. التعهد بإصدار سندات الشركات.

بصدور قانون النقد والقرض رقم 03-11 مؤرخ في 26 أوت 2003 وإلغاء التخصص، سمح للبنوك بممارسة وظائف بنوك الأعمال وخاصة بطرح سندات سواء للاكتتاب العام ، أو مقتصرا على المؤسسين.

فإصدار سندات في جانبها التمويلي يمثل تشجيعا للشركات الوطنية الكبرى التي ستجد الدعم المالي والائتماني على غرار القرض السندي لسونا طراك في جافني 1998 ، وعلى العموم يمكن البنوك أن تقوم بأدوار أخرى في تنشيط السوق المالية :

- تقديم خدمات بعد الإصدار.
- ضمان السيولة بعد فترة الاكتتاب إلى غاية الإدراج في البورصة خدمات في إطار نقابة الإصدار.
- إمكانية الحصول على الفوائد على مستوى نقاط البيع التابعة للبنك العضو في النقابة بالنسبة للمكتتبين.
- التعهد بإصدار السندات الحكومية بعد الحصول على الاعتماد من طرف وزارة المالية، حيث تعمل على احتكار التدخل في سوق السندات الحكومية، بحيث يتحتم على الشركات اللجوء إلى وساطة هذه البنوك.[1]

2. تنشيط السوق المالي (التداول):

أجاز الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض تعامل البنوك الجزائرية في الأوراق المالية ، سواء بالبيع والشراء لحسابها والتفاوض لحساب الغير أو تسيير محافظ جماعية مثلما سمت بذلك القوانين المتعلقة ببورصة الأوراق المالية .[2]

أ. التداول للحساب الخاص:

بإمكان البنوك تداول الأوراق المالية بالقيام بعمليات الشراء بنية إعادة بيعها في الأجل القصير قصد تحقيق أرباح من العملية ويشترط في هذا التعامل الضوابط التالية:

- أن تكون السوق مضمونة السيولة.
- أن يكون البنك صانع لسوق الأوراق المالية.

بدون هذه الضوابط فإن البنوك لا تغامر بالتوظيف مواردها القصيرة الأجل في مثل هذه الأدوات بسبب ما يميز الأسواق المالية الجزائرية من افتقار للسعة وقلة الطلب والعرض ومحدودية محافظ الأوراق المالية.[3]

---

[1]-المادة 17 من القانون رقم 03_04 ,المذكور سابقا.

[2]-الامر 03_11 المؤرخ في 26 اوت 2003.

[3]-عبد اليلام بن جدو, مرجع سبق ذكره, ص:276.

ب. الوساطة في عمليات البورصة:

تنص المادة 06 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 " **نشاط الوساطة في عمليات البورصة تمارس بعد اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من طرف شركات تجارية أنشأت أساسا لذا الغرض البنوك والمؤسسات المالية** "

وهو القانون الذي سمح للبنوك بالتدخل في عمليات البورصة شريطة أن تثبت وجود قسم بداخلها يحقق الفصل بين تشاط الوسيط ومراقبة عمليات البورصة.

إضافة إلى عملية الوساطة هناك أعمال فنية ومحاسبية تقوم بها البنوك أضافها القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 والتي تستهدف إعادة تأهيل السوق المالي في الجزائر، والسماح للبنوك إنشاء ماسك الحسابات والذي يرتبط نشاطه بكل من المؤتمن المركزي على السندات (شركة البراء للمقاصة)،بنك التسوية (بنك الجزائر)، حيث يعد شريكا أساسيا في نظام التسوية والحفظ المركزي.[1]

المطلب الثالث: إعادة هيكلة النظام العام للبورصة

ويشكل هذا في إطار خلق ميكانزمات جديدة لعصرنه بورصة القيم المنقولة، اعتماد المصارف الإسلامية ، وخلق روابط جديدة مع بورصات عالمية ضمن تكريم التعاون الدولي .

