



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955-سكيدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية.

تطور سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي
دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (1999-2016)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد مالي وبنكي

إشراف الأستاذ:

د. عز الدين شرون

إعداد الطالبة:

ربيعة ليزيدي

لجنة المناقشة:

الجامعة الأصلية	الرتبة	الصفة	اسم ولقب الأستاذ
جامعة 20 أوت 1955- سكيدة	أستاذ محاضر أ	رئيسا	د. فاتح صيد
جامعة 20 أوت 1955- سكيدة	أستاذ محاضر ب	مقرر	د. عز الدين شرون
جامعة 20 أوت 1955- سكيدة	أستاذ محاضر ب	مناقشا	د. أحسن ركي

السنة الجامعية: 2016 / 2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



﴿... رَبَّنَا لَا تُؤَلِّخْنَا إِنْ نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا
وَلَا تَحْمِلْ عَلَيْنَا إِيصْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ عَلَى الَّذِينَ
مِنْ قَبْلِنَا رَبَّنَا وَلَا تُحَمِّلْنَا مَا لَا كِفَاةَ لَنَا بِهِ
وَاغْفُ عَنَّا وَارْحَمْنَا أَنْتَ مَوْلَانَا
فَاَنْصُرْنَا عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ﴾ (286)

سورة البقرة

شكر وعرفان

لله الحمد من قبل ومن بعد على اتمام هذا العمل، حمدا يليق بجلاله ومعظيم فضله واحسانه، انه هو أهل الثناء والحمد.

يسعدني أن أتقدم بالشكر والتقدير للأستاذ الدكتور "هرون عز الدين" الذي أشرف على هذا الموضوع. وأتقدم بأسمى معاني التقدير للأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة ومناقشة هذه المذكرة.

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

جدتي، أمي وأبي، خالتي، إخوتي وأخواتي، وصديقاتي.

ربيعة

تهدف هذا الدراسة الى بحث وتحليل العلاقة الموجودة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي نظرا للدور الهام الذي تؤديه في ميدان الحياة الاقتصادية، وإعتبار أن السوق الأوراق المالية أحد الأشكال الحديث للتمويل، فوجود سوق للأوراق المالية ذات كفاءة تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي وتوفر أدوات مالية تساعد على تكوين وتعبئة الادخار ومن ثم توجيهها إلى المشاريع الاستثمارية الأكثر إنتاجية والتي تساعد في رفع معدلات النمو الاقتصادي.

إلا أن الرؤيا لم تكن واضحة لأثر سوق للأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر، فبالرغم من وجود علاقة تربط أسواق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي وعملية التنمية الاقتصادية إلا أن هناك ضعفا وعدم فاعلية لهذه العلاقة بالنسبة لسوق للأوراق المالي في الجزائر، وهذا ما أثبتته الدراسة التحليلية للعلاقة بين النمو الاقتصادي (الناتج المحلي الاجمالي) والمعايير المختلفة التي تستخدم في قياس نمو وتطور السوق الأوراق المالية (مؤشر الرسملة السوقية، مؤشر السيولة)، فهذه المعايير تظهر بوضوح ضعف قدرة سوق الأوراق المالية في الجزائر على تعبئة رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات التي تدعم معدلات النمو الاقتصادي في الجزائر.

كما تقف الدراسة على أهم المشاكل والعراقيل والتشوهات التي تعيق أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر للدور الذي كان منتظرا منها، ومن تم وتضع مجموعة من الاقتراحات التي يمكن في ضوءها إجراء عدة تعديلات لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزائري.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، الناتج المحلي الاجمالي، التمويل، الاستثمار.

Summary :

We attempt through this research to study and analyze the relation that lies between stock exchange and the economical growth taking in regarding to its great role that it performs in the field of economical life, and taking in consideration that stock exchange is one of the modern financing forms the existing of a competent stock exchange gives a lot of advantages both for the financial system and economy, besides that, the availability of the financial instruments helps in forming and loading the reservation then leading it into the most productive invested projects which contribute in rising the rates of the economical growth.

However, the vision was not clear due to the influence of stock exchange on the economical growth in Algeria, although the relation that connects stock exchange with the economical growth and economical development process, yet, there is a weak and non-effectiveness of this relation according to stock exchange in Algeria, this is what has been affirmed by the analytic study to the relation between the economical growth and the various measurements which are used in measuring the growth and the development (marketing capitalization index, liquidity index). These measurements show clearly the weak power of stock exchange in Algeria in loading capitals and financing investments which support the economical growth in Algeria.

This study focuses on the main problems, impediments and hinder the performance of stock exchange in Algeria according to the role that was expected from it, the study sets a sum of suggestions which may in its light make several reforms to pass these difficulties and enhance the role of stock exchange in the Algerian economy.

Key words: stock exchange, economical growth, gross domestic product, financing, investment.



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
i	الشكر والعرفان
ii	الاهداء
V -iii	ملخص البحث باللغة العربية واللغة الانجليزية
ix- v	فهرس المحتويات
x	فهرس الأشكال
xi	فهرس الجداول
أ_ز	المقدمة
ب	.I اشكالية الدراسة
ب	.II الأسئلة الفرعية
ب	.III فرضيات الدراسة
ج	.IV البعد المكاني والزمني للدراسة
ج	.V الدراسات السابقة
هـ	.VI أهمية الدراسة
و	.VII اهداف الدراسة
و	.VIII أسباب اختيار الموضوع
و	.IX منهج الدراسة
ز	.X هيكل الدراسة
48_01	الفصل الأول: الاطار النظري للأسواق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي
03	الفرع الأول: مراحل نشأة الأسواق المالية
06	الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
09	المطلب الثاني: الادخار والاستثمار وعلاقتها بالسوق المالي

09	الفرع الاول: مفهوم الادخار وأنواعه
12	الفرع الثاني: مفهوم الاستثمار ومكوناته
17	الفرع الثالث: علاقة الادخار والاستثمار بالسوق المالي
18	المطلب الثالث: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي ومشكلات تطويره
18	الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالية ومقومات نجاحها
21	الفرع الثاني: مشكلات تطوير السوق المالي
23	المبحث الثاني: هيكل الاسواق المالية
23	المطلب الأول: الأسواق النقدية
23	الفرع الأول: مفهوم الأسواق النقدية
25	الفرع الثاني: هيكل سوق النقد
26	الفرع الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد والمتعاملون فيها
29	المطلب الثاني: أسواق رأس المال
29	الفرع الأول: مفهوم سوق راس المال
30	الفرع الثاني: تقسيمات أسواق رأس المال
31	المطلب الثالث: الفرق بين سوق رأس المال وسوق النقد.
33	المبحث الثالث: ماهية سوق الأوراق المالية
33	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية ومراحل نشأتها
33	الفرع الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية
35	الفرع الثاني: مراحل وعوامل نشأة أسواق الأوراق المالية
37	المطلب الثاني: وظائف سوق الاوراق المالية
40	المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية والاطراف المتدخلة فيها
40	الفرع الأول: بنية سوق الأوراق المالية
46	الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
48	خلاصة الفصل
97 - 49	الفصل الثاني: سوق الاوراق المالية والنمو الاقتصادي
50	تمهيد
51	المبحث الأول: تقنيات سوق الأوراق المالية
51	المطلب الأول: الادوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
51	الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

55	الفرع الثاني: أدوات المديونية (السندات)
58	الفرع الثالث: المشتقات المالية
61	المطلب الثاني: كفاءة اسواق الاوراق المالية
61	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الاوراق المالية
64	الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية
65	الفرع الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
67	الفرع الرابع: أسباب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية
67	الفرع الخامس: العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق الأوراق المالية
69	المطلب الثالث: آليات التعامل في اسواق الأوراق المالية
69	الفرع الأول: الأوامر وأنواعها
71	الفرع الثاني: تنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية
72	المبحث الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية
72	المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
72	الفرع الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها
74	الفرع الثاني: وظائف المؤشرات
75	المطلب الثاني: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية
75	الفرع الأول: مؤشر حجم السوق
77	الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق
78	الفرع الثالث: مؤشر درجة التذبذب
79	الفرع الرابع: مؤشر درجة التمرکز
80	المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي
80	المطلب الأول: ماهية النمو والتنمية الاقتصادية
80	الفرع الأول: النمو الاقتصادي
82	الفرع الثاني: مفهوم التنمية الاقتصادية
85	الفرع الثالث: الفروقات الأساسية بين النمو والتنمية الاقتصادية
86	المطلب الثاني: دور سوق الأوراق المالية وقنوات تأثيرها على النمو الاقتصادي
86	الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد
88	الفرع الثاني: قنوات تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي
94	المطلب الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

94	الفرع الاول: أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
95	الفرع الثاني: أثر النمو الاقتصادي على أسواق الأوراق المالية
95	الفرع الثالث: التأثير المزدوج لأسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي
97	خلاصة الفصل
-98	الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي الجزائري.
162	
99	تمهيد
100	المبحث الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر
100	المطلب الأول: الإصلاحات المصرفية والمالية في الجزائر
100	الفرع الأول: الإصلاحات المالية والمصرفية قبل سنة 1990
101	الفرع الثاني: الإصلاحات المالية والمصرفية بعد 1990
104	المطلب ثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر
104	الفرع الاول: نظرة تاريخية عن نشأة البورصة في الجزائر ودوافع إنشائها
108	الفرع الثاني: تنظيم وسير بورصة الجزائر
113	المطلب الثالث: آلية عمل البورصة الجزائر والشركات المساهمة فيها
113	الفرع الأول: أسواق بورصة الجزائر
114	الفرع الثاني: آلية عمل البورصة
118	الفرع الثالث: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
122	المبحث الثاني: أداء ومؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر
122	المطلب الأول: دراسة السوق الأولية ودورها في تمويل الاستثمارات
129	المطلب الثاني: دراسة الأسواق الثانوية (مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية)
129	الفرع الاول: مؤشر حجم السوق
136	الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق
142	المبحث الثالث: معوقات وآفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر
142	المطلب الأول: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر
142	الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية والسياسية
147	الفرع الثاني: المعوقات التنظيمية والاجتماعية
149	المطلب الثاني: آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر

150	الفرع الاول: توفير المحيط الإقتصادي الملائم
153	الفرع الثاني: مقترحات في الجانب التنظيمي والسياسي والاجتماعي
157	الفرع الثالث: الاستفادة من تجارب بعض الدول في تطوير البورصة
163	خلاصة الفصل
164	خاتمة عامة
170	قائمة المراجع

قائمة الأشكال والجداول

1. قائمة الاشكال

الرقم الشكل	العنوان	الصفحة
01	انواع الاستثمار.	16
02	التدفقات الناشئة عن الادخار والاستثمار.	17
03	هيكل السوق المالي.	45
04	الأدوات المالية المتداول في سوق المنظمة وغير المنظمة.	61
05	المستويات الثلاثة لكفاءة السوق.	67
06	أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني.	93
07	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة في الجزائر.	114
08	مسار حصة التداول في بورصة الجزائر.	116
09	عملية اقتناء أو بيع السندات في البورصة.	117
10	تطور الرسملة السوقية في بورصة الجزائر خلال 1999-2015.	132
11	تطور نسبة الرسملة السوقية في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2015.	133
12	الحجم النسبي للأسواق المالية العربية سنة 2015.	134
13	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2016.	136
14	تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر في الفترة 1999-2015.	139
15	تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2015.	141

2. قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين الأسهم والسندات.	57
02	نشاط السوق الأولي للسندات خلال الفترة 1999-2016.	128
03	نشاط السوق الأولي للأسهم في بورصة الجزائر خلال 1999-2016.	129
04	تطور مؤشر معدل الرسملة السوق في الجزائر خلال الفترة 1999-2016.	131
05	عدد الشركات المدرجة في بورصات الجزائر 1999-2016.	135
06	تطور مؤشر نسبة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2016.	138
07	تطور مؤشر معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال 1999-2015.	141

مقدمة عامة

تمهيد.

في ظل ما يشهده الاقتصاد العالمي من تغيرات ديناميكية، وانفتاح متزايد وسيطرة الرأسمالية العالمية، تزايد الاهتمام بتطوير الأسواق المالية خاصة بالنسبة للدول النامية، والتي تعاني من ضعف وعدم فاعلية قنوات التمويل، باعتبار أن الأسواق المالية احد افضل مصادر التمويل ومقرا مناسباً لتوظيف الفوائض المالية، فهي تلعب دوراً رئيسياً في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وأضحت الأسواق المالية مؤشراً حقيقياً معبراً عن الحالة الاقتصادية، وبالتالي غدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، فهي مرآة تعكس الصورة الصادقة للاقتصاديات الدول.

باعتبار رأس المال هو المحرك الرئيسي للنشاطات الاقتصادية، حيث أنه من غير الممكن التحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأسمالية الكافية، فإن سوق الأوراق المالية تعد من بين أقسام السوق المالي التي تتم من خلالها الاتصال بين عرض وطلب رأس المال خاصة طويل الأجل، وبهذا حظيت هذه الأسواق باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، فتحقيق معدل نمو اقتصادي من الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية في كل الدول، فسوق الأوراق المالية تعتبر من بين المتطلبات الأساسية لتوفير التمويل للمشاريع والاستثمارات التي تزيد من قيمة الناتج المحلي الاجمالي، وبالتالي رفع معدلات النمو الاقتصادي، وقد اكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي، ويمكن أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيراً إيجابياً من خلال قيامها بعدد من الوظائف كتعبئة المدخرات وتمويل النشاط الانتاجي، زيادة كفاءة تخصيص الموارد، رفع معدل إنتاجية وحجم الاستثمار وغيرها، ويقدر كفاءة هذه الوظائف وملائمة الأوراق المالية لحاجات السوق بقدر ما يفعل تخصيص الموارد، مما يجعل تحريك الموارد من مختلف الاستخدامات رشيداً.

وبالتالي أسواق الأوراق المالية تعتبر بحكم وظائفها الاقتصادية صلة الوصل بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تحويلية فائضة وبين القطاعات والمشاريع التي تفتقد إلى السيولة لتمويل مختلف الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية، لذلك تزايد الاهتمام بدراسة سبل تنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية بهدف جعلها تتكيف مع التطورات والتغيرات التي يعرفها الاقتصاد العالمي، لإيجاد روافد مستمرة تمكن من عملية الاستثمار بشكل ملائم وكفاء فأسواق الأوراق المالية هي من أهم منافذ الاستثمار المالي بالنسبة للاقتصاد.

بهذا أصبحت هذه السوق تشكل أداة أساسية لدعم النمو الاقتصادي لتحقيق نهوض شامل ومتسارع في كل جوانب الحياة، الأمر الذي كان له أثر مباشر أيضاً بالنسبة لسائر البلدان النامية التي تسعى لتسريع عجلة التنمية، وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر قائم على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية.

وعليه فإنه وفي إطار المنافسة الشديدة، أصبح لزاماً على كل دولة تسعى تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها أن تولي اهتماماً كبيراً لأسواق الأوراق المالية وتعمل على تطويرها وعصرنتها على جميع المستويات، الإدارية، التنظيمية، التشريعية، إلى جانب العمل على زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة، إذ لا يمكننا أن نلغي العلاقة الوطيدة بين نمو الاقتصاد وتطوره ونمو سوق الHورق المالية.

في هذا الصدد فإن أهمية هذه القناة التمويلية دفع الجزائر على غرار الدول النامية الى إنشاء وتطوير اسواق الأوراق المالية، نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية وقصد زيادة نشاطها الاقتصادي الى مستويات افضل، وتحسين معدلات النمو بشكل مستقر ومتزايد، فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية.

ألا أنه وبالرغم من مرور حقبة زمنية قد تكون قصيرة نوعا ما على إنشاء سوق الأوراق المالية الجزائرية إلا أنها مازالت تعاني من التخلف في مؤسساتها وأدوات التعامل فيها وضعف في عدد المؤسسات المسجلة بها، وهو ما يضاف الى محدودية القطاع المالي في تمويل وتطور النشاط الاقتصادي الوطني بالفعالية المطلوبة، ورغم الإصلاحات التي قامت بها دولة ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها لتطوير هذا القطاع إلا أن هذه السوق لا تزال تواجه العديد من العوائق.

I. إشكالية الدراسة.

على ضوء ما سبق فان هذه الدراسة يسعى الى معالجة الاشكالية الرئيسية التالية:

كيف يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي؟

II. الأسئلة الفرعية.

- ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟
- ماهي قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي؟
- هل هناك إرتباط بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائري؟
- ما هي المعوقات التي تحد من أداء سوق الأوراق في الجزائر؟ وما هي سبل تجاوز هذه المعوقات؟

III. فرضيات الدراسة.

- تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفقات الاموال من الجهات التي لها فوائض مالية الى الجهات التي لها عجز مالي؛
- هناك إرتباط بين معدلات النمو الاقتصادي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر؛
- تخلف سوق الأوراق المالية في الجزائر سببه معوقات اقتصادية وتشريعية وتنظيمية، ومن متطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر وتطويرها وجود المناخ الاستثماري المناسب والاهتمام بالجانب التنظيمي والتشريعي للبورصة.

IV. البعد المكاني والزمني للدراسة.

يتحدد اطار الدراسة باقتصارها على محاولة الاجابة على اسئلة الاشكالية بصفة عامة والتركيز على دراسة تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر كإطار مكاني وقد تم اختيار الفترة من: 1999 الى نهاية 2016 كبعد زمني.

V. الدراسات السابقة.

الدراسة الأولى: دراسة سامي مباركي (2003 - 2004):

التي جاءت بعنوان "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاد التنمية، جامعة باتنة. وكانت أهداف هذه الدراسة تتمثل في إيجاد اليات تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة. وفهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية، بالإضافة الى توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصاديات الدول المغاربية: الجزائر، المغرب وتونس، والوقوف على النقائص التي جعلت الأسواق المالية في دول المغرب العربي لم تتبوأ المكانة اللائقة بها.