اولا: عصرنة بورصة القيم المنقولة

1. تجزئة سوق البورصة:

باعتبار بورصة الأوراق المالية في الجزائر تنقسم إلى قسمين أسواق رسمية وأسواق غير رسمية فالسوق الرسمية تتميز بالصرامة، ويتم التعامل فيها على درجة عالية من الكفاءة، إذ لا يتعامل فيها إلا الشركات التي تتوفر فيها الشروط اللازمة، أما السوق الثانوية فيتم تداول فيها الأوراق المالية للشركات التي لا تتوفر فيه شروط القيد في الجدول الرسمي.

وعليه فإن تجزئة سوق البورصة هو أحد آليات تطوير نظام التعامل في بورصة الجزائر، القيد في الجدول الرسمي.[2]

2. تعبئة الوسائل اللازمة لعصرنة البورصة:

بالدرجة الأولى استخدام الوسائل التقنية المعاصرة لتحسن كفاءة وسرعة الأوراق المالية وهذا من خلال:

- تسهيل عملية تداول الأسهم.
- ترقية واحترافية المهن المرتبطة بالسوق على مستوى المالية.
- تأهيل مجموع المتعاملين والأنظمة والإجراءات والتنظيمات.

[1]-نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03_01 يتضمن النظام العام للمؤتمن المركزي على السندات.

[2]-النظام 12_01 المعدل و المتمم للنظام 97_03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

- تعزيز سلطة الضبط في إطار تنظيمي متين ومساحة من التدخل واضحة المعالم.
- ضبط طرق التداول المقاصة التسوية والإشراف.
- انجاز مخطط عصرنة بفترات زمنية محددة.[1]

3. تأهيل الإطارات العاملة بالبورصة:

وهو أحد المحاور الأساسية التي يجب أن تقوم بها لجنة تنظيم عمليات البورصة.

- تعزيز وسائلها البشرية بمختصين من خبراء وإطارات جامعية ... الخ.
- الاستفادة من دورات تكوينية.

4. تعزيز نشر المعلومة، الشفافية والإفصاح:

إن المهمة الموكلة إلى لجنة (ت،ع،م،ب) المتمثلة في نشر المعلومات لا يمكن أن تتحقق بالكامل عن طريق المذكرة الإعلامية وحدها إلا إذا هناك شفافية وإفصاح عن المعلومة ونشرها بعده طرق بحيث يتم الحصول عليها في الوقت المناسب والاستفادة منها في الوقت الملائم.

كما يجب على إدارة البورصة أن تقوم بإصدار نشرات ودوريات لإعطاء الدوائر المعنية والجمهور المعلومات الكافية عن السوق، والتعامل مع السوق المالي المتخصص، مع إلزام المؤسسات بالنشر في الصحف واسعة الانتشار وفرض غرامات على الشركات المخالفة، مع إلزامها بإعداد قوائم مالية وفقا لقوات المحاسبة الدولية.[2]

ثانيا: اعتماد المصارف الإسلامية

لا تسمح الشريعة ببيع الديون إلا بقيمتها الاسمية، ولهذا فلا يتوفر للمصارف الإسلامية خيار موارد مالية ببيع متطلبات السيولة عند الحاجة، لأن القروض بفوائد لا تجوز في الشريعة الإسلامية، يبقي عملها في هذا المجال محدودا على حفظ الأوراق المالية، تحصيل الأسهم واستلام الأرباح، شراء الأوراق المالية والقيام بعمليات تسهيل الاكتتاب في الأسهم، ويعرض هذا الفرع بعض الأنشطة المتاحة على مستوى السوق المالية للمصارف الإسلامية، وكيفيته تعاملها من خلال الضوابط والهيئات.[3]

1. الأنشطة المتاحة على مستوى السوق الأولية

أ. إصدار أسهم:

بالنسبة للمصارف الإسلامية التي تأخذ شكل شركة مساهمة، والتي ترغب في الرفع من قدراتها التمويلية من خلال إصدار أسهم خاصة مما يسمح لها من تحفيز عدد كبير من الجمهور للاكتتاب.

---

[1]–تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي 2010,مرجع سبق ذكره,ص:89.

[2]–فاتح ايت مولود, مرجع سبق ذكره, ص:309.

[3]–حربي محمد عريقات, سعيد جمعة عقل, ادارة المصارف الاسلامية, دار وائل للنشر,ط1, 2010,عمان,الاردن,ص:247.

ب. إصدار سندات إسلامية المسماة (الصكوك):

إن إصدار السندات الإسلامية (الصكوك) يستجيب لرغبة العديد من المستثمرين والمختصين في (الصرفية الإسلامية)، إذ تعرف هذه السندات ازدهار كبير على المستوى العالمي وتمثل أدوات مالية موحدة النمط ومطابقة للشريعة الإسلامية وللمبادئ التي يقوم عليها تحريم الربا.[1]

ج. الضوابط الشرعية:

هناك ضرورة حتمية لخضوع معاملات أعمال صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة حتى تستقطب العديد من المدخرين دون تردد أو شبهه في ذلك، وتخضع هذه المصارف للرقابة المالية والشرعية، حيث يجب على الإدارة وضع نظم وآليات مناسبة وفعالة. للمتابعة السابقة واللاحقة للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ورقابة متعددة المقاصد والجوانب للاطمئنان والمحافظة على الأموال وتنميتها.[2]

2. الهيئات المنظمة لصناديق الاستثمار الإسلامية

أ. صناديق الأسهم الإسلامية:

ظهرت استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين، إذ يقوم الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا، لتحقق أرباحا من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات.

ب.المصارف الإسلامية المعاصرة:

علاقة المصارف بالبورصة في جزء هام منها الوساطة والاستثمار في الأوراق المالية وتقاسم المخاطرة ومن هذه المصارف كما سبق صناديق الأسهم، صناديق السلع، صناديق التأجير، إلا أنه في الوقت الحاضر كل الدول الإسلامية تطبق مصارفها المركزية الأنظمة التقليدية القائمة على الربا باستثناء باكستان، إيران والسودان التي طبقت مصارفها النظام الإسلامي.[3]

ثالثا: تكريس التعاون الدولي

التعاون الدولي هو الصيغة التبادلية التي من خلالها يتم الاستفادة من تجارب الآخرين وتسهيل عملية الالتقاء بين المدخرين والمتعاملين و الوسطاء.

---

[1]–تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي 2010, مرجع سبق ذكره,ص–ص:24–25.

[2]–محمد براق, مصطفى قمان, اهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا و الصناديق الاسلامية في تفعيل و تنشيط الاسواق المالية للبلدان النامية, الملتقى الدولي الثاني حول الاداء المتميز للمنظمات و الحكومات ,جامعة ورقلة,22 و23 ماي 2011,ص:171.

[3]–حازم محمود عيسى الوادي,كفاءة السياسة النقدية في الاسلام–دراسة مقارنة–عالم الكتب الحديث,ط1, عمان,الاردن,2009,ص:90.

1. التعاون مع هيئات الضبط:

هذا التعاون يدخل في إطار الاستفادة من التجارب الموجودة على مستوى هيئات الضبط سواء في دول البورصات الناشئة أو دول البورصات المتقدمة

2. المنظمة الدولية للجان القيم:(OICV)

من لجان هذه المنظمة لجنة الأسواق الناشئة وتضم البلدان الأعضاء التي تعتبر سوق الأوراق المالية فيها ناشئة على غرار الدول العربية وتعمل هذه المنظمة على تكريس التعاون بين أعضاءها وتتضمن أهدافها بالدرجة الأولى.

- تقييم مدى تطبيق المعايير الدولية لأعداد التقارير المالية على مستوى الأسواق الناشئة ومدي فعالية التدخلات فيها.
- تبادل المعلومات بالإضافة إلى المشاركة في الملتقى السنوي للاتحاد العربي لضبط القيم المنقولة.

المعهد الفرانكفوني للضبط المالي:

هذا المعهد ينظم دورات سنوية حيث يبحث الآليات والترتيبات التي تسبق وقوع الاختلالات والصعوبات امام الوسطاء والمصدرين.

- **صندوق الودائع الفرنسي:**

إن التعاون مع هذا الصندوق يسمح بالاستفادة من تجربة هذه الهيئة في معالجتها لبعض الضوابط والقواعد الجوهرية المتعلقة بالبورصة خاصة:

- آليات حماية المستثمرين من عمليات الاحتيال.
- دور السلطة الاحترازية وكيفية تدخلها.
- طريقة مساهمة المنتسبين إلى صندوق الودائع.[1]

وجب على السلطات الجزائرية بذل المزيد من المجهودات والسعي بمختلف الطرق لتنشيط بورصتها من خلال العمل على تعميق دور كل من المؤسسات الاقتصادية والبنوك بالإضافة إلى العمل على تهيئة نظام البورصة نفسه.