ومن أهم نتائج هذه الدراسة:

- انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- بالرغم من المراسيم التشريعية والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر وبؤس أدائها.
- عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.

الدراسة الثانية: رفيق مزاهدية (2006 - 2007):

"كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة. أهم أهداف هذه الدراسة إجراء مسح مرجعي لنظرية الكفاءة السوقية ودورها في تمكين جهاز السعر في السوق من تنمية الاستثمارات وتوجيه الموارد المالية نحو المشاريع الأكثر مردودية والأقل مخاطرة واختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودي في التعامل مع المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة.

ومن أهم النتائج:

- سوق الأوراق المالية التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي تتمثل في التوجه الكفاء للموارد المالية نحو الاستخدامات الأكثر انتاجية وتوفير الحوافز المشجعة على تراكم وتعبئة رؤوس الأموال؛
- سوق الأسهم السعودي حقق أشواطاً كبيرة في سبيل التطوير والتحديث خلال فترة الدراسة.

الدراسة الثالثة: دراسة عبد الحفيظ خزان (2012-2013):

" تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي "دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 الى 2013"، قدمت هذه الرسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.

حيث تهدف الدراسة الى:

- تسليط الضوء على اهم مصدر تمويلي حديث وأحسن قناة تمويلية لو قورنت بالمصادر الأخرى من حيث عدم إرتباطها بمعدلات التضخم بالإضافة الى التطور الكبير الذي تشهده الليات وأدوات التعامل بها، ما يوجب إحاطة نظرية شاملة بمختلف أبعادها وخصائصها؛
 - تحليل واقع سوق الأوراق المالية في الأردن؛
 - بحث مدى مساهمة سوق عمان للأوراق المالية في رفع مستويات ومعدلات النمو الاقتصادي، وفهم العلاقة بين سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي.
- من أهم النتائج المتوصل اليها:
- الغاية الاساسية للأسواق الأوراق المالية هو إشباع رغبات وحاجيات المتعاملين ومن ثم اضحت ضرورية حتمية إستلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، لذا فقد تعددت القنوات الرئيسية لانتقال أثر أسواق الأوراق المالية الى النمو الاقتصادي بين مؤيد وناقد حيث تعتبر الأسواق الأوراق المالية أداة لجذب العملة الصعبة من خلال رؤوس الاموال الشركات الاجنبية التي تنشط داخل السوق، اضافة الى معالجة المديونية وتخفيض تكلفة المعلومات وتكلفة البحث عن الصفقة، كما تعتبر أداة هامة للحد من التضخم من خلال امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك، كذلك تلجا الى زيادة معدل النمو الاستثماري وتعبئة المدخرات؛
 - تعبر كفاءة سوق الأوراق المالية عن قدرة هذه الأخيرة على عكس كافة المعلومات التي ترد اليها وتنقسم كفاءة السوق الى كفاءة كاملة واخرى اقتصادية، بالإضافة الى التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة وتوظيفها بكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، وتعتبر أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ضعيفة وغير كفا نظرا لغياب هذه المتطلبات كفاءة السوق.
 - رغم التأثير الذي تعرض لها سوق عمان للأوراق المالية منها الأزمة المالية العالمية (الرهن العقاري 2008)، والتي اثرت داخليا وخارجيا وكذا السياسية والاقتصادية التي مرت بها الأردن خلال هذه الحقبة، إلا أنها عرفت تطورا كبيرا، حيث إزداد حجم السوق، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم، وإرتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق.

الدراسة الرابعة: دراسة أديب قاسم الشندي (2013).

جاءت بعنوان: "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة" قدمت هذه الدراسة الى مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية العدد الخاص بمؤتمر الكلية 2013.

تهدف الدراسة بإسقاط نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع (النتائج المحلي الخام)، ومتغيرات المستقلة (المؤشر العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات) في سوق العراق للأوراق المالية، حيث كانت إشكالية الدراسة: هل هناك علاقة وطيدة تربط بين اسواق راس المال بمعدلات النمو الاقتصادي وعملية التنمية الاقتصادية.

وتوصلت الدراسة الى:

- ثبوت صحة الفرضية بانعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق معدل نمو اقتصادي؛
- وجود علاقة بين السوقيين الأولي والثانوي وكلاهما يؤثر في الاخر؛
- افتقار السوق الى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها؛
- صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي يمثل عائق أمام الاستفادة من قدرة السوق على جذب المزيد من الأموال.

أما هذه الدراسة فتختلف عن باقي الدراسات في كونها تسعى الى:

- توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة الأسواق المالية لأداء الدور المنوط بها والمتمثل أساسا في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار الأجنبي عن طريق الأدوات المالية التقليدية والمشتقات؛
- الإحاطة بواقع سوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال أداؤها وتطوراتها خلال سنوات 1999 الى 2016 وابرز دورها في دعم النمو الاقتصادي في الجزائر انطلاقا من مؤشرات السوق، إضافة الى محاولة اكتشاف معوقات التي حالت دون تطويرها على المستوى المحلي.

.VI أهمية الدراسة.

تلعب سوق الأوراق المالية دور مهم في عملية التنمية الاقتصادية، والمساهمة في تمويل الاقتصاد وإتاحة فرص للاستثمار وتحقيق عوائد مالية. فأسواق الأوراق المالية تساهم في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليل حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي، وبالتالي فتطوير أسواق الأوراق المالية ضرورة ملحة، بالنسبة للدول النامية باعتبارها أداة من أدوات التمويل، من هنا تأتي أهمية الموضوع في إظهار مكانة سوق الأوراق المالية الجزائرية وتأثيرها على النمو الاقتصادي.

.VII أهداف الدراسة.

نظرا للاعتبارات السابقة، فإن الأهداف المرجوة من هذا البحث تتمثل فيما يلي:

- تحديد الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، ومعرفة الاليات التي يأتري من خلالها على الاقتصاد؛
- لقاء الضور على واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر والهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر؛
- دراسة مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر، ومدى مساهمة هذه السوق في تمويل الاستثمارات ورفع مستويات ومعدلات النمو الاقتصادي.

.VIII أسباب اختيار الموضوع.

- هناك عدة أسباب دافعة لاختيار هذا الموضوع دون غيره، يمكن اجمالها فيما يلي:
1. يعتبر هذا الموضوع أحد الاهتمامات والميول الشخصية للباحثة، والرغبة في إثراء المعرفة الذاتية بالموضوع، ومواصلة الدراسة في موضوع له علاقة بالتخصص "اقتصاد مالي وبنكي"؛
 2. ابراز مدى تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بالنظر الى قيمة وأهمية الموضوع في ظل هذه التحولات العالمية المتسارعة؛
 3. محاولة تقديم، من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في سوق الأوراق المالية في الجزائر، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تساهم في تفعيلها.

.IX منهج الدراسة.

للإجابة عن الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها ومحاولة إثبات أو نفي الفرضيات المتبناة، وقصد دراسة وتحليل الموضوع وبلوغ اهدافه والإحاطة بمختلف جوانبه، اعتمدنا في ذلك على مختلف المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية عموماً، تم المزج بين العديد من المناهج وهي:

- المنهج التاريخي:

حيث ستم الاستعانة به في تتبع الأحداث والتطورات التاريخية في بعض أجزاء البحث كنشأة والتطور الأسواق المالية. بالإضافة الى تتبع اهم مراحل إقامة سوق الأوراق المالية في الجزائر.

- المنهج الوصفي:

تم الاستعانة به بالنظر إلى طبيعة العناصر التي سيتم تناولها من خلال عرض الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة هذه الأسواق.

- المنهج التحليلي:

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

.X هيكل الدراسة.

من أجل احاطة نظرية وتطبيقية شاملة لموضوع واشكالية الدراسة واختبار الفرضيات المعروضة، سيتم العمل على تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، اثنان نظريان والثالث تطبيقي بالإضافة الى مقدمة عامة وخاتمة عامة، حيث تم تخصيص:

الفصل الأول: والذي جاء بعنوان "الاطار النظري للأسواق المالية" حيث يعتبر بمثابة فصل تمهيدي للتعريف بالأسواق المالية، حيث اهتم المبحث الاول بدراسة ماهية السوق المالية، بينما تم التطرق في المبحث الثاني الى هيكل السوق المالية، فيما كان المبحث الثالث مخصصاً ل ماهية سوق الأوراق المالية من حيث مفهومها المراحل التاريخية لنشأة هذه السوق، بالإضافة الى أهم وظائفها والمتعاملين في هذه السوق.

الفصل الثاني: والذي يحمل عنوان "سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي" فقد تم التطرق في المبحث الأول الى أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والى كفاءة سوق الأوراق المالية، وتقنيات التعامل في هذه السوق، أما المبحث الثاني فتناول مؤشرات سوق الأوراق المالية، في حين خصص المبحث الثالث لدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

الفصل الثالث: وعنوانه "سوق الأوراق المالية وأثرها على نمو الاقتصاد الجزائري" ونتطرق فيه الى أهم الاصلاحات التي مر بها القطاع المالي الجزائري، وتاريخ نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر ومقوماتها وهيكلها التنظيمي وشروط الدخول والعضوية فيها، ومن تم نتعرض لقياس وتحليل أداء ومؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر، ومدى تأثيرها على النشاط الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الاجمالي كمثل على النمو الاقتصادي، وبعد ذلك محاولة توضيح اهم العوائق التي تواجه سوق الأوراق المالية في الجزائر واقتراحات تفعيلها.

خاتمة عامة: تضم الخلاصة العامة، والنتائج المتوصل اليها، واختبار فرضيات الدراسة، ثم التوصيات المقترحة، وأخيرا آفاق الدراسة.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق

المالية

تمهيد

إن المتأمل في الحياة الاقتصادية اليوم يرى بأن معظم الاقتصاديات تعتمد في تمويلها على ما يعرف بالسوق المالية ودون شك أن هذه السوق تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، وعليه أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، إن زيادة هذا الاهتمام ناتج عن الدور الذي تلعبه الأسواق المالية كمركزا هاما وحيويا في عمليات التمويل المالي للمشروعات الاقتصادية المختلفة، من خلال حشد وتعبئة المدخرات القومية، وتوجيهها الى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات النمو الاقتصادي. وبالتالي فالسوق المالي عامة وسوق الأوراق المالية على وجه الخصوص يعتبر قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي، ومرآة للاقتصاد الوطني وله أهمية بالغة في مسيرة التنمية، ولا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذا السوق، فتطور السوق المالي ميزة مشتركة للتطور المالي والاقتصادي.

وبالتالي نهدف من خلال هذا الفصل تعميق المعرفة بالجوانب النظرية حول الأسواق المالية الذي قسم

الى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية السوق المالي؛

المبحث الثاني: هيكل الأسواق المالية؛

المبحث الثالث: ماهية سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

ان وجود الأسواق المالية أداة هامة لتوفير وتقديم رؤوس الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية في قيامها بتعبئة المدخرات وتوزيعها توزيع كفاء على مختلف الاستثمارات، ولقيام السوق المالي بهذا الدور الحيوي وجب توفره على مجموعة من المقومات والشروط. ولتوضيح ما سبق فقد تحدثنا عن مفهوم السوق المالي في المطلب الأول، اما في المطلب الثاني فجاء عن الادخار والاستثمار وعلاقتها بالسوق المالي، وفي المطلب الثالث تطرقنا الى الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي ومشكلات تطويره، ونوضح ذلك من خلال ما يلي:

المطلب الأول: نشأة وتعريف السوق المالي.

من الصعب جدا اعطاء مفهوم واحد ومحدد لسوق المالي، خاصة في ظل تعدد الابحاث التي تناولت هذا المفهوم، بالإضافة الى اختلاف وجهات النظر بين الباحثين، وإن كان الاختلاف ليس حول جوهر السوق المالي فالأساس واحد، وانما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق المالي، ومن خلال هذا المطلب سنركز على نشأة السوق المالي، تعريف السوق المالي.

الفرع الأول: مراحل نشأة الأسواق المالية.

سنتناول في هذا الجزء باختصار الجذور التاريخية لنشأة الأسواق المالية.*

ينظر الى نشأة الأسواق المالية من زاويتين:

الأولى: على اعتبار الأسواق المالية المجال أو الإطار الذي يتم فيه حشد المدخرات، من وحدات الفائض الى وحدات العجز، لتمويل اغراض ومشاريع مختلفة، وتداولها من بعد ذلك؛

الثانية: كأسواق تداول للأصول المالية والحقيقية، والذي يسمى بـ "البورصات" بمفهومها التقليدي المعروف بانها أسواق منظمة، لها مكانها ونظمها وتقاليدها التي تحكمها، ويتم تداول السلع، والأدوات المالية التي سبق اصدارها.**

ونحن من خلال هذه الدراسة سنشير الى نشأة الأسواق المالية من زاويتها الاولى.

ترجع الجذور التاريخية للأسواق المالية الى العهود القديمة قدم التعامل بالائتمان، حيث نشأة الأسواق المالية بدأت بوجود عمليات حركة الاموال بين وحدتي الفائض والعجز، عبر مؤسسات مالية مختلفة ومنظمة

*تم الاعتماد على:

- نجاح عبد العليم، عبد الوهاب ابو الفتوح، اصول المصرفية والأسواق المالية الاسلامية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، اريد، الاردن، 2014، ص: 196.

- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية" دراسة تطبيقية"، دار النفائس، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2010، ص ص: 29، 32.

**يلاحظ ان معظم الباحثين يطلقون مصطلح الأسواق المالية على مصطلح البورصة ولا يفرقون بينهم، فعند الحديث عن بورصات السلع والبضائع فهي ليست من الأسواق المالية وتعتبر من أسواق الحقيقية أو التجارية، وبالتالي فاعتبار البورصة هي سوق مالي هذا خطأ، وسيكون من الواضح انها جزء من السوق المالي عند تعريفنا لبورصة الاوراق المالية.

تقوم بدور الوساطة المالية بينهما، اهمها المصارف التجارية والشركات المساهمة، عبر ادوات مالية معينة اهمها الأوراق المالية والتجارية، وتطورت هذه الأسواق مع تطور العمل المصرفي، الذي واكب التطور الصناعي والاقتصادي، وعلى ذلك تعد نشأة هذه المؤسسات والأدوات هي نفسها بداية نشأة الأسواق المالية بمفهومها المعاصر، بالنظر الى الوظيفة التي تقدمها المصارف كوسيط مالي بين المدخرين والمستثمرين، يمكن اعتبار تاريخ انشاء اول مصرف بمفهومه الحديث في منتصف القرن الثاني عشر الميلادي، حيث تأسس اول بنك في البندقية في ايطاليا عام 1157م، يمكن اعتبار هذا التاريخ هو تاريخ نشأة الأسواق المالية المعاصرة.

ثم تلاه بنك برشلونة عام 1401م، ثم بنك رياتو عام 1587، ثم بنك امستردام 1609م، ثم توسعت الأسواق المالية في القرن السادس عشر والسابع عشر الميلاديين إبان انتشار الاستعمار الاوروبي للبلاد الشرقية، حيث واقبال الحكومات على الاقتراض وما صاحب ذلك من تطور كبير للتعامل بالصكوك المالية بدأت تبرز المعالم الاولى للأسواق المالية بشكلها المعاصر.

وفيما يتعلق بسوق الأوراق المالية فإن وسطاء التعامل بالأوراق المالية وجدوا دائما في الوسط التجاري وكان لهم اماكن تجمع محدد تركزت احيانا في المقاهي، وكان التعامل بالصكوك يتم في بادئ الامر في قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في اعقاب ذلك في اماكن خاصة اصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.

برزت اول بورصة منظمة في العالم في لندن عام 1802م، ثم انضمت بورصة نيويورك رسميا عام 1817م، وبعدها بورصة باريس وميلانو، وانتشرت البورصات في معظم المراكز التجارية في الغرب ثم امتدت الى مختلف اركان المعمورة.¹

فتتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا نشوء هذه السوق وتطورها جاءت انعكاسا للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم، وأصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطتها أهمية أساسية. فاهم المراحل التي مرت بها الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي يمكن تلخيصها كالآتي:²

المرحلة الاولى: وهي المرحلة التي تمثل بداية مراحل تطور الأسواق المالية، والتي تتضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والسيارة وارتباط وجودهم بتحقيق ارتفاع نسبي في الدخل، واتاح الارتفاع نسبي في الادخارات زيادة الاستثمار في عدد من المشروعات التجارية والعقارية، وزيادة حجم هذه المشروعات الذي يستدعي توجيهها نحو البنوك للاقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لعملها، والتوسع في هذا العمل.

المرحلة الثانية: وهي المرحلة التي ارتبطت بالتطور الذي تحقق في المرحلة الاولى، والمتمثل بظهور بعض البنوك والسيارة فرض الحاجة الى ظهور السلطات النقدية المركزية من اجل العمل على تنظيم عمل

¹ نجاح عبد العليم، عبد الوهاب ابو الفتوح، مرجع سابق، ص: 196.

² حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، اريد، الاردن، 2006، ص: 18، 19.

المصارف التجارية والسيطرة عليها وتوجيهها في هذه المرحلة، بعد أن كانت المصارف حرة في المرحلة الأولى، وتضمنت المرحلة الثانية هذه تطور في عمل المصارف، وبالذات المصارف التجارية بحيث أخذت تقوم بممارسة نشاطات مصرفية عديدة مثل خصم الأوراق التجارية ومنح القروض والتسهيلات المصرفية وغيرها، وبحدود ما يتاح لها من نشاطات وفي السياسات التي تحكم عملها، والتي يضعها البنك المركزي.

المرحلة الثالثة: وبدأت فيها ظهور البنوك المتخصصة في الاقراض المتوسط والطويل الاجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية، واصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات اصدار السندات متوسطة وطويلة الاجل لسد حاجاتها من الاموال ونقي بتمويل المشاريع المختلفة، اما البنك المركزي فهو يقوم في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة ويزيد رقابته على نشاط البنوك للحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي.¹

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة اصدارات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الاجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الابداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي وبداية ظهور السوق الثانية لتداول هذه الأوراق (البورصات).²

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية بحيث تساعد كل سوق الاخرى من حيث عرض النقود والطلب عليها، وتمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي والمالي داخل الدول وتطور المرافق الاقتصادية والعامه فيها.