[1]–تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مرافبتها السنوي 2010, مرجع سبق ذكره,ص–ص:99–101.

خلاصة الفصل الثاني:

تناولنا في هذا الفصل واقع بورصة الجزائر ومعوقات نشاطها، كما حاولنا طرح مجموعة من الحلول التي من شأنها تطوير فعاليتها في تمويل الاقتصاد.

حيث نشأت بورصة الجزائر في سياق الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر منذ سنوات التسعينيات بهدف ضمان التمويل اللازم لمختلف المشاريع الاستثمارية.و هي تنظم من خلال ثلاث هيئات تأتي على راسها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التي تشكلت بمقتضى المرسوم 93_10 و التي توكل لها مهمة الحفاظ على سير البورصة، بالإضافة إلى كل من المؤتمن المركزي للسندات و شركة تسيير القيم.

لكن ما يميز أداء بورصة الجزائر هو الجمود و عدم الفعالية و قلة الشركات المدرجة فيه، كما تتميز بضعف التداول بسبب الخلل بين العرض و الطلب على الأوراق المالية خاصة الأسهم،بالإضافة إلى مجموعة من المعيقات التي تحول دون تطور بورصة الجزائر و تمنعها من تحقيق الأهداف المنوطة بها.

لذا فإن تفعيل البورصة يتطلب بذل جهود كبيرة لبعث روح المنافسة و جلب اكبر عدد ممكن من المؤسسات ، وذلك من خلال الاعتماد على آليات محكمة مثل تشجيع المؤسسات الإنتاجية و تكيف عمل البنوك مع الوضع الاقتصادي للدول، مما يسمح لها باداء دور ايجابي خاصة في عمليات الوساطة و مرافقة الشركات.

بالإضافة إلى ضرورة إعادة هيكلة النظام العام للبورصة و تطوير الأنظمة، الأمر الذي يشجع على إدراج سندات في السوق المالية تتميز بالجودة كالسندات الإسلامية، بالإضافة إلى تكريس التعاون الدولي من اجل الاستفادة من تجارب الآخرين.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

تناولت هذه الدراسة موضوع السوق المالي ودوره في تمويل الاقتصاد في الجزائر وسبل ترقيته وتطويره. فمن خلال بحثنا في هذا الموضوع تبين لنا بان للأسواق المالية اهمية كبيرة على الصعيد الاقتصادي، فكلما كان السوق المالي نشيطا، وتتجه مؤشراته إلى الارتفاع، فإن ذلك يعني أن هناك ثقة كبيرة للمستثمرين في هذا الاقتصاد، من خلال الاقبال على تحمل المخاطر وتمويل مختلف الميادين الاستثمارية، بما يساعد على دفع عجلة النمو الاقتصادي، وبالعكس في حالة سوق مالي ضعيف فإن ذلك سينعكس على تراجع الاستثمار، وارتفاع معدل البطالة، وتراجع الثقة في الاقتصاد، ومن جهة أخرى فإن السوق المالي يعد أداة ممتازة لتحسن تنافسية الاقتصاد، والتوطين الامثل للموارد على المستوى الاقتصادي الكلي.

بالنسبة للجزائر فإن توجهها نحو اقتصاد السوق وقيامها بإصلاحات اقتصادية حتم عليها تقوية وتدعيم نظامها المالي من خلال خلق سوق مالي يواكب العولمة، ويسمح بتكميل وتدعيم النظام البنكي الذي يبقى غير كاف لتلبية الاحتياجات التمويلية للنشاط الاقتصادي، وقد توج ذلك بإنشاء بورصة الجزائر في بداية التسعينيات من القرن الماضي.

لكن انطلاقه بورصة الجزائر كانت متواضعة وافتقدت إلى الجدية بالنظر إلى الامكانيات التي يتوفر عليها الاقتصاد الجزائري، ومنذ ذلك الحين وحتى يومنا هذا ورغم الجهود المبذولة، إلا أنها لم تكن في مستوى الآمال المرجوة منها، ويعود ذلك إلى مجموعة من العراقيل الجدية التي تعيق نشاطها. بناء على الاشكالية التي تم طرحها في بداية الدراسة، توصلنا الى ان اهم العراقيل التي تعيف نشاط السوق المالي في الجزائر هي عبارة عن مزيج من العقبات السياسية و القانونية و الثقافية و الاقتصادية و عليه فإن تفعيل دور السوق الملي في تمويل الاقتصاد ينطلق من الاهتمام ببيئة المؤسسات الاقتصادية و البنوك و بالاطار العام للبورصة.

اختبار صحة الفرضيات:

توصلنا من خلال دراستنا الى ان السوق المالي في الجزائر غير فعال بسبب الظروف الاقتصادية واهمها: شكل التضخم و الاقتصاد الموازي و كذلك الظروف الثقافية، و اهمها: انعدام ثقافة البورصة و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

2- توصلنا من خلال دراستنا الى ان السوق المالي في الجزائر حديث النشأة وعدد الشركات المدرجة فيه قليل جدا وهذا ما يبين صحة الفرضية الثانية.

3- توصلنا من خلال دراستنا إلى أن مساهمة الرسملة السوقية في الـ PIB لا تكاد تذكر أي إنها لا تساهم بشكل كبير في الاقتصاد الوطني وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

4- توصلنا من خلال دراستنا الى ان وجود سوق مالي نشط يؤثر ايجابا على الجهاز المصرفي الذي تزداد فعاليته في الوساطة مما يسمح بتوفير التمويل اللازم لكافة الاستثمارات وهذا ما يبين صحة الفرضية الرابعة.

النتائج العامة:

توصلنا من خلال دراستنا الى نتائج عديدة نذكر منها:

1- تعتبر الاسواق المالية احد اهم المؤثرات الاقتصادية في العصر الحالي، و تساهم بشكل كبير في تمويل اقتصادات الدول، كما تسمح للأفراد باستثمار ادخارا تهم.

2- غياب ثقافة البورصة في الجزائر سواء الافراد او المؤسسات.

3- سوق الاوراق المالية في الجزائر يتصف بمحدودية المؤسسات المختصة بالوساطة المالية بالإضافة إلى غياب المؤسسات المختصة في صناعة الاسواق الثانوية والمحفزة لنشاط الاسواق المالية، فضلا عن ان اعداد الشركات المدرجة قليل جدا.

4- تهميش القطاع الخاص الذي يعتبر اهم متدخل ومتعامل في السوق المالي.

5- افتقاد كثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة منظمة للشفافية السوقية والافصاح المالي للشركات في الاسواق.

التوصيات:

1- انطلاقا من النتائج التي توصلنا إليها في هذا البحث نقترح مجموعة من التوصيات: ضرورة العمل على توفير مناخ ملائم لعمل البورصة وتجاوز العراقيل من اجل تطوير السوق المالي وكذلك العمل على تدعيم بنيتها التشريعية والمؤسسية.

2- تتمثل اساسيات بناء سوق مالي فعال في الجزائر في توفير المناخ الاستثماري، وتفعيل الاجهزة والمؤسسات المالية وحرية انتقال الاموال، وتنشيط عمليات الاستثمار.

3- تسريع عملية تطبيق القرارات المتخذة في إطار إعادة بعث السوق المالي في الجزائر وتحديث بورصة الجزائر وفق المعايير الدولية.

4- حث البنوك على الاستثمار في البورصة وخلق مؤسسات استثمار تقوم على رأس مال المخاطر.

5- ضرورة إضفاء الشفافية على المعلومة وسريانها بين كل الأطراف (المؤسسات المصدرة، الوسطاء المستثمرون الماليون).

6- الاهتمام بأدوات الاستثمار المالي ذات المرجعية الاسلامية في سياق تقريب البورصة من الجمهور ذو الثقافة الاسلامية

7- اتخاذ كافة الإجراءات التصحيحية من أجل تهيئة الظروف للنهوض بالسوق المالي في الجزائر، خاصة ما يتعلق بالتطهير المالي للمؤسسات.