وفي هذه المرحلة تنتقل منها واليها رؤوس الاموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وزيادة الاتصالات وزيادة المبادلات بين البلدان المختلفة، كما يتم تداول المحافظ الاستثمارية اذ يسعى المستثمرون والمؤسسات الى التنوع الجغرافي لمحافظهم الاستثمارية للتقليل من المخاطر.

كما ظهرت في هذه المرحلة مؤسسات ضخمة وبصورة متزايدة وتحتل مركزا مهما في الأسواق المالية مثل مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار، والتي ساعدت على زيادة مخاطر تقلبات الاسعار في هذه الأسواق، مما ادى الى ظهور أسواق المشتقات المالية والتي تسمح بالتحوط من هذه المخاطر.³

وبالتالي فمراحل نشأة الأسواق المالية بدأت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ثم تشكلت البنوك المركزية لتسيطر على البنوك التجارية وتنظم عملها، وبعد عجز هذه المرحلة على منح قروض لآجال طويلة ومتوسطة جاءت مرحلة البنوك المتخصصة في الاقتراض المتوسط الاجل، ثم يتم دمج الأسواق المالية المحلية بالدولية لتنتقل رؤوس الاموال بحرية بين الدول المختلفة وذلك بفضل التطور التكنولوجي والاتصالات.

¹ سهام عيسوي، دور المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال 'دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي'، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،

تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص: 74.

² نفس المرجع: ص: 7.

³ حسن خلف فليح، مرجع سابق، ص: 20. (بتصرف)

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية.

الأسواق المالية مصطلح مركب من كلمتين، هما: السوق والمال.

أولاً: تعريف السوق.

(1) لغة.

جاء في لسان العرب: السوقُ معروفٌ ساقَ الإبل وغيرها يَسُوْقُهَا سَوَقًا وَسِيْقًا¹، والسوق في المعجم الوجيز: هو الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتياح.²

والسوق بضم السين، تذكر وتؤنث، مشتقة من سوق الناس بضائعهم، والجمع اسواق. وسوق الحرب: حومة القتال، وسمي السوق سوقاً لنفاق السلع فيه. والسوق الموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع.³

(2) اصطلاحاً.

السوق في الاصطلاح هو: المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في السلعة معينة أو سلع متنوعة.⁴

فالسوق عادة هو المكان أو المؤسسات التي يلتقي عندها البائعون والمشترون، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً أساسياً لقيام السوق.⁵ وعلى ذلك اختلف مفهوم السوق بالمعنى الاقتصادي عن المعنى التجاري، فكلمة سوق بالمعنى التجاري تعنى المكان الذي تتجمع فيه السلع، ويتم فيه نقل الملكية بعد تمام البيع أو الشراء، أما السوق بالمعنى الاقتصادي فلا يقصد به مكان معين، وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت على نطاق محلي أو دولي.⁶

ثانياً: تعريف المال.

1. لغة.

جاء في المعجم الوسيط: "بأن المال هو كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عروض تجارة أو عقار".⁷

¹ ابن منظور الافرقي أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم، لسان العرب، الطبعة الاولى، دار المعارف، القاهرة، دون سنة، ص: 2153.

² إبراهيم مذكور، المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، مطابع شركة الإعلانات الشرقية دار التحرير، مصر، 1989، ص: 329.

³ أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الاسلامي، دار الجبل، دون ذكر الدولة، 1981، ص: 231.

⁴ عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية - دراسة فقهية -، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الاسلامي المنعقد في مكة المكرمة، في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010، ص: 4.

⁵ لمزيد من التفاصيل، انظر، الموسوعة العربية الميسرة، دار القلم ومؤسسة فرانكلين للطباعة والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1965م، ص: 1930.

(متوفرة على الرابط: <https://archive.org/stream/WAQ137961/137961#page/n1929/mode/2up>)

⁶ يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي، دار الصابوني، دار الهداية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1993، ص: 241.

⁷ مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، 2004، ص: 892.

المال أيضا "ما يملك من الذهب والفضة، ثم اطلق عليه كل ما يقتنى ويملك من الاعيان ويقع على الإبل والبقر والخيول والغنم والملك والشجر والارض وعلى الذهب والفضة فهو يطلق على الجميع".¹

2. إصطلاحا.

لقد اختلف الفقهاء في تعريف المال نظرا لتباين وجهات نظرهم في حقيقته، وذلك على مذهبين:²

- **الحنفية:** "المال هو عبارة عن موجود قابل للادخار في حال السعة والاختيار، له قيمة مادية بين الناس".
- **الشافعية والمالكية والحنابلة:** "المال ما كان فيه منفعة مقصودة مباحة شرعا لغير حاجة أو ضرورة، وله قيمة مادية بين الناس".

ويطلق المال عند أهل الاقتصاد على " كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا، أيا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال".³

هذا في الاصطلاح الاقتصادي العام، اما في اصطلاح المتعاملون في الأسواق المالية، والمتخصصين في شؤون البورصات، ليس هناك تعريف صريح للمال عندهم، الا انه يتحصل من النظر في استعمالهم لكلمة (مال) انهم يقصدون به نوعا خاصا من المال، وهو المال في صورته النقدية، يوضح ذلك أن جميع الأدوات التي تصدر في السوق المالية من اسهم وسندات، وشهادات ايداع، واذونات، وغيرها، انما الغرض من اصدارها تحصيل وجمع الاموال في صورتها النقدية السائلة، بقصد استعمالها رؤوس اموال للشركات، أو غير ذلك من الاغراض التي تتطلب سيولة نقدية.⁴

ثالثا: تعريف الأسواق المالية.

يمكن عرض مجموع من التعاريف التي صادفناها حول السوق المالي* باعتبارها مصطلحا له دلالاته الخاصة، ومفهومه المحدد، وذلك من اجل تشكيل فكرة جامعة لمفهوم هذه الأسواق في ما يلي:

تعتبر الأسواق ولمؤسسات المالية جزءا من النظام المالي الذي يخدم المجتمع ككل، فالنظام المالي عبارة عن مجموعة من الأسواق المالية، والمؤسسات المالية ورجال الأعمال، والأفراد والحكومات التي تشارك في هذا النظام وتنظم عملياته.⁵

¹ محمود عبد الرحمان عبد المنعم، معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية، الجزء الثالث، من حرف العين الى حرف الياء، دار الفضية، القاهرة، ص: 194.

² نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق، 2008، ص: 388.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص ص: 32-33.

⁴ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط التعامل بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر، الأردن، 2009، ص ص: 32-33.

* هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك الاصول التي تنتم بالسيولة أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة.

⁵ نبال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 7.

التعريف الأول:

"يتمثل السوق المالي في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال، أو ما يطلق عليهم الوسطاء الماليون ويتمثلون في البنوك وشركات التأمين، وصناديق المعاشات".¹

التعريف الثاني:

عرف سوق المال بالآتي: " فهي تساعد على انتقال الاموال من وحدات ذات الفائض الى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية لصعوبة انتقال الاموال مباشرة بين الطرفين".²

التعريف الثالث:

"السوق المالي هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لإتمام الصفقات المالية فيما بينها وتبادل الأصول المالية، سواءا كان تبادلا للأصول المالية قصيرة الأجل أو كان متوسطا أو طويلا، حيث يتم التبادل بطريقة منظمة ومدروسة اعتمادا على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سر هذه العملية بنجاح تحقيقا للعائد المتوقع، بما يتناسب مع المخاطر المحتملة وبذلك يتم توجيه المدخرات الوجهة الصحيحة ضمانا لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق".³

التعريف الرابع:

السوق المالي هو: " الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول للأداة المالية المناسبة، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق".⁴

التعريف الخامس:

كما تعرف الأسواق المالية بأنها: "الأماكن التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة. حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطرق عديدة تتلاءم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل القومي ومستوى الأسعار".⁵

¹ السيد محمد احمد السريتي، على عبد الوهاب نجا، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 97.

² صلاح الدين جودة، بورصة الاوراق المالية، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000، ص: 20.

³ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر(3)، 2011-2012، ص: 83.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 92.

⁵ عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، 2006، ص: 9.

ومما تقدم يمكن تقديم تعريف شامل للأسواق المالية، وهي عبارة عن الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة (الأصول المالية: قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول وادوات مالية تقوم ببيعها لوحدة الفائض المالي فتشترىها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي، وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية "بنوك، شركات التأمين...." فهنا يصبح تمويل غير مباشر.

المطلب الثاني: الادخار والاستثمار وعلاقتها بالسوق المالي.

يعتبر جلب الادخار ودخه في الاقتصاد الوطني باستمرار عبر أي قناة من القنوات المتاحة كالبنوك والأسواق المالية، من عوامل تنشيط الحياة الاقتصادية، من خلال تنويع وتوفير مصادر التمويل للأعوان الاقتصاديين وبتكلفة اقل، ولهذا تحاول الدول أن تتبع السياسات والاجراءات الكفيلة بجلب اصحاب الفوائض المالية وتشجيعهم على توظيف اموالهم في المشاريع ذات الكفاءة، مما يعود على البلد ككل بالتنمية الاقتصادية المرجوة، ومن خلال هذا المطلب سنتناول مفهوم الادخار، مفهوم الاستثمار ومكوناته وعلاقة الادخار والاستثمار بالسوق المالي.

الفرع الأول: مفهوم الادخار وانواعه.

الادخار ظاهرة اقتصادية أساسية في حياة الأفراد والمجتمعات، وهو فائض الدخل عن الاستهلاك، أي إنه الفرق بين الدخل وما ينفق على سلع الاستهلاك والخدمات الاستهلاكية.
أولاً: تعريف الادخار.

يقصد بالادخار بانه: "الجزء من الدخل الجاري غير الموجه مباشرة للاستهلاك الجاري خلال فترة معينة، فالادخار هو الفرق بين الدخل والاستهلاك، أي هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك، مع العلم ان الادخار في بعض الحيات لا يستخدم كله في عملية الاستثمار ذلك لأن جزء منه ربما يكتنز كما هو الحال في الدول النامية".¹

كذلك الادخار هو: "ذلك الجزء من الموارد المالية (اجور، فوائد، ارباح...) أو مادية (محاصيل زراعية...) أو غيرها من الممتلكات التي يتوفر عليها دخل الفرد (العامل، التاجر، رجل الاعمال...) أو الشركة أو المجتمع، والذي يوجه الى أنشطة توظيفية اخرى غير الاستهلاك بغرض انمائه وتراكمه بما يوسع الطاقة

¹خلادي إيمان نور اليقين، دور الادخار العائلي في تمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص: 57.

الانتاجية للمجتمع ويزيد في تلك الموارد بالنسبة للمدخر، مما يوفر له دخلا اوفر في المستقبل، الامر الذي يزيد في رفاهية الفرد والمجتمع ككل".¹

ثانيا: أنواع الادخار.

يمكن تقديم أنواع الادخار حسب عدة تقسيمات مختلفة هي كالتالي:

1- حسب نوع المدخرات.

وقسم إلى:²

أ. **الادخار النقدي**: يتمثل في الأصول المالية أو الأموال السائلة كالودائع الجارية وكذلك الودائع الادخارية بأنواعها والمدخرات التعاقدية، والتي يمكن تحويلها إلى صورة سائلة بسهولة نسبية، حيث أن النقود تعتبر قوة شرائية عامة، بمعنى أنها تمكن حاملها من مبادلتها بأي شكل من أشكال الثروة الأخرى، فإن الأفراد الذين كونوا هذه المدخرات النقدية يستطيعون تحويلها إلى رأس مال عيني وذلك باستثمارها في العمليات الإنتاجية، كسواء أو استئجار عوامل الإنتاج الأخرى، والتوليف بينها لإنتاج سلعة أو خدمة لها قيمة نقدية.

ب. **الادخار العيني**: يمثل الصورة المحدودة جدا للادخار في الاقتصاد المعاصر، وقد يأخذ شكلين، الشكل الأول هو فائض سلعي والذي يمكن مثلا ملاحظته في قطاع الزراعة، وذلك مثل المحاصيل التي يحتفظ بها المزارعون لاستخدامها كبدور أو لاستهلاكها في الفترات التالية، أما الشكل الثاني فيكون في صورة فائض عمل الذي يمكن أن يتحقق في حالة القيام بعمل إضافي يترجم في شكل استثمار إنتاجي. ومن خلال تحليل هذين النوعين من الادخار يستنتج أن الادخار بصورته النقدية والعينية يؤول في النهاية إلى شكل من أشكال الاستثمار العيني، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة التي تصل إلى حد التطابق بين الادخار والتكوين الرأسمالي.

2- حسب الحدود الجغرافية.

من الضروري التمييز بين النشاطات الاقتصادية المختلفة التي تحدث داخل الحدود الجغرافية لدولة ما وما تتم خارج حدودها، ولذلك يجب التمييز بين الادخار المحلي والوطني وذلك كما يلي:³

أ. **الادخار المحلي**: في العادة يحدث معظم النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة، وفي هذه الحالة فإن ما ينتج عن هذا النشاط يأخذ صفة محلية، ومن ثم يطلق عليه الادخار المحلي أو الاستثمار المحلي أو الناتج المحلي.

ب. **الادخار القومي**: هو عبارة عن الادخار المحلي المتولد من جانب أطراف النشاط الاقتصادي داخل حدود الدولة، بالإضافة إلى جزء يتكون في الخارج، وهو "صافي المعاملات الخارجية"، ويقصد به الفرق بين الصادرات والواردات من سلع وخدمات للدولة المعنية، وصافي المعاملات هذا قد يكون موجبا أو سلبيا، فإذا كان موجبا فإن ذلك يعني

¹ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال "الهيكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزء الأول، عين مليلة، الجزائر، 2011، ص: 12.

² صالح الدين شريط، مرجع سابق، ص ص: 20، 21. (بتصرف)

³ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 40.

اقتصاد الدولة المعنية على حقوق اتجاه العالم الخارجي بقيمة هذه الزيادة، وقد تتخذ هذه الحقوق شكل أصول مالية مثلا للعمليات الأجنبية والأوراق المالية أو شكل أصول إنتاجية ثابتة تدر عائدا سنويا، وفي هذه الحالة إضافة للاذخار المحلي، تزيد قدرة الدولة على تكوين رأس المال، ويكون الاذخار القومي أكبر من الاذخار المحلي، وعليه يكون الاذخار القومي أقل من الاذخار المحلي في حالة ما إذا كان صافي المعاملات الخارجية سالبا، أي وجود عجز في معاملات الدولة مع الخارج.

3- حسب الدوافع.

وتتمثل أنواع الاذخار حسب الدافع في ما يلي¹:

- أ. **الاذخار الاختياري:** الاذخار الإختياري هو ادخار فردي متروك لحرية الفرد ووعيه ورغبته في الاذخار والامتناع عن استهلاك جزء مما يحصل عليه من دخل دون أن يكون هناك دافع خارجي يجبره عليه أو يلزمه به وذلك مثل ما لدى الأفراد من ودائع، وحسابات ادخارية، وكذلك، الاذخار عن طريق شراء شهادات الاستثمار بأنواعها، وصناديق التوفير في البنوك والبريد...الخ.
- ب. **الاذخار الإجباري:** هو الاذخار الذي تلجأ إليه الدولة لصالحها ولصالح المواطن نفسه، يقصد به ذلك الاذخار الذي يتحقق باقتطاع جزء من الدخل بصورة إلزامية ومن ثم يتمثل في إحداث قيد على الميل الطبيعي للاستهلاك، خاصة لدى الأفراد، وتلجأ الدولة لمثل هذا الاذخار لعدة أسباب تتمثل في كونه مصدرا لتمويل المشاريع الاستثمارية كشق الطرقات، وبناء المدارس،...الخ، إضافة إلى كونه منفعة للفرد المدخر نفسه كالمعاشات واشتراكات الضمان الاجتماعي...الخ، ويتضمن هذا الشكل من الاذخار ما يلي:
 - **الاذخار لصالح الدولة:** هو نوع من الاذخار الذي تتضمنه خطة الدولة وتلتزم به بالامتناع عن استهلاك جزء من الإنتاج، ومن ذلك احتجاز جزء من الأرباح في المؤسسات ومشروعات القطاع العام، وحصيلة الرسوم والضرائب التي تحدها الدولة على السلع المستوردة أو المنتجة محليا وأنواع الضرائب والرسوم الأخرى.
 - **الاذخار لصالح الفرد:** هو الاذخار الذي تتضمنه أيضا خطة الدولة وتلتزم به كمشروعات التأمينات الاجتماعية والمعاشات، وبالتالي فالدولة تقوم بهذا النوع من الاذخار باعتبارها ملزمة بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية وبالتالي حماية المواطن وتأمين مستقبله.

¹خلادي إيمان نور البقين، مرجع سابق، ص ص: 62،63. (بتصرف)

الفرع الثاني: مفهوم الاستثمار ومكوناته.

يعد الاستثمار من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تعتمد عليها عملية التنمية في كافة دول العالم، فالمتغيرات اللازمة لعملية التنمية لا يكتمل تأثيرها على النشاط الاقتصادي، إلا بتوافر رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عملية التنمية الاقتصادية، ومن أجل محاولة الاقتراب من مفهوم الاستثمار وهو على درجة عالية من الأهمية، فإن الأمر يحتاج إلى الكشف عن العديد من المفاهيم الأساسية المرتبطة به والتي من الضروري تناولها، لذا فإن هذا المطلب يختص بدراسة الاستثمار من حيث مفهومه وأنواعه.

أولاً: تعريف الاستثمار.

عموماً يمكن تعريف الاستثمار من الناحية الاقتصادية بأنه: "يمثل التضحية بالموارد التي يتم استخدامها في الحاضر لغرض الحصول في المستقبل على إيرادات أو فوائد خلال فترة زمنية معينة، حيث أن العائد الكلي يكون أكبر من النفقات الأولية للاستثمار، ويتمحور الاستثمار حول مدة حياة الاستثمار، المردودية وفعالية العملية الاستثمارية، والخطر المتعلق بمستقبل الاستثمار".¹

كما يقصد بالاستثمار "التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلاً تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الأصول، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم، والمخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المرغوب فيها كما هو متوقع لها".²

ثانياً: مبادئ الاستثمار.

إن قرار الاستثمار يحكمه مجموعة من المبادئ الواجب مراعاتها عند اختيار مجال وإدارة الاستثمار وأهم هذه المبادئ هي:³

- 1. مبدأ الاختيار:** يعني أن المستثمر الرشيد يبحث عن فرص متعددة لتوفير مرونة أكبر للاختيار المناسب للفرصة الاستثمارية؛
- 2. مبدأ المقارنة:** يعني أن المفاضلة بين البدائل المختارة ومجالها المناسب وتأخذ المقارنة صور متعددة والأكثر استخداماً هو التحليل المالي، هذا المبدأ يعتمد بشكل كبير على درجة تفضيل المستثمر للعائد والمخاطرة؛

¹ حميد بابوش، الاستثمارات العمومية ودورها في التنمية الاقتصادية دراسة تحليلية للبرامج التنموية في الجزائر خلال 2001-2014، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: التحليل الاقتصادي، 2016/2015، ص: 18.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، الاردن، 2008، ص: 13.

³ أرشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة-، دار الميسر للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2004، ص: 19. (بتصرف)

3. مبدأ الموازنة: يعتبر منحى التفضيل الأساس لتطبيق هذا المبدأ وشكل هذا المنحنى يتحدد بدخل المستثمر، عمره وظيفته، ومركزه الاجتماعي، يشترط هذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الامكانيات المالية والثقافية للمستثمر؛

4. مبدأ توزيع الأخطار: يسعى المستثمر الى تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال توزيع موارده بين انواع مختارة من الاستثمارات، سواء على أساس المجال أو أدوات الاستثمار. إن مبدأ توزيع الأخطار يعرف بأدبيات الاستثمار بالمحفظة المالية*.

ثالثاً: أهداف الاستثمار.

يمكن أن نقسم الأهداف التي يسعى المستثمرون الى تحقيقها أو الغاية المرجوة من الاستثمار إلى:¹

1- على مستوى الاقتصاد الجزئي: يسعى الأفراد والمؤسسات من أجل الحصول على العائد المتوقع (الربح) فضلاً عن تنمية الثروة الخاصة بهم لتأمين إشباع الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات، أي أن المستثمر يسعى لتحقيق الدخل المستقبلي والمحافظة على قيمة الثروة بمرور الزمن من جراء ارتفاع الأسعار أو تقلباتها.

2- على مستوى الاقتصاد الكلي:

يحقق الاستثمار فائضا اقتصاديا يساعد في معالجة الاختلالات التي تطرأ في ميزان المدفوعات وزيادة إيرادات الموازنة العامة للدولة والتي تؤدي إلى زيادة الدخل القومي للبلد وبالمحصلة النهائية يؤدي الاستثمار إلى زيادة معدلات التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لعموم الأفراد، كما ذكر آدم سميث: "الصناعي يسهر على تحسين إنتاجيته ليضمن أكبر رواج وأفضل قيمة في السوق وهو بعمله لا يفكر إلا بمنفعته الشخصية وربحه الخاص، لكنه في الوقت ذاته يكون قد أدى خدمة للمجتمع وقام بعمل يحقق المنفعة العامة".

رابعاً: مجالات الاستثمار.

إن مفهوم الاستثمار يشمل عدد كبير من الانشطة فقد يتمثل الاستثمار مثلا في شهادات الإيداع، صناديق الاستثمار، الأسهم، المباني، الأراضي، العقارات... الخ، سواء كانت داخل أو خارج الوطن ومن هنا نستنتج أن مجال الاستثمار واسع ويمكن تقسيم اهم مجالات الاستثمار على أساس عدة معايير كالتالي:

*المحفظة المالية: هي مجموعة من الاصول المالية الاوراق المالية المنقولة، التي يملكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، اي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الامثل لما تمثلها هذه الاصول من اموال.

¹عقبة خضير، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة-قطر -لأوراق المالية خلال الفترة

2008-2013، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خضير، بسكرة، 2014-2015، ص ص: 99، 100.

1. حسب المعيار الجغرافي.

ونميز حسب هذا المعيار الانواع التالية:

أ- الاستثمارات المحلية.

الاستثمار المحلي هو الذي يوجه فيه اطراف النشاط الاقتصادي في الداخل (الافراد_ المشروعات_ الدولة) مدخراتهم نحو الحصول على رأس مال انتاجي يستخدم في الداخل، فأموال هذه الاستثمارات ترد من مصادر داخل الدولة، ويمتلك الوطنيون اغلب رأسمال المشروع الاستثماري، ولكن أن تملك الاجانب جزء يسير من هذا الرأسمال لا ينفي صفة المحلية عنه، وذلك لان تملك الاجانب لهذا الجزء اليسير لا يخولهم حق الادارة مما يبقي هذا الاستثمار محليا.¹

ب- الاستثمارات الاجنبية.

يعرف الاستثمار الأجنبي على أنه عبارة عن انتقال رأس المال إلى الخارج سواء كان في شكل مساهمة في رأس مال شركة ما، أو كان عبارة عن التدخل في السوق المالية (البورصة) للبلد الأجنبي والمتمثل اساسا في اقتناء أسهم أو سندات.²

وحتى نوضح اكثر فإن هذه الاستثمارات تتم اما بشكل مباشر أو غير مباشر.

• الاستثمار الاجنبي المباشر.

الاستثمار الأجنبي المباشر هو التدفقات المالية الوافدة على دولة غير دولته الأصلية، والمستخدم مباشرة للغرض الذي تم التمويل من أجله، إذ من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر يمتلك المستثمر الأجنبي جزءا من المشروع أو كله، بالإضافة إلى المشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجيا والخبرة الفنية والمهارات الإدارية والتسويقية والمالية وفي جميع المجالات إلى الدولة المضيفة، ومن هنا تسعى العديد من الدول إلى جذب هذا النوع من الاستثمار لما فيه من انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، ليس فقط في مجال رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة النمو، وإنما أيضا من حيث رفع الكفاءات الإدارية والتكنولوجية واستيعاب الأيدي العاملة في البلد المضيف، إضافة إلى تميز الاستثمارات الأجنبية المباشرة بأنها استثمارات طويلة الأجل، إذ يقوم المستثمر الأجنبي بإنشاء المصانع والشركات في البلد المضيف، وبالتالي التواجد الفعلي على أرض البلد المضيف من جهة، وصعوبة انسحاب مثل هذه الاستثمارات، وذلك لارتفاع تكلفة الانسحاب، وتحديدًا ما يسمى بالتكاليف الغارقة (Sunk Cost) من جهة آخر.

¹ محمد غانم، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والاسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 44.

² فاروق شتام، الاستثمارات الاجنبية في الجزائر واثرها على التنمية الاقتصادية، الملتقى الوطني الاول حول الاقتصاد الجزائري في الالفية الثالثة، جامعة البليدة يومي 21-22 ماي 2002. ص: 250.

وعلى الرغم من هذه الإيجابيات هناك العديد من المحددات والمعوقات التي تحد وتعيق من تدفق هذا النوع من الاستثمارات، ومن أهمها محددات سياسية واجتماعية وأيديولوجية .

من هنا تسعى الدول المضيفة إلى إزالة هذه المعوقات ورسم سياساتها لجذب أنواع معينة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتوجيهها إلى قطاعات محددة للمساهمة في دعم خطط التنمية الاقتصادية لهذه الدول وتحقيق الاستفادة القصوى من هذه التدفقات الاستثمارية.¹

ايضا من التعاريف الاقتصادية للاستثمار الاجنبي المباشر بانه: "عبارة عن استثمار حقيقي في الصناعات، السلع الرأسمالية وكل من الموجودات الادارية والرأسمالية تكون مستخدمة، والمستثمر يحتفظ بالسيطرة على الادارة واستخدام راس المال المستثمر، وهو يأخذ عادة شكل شركة تنشئ شركة تابعة لها أو تقوم بالسيطرة على شركة اخري قائمة فعلا بواسطة شراء غالبية اسهمها".²

وبالتالي فالاستثمار يكون مباشرا إذا كان المستثمر الاجنبي هو المتحكم الفعلي (حق الادارة والتسيير) في الاستثمار أو المشروع، ويتحدد بمقدار المساهمة في رأس مال الشركة، حيث يكون للمستثمر الاجنبي المساهم الاكبر في راس مال الشركة.

• الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي).

الاستثمار الأجنبي غير المباشر هو: "تملك أجنبي عددا من السندات أو الأسهم في إحدى الشركات المحلية بصورة لا تمكنه من السيطرة أو الرقابة على أعمالها، مقابل حصوله على عائد نظير هذه المشاركة، أو هو تملك دولة أو فرد في دولة مجموعة من السندات والأسهم الاستثمارية بمقدار ضئيل أو نسبة غير عالية بحيث لا تسمح لأصحابه الحق في إدارة رأس المال أو المشروع والإشراف عليه نظرا لقلّة القدر الذي يخولهم حق إدارة المشروع".³

2. حسب المعيار النوعي.

ونميز بين الانواع التالية:

أ- **الاستثمارات الحقيقية:** ويقصد بالاستثمار المادي أو الحقيقي استخدام اي اصول التي لها كيان مادي فالأصل المادي أو الحقيقي هو كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته وينشأ عن استخدامه منفعة اقتصادية إضافية عكس أصول المالية مثل أسهم والسندات ليس لهما كيان مادي فهما عبارة عن وثيقة تمثل السهم والسند في حد ذاته فتستنبط قيمتها من قيمة الأصول الحقيقية الموجودة بالمؤسسة.⁴

¹محمد كمال ابو عمشة، الاستثمارات في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية " دراسة حالة بورصة قطر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 21 و22 شتاء - ربيع 2013، ص: 74.

²محمد غانم، مرجع سابق، ص: 56.

³بلعزوز بن علي، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص: 93.

⁴بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص: 9.

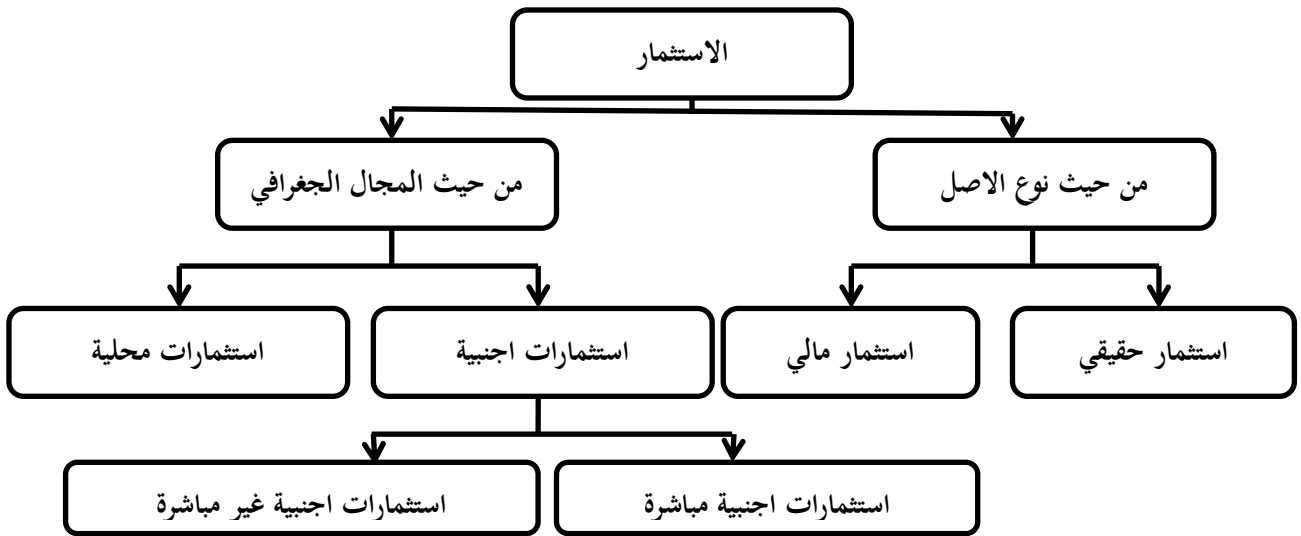
ومنه فالاستثمارات الحقيقية تساهم في خلق قيمة مضافة للاقتصاد الوطني، وتتميز بنوع من الأمان مقارنة مع الاستثمارات الأخرى ولكن يبقى دائما عنصر المخاطرة موجود ولكن بأقل من الاستثمارات في الأصول المالية.

ب- الاستثمارات المالية أو غير الحقيقية: لا تؤدي الى خلق القيمة مضافة وانما الى انتقالها من شخص لآخر لتمويل الأنشطة العينية، وهي تشتمل على تداول الأدوات المالية مثل الاسهم والسندات.¹

وهي تمثل حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الاعوان الاقتصادية وتتميز بما يلي:

- وجود أسواق منظمة بدرجة عالية من التنظيم تسهل التعامل بالأصول المالية؛
- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية؛
- وجود وسطاء ماليين متخصصين؛
- الانتشار الواسع للأدوات المالية الاستثمارية.

الشكل رقم (01): انواع الاستثمار.



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على التقسيم السابق.

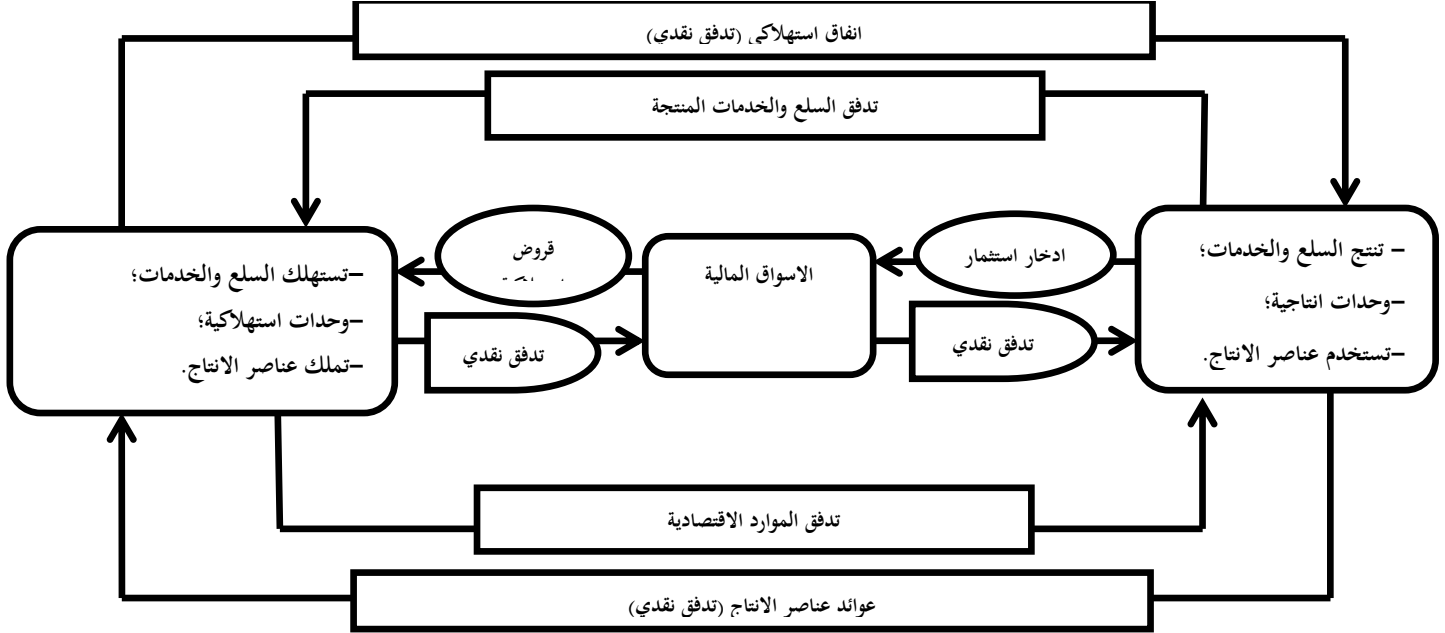
إن الشكل اعلاه يوضح انواع الاستثمار باستخدام معيار نوع الاصل الذي يضم استثمار حقيقي واستثمار مالي، أما معيار المجال الجغرافي فنميز بين الاستثمار الاجنبي والاستثمار المحلي.

¹ مروان شموط، كنجو عيود كنجو، اسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق للتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص: 21.

الفرع الثالث: علاقة الادخار والاستثمار بالسوق المالي.

يمكن توضيح العلاقة التي تربط الادخار والاستثمار بالسوق المالي من خلال الشكل الموالي:¹

الشكل رقم (02): التدفقات الناشئة عن الادخار والاستثمار.



المصدر: عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2004، ص: 66.

نلاحظ من خلال الشكل ان الادخارات تصب من جانبيين في الأسواق المالية: جانب الوحدات الاستهلاكية التي تدخر جزء من دخلها وهو الجزء المكمل للأنفاق الاستهلاكي، وجانب الوحدات الانتاجية التي تدخر جزءا من عوائدها بعد دفع الضرائب والمصروفات الاخرى وتوزيع الارباح على المساهمين وهذا الجزء يسمى (الارباح المحتجزة).

كذلك نلاحظ من الشكل بأن الأسواق المالية تقوم بتخصيص الادخارات (الاموال) من اتجاهين ايضا بهدف الاستثمار، حيث تقوم الوحدات الانتاجية باستخدام هذه الاموال لأغراض تكوين راس المال، كما تقوم الوحدات الاستهلاكية باستخدام القروض لنفس الغرض أي تكوين راس المال المتمثل عادة بالأبنية السكنية الجديدة المعدات والأدوات المنزلية....الخ.

ويتضح أن الأسواق المالية تعمل كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار (تكوين راس المال) الذي يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي والرفاهية لمجمع شعوب العالم، لأن الاستثمار عامل مهم في رفع انتاجية عنصر العمل وزيادة الامكانات الانتاجية. فتعمل الأسواق المالية على تجميع ادخارات الافراد وتحويلها الى استثمارات فعلية تؤدي الى زيادة الانتاج والدخل واستخدام القوى العاملة. ولو أن الوحدات الاستهلاكية قامت بادخار جزء

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2004، ص: 67.

من دخلها بدون ان تجد من يحول هذه الادخارات الى انفاق استثماري، فإن النشاط الاقتصادي قد ينعكس ويتجه نحو حالة الركود وانخفاض الانتاج وتدهور الدخل وتزايد البطالة.

وتقوم الأسواق المالية بتحويل المدخرات الى استثمارات من خلال خلق حقوق مالية وتقديم خدمات مالية، فالمدخر الذي يساهم في الأسواق المالية يحصلون مقابل ذلك على عوائد تشجعهم على ذلك، كالأسهم والسندات والودائع المصرفية وبوليصة التأمين. التي تحصل المدخر مقابلها على عوائد مستقبلية كالفوائد على السندات والارباح على الاسهم والعوائد على الودائع، مقابل تنازله عن جزء من حقه في الوقت الحاضر، وتحمله للمخاطر نتيجة احتمال عدم الحقوق المالية لأي سبب من الاسباب.

وتجدر الإشارة هنا انه ليس بالضرورة أن تحول كل الادخارات التي تصب في السوق المالية توجه الى الاستثمارات الحقيقية، وقد يحول جزء منها الى الاستثمارات المالية بهدف تحقيق مكاسب من خلال المضاربة والمراجحة.

المطلب الثالث: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي ومشكلات تطويره.

إن تطور السوق المالية من اجل تعزيز دورها في التنمية الاقتصادية يستوجب العمل على توفير شروط ومقومات ومواجهة المشكلات التي قد يعاني منها السوق المالي والعمل على معالجتها.

الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين السوق المالية ومقومات نجاحها.

يتطلب إنشاء سوق مالي ناجح مجموعة من الشروط ومقومات للمساهمة في تطوره وتحسين كفاءته، ولا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، بل هناك عدة عوامل اخرى بعضها أساسي والبعض الآخر مكمل لنجاح هذا السوق.

أولاً: الشروط اللازمة لتكوين السوق المالية.

يتطلب تكوين سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها بالآتي:¹

1. زيادة عدد المؤسسات العاملة في البلد: يرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لمختلف الاعوان الاقتصادية، حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض للأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء الشركات والمشاريع منتجة والتي من شأنها أن تساهم في عملية التنمية الاقتصادية، والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي،
2. تحويل المدخرات إلى استثمارات: يعتبر السوق المالي من أهم الآليات التي يتم بواسطته تحويل المدخرات المجمعمة إلى استثمارات، وذلك لكون هذا السوق يعتبر بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية، التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية، تجارية... الخ، أو قروضا تتمثل في سندات.

¹ حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)، دار زهران، عمان، 1998، ص ص: 18، 20. (بتصرف)

3. إنشاء بورصات الأوراق المالية: تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق التأمين والادخار وغيرها من المصادر لجميع الأموال.
4. ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء المشتركة: ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة، ويتم تداول أسهم المشاريع في بورصات الأوراق المالية لتلك الدول.
5. الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات أو طرح للسندات لا بد وأن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاجها لتوظيف أمواله، وعن طريق الإعلانات المنظمة يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها للاقتصاد الوطني.
6. الاستقرار السياسي وعدم وجود رقابة على النقد: تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال (خاصة الأجنبية) وتحويلها من الإدارات الخاصة إلى الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل، فالاستقرار السياسي يقتضي من الدولة المضيفة أيضا اعطاء بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج، وتحويل رأس المال المستثمر أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.¹
- إضافة إلى ذلك نرى من جهتنا أن الاهتمام بالعنصر البشري وتأهيله والرفع من كفاءته يدخل في صميم الشروط الضرورية والاساسية لتكوين أي سوق مالي كون العنصر البشري هو من يدير المؤسسات ويضع الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في السوق وكذا السهر على تنظيمها ومتابعتها ورقابتها.
- ثانيا: مقومات إنشاء السوق المالي.

إن إقامة سوق مالي يتطلب صياغة وتوفير مقومات تزيد من كفاءة وفعاليتها، وبهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات الأولى اساسية والثانية سائدة تعزز من كفاءة السوق والبيئة الاستثمارية وعلى وفق الآتي:

1. المقومات الأساسية.

- سميت هذه المقومات بالأساسية لأنها تمثل بيئة الأسواق المالية واعتمدت انشاءها وهي تتضمن العناصر التالية:²
- أ. مناخ ملائم للاستثمار قائم على اساس الثقة في الانظمة الاقتصادية والسياسية القائمة، والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمارات والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقوانين الشركات؛
- ب. فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، وعدم وجود قيود وحواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات؛

¹ نفس المرجع، ص: 28.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص: 26، 27.

ج. ادوات استثمار متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات امام المستثمرين، وبشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالي؛

د. مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة قادرة على اداء مهام الوسيط المالي وتجميع الادخارات، وتوزيع المخاطر وتقليلها. هذا بجانب قدرتها على ممارسة دور الصيرفة الاستثمارية؛

هـ. حجم مناسب من الادخارات القابلة الى السوق عبر الاصول المالية المتطورة.

2. المقومات الساندة.

سميت بالمقومات الساندة لأن توفرها يساعد على تطوير ونضوج السوق المالي وزيادة فاعليته وكفاءته. ومن هذه المقومات:¹

أ. هيكل مؤسسي منظم تحكمه نظم ادارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من اعضاء السوق، يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والاستثمار؛

ب. تشريعات واضحة لألية التداول والمتاجرة في السوق، بشكل يضمن المنافسة ويمنع الاحتكار، وضمان ارضية خصبة للعرض والطلب؛

ج. تشريعات واحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، وبشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام ويعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق وهيئاته؛

د. انظمة كفوءة للإفصاح المالي والمعلوماتي ذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة والدقة لضمان الشفافية للسوق وظروف الشركات المدرجة فيه من جانب، وبشكل يساعد على تدفق اوامر البيع والشراء لضمان اتساع السوق من جانب اخر؛

هـ. نظم اتصال فعالة ومتطورة بين المتعاملين في السوق لضمان عمق السوق وسرعة استجابته في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب بسرعة وبتغيير طفيف في الاسعار.

ومن الواضح في هذه المقومات الدور المهم لنظام المعلومات في نجاح الأسواق المالية كونه يعمل على توفير المعلومات لمختلف المتعاملين لأجل اتخاذ القرار، وكذا الساهمة في تحديد الأسعار العادلة لمختلف الأوراق المتداولة في السوق، ومن ثم زيادة كفاءته.

¹ نفس المرجع، ص ص: 27، 28.

الفرع الثاني: مشكلات تطوير السوق المالي.

اهم العوامل التي يمكن أن تعيق الاداء والتطور في وضائف النظام المالي تتمثل اساسا في الضعف المؤسساتي، ضعف الكوادر المؤهلة، وضعف البنية التحتية، واثر العوامل الاجتماعية، ويمكن ايجازها فيما يلي:¹

اولا: الضعف المؤسساتي.

حيث أن وجود قصور ونقص في الترتيبات المؤسساتية كالإجراءات والقواعد التنظيمية المصممة لتحسين أداء وضائف النظام المالي والتي تشمل اجراءات الاشراف والرقابة، واجراءات الترخيص المصرفي لممارسة اعمال الوساطة المالية، تعتبر احد المصادر للمشكلات في النظام المالي، الامر الذي ينعكس سلبا على حسن تعبئة الموارد وتخصيصها.

ثانيا: ضعف البنية التحتية.

لكي يستغرق النظام المالي كامل ابعاد وظائفه فإن ذلك يتطلب وجود بنية تحتية اساسية تتسم بالكفاءة، وعلى سبيل المثال ان تكامل الأسواق المالية سيكون ناقصا عندما لا تتوفر تسهيلات اتصال كافية تؤمن سرعة تحويل الاموال والمعلومات فيما بين هذه الأسواق والمؤسسات. ويأتي على قدم المساواة البنية التحتية الاجتماعية التي تتجسد على شكل وجود محترفين يدعمون النظام المالي في ميادين المحاسبة، والتشريعات، والتدقيق والمراجعة....الخ وعلى شكل مؤسسات مثل هيئة الدفاع عن حقوق الملكية، وهيئة فض النزاعات المالية، وسلطة نقدية قوية، هي مسائل ضرورية جدا من اجل تشغيل النظام المالي بنجاح وعلى نطاق واسع بدرجة معقولة من الثقة والمصدقية في النظام المالي ككل، وفي حال غياب هذه الاليات فيجب العمل على ايجادها، وذلك على اعتبار انها شروط ضرورية لإضفاء الامان والثقة الذين يشكلان حجر الزاوية في سلامة واستقرار النظام المالي.

ثالثا: ضعف الموارد البشرية.

يتطلب النظام المالي توفر كوادر مؤهلة ومدربة تملك الخبرة والمعرفة لتدير العمل في المؤسسات المالية، وماهي المنتجات التي يتطلبها السوق، وماهي المدخلات الازمة....الخ، وبالتالي فإن ضعف الكوادر يشكل عنق الزجاجة في الأسواق المالية والذي ينعكس في شكل ندرة في الخدمات المالية، وارتفاع تكاليف الوساطة المالية وبالتالي عدم الكفاءة في تخصيص الموارد وتعبئة المدخرات.

رابعا: العوامل الاجتماعية.

تؤثر العوامل الثقافية والقانونية والسياسية بشكل كبير على النظام المالي فقد تساعد على نجاحة بشكل ملموس كما انها يمكن أن تعيق تطوره، بل وفي بعض الاحيان قد تكون السبب في إنهيار عند نشوء الازمات.

¹ السيد محمد احمد السريتي، على عبد الوهاب النجا، مرجع سابق، ص: 125، 130.

وعلى سبيل المثال، فإن الدين الإسلامي يحرم تقاضي الفائدة على القروض، كما أن قطاع الأعمال يتباطأ عادة في تطوير الصناعة المالية ما لم تتوافق المفاهيم والاليات مع قيم وسلوك وتفضيلات المجتمعات المحلية. النتيجة يمكن القول إن مشكلات تطوير السوق المالي عادة يكون عندما تكون الاطر القانونية والمؤسسية التي تنظم عمل النظام المالي لا ينسجم مع مختلف القيم والممارسات المتجذرة في ثقافة المجتمع.

المبحث الثاني: هيكل الأسواق المالية.

يمكن تصنيف أسواق المال على أسس مختلفة ومن زوايا مختلفة، ولكن رغم هذه التصنيفات تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة ومن الصعب إيجاد فاصل جدي بين نوع معين منها ونوع آخر وهناك التصنيفات ومعايير كثيرة اعتمدت في تقسيم الأسواق المالية. وفي الغالب الأعم تبويب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، ومنها تمول عمليات التشغيل، طبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق رأس المال وسوق النقد.

من خلال هذا المبحث سنركز على تصنيف الأسواق المالية وفقا لاعتبار آجال الأصول المالية المتداولة لاتفاق ذلك التصنيف مع طبيعة الدراسة، حيث سنتناول في المطلب الأول الاسواق النقدية، وفي المطلب الثاني أسواق رأس المال، أما في المطلب الثالث سنوضح أهم الفروقات بين سوق النقد وسوق رأس المال، وذلك وفق ما يلي:

المطلب الأول: الأسواق النقدية.

ارتبط ظهور الأسواق النقدية بنشأة البنوك التجارية لذا فهي تعتبر من أقدم أسواق المال، فهو سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها واستخدامها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق الدين قصيرة، وتمثل المؤسسات المصرفية والمالية الأكثر تعاملًا في هذه الأسواق، ويمثل السوق النقدي، أحد أهم ركائز اقتصاد السوق لما يقدمه من مصادر تمويل متعددة ومختلفة.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق النقدية.

من خلال هذا الجزء سيتم عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق النقد.

أولاً: تعريف السوق النقدية.

يعرف سوق النقد بأنه: " السوق الذي يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تكون مدة استحقاقها أقل من سنة، مثل أذون الخزانة، والكمبيالات المصرفية، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، والودائع، والقروض، وخطابات الضمان، والاعتمادات المصرفية".¹

كما يمكن تعريف السوق النقدي بأنه "سوق مالي يتم التعامل فيه بأدوات استثمارية قصيرة الأجل (أي التي تستحق في مدة نقل عن السنة). بمعنى آخر هو سوق الاموال القصيرة الاجل ولذا سمي بالسوق النقدي ليس لأنه يتعامل بالنقود الحقيقية، ومع انه يتعامل بها لكن لأنه يتعامل بصورة رئيسية بأدوات مالية تعتبر بديلة للنقود وتسمى عادة شبه النقود، ووظيفة السوق النقدي الأساسية هي تحويل النقود من المقرضين الى المقترضين".²

¹ مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010، ص:

² توري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الاردن، 2009، ص: 27.

ويمكن القول أن السوق النقدية تعمل على تحقيق توازن السيولة للوحدات الاقتصادية، وأن الأدوات المالية المتداولة فيه تؤخذ كمعيار للتفرقة بينه وبين سوق رأس المال.

ثانياً: خصائص الأسواق النقدية.

من أهم خصائص السوق النقدية هي:¹

- (1) ليس لسوق النقدي هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموع المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافياً تشكل هيكل السوق، وتلعب البنوك التجارية الدور الرئيسي في هذا السوق؛
- (2) يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياساً بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة وما يتمتع به من انخفاض لدرجة المخاطرة، مما اعطاه صفة المرونة وسرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر ويعظم العوائد؛
- (3) يمتاز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي لا تتجاوز سنة مالية واحدة؛
- (4) يمتاز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطر.

ثالثاً: وظائف سوق النقد.

يؤدي سوق النقد دوراً هاماً ووظائف مفيدة للاقتصاد الوطني منها:²

- 1- المساعدة على تحقيق التوزيع الأمثل والاستخدام الأقصى للموارد المالية على الاستخدامات المختلفة، وتحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأرصدة النقدية وتوجيه المدخرات إلى أوجه الاستثمار المختلفة؛
- 2- تشجيع الأفراد على الادخار لأنه يقدم أداة يستطيعون من خلالها توجيه المدخرات إلى الاستخدامات الاستثمارية وفي الوقت نفسه الاحتفاظ بالقدرة على تسهيلها بتكاليف متدنية وبصورة سريعة. ويؤدي ذلك إلى تخفيض كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد لأغراض الاحتياط والمعاملات؛
- 3- يقدم سوق النقد الوعاء المناسب لتنفيذ السياسة النقدية من قبل البنك المركزي (خصوصاً عمليات السوق المفتوحة)، كما أنه يلعب دوراً مهماً في توفير المعلومات المفيدة حول اتجاهات أسعار الفائدة والطلب على الأرصدة النقدية والتي تستعين بها السلطات النقدية في رسم تلك السياسة. وبدون وجود مثل هذا السوق فإن أكثر أدوات السياسة النقدية تصبح ضئيلة المفعول.

وترجع أهمية السوق النقدية بالنسبة للمؤسسات المالية في أنه يعد أحد المعابر الأساسية للحصول على التمويل القصير الأجل لسد احتياجاتها من السيولة، هذه الميزة تمكن المؤسسات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة الموجودات تساعد في تقليل مخاطر عدم التماثل بين الآجال للموارد والاستخدامات بالنسبة للمؤسسات، بالإضافة إلى أن الوجود لسوق النقد يساعد المؤسسات في الموازنة باستمرار بين اعتبارات الربحية والسيولة للمؤسسة وبصورة تحقق أهدافها.

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص ص: 45، 46.

² عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال "التجربة الماليزية أنموذج"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص ص: 7، 8.

أما من وجهة نظر الاقتصاد القومي تؤمن هذه السوق سرعة الحصول على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصول المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى الأرصدة نقدية سائلة، وبذلك تؤمن السوق النقدية السيولة النقدية حسب حاجات تمويل الاقتصادي.¹

الفرع الثاني: هيكل سوق النقد.

يتكون سوق النقد كجزء مكون لسوق المال من سوقين السوق الأولية وهي الأسواق الإصدار والسوق الثانوية أو سوق التداول، وذلك كما يلي:²

أولاً: السوق الأولية.

والتي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية، أي أن السوق الأولية محله إصدارات جديدة يمثل البيع الأول لأدوات الدين.

ثانياً: السوق الثانوية.

هي السوق التي يتم أو يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

أي أن السوق الأولية تكون محل إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما تكون السوق الثانوية محل تداول بين مشتريها الأولى والمشتريين الآخرين ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين هما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل. يمكن عرضهما كما يلي:³

1- سوق الخصم: وفيها يتم خصم الأوراق المالية العادية والمتمثلة في الكمبيالات والسندات الأذنية وأذونات الخزنة، وذلك بأن تقدم المؤسسات أوراقها التجارية للخصم. وهذه الأدوات سوق يتم التطرق إليها في الفرع الثالث.

2- سوق القروض قصيرة الأجل: تبرم في هذه السوق عمليات قصيرة الأجل بين الأفراد والمؤسسات من ناحية والبنوك التجارية من ناحية أخرى، ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العمليات.

¹ محمود سحنون، الاقتصاد النقدي المصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003، ص: 131.

² تسرين بوتة، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص: 26.

³ مختار حميدة، الأسواق المالية وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في احداث التنمية "دراسة حالة بعض الشركات العربية"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص: 71.

الفرع الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد والمتعاملون فيها.

يتوقف اتساع السوق النقدية على تنوع الأصول التي تباع وتشتري فيها، وعلى مدى توفر السيولة المناسبة لسد حاجات التعامل، وهذا يعتمد على نشاط التعامل وعلى مقدار ما يتوافر للسوق من الموارد، ويفتضي ذلك بحث أنواع الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد، ويتم إصدار وتداول هذه الأدوات المالية في سوق النقد من خلال مجموعة من المتدخلين والمشاركين في هذه السوق.

أولاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.

تتنوع الأدوات أو الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو الحكومات للحصول على التمويل قصير الأجل، وستعرض أهم هذه الأدوات من حيث خصائصها فيما يلي:

1- أدوات الخزنة.

أدوات الخزنة عبارة عن التزامات قصيرة الأجل تصدرها الحكومات للحصول على التمويل الأزم لتغطية العجز في الميزانية أو سداد الديون التي استحق سدادها.

الإصدارات في السوق الأولى لأدوات الخزنة تتم من خلال المزاد، حيث تكون هذه الإصدارات بأحجام كبيرة تباع لكبار المستثمرين وتجار الحكومة، حيث يعتبر تجار الحكومة صناع السوق لمعظم إصدارات أدوات الخزنة، أما السوق الثانية لهذه الأدوات تكون من خلال تجار الحكومة أيضاً بالإضافة إلى العديد من التجار الصغار الذي يتعاملون مباشرة في السوق، حيث يقوم تجار الحكومة بشراء الأدوات من الحكومة وإعادة بيعها للمستثمرين مقابل تعريفة «a Free» وكذلك البيع لبعضهم البعض أو لعملائهم من المؤسسات المالية مثل البنوك كمؤسسات الإيداع وشركات التأمين وصناديق المعاشات، كل التبادلات التي تجري بين تجار الحكومة وبنوك المستثمرين الأفراد يتم تسجيلها في حساب البنك المركزي، وذلك من خلال تسجيل هذه العمليات في الحسابات الخاصة بهؤلاء التجار إلكترونياً بحيث يكون مسجل في الحسابات المركزية الأرصدة الخاصة بملاك هذه الأدوات والتغيرات التي تطرأ عليها حتى يحين أجل استحقاقها.¹

2- الأوراق التجارية.

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل وتتراوح مدتها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر وهي غير مضمونة، وتصدر بقيم كبيرة، وبالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفها الائتمانية العالية (من بين البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد... الخ) بإصدارها، ومع ذلك بدأت من خلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب ائتمانية أدنى بإصدار الأوراق المذكورة، ولكن بضمان موجودات حقيقية وموازنية أو عن طريق خطابات ائتمانية مصرفية.²

¹ السيدة عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار على حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص ص: 58، 59.

² هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص ص: 143، 144.

3- القبولات المصرفية.

هي عبارة عن سندات مسحوبة من قبل عميل معين على بنك ما، يطلب فيه من العميل من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغا محددًا من المال في موعد محدد مما يجعل عامل المخاطرة متدنية، وتستعمل هذه السندات في العادة في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ويكون البنك ملزما بدفع قيمة السند إذا عجز العميل عن دفعها، وبالتالي فهي تعتبر من الالتزامات العرضية.¹

4- شهادات الإيداع القابلة للتداول.

هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محددًا وهي ترتب على مصدرها التزاما مباشرا وبالقيمة الاسمية والفوائد المستحقة عليها.²

5- إتفاقية إعادة الشراء.

وهي إحدى أساليب الاقتراض التي تلجأ إليها الشركات أو المستثمرون المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية ويكون الاقتراض لليلة واحدة أو على الأكثر لمدة أسبوعين.

بموجب هذه الاتفاقية تشتري الشركة الأوراق المالية المضمونة وسهلة التسويق، وتلجأ إلى أحد السماسرة المتخصصين ليعقد لها اتفاقا مع أحد البنوك أو الشركات التي لديها فائض من الأموال والتي تبحث عن فرص لاقتراض هذه الأموال، وفقا لاتفاقية تبيع الشركة هذه الأوراق إلى صاحب المال بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باعت به الأوراق المالية له، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي ينتهي فيه حاجة الشركة للمبلغ الذي سبق وأن حصلت عليه من الممول. وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى الشركة والأموال إلى الممول.³

6- يورو دولار.

يستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي والتي يتم ايداعها في البنوك غير الأمريكية أو في فروع البنوك الأمريكية، وذلك بدلا من الاحتفاظ بها بالعملة المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع.⁴

ثانيا: المتعاملون في الأسواق النقدية.

يتمثل المشاركون في سوق النقد في مقترضين ومقرضين الأموال، وفيما يلي عرض موجز لأهم أطراف التعامل في سوق النقد:⁵

¹ فطوم حوحو، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية "دراسة حالة السوق المالي السعودي"، اطروحة دكتوراه في العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص:

اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص: 44.

² عبد النافع الزرري وغازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2001، ص: 38.

³ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 293.

⁴ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 145.

⁵ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-، الطبعة الأولى، 2000، ص: 72.

1) الخزنة العامة: وهي تمثل المقرض الرئيسي في سوق النقد، وتمثل أدونات الخزنة الشطر الأعظم من مفردات الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد (وتعرف أدونات الخزنة بأنها عبارة عن صكوك مديونية على الدولة).

2) البنك المركزي: يقع البنك المركزي في قمة هرم سوق النقد، وهو المهيمن عليها سواء فيما يقوم به من وظائف بنفسه، أو بماله من سلطات على باقي مؤسسات سوق النقد، ويعتبر البنك المركزي مصدر رئيسي للأموال في سوق النقد سواء عن طريق إصداره لأوراق النقد أو لقيامه بشراء كميات كبيرة من أدوات سوق النقد (الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في سوق النقد).

3) البنوك التجارية: تعتبر البنوك التجارية من ضمن الأطراف التي تلعب دور المقترض والمقرض في سوق النقد، فهي تقوم بتجميع المدخرات في صورة ودائع بوسائل متباينة، وعلى الجانب الآخر تقوم بتوظيف تلك الأموال عن طريق إقراض جزء منها للمؤسسات والهيئات، وتقوم باستثمار الجزء الآخر في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، فتحفظ البنوك التجارية بكميات كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد لاستيفاء متطلبات السيولة، ومن جهة أخرى تقوم تلك البنوك بتوظيف جزء من أموالها في الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وإصدار أنواع أخرى مثل شهادات الإيداع، وذلك لتحقيق أهداف الربحية. وبهذا يتضح أن البنوك التجارية، تعتبر المحور الأساسي الذي يستند عليه عمل السوق النقدية، خاصة في الدول النامية من خلال غياب المؤسسات المالية الأخرى القادرة والفعالة.

4) منشآت الأعمال غير المصرفية: تتمثل وظيفتها الرئيسية في تجميع المدخرات واستثمارها بدون القيام بنشاط ائتماني مباشر يتمثل في منح القروض، مثل شركات التأمين وصناديق التوفير ومؤسسات الادخار.

5) شركات التمويل: تقوم بتمويل عمليات بيع السلع الاستهلاكية المعمرة، ويتم ذلك عن طريق خصم كمبيالات البيع بالتقسيط يسحبها موزعو هذه السلع على عملائهم، وتتكون موارد شركات التمويل عادة من أموالها الخاصة وما تستطيع الحصول عليه من قروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية.

المطلب الثاني: أسواق رأس المال.

يمثل سوق رأس المال بشكل عام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول أجال التمويل فيها، وتؤدي أسواق رأس المال دوراً حيوياً في تطوير ونمو المؤسسات والشركات والحكومات، حيث تقوم أسواق رأس المال على توفير التمويل بالإقراض والاقتراض الطويل الأجل عن طريق تداول أدوات مالية طويلة الأجل.

الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال.

يمكن عرض مفهوم سوق رأس المال من خلال ما يلي:

أولاً: تعريف سوق رأس المال.

سميت سوق رأس المال لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.¹

تعرف أسواق رأس المال على أنها: "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة سواء كانت أوراق ملكية أو ديون، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".²

كما يعرف بأنه "مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال أو استثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية طويلة الأجل".³

فسوق رأس المال يقدم مجموعة متنوعة من الأدوات المالية طويلة الأجل التي تتناسب مع أذواق ورغبات المستثمرين المتباينة في ظل آليات تداول تحكمها قوى العرض والطلب، ويرتكز بالأساس نشاط هذه الأسواق على توفير الأدوات المالية التي تمثل حقوق الملكية مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، والأدوات المالية التي تمثل المديونية مثل السندات الحكومية وسندات الشركات (سندات الإقراض).⁴

¹مبارك بن سليمان آل فوزان، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010، ص: 7.

²نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية-غزة فلسطين، 2007، ص: 28.

³محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين شمس، مصر، 1993، ص: 40، 41.

⁴خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص: 33.

ثانياً: خصائص سوق رأس المال وأهميته.

أشرنا أنفاً بأن سوق رأس المال هي السوق الذي يشمل العناصر ذات الاستحقاق لأكثر من سنة من هنا يمكن إجمال خصائص سوق رأس المال في النقاط التالية:¹

- 1- سوق رأس المال يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل؛
- 2- له دور فعال في التمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل؛
- 3- سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين؛
- 4- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً؛
- 5- يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالعوائد المرتفعة مقارنة بالأسواق الأخرى؛
- 6- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم التداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه.

إن هذه الخصائص المختلفة لسوق رأس المال زادت من أهميته الاقتصادية والتنموية، وتظهر أهمية سوق رأس المال فيما يلي:²

- 1- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل؛
- 2- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة؛
- 3- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعه؛
- 4- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية. أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر؛
- 5- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

الفرع الثاني: تقسيمات أسواق رأس المال.

يتكون سوق رأس المال من شكلين أساسيين هما:

أولاً: السوق الآجلة.

مع التطور الذي شهدته أسواق المال، برز تقديم مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق، ولقد تحولت الأسواق المالية بفضل هاته التغيرات إلى محطة تسودها حركة لا تعرف التوقف والركود، وتعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التعليمات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية وخصوصاً فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك فقد استخدمت هذه

¹ وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 2002، ص: 32.

² ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص: 7، 8.

الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار، ويتم في الأسواق الآجلة عقد اتفاقيات ما بين مؤسستين وما بين مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام بيع أصل مالي أو شرائه في وقت لاحق مقابل سعر معين.¹ وبالتالي فهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية المشتقة، والهدف من هذه الأسواق هو محاولة تجنب أو تخفيض المخاطر المتعلقة بتقلبات الاسعار ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية.

ثانيا: الأسواق الحاضرة.

وتسمى أيضا بالأسواق الفورية، وهي الاسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الاجل (اسهم وسندات)، والتي تم تسلمها وتسليمها فور اتمام الصفقة (البيع والشراء آنيا)، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية، ففي السوق الفورية تنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فوراً عند اتمام الصفقة بعد أن يدفع ثمن الورقة المالية.²

غير أن عمليات سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من المعاملات في سوق رأس المال في الدول المتقدمة، لدرجة أن البعض ينظر إليها على أنها وحدها التي تمثل سوق رأس المال.³ سيتم التطرق الى أسواق الأوراق المالية بشيء من التفصيل في المبحث الموالي.

المطلب الثالث: الفرق بين سوق رأس المال وسوق النقد.

تتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كل منها يعد مجالاً للحصول على المال من خلال اصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض الى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، إلا أنهما يختلفان في أجال استحقاق الأدوات المالية التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل منهما وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها.

فأما ما يتعلق بأجال استحقاق الأدوات المالية فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الاجل القصير، أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما سوق رأس المال فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي تستحق في فترات زمنية اطول من السنة.

أما ما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما، فيأتي المصرف المركزي والمصارف التجارية في مقدمة المؤسسات المالية العاملة في أسواق النقد، بالإضافة الى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض

¹ مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص: 17.

² ياسين بوعلمي، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها "دراسة بعض التجارب المغاربية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: التحليل والاشراف الاقتصادي، جامعة قسنطينة، 2009-2010، ص: 48.

³ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص عقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 11.

الأوراق المالية ذات الاجل القصير، أما في سوق رأس المال فاهم هذه المؤسسات: مصارف الاستثمار والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، اضافة الى المؤسسات الاستثمارية، مثل: صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، وشركات التأمين.

أما بالنسبة للأدوات المالية، ففي سوق النقد يتم تداول شهادات الايداع، والاوراق التجارية، والقبولات المصرفية، اذونات الخزنة، وغيرها، لكن في سوق رأس المال فيتم تداول الاسهم العادية والاسهم الممتازة، والسندات، بالإضافة الى المشتقات المالية باعتبارها نوع جديد من الأدوات المالية.¹ و سيأتي التعريف بهذه الأدوات في الفصل الثاني.

¹ محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ص: 66، 67.

المبحث الثالث: ماهية سوق الأوراق المالية.

يعتبر وجود أسواق الأوراق المالية في أي بلد بمثابة المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث للاقتصاديات الدول وتقدمها، فأسواق الأوراق المالية تعد من أهم أجهزة أو مكونات الاسواق المالية، وبذلك إتخذت سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية دورا هاما خاصة بالنسبة للدول التي يتوفر لديها نظام مالي ومصرفي متطور نظرا لمكانتها في المعاملات المالية والمصرفية وتمويل المشروعات وإتاحة فرص لصغار وكبار المستثمرين، فهي تهدف الى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

كما أن ميكانيكية عمل أسواق الأوراق المالية يتم بداية عند قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المشتريين المحتملين للاكتتاب فيها. وهذا اللقاء بين المشتريين والمصدرين للأوراق المالية يمثل الدورة المالية الأولى (السوق الأولى)، كما أن بعض حاملي الأوراق المالية (المشتريين) يرغبون ببيع هذه الأوراق إما بسبب حاجاتهم للسيولة النقدية أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة، وهذا يخلق دورة مالية ثانية (السوق الثانوي)، فسوق الأوراق المالية "الفورية" يتكون على مرحلتين هما السوق الأولي والثاني.

لذلك سوف نسلط الضوء في هذا المبحث وفي المطلب الاول على ماهية سوق الأوراق المالية من حيث تعريفها وتطورها التاريخي ثم الخصائص المميزة لهذه السوق، بالإضافة إلى أهم الوظائف التي تؤديها في المطلب الثاني، وفي المطلب الثالث بنية سوق الأوراق المالية والأطراف المتدخلة فيها.

المطلب الاول: مفهوم أسواق الأوراق المالية ومراحل نشأتها.

تعد أسواق الأوراق المالية من بين المرتكزات المهمة لنشاط القطاع المالي التي تساهم في تطور حركة الاموال والاستثمارات لتحقيق التنمية الاقتصادية، وقد مرت نشأة هذه الاسواق بعدة مراحل لتحقيق وظائفها الاقتصادية، حيث سيتم تقسيم هذا المطلب إلى ما يلي:

الفرع الثاني: تعريف أسواق الأوراق المالية.

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد كسوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال، البورصة، ونعتمد في عملنا هذا على مصطلح واحد هو سوق الأوراق المالية. **التعريف الأول:** "يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الاسهم والسندات داخ السوق اما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو وتطور وسائل الاتصال، فقد ادى ذلك الى النقل من اهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.¹

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار اسامة، الطبعة الاولى، عمان الاردن، 2008، ص: 16، 17.

التعريف الثاني: "هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق".¹

التعريف الثالث: "تعرف سوق الأوراق المالية بانها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية اسهم وسندات بيعا وشراء بحيث تشكل احدى القنوات التي تتسبب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (الافراد - المؤسسات) الى وحدات الاستثمار (مشاريع الاعمال والحكومة)".²

التعريف الرابع: "سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ "البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية".³

وبالتالي فهي الأسواق التي يتم التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول التي تتمثل اساسا في الاسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة.

وبعد عرض التعاريف السابقة للسوق الاوراق المالية يمكن الخروج بالتعريف التالي:

سوق الأوراق المالية (البورصة) كما تعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهو مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة والوسطاء لتبادل سلعة هي الاوراق المالية (الأسهم والسندات)، إذ يتحدد فيها سعر السهم أو السند فهي سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب، لأن عنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري.

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية.

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي:⁴

- 1- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- 2- توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- 3- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004، ص: 164.

² عبد اللطيف اسار فخيري، دور سوق الاوراق المالية في التنمية الاقتصادية، باحث احصائي في البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للاحصاء والابحاث، قسم بحوث الائتمان، ص: 1.

³ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 6-7.

⁴ عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص: 25، 26.

- 4- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- 5- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق، بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة، قد يتسع ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- 6- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
- 7- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد؛
- 8- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

الفرع الثاني: مراحل وعوامل نشوء سوق الأوراق المالية.

إن المراحل التي مرت عليها نشأة أسواق الأوراق المالية كانت لعدة أسباب وعوامل.

أولا: مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية.

لقد مرت أسواق الأوراق المالية بعدة مراحل تاريخية يمكن التعرض إليها كما يلي:¹

- 1- **مرحلة إنشاء أسواق البضائع:** إن التطور الذي مس أوربا بالانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وازدياد المحاصيل والطلب عليها، حتم وجود سوق الاتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربيين ليحتملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الاتجار فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحاصيل، وسميت بورصة البضائع فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م؛
- 2- **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر بتداول الكمبيالات والمسحوبات الأذنية حيث أوجد الملك فيليب مهنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول.
- 3- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:** ذكرنا سابق بأن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدأوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق والمقاهي.

¹شعبان محمد اسلام البروراي، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي، دار الفكر، الطبعة الاولى، دمشق، 2002، ص: 32.

4- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها: صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773 م ثم باريس 1808 م ونيويورك 1821 م ثم طوكيو وغيرها...

ثانياً: العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية.

من بين ابرز العوامل التي أدت إلى نشأة أسواق الأوراق المالية هي:¹

1- **الانقلاب الصناعي**: حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا، وتحول الإنتاج من الإنتاج الصغير إلى الإنتاج الكبير ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات؛

2- **زيادة السكان**: انتشار المدن اثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان احتاج إلى تموينها بالمواد الغذائية، فاقترض ذلك إلى وجود سوق عالمي للإتجار في الحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربيين، وفريق آخر من تجار الجملة، فنشأت البورصات لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات بين الفريقين؛

3- **اقتراض الحكومات**: لجوء الحكومات إلى الاقتراض من المواطنين للصرف على الحروب التي أنشأتها من أجل الحصول على المواد الصناعية، والبحث عن أسواق لصرف منتجاتهم، فكانت الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين؛

4- **اقتراض الشركات**: لجوء الشركات إلى الاقتراض، وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت، رغبة من هذه الشركات في ازدياد رأسمالها؛

5- **ضخامة المشروعات**: صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات، وضخامة رأسمالها مما استلزم الحاجة لتمويل رأس المال، ولهذا نشأت الشركات المساهمة وجزأت رأسمالها إلى أسهم لمن يريد التمويل والمشاركة في هذه الشركات.

¹نبيل طه سمور، مرجع سابق، ص: 29.

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية.

تؤدي سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر دورا هاما في الحياة الاقتصادية، إذ يتم فيها التعامل بصفقات تجارية ومالية كبيرة، لذا فلو تعطلت وظيفتها يتعرض أصحاب التجارة والصناعة وأصحاب المال بصفة عامة لضرر بالغ، ومنه تؤدي سوق الأوراق المالية وظائف أو يمكن القول تأثر سوق الأوراق المالية على صعيد الاقتصاد الوطني وعلى صعيد الاقتصاد الجزئي، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي أن تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي:

أولاً: المساهمة في تمويل الاقتصاد الوطني.

تساعد أسواق رأس المال عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد أو المنشآت في تمويل مشاريع التنمية الوطنية التي تكون بحاجة لهذه الأموال وذلك من خلال طرح الأسهم أو السندات للاكتتاب والاستفادة من مدخرات الأفراد بتحويلها إلى استثمارات. وبذلك يتمكن المتعاملون المكتتبين في الأوراق المالية من تحقيق عوائد من وراء هذه العملية هذا من جهة، ومن جهة ثانية يتم تمويل المشاريع التنموية التي عادة ما تكون في حاجة إلى أموال ضخمة لا يمكن الحصول عليها بسهولة من مصادر أخرى.

وعليه ويتعبير أدق فإن مهمة بورصات القيم هي ضمان تمويل الاقتصاد عن طريق اللجوء العلني للادخار، بتنظيم تبادل سندات الملكية (الأسهم)، وسندات الاقتراض طويل الأجل (سندات). هي بذلك تشكل وسيلة أساسية لتمويل الاقتصاد الوطني إلى جانب القروض المصرفية، كما أن سوق البورصة - أين يتم تبادل الأسهم والسندات - اعتبرت لوقت طويل كنظام بارع ومثالي، يسمح بتعبئة مدخرات الأفراد ولو كانت بسيطة (متواضعة)، وتوجيهها نحو مؤسسات مهمة، قادرة على تحقيق استثمارات منتجة بهذه الأموال، ومن ثم تشجيع أو دعم التنمية الاقتصادية.¹

ثانياً: تأمين السيولة.

تؤمن سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة حرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمرين درجة عالية من السيولة، وهكذا تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهذا يشجع المستثمرين على خلاف أنواعهم على الإقدام على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية تمكنهم من تصفية استثماراتهم في حالة بيع الأوراق المالية، وتنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار.

كما أن استثمار الأموال في المشروعات الكبيرة دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لهذه الأموال، ومنه فإن سوق للأوراق المالية وخاصة السوق النشطة في التعامل يمكن أن تحقق معظم رغبات المتعاملين،

¹ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2009 - 2010، ص ص: 22، 23.

وبالقدر الذي يضمن درجة معقولة من السيولة للأوراق المالية المدرجة في جدول التعامل إلا أنه يجب الذكر بأن ليس كل ورقة مالية تتمتع بنفس الدرجة من السيولة.¹

لذا فإن السيولة التي توفرها هذه السوق تؤدي إلى تخفيض مخاطر السوق المختلفة التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمرون، للحد الذي يجعل سوق الأوراق المالية أكثر جاذبية للمستثمرين.

ثالثا: المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.²

وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا يتطلب توفر عدة سمات في سوق الأوراق المالية يمكن إيجازها فيما يلي، على أن يتم التطرق إليها بشيء من التفصيل في الفصل الموالي.

-كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة؛

-كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات؛

-عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات؛

-الأمان: ويقصد به توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات التي يعمد إليها بعض الأطراف.

رابعا: سوق الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ.

تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف، الشركات، المشروعات، المدخرين....الخ، الأمر الذي يؤهلها لأن تكون مؤثرا عامل لاتجاهات الاسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي، وتسهم في الدراسات التي تهدف الى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة. وفي خطوة أكثر تقدما فإن سوق الأوراق المالية وهي تسجل من خلال التعامل بها دورات النشاط الاقتصادي من إنتعاش أو ركود، تسهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي والمشورة الى الجهات المختصة، مما يساعد في استقرار النشاط الاقتصادي.

وتحدد سوق الأوراق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ انها المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الاموال السائلة المتداولة وتشير الارقام القياسية للأسعار الى مدى نجاح الاستثمارات.

¹ سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية "دراسة مقارنة"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص ص: 22، 23.

² مصطفى شيرة امحمد، أهمية نظام المعلومات المحاسبي في كفاءة سوق الأوراق المالية (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011-2012، ص: 8.

وفي تاريخ الدول المتقدمة تنبأت الأسواق المالية بكل فترات الكساد والنشاط دون استثناء وذلك قيل حدوثها، وإن كان البعض يعترض على هذا الدور باعتبار ان حالات الرواج والكساد اصبحت لا تعتمد على تقديرات خاصة بالطلب والعرض المحليين، ولكن اصبحت للعوامل الخارجية اثرها على النشاط الاقتصادي.

بينما يقول "روبرت سالمون" سوق الأوراق المالية يمكن أن يكون احدى المؤشرات الرئيسية العامة التي تبين أو تعطي فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي، إلا أنه ليس مؤثرا كاملا، وذلك لأنها تعكس توقعات المستثمرين التي قد لا تصيب في جميع الاحوال.

ومع هذا فإن سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشرا هاما لاتجاهات المستثمرين، ومقياسا جيدا - إن لم يكن كاملا- لما يحمله الاقتصاد في المستقبل.¹

خامسا: مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.

إن هذه الوظيفة مرتبطة ارتباطا وثيقة بوظيفة تامين السيولة فلا يجب أن توفر السوق السيولة أو تحويل الأوراق المالية إلى نقد على حساب الأسعار، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع الأوراق المالية كلما احتاج الى سيولة، فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته ولا يتحمل خسائر أو تكلفة، وسوق الأوراق المالية لها دور في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال التقاء الطلب والعرض، فهي تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد بما لديها من خبرة وأجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة بعضهم يبيع بعض واتصالاتهم بعملائهم، مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا.

أيضا تساهم السوق في تحقيق السعر المناسب وذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة أو المدرجة بضرورة توفير المعلومات الكافية عن أعمالها، التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المالية المتداولة على أسس معلومة والتصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي والتي قد تنتج لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من الأوراق المالية.²

سادسا: تعبئة المدخرات.

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 وتعبئة عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن تم فإنهم يفضلون شراء أوراق المالية على قدر اموالهم، وهذا يساعد على خدمة اغراض التنمية والحد من التضخم،

¹ احمد محي الدين احمد حسن، سوق الأوراق المالية واثارها الانمائية في الاقتصاد الاسلامي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، شعبة الاقتصاد الاسلامي، جامعة ام القرى، المملكة العربية السعودية، 1989، ص: 21، 22.

² سليم قط، مرجع سابق، ص: 27.

كما انها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الاسهم أو السندات) وذلك وفقا لاتجاهات الاسعار.¹

المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية والأطراف المتدخلة فيها.

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي ويسمى سوق التداول، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، وهذه الأخيرة -والتي تجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول، كما تتم عمليات سوق الاوراق المالية من خلال مجموعة من الاطراف المتدخلة في هذا السوق هم الذين يشكلون حلقة الوصل بين البائعين والمشتريين.

وجاء هذا المطلب ليبرز أقسام وبنية سوق الأوراق المالية بالإضافة الى عرض أهم المتدخلين في هذا السوق، من خلال تسليط الضوء على العناصر التالية:

الفرع الأول: بنية سوق الأوراق المالية.

تنقسم سوق الأوراق المالية الى قسمين هما:

أولاً- السوق الأولية.

وهي سوق الإصدارات الجديدة، هي الأسواق التي يتم فيها ترويج وبيع الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية من اسهم وسندات الشركات وسندات الخزينة، وتتم العملية من خلال استثمار رئيسي يضمن الاصدار، وتتميز تلك الأسواق بأن حصيلة بيع الاصدارات تعود الى صاحب الاصدار الاساسي.²

وهو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين المصدر للورقة المالية وبين المكتب الأول فيها، وبهذا، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل، أي أن الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تكون أوراق جديدة ومحطها استثمارات جديدة (مشروعات تحت التأسيس).³

إن الحدود الجغرافية للسوق الأولية تتمثل بمجموعة المؤسسات المالية المنتشرة في البلد المعني، وفي الدول التي تتسم أسواقها بالصغر والنمو، تمثل البنوك التجارية الخاصة والحكومية مهام السوق الأولية، حيث تقوم بمهمة تسويق الإصدارات الجديدة إلى الجمهور.

تؤدي بنوك الاستثمار في السوق الأولية مهام رئيسة يمكن تحديدها بالآتي:⁴

¹ هاني انور صالحه، شركات الوساطة المالية واثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، 2007، ص: 15.

² هاني انور صالحه، نفس المرجع، ص: 14.

³ سميرة لطرش، مرجع سابق، ص: 42، 43.

⁴ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 119.

- 1- توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار والتوقيت المناسب لها؛
- 2- تنفيذ الإصدار الفعلي، وما تطلبه من إجراءات وعمليات اتصال مع الجمهور؛
- 3- التعهد بتصريف الإصدارية بالكامل أو ضمن حد أدنى متفق عليه، وقد يكون التعهد مقابل عمولة أو وكيل بالبيع؛

- 4- قد تتولى مجموعة بنوك رئيسة وفرعية توزيع الإصدارية لاسيما إذا كانت حجمها كبير؛
- 5- قد تستخدم بنوك الاستثمار زمر للبيع لضمان التوزيع الجغرافي للإصدارية، وتحقيق الاستقرار في أسعار الورقة المصدرة من خلال المتابعة لحركة تقلبات الأسعار، بحيث تبدي هذه الزمر استعدادها لشراء الإصدارية لتقوية السعر والحفاظ على السعر السائد.

وبالتالي فالسوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، فالسوق الثانوية هي التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي:¹

- **الأسلوب البيع المباشر:** ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود اليها مباشرة الى المستثمرين في الاسواق دون تدخل الوسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، غير أنه يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية نظرا لعدم توفر الخبرة.

- **الأسلوب غير المباشر:** ويتم من خلال طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة لعملية الاكتتاب والتسويق والبيع الى المستثمرين، وذلك من اجل تخفيض التكاليف وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، في المقابل ذلك تتحمل الشركة المصدرة التكاليف والعمولات الاضافية المدفوعة للوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا.

- **أسلوب المزايدة:** كيثم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدارات.

ثانيا- السوق الثانوية.

تختص هذه السوق في التعامل بالأوراق المالية التي تم اصدارها في السوق الاولية وتم توزيعها وبيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو أحد المؤسسات المالية المتخصصة في الأسواق الأولية.²

¹ علي بوعبد الله، اثر الاسواق المالية الناشئة على الاستقرار اسعار الصرف في الدول العربية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص ص: 5، 6.

² تور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر -، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، جانفي 2014، ص: 61.

فالسوق الثانوية هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعا وشراء عبر السماسرة والوسطاء، ويطلق عليها سوق التداول، ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، طالما ان المصدر الاصيل لتلك الاسهم والسندات غير مضطر الى استردادها قبل تاريخ استحقاقها، فان هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل تاريخ استحقاقها.¹

وتعتبر السوق الثانوية في كثير من الأحيان أكثر أهمية من السوق الأولية، لأن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات. فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعبا إذا لم يجاري هذا التطور تتطور ملموس في السوق الثانوية. وعليه فالسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما:²

- جعل بيع الأصول المالية سهلا، بمعنى أن السوق الثانوية تضيف صفة السيولة عليها، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي؛
- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة.

والعملاء الأساسيون في السوق الثانوية هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية، ويستطيع المستثمرون أن يتبايعوا أوراقا مالية صادرة عن الشركات في بورصة الأسهم، وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم وليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية.³

وهي سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها ويمكن تقسيم السوق الثانوية إلى:

1- السوق المنظمة.

يوجد في كل دول العالم تقريبا سوقا منظمة تتشابه معظمها في المهام ولكنها تختلف من حيث الحجم وأسلوب إدارتها وطبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها، وشروط الإدراج، إذ تختلف هذه الأخيرة من سوق لأخر ومن دولة إلى أخرى فهناك من يضع شروط خاصة حول تأسيس الشركات ومدى تطبيق بنود قانون الشركات والتشريعات المنظمة لعمل الشركات من أرباح الشركات، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتمي إليه.

¹سيهام عيساوي، مرجع سابق، ص: 24.

²مصطفى قمان، شوقي جباري، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - مع الإشارة إلى حالة الجزائر-، مجلة التنظيم والعمل، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي سعيد، معسكر، العدد5، ص: 9.

³صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 120.

يطلق عامة على هذه السوق بالبورصة، تتميز بوجود مكان يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء ويحكم التعامل قوانين وإجراءات رسمية تشرف عليها لجنة إدارة السوق تتم في مواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية، يدير التبادل في هذا السوق وسطاء ماليين (سماسرة)، تتداول فيها أدوات مالية لشركات المدرجة والمسجلة والمستوفية الشروط، تتحدد أسعارها عن طريق الطلب والعرض.

فعلى الشركات الراغبة في إدراج أدواتها المالية في البورصة فإنها تتقدم بطلب للجنة إدارة السوق وتقوم هذه الأخيرة بدراسة مدى موافقة أوضاع الشركة مع متطلبات الإدراج في البورصة وتتخذ القرار بناء على ذلك.¹ نستنتج أن الأسواق المنظمة لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق (لجنة البورصة) ويجب أن تكون الأوراق المالية المتعامل فيها في السوق مسجلة في السوق.

ويحقق الإدراج في السوق المنتظمة المزايا الآتية:²

أ. يعتبر الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فاعلية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها؛
ب. الإدراج يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي والائتماني للشركة، مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بكلفة أرخص؛

ج. يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة لأغراض تقييم الأسهم؛

د. يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء في الغالب.

2 - السوق غير المنظمة.

يطلق إصلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، وتتداول في هذه السوق أوراق مالية لشركات غير مدرجة في البورصة، وذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأدوات المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، وتتم هذه المعاملات من خلال وسائل الاتصال المختلفة، التي ترتبط بين سمسار والتجار المستثمرين والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر.³

وبالتالي فهي الأسواق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية (قد تكون مسجلو او غير مسجلة في البورصة)، لكن خارج مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار.

وتتضمن السوق غير المنظم سوقين آخرين هما السوق الثالث والسوق الرابع.

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 192.

² ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 124.

³ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية"، اطروحة دكتوراه في العلوم التجارية،

تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 - 2015، ص: 23.

أ- السوق الثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السمسرة من غير اعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات فيه وسرعة تنفيذها، حيث يمكن التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها اعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية باي كمية صغرت أو كبرت، وتمارس بيوت السمسرة دورا منافسا للمتخصصين اعضاء السوق المنظمة، اما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات، والبنوك التجارية التي تدير المحافظ الأوراق المالية لحساب الغير.¹

ب- السوق الرابعة: ويقصد بها المؤسسات الكبرى والافراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، والتي يكون الهدف منها وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الالية، لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم ابرام الصفقات بسرعة وبتكلفة اقل.² وبسبب هذه المزايا (ابرام الصفقات بسرعة وباقل تكلفة) فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة اضافة الى الأسواق غير المنظمة الاخرى، وخاصة أنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.³

يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل ويكون التعامل ببيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار افضل الاسعار.

3- العلاقة التبادلية بين سوقي الإصدار والتداول.

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الاصدار وسوق التداول، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد في النفقات، وسرعة تحويل الأوراق المالية الى نقد سائل، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الاصدار، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي الي زيادة الاستثمارات وما سيتبع ذلك من دفع عجلة التنمية، من جهة اخرى، فإن الاقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكنتاب في اسهمها (سوق الاصدار)، يتيح الفرصة امام المزيد من تدفق الاوراق المالية الى البورصة (سوق التداول)، على نحو يؤدي الى تنشيطها، ومن تم الى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، والى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب، مما سبق يتضح أن كلا من شقي سوق الأوراق المالية (سوق الاصدار وسوق التداول) يؤثر كل منها في الاخر.⁴

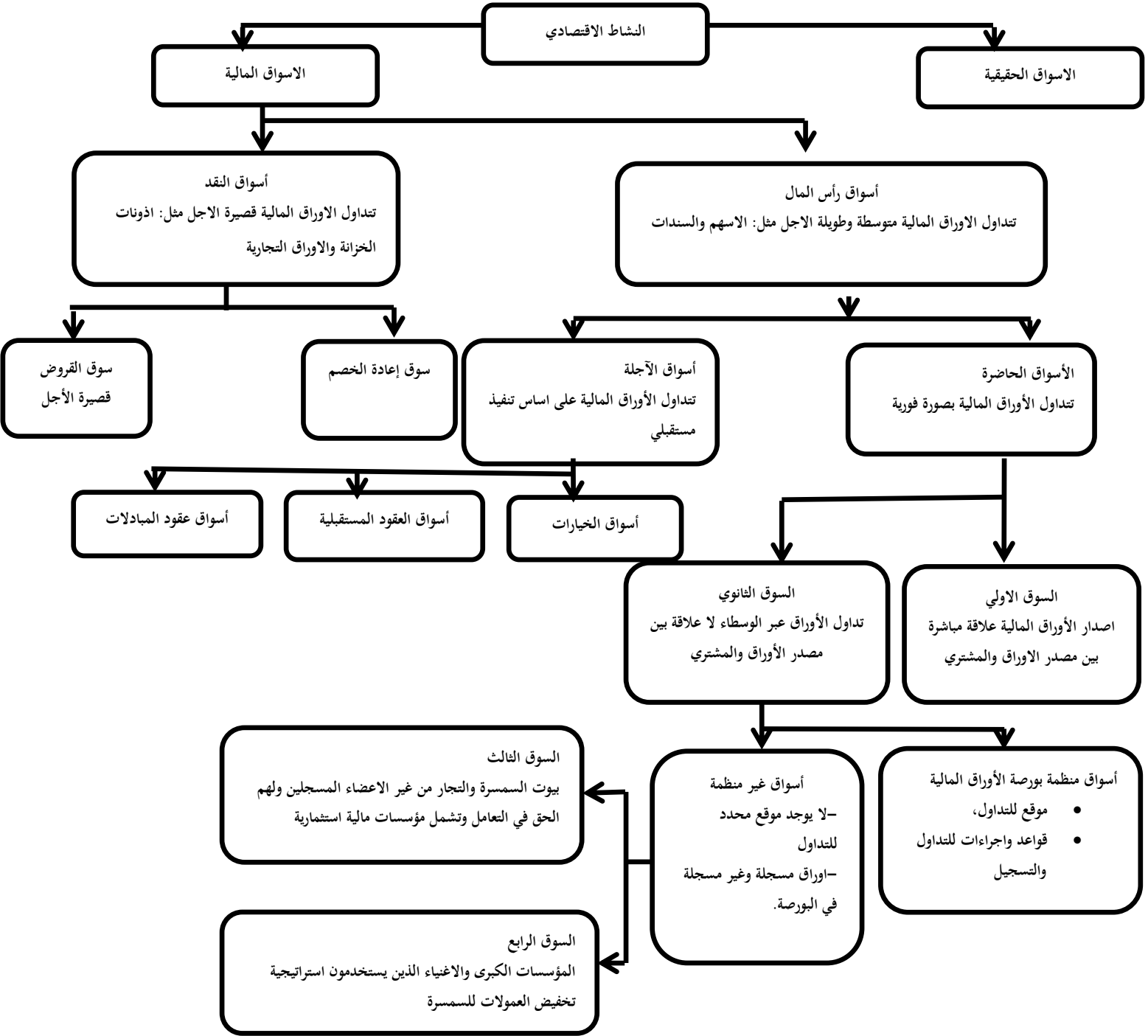
¹ منير ابراهيم الهندي، اساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " الاسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص: 45.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص: 21.

³ منير ابراهيم الهندي، اساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية " الاسهم والسندات"، مرجع سابق، ص: 46.

⁴ حسين عيد المطلب الاسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، بنها، مصر، 2002، ص: 6.

الشكل رقم (3): هيكل السوق المالي.



المصدر: من إعداد الطالبة*

*اعتماد على:

- ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 93.
- عبد الكريم احمد قنودز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان الاردن، 2014، ص: 36.
- محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الاوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات " من وجهة نظر اسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008، ص: 62.

الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية.

هناك من ينظر للمتدخلين على أنهم يمثلون أطراف رئيسية وهي: المصدرين المستثمرين والوسطاء أو السماسرة، المحرك الرئيسي لسوق الأوراق المالية وتطورها، وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في عملية سوق الأوراق المالية في الأطراف التالية:

أولاً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية.

يعتبر النشاط الاساسي لسوق الأوراق المالية هو بيع وشراء الأوراق المالية، لذا فإن المتعاملون في هذا المجال هم اما وحدات عارضة للأوراق المالية التي تتمثل اساسا في الحكومة مؤسسات الاعمال..، بينما الوحدات الطالبة أو المقترضة هي مؤسسات، العائلات. ومن بينهم:

- 1- **المستثمرون والمؤسساتيون:** يشتمل المستثمرون المؤسساتيون البنوك شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار، ويلغبون دورا رئيسيا في سوق الأوراق المالية في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه من ادخار هام نحوها لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية.
- 2- **المؤسسات الصناعية والتجارية:** تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس أموال ضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها بغرض التوسيع ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان نداولها بعد إصدارها وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة بالإضافة إلى ضرورة وجود شروط معينة، خصوصا فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها ونسبة رأس المال المتخلى عنه للجمهور والنتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط وتختلف هذه الشروط من بلد لآخر، إضافة إلى المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة.¹
- 3- **الجمهور:** يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون فوائضهم المالية في شكل مدخرات في سوق الأوراق المالية.

- 4- **الدولة:** تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في سوق الأوراق المالية وخاصة في أسواق السندات حيث أن الإصدارات تعتبر أفضل الإصدارات من حيث المخاطرة، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.²

¹ ياسين بوعالمي، مرجع سابق، ص: 60

² عبير بوضياف، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص: مالية، جامعة منتوري، فسطنينة، 2007، ص: 90، 92.

ثانياً: الوسطاء.

يتمثل الوسطاء المتعاملون في سوق الأوراق المالية في الأعوان الاقتصادية التي لها عجز في الأموال لتحويلها قصد انجاز استثماراتهم والأعوان الاقتصادية (المؤسسات، الحكومة، الأفراد) الذين يمتلكون فوائض مالية وليس لديهم فرص استثمارية ويرغبون في استثمارها قصد الحصول على عوائد، إضافة إلى الوسطاء بالسوق الذين يعملون بتنظيم العلاقة بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، فتداول الأوراق المالية داخل البورصات لا يتم إلا من خلال مجموعة من الوسطاء والذي يطلق سماسرة وينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة إلى السمسار، السماسرة الوكلاء، سماسرة الصالة، التجار.

يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال. فالأول يسمى بالسمسار الوكيل وقد يطلق عليه اسم سمسار الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء وبصفة خاصة تلك الأعمال المرتبطة بالجوانب الإجرائية، ومقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات. وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل والذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءاً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصيحة والمشورة لاتخاذ القرار المناسب. وهناك ما يسمى بسمسار الصالة، وهو يعمل داخل المقصورة في البورصة ووظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من السمسار الوكيل، وقد يكون سمسار الصالة تابع إلى السمسار الوكيل أو سمسار كل الخدمات، وقد يكون منفصل عن السمسار الوكيل وفي هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ.¹

¹ ابن اعرم بن حاسين، مرجع سابق، ص ص: 35، 38

خلاصة الفصل:

- إشتمل الفصل الأول الذي جاء بعنوان الإطار النظري للأسواق المالية، على ثلاثة مباحث رئيسة لتقديم فكرة شاملة عن ماهية الأسواق المالية من حيث نشأتها وتطورها ومفهومها، وتم عرض عوامل نجاح السوق المالي، وتم التطرق إلى تصنيفات السوق المالي المختلفة، كذلك تطرق الفصل إلى ماهية أسواق الأوراق المالية من حيث المفهوم وخصائصها وأهم ووظائفها وبنيتها. ومن خلال هذا الفصل يمكن استنتاج ما يلي:
1. من أبرز مراحل نشأة الأسواق المالية وجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ثم تشكلت البنوك المركزية لتسيطر على البنوك التجارية في مرحلة الاقتصاد السوق، وبعد ذلك جاءت مرحلة البنوك المتخصصة في الاقتراض المتوسط الأجل، ثم تم دمج الأسواق النقدية المحلية بالدولية لتحقيق حريته تنقل رؤوس الاموال المختلفة مع التطور التكنولوجي والاتصالات؛
 2. للأسواق المالية دور بارز في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، كما ينقسم السوق المالي إلى سوق نقد وسوق رأس المال، ولكل سوق فئة معينة من المتعاملين ونوع مخصص من الأوراق المالية المختلفة؛
 3. تبين أن سوق الأوراق المالية تمثل القسم الثاني لسوق رأس المال الذي يعتبر بدوره أحد جناحي السوق المالي، وتعرف سوق الأوراق المالية بأنه السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية (أسهم وسندات)، وسوق الأوراق المالية تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، تكمن أهمية السوق الأولى في إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه منشآت الاعمال من أموال للتوسع والنمو، والسوق الثانوي فتوفر السيولة للمستثمرين الذين اشترى الأوراق المالية من السوق الأولى، وعليه فإنه مالم يوجد السوق الثانوي ما كان للسوق الأولى أن يؤدي دوره بكفاءة؛
 4. تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط القطاعات، باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل، ومن جهة أخرى تقوم سوق الأوراق المالية بالعديد من الوظائف الاقتصادية التي من شأنها ودفع عجلة التنمية وتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة؛
 5. يتم التداول بين المتدخلين في أسواق الأوراق المالية أصحاب الفائض واصحاب العجز، بوجود فئة ثالثة تعرف باسم الوسطاء الماليين، وهي فئة تربط بين الطرفين في مقابل الحصول على عمولة.
- من أجل التعمق أكثر في دور الأسواق المالية وأثرها على النشاط الاقتصادي خصصنا الفصل الثاني لدراسة الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية والمتمثلة أساسا في أنواع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، بالإضافة الى كفاءة سوق الأوراق المالية، لأنها تعتبر من أهم المقومات التي تجعل سوق الأوراق المالية تؤدي وظائفها الأساسية، بالإضافة الى دراسة الكيفية والمنافذ التي من خلالها يكون تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

الفصل الثاني:

سوق الأوراق المالية

والنمو الاقتصادي

تمهيد

سوق الأوراق المالية أداة تمويلية مهمة تسعى لتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاقتصادية، موفرة لأصحاب المشاريع فرص الحصول على أموال بتكاليف مناسبة لإنشاء مشاريع اقتصادية، والقيام بتوسيع مشاريعهم القائمة، وموفرة في نفس الوقت للمستثمرين الصغار فرص القيام باستثمار مدخراتهم. وقد برزت أهمية هذه الأخيرة باعتبارها مؤشر يدل على أداء الإستثمارات والمشاريع القائمة من خلال حركة أسعار أوراقها المالية، لتصبح بذلك سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للدول، وتعتبر من بين مؤشرات تطور النظام المالي في الدول المتقدمة، وقد إتسع دورها في تمويل قطاع الأعمال وتعززت مساهمتها في دعم عجلة النمو الاقتصادي نظرا لتزايد أهميتها والوظائف التي تؤديها، ولدورها الإستراتيجي في عملية التنمية الاقتصادية خاصة في شقها التمويلي، خاصة إذا كانت هذه السوق تتميز بالكفاءة، لأن السوف الكفاء يضمن التخصيص الكفاء للموارد المتاحة من خلال توجيهها نحو المجالات والاستثمارات الأكثر ربحية، وبهذا أصبح وجودها ضرورة لا يمكن الاستغناء عنها داخل اقتصاديات دول المتقدمة والنامية على حد سواء، خاصة في ظل سعي هذه الأخيرة للقضاء على مظاهر التخلف والارتقاء لمصاف الدول المتقدمة.

ولفهم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، سنتناول في هذا الفصل ثلاثة مباحث كما

يلي:

المبحث الأول: تقنيات سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

المبحث الأول: تقنيات سوق الأوراق المالية.

إن فكرة كفاءة الأسواق المالية أثارت الكثير من الاهتمام والجدل بين الأكاديميين وصانعي السياسة الاقتصادية للدول، كون السوق المالية التي تتميز بالكفاءة العالية تعزز الثقة بالاستثمار في هذا السوق، كونه يعكس السعر العادل للأدوات المالية المتداولة التي تمثل أهم عناصر الأصول، إذ بواسطتها يمكن تحويل الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي من أجل الاستثمار، وبالتالي فكفاءة السوق ضرورية لتحقيق الاستغلال والتوظيف الأمثل للموارد المالية، الذي يساهم في تمويل النمو والتنمية الاقتصادية، فالسوق المالي تعتبر من أهم الآليات التي تسهم في دعم النشاط الاقتصادي.

تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، في المطلب الأول الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ثم في المطلب الثاني كفاءة سوق الأوراق المالية، وأخيرا آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل بالنسبة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوية فهي تؤدي دورا جديدا مهم في الحياة الاقتصادية، وعادة عندما نتكلم عن الأوراق المالية ينظر إلى الأسهم والسندات وذلك لأنها النوع الأكثر شيوعا، وسنحاول التطرق ولو بصفة مختصرة إلى الأشكال التقليدية للأوراق المالية، ثم يتم التعرض لدراسة الأوراق المالية الجديدة أو ما يسمى المشتقات المالية.

الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم).

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنتطرق إليها من خلال النقاط الآتية:

أولاً: مفهوم الأسهم.

التعريف الأول: " يعتبر السهم وثيقة تثبت حق حامله في ملكية جزء من المؤسسة، مما يجعله يتحمل نتائج خسارتها وربحها، يسمح السهم بتحقيق أرباح عندما تكون المؤسسة بحالة جيدة حيث قد يرتفع سعره وبالتالي يبيعه حامله بسعر أعلى من سعر شراءه محققا بذلك ما يعرف بالقيمة المضافة، كذلك يمكن لحامله أن يتحصل على جزء من أرباح الشركة إذا ما قررت هذه الأخيرة توزيعها على المساهمين، إلا أن هذا الأمر قد يكون غير إلزامي، حيث يمكن للشركة أن تعيد استثمار جزء من أرباحها، وهذا عكس ما هو عليه توزيع الفوائد في حالة سندات الدين، كذلك من بين ما يميز الأسهم عن سندات الدين هو أنه ليس للسهم أجل استحقاق بل يمكن بيعه واسترجاع أمواله في أي وقت.¹

¹سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة " حالة الأسواق المالية العربية"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع:

القياسي الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص: 17.

التعريف الثاني: تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها للسوق عند التأسيس أو عندما تحتاج للتمويل إضافي لتوسيع انشطتها الاستثمارية، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق للحصول على السيولة النقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم، ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم، الأسهم العادية والممتازة.¹ من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع أو شركة معينة، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، وبالتالي فهو إثبات لحقوق المساهم في الشركة. ويمثل السهم صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة،² وتعد الأسهم الأداة الرئيسية لتمويل الشركات، إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال، وبالتالي يزيد من الطاقة الإنتاجية للشركة.³

ثانياً: قيم السهم.

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:⁴

- (1) **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تكون مبيّنة على السهم، والتي يدفعها المساهمين حصة لاشتراكهم عند تأسيس الشركة، ويحسب رأس مال الشركة طبقاً للقيمة الاسمية لمجموع الاسهم.
- (2) **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي تصدر بها الاسهم الجديدة، عندما تريد الشركة زيادة رأس مالها، لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، وقد تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أعلى منها، أو أقل منها.
- (3) **القيمة الحقيقية:** وهي المقدر الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة، أي يشمل رأس المال المدفوع، وموجودات الشركة وأرباحها، بعد إستنزال ديونها، ويحسب قسمة الموجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.
- (4) **القيمة الدفترية:** وهي القيمة الفعلية حسب ما تظهر سجلات ودفاتر الشركة وتتمثل هذه القيمة في:⁵

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

- (5) **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي للأوراق المالية، فقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب، لذا فهي تتميز بالتقلب بحسب عدة عوامل.⁶

¹حسان خضرم، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، العدد السابع والعشرون، دون بلد، مارس 2004، ص: 6.

²خالد بن علي المشيقع، " المعاملات المالية المعاصرة"، ورقة بحث منشورة، مركز ابحاث فقه المعاملات الاسلامية.

<http://www.kautakji.org/fikh/Economics.htm>.

³رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل

شهادة الماجستير في العول الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة بانة، 2006-2007، ص: 17.

⁴شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 99، 100.

⁵رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص: 54.

⁶محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 49.

ثانياً: أنواع الأسهم.

سنركز على أنواع الاسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها وذلك كما يلي:

1. **التعريف بالسهم العادي:** السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة بقيمة إسمية ثابتة تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.¹

كما تعرف ايضا بانها: "عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في ادارة المنشأة".²

أهم حقوق حملة الأسهم العادية ما يلي:³

- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛
- حق حضور الجمعية العامة للمساهمين والتصويت فيها؛
- حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها؛
- حق إقتسام أصول الشركة عند التصفية؛
- حق تحويل ملكية السهم الى شخص آخر؛
- حق الاطلاع على دفاتر الشركة؛
- حق الاولوية في الاكتتاب في الاصدارات الجديدة؛
- حق الترشح والانتخاب لمجلس ادارة الشركة.

2. **الأسهم الممتازة.**

يمثل السهم الممتاز "مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات، فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي من أهمها: أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات، وأخيرا قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة. ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية، وانه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح أو نصيبهم في أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة نصيبهم منها".⁴

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 95.

² هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون 2010، ص: 55.

³ محمد وجيه الحيني، مرجع سابق، ص: 51.

⁴ ابراهيم الكراسنة، ارشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2010، ص: 13.

كما يعرف السهم الممتاز على أنه: "أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي)، تعطي الحق لحامله في الحصول على عائد محدد سنويا، وذلك إما بنسبة من القيمة الاسمية أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم، والسهم الممتاز يمثل مستند ملكية وإن كانت هذه الأخيرة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، وللسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة".¹

وبالتالي فخصائص الأسهم الممتازة هي:²

- 1- **الأولوية في الحصول على الأرباح:** بنسبة معينة قبل حملة الاسهم العادية ولا انها تأتي بعد اصحاب الديون من حيث الاولوية؛
 - 2- **خاصية التجميع:** أي تجميع الأرباح عندما لا تقوم الشركة بتوزيع الأرباح