آفاق الدراسة:

من خلال هذه الدراسة والنتائج التي توصلنا اليها نقترح بعض المواضيع للدراسة مستقبلا والمتعلقة بـ:

- إعادة بعث السوق المالي في الجزائر من خلال ميكانيزمات المالية الإسلامية.
- النظام القانوني للبورصة في الجزائر.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

من الكتب:

1- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010.

2- احمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، ط1، 2002.

3- الغالي بن إبراهيم، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، دار علي بن زيد للطباعة، الجزائر ط1، 2019.

4- الياس بن دحان الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي مذكرة لنيل الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة،2012-2013.

5- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ط1، 2001.

6- حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر، عمان الأردن ط1، 2010.

7- حازم محمود عيسى الوادي، كفاءة السياسة النقدية في الإسلام، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن ط1، 2009.

8_ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط، 2008.

9_شمعون شمعون، البورصة و بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،ط1، 2005.

10_ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم-السندات، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، مصر، ط1، 2008.

11_عبد الله خبابة، الاقتصاد المصرفي، البنوك الالكترونية، البنوك التجارية-السياسة النقدية، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، مصر، ط1، 2008.

12_عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دراسة أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1 2010.

13_عبد الرحمان بابنات، ناصر دادي عدون، التدقيق الاداري وتأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، دار المحمدية العامة، الجزائر، ط1، 2010.

14_علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2012.

15_فرحات غول، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية، الجزائر، ط1، 2008.
16_فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، اربد، عمان، ط1، 2006.
17_مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط1، 2005.
18_نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2007.
19_ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، ط2، 2012.

من المذكرات:

_الأطروحات:

1_بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقا يد، تلمسان، 2012-2013،.
2_سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
3_عامر عبد الرحيم، أهمية النظام المالي والاستثمار الأجنبي المباشر في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي، جامعة جيلالي ليابس، سيدي بلعباس، 2016_2017.
4_فاتح ايت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم السياسية، تخصص قانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو،2010.
5_مونية سلطان، كفاءة الاسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني-دراسة حالة بورصة ماليزيا- ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013_2014.
6_محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998_1999.
7_نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري، أطروحة دكتوراه في العلوم السياسية، تخصص قانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012_2013.

الرسائل:

1_رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة، رسالة ماجستير في علوم التسيير، فرع ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010_2011.

2_عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، فرع مالية، جامعة العربي تبسي، تبسه، 2005_2006.

3_محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك، نقود ومالية، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2007.

4_نسرين بوتة، استراتيجية الخصخصة ودورها في تنشيط الأسواق المالية والبورصات، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.

5_نسرين ين زاوي، آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مانجمنت المؤسسة، المركز الجامعي العربي تبسي، تبسه، 2015.

من المجلات:

1_فريدة بن شنهو، واقع السوق المالي في الجزائر و آفاق تطوير فعاليته في ظل التغيرات العالمية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة جبلالي ليابس، سيدي بلعباس، العدد 13، ديسمبر 2016.

2_محمد زرقون، البورصة واثارها على الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد12، 2013.

الملتقيات:

1_صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية و القانونية و إمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الاداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 2 جوان 2004.

2_محمد براق، مداخلة حول بورصة الجزائر و دورها في تمويل الاقتصاد الوطني،الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية و تحديات المناخ الاقتصادي الجديد،جامعة ورقلة،أيام 22 و23 افريل 2003.

التقارير:

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 01_97 .

_نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03_01.

_النظام رقم 97_03 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

_المرسوم التشريعي 93_10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

_المرسوم التنفيذي رقم 94_176 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93_10.

_القانون رقم 03_04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93_10.

_تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي،2004.

_تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي،2010.

_تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها السنوي،2012.

_الأمر 03_11.

_الأمر 22_95 المتضمن قانون الخصخصة

من الانترنت:

_الموقع الالكتروني: HTTPS//WWW.ALGERIECLEARING.DZ يوم: 20جوان 2012 على: 14:30.

من المحاضرات:

بن علال بلقاسم، مطبوعة دروس متعلقة بالنظام المالي و الأسواق المالية، تخصص إدارة مالية،المركز الجامعي نور البشير،البيض،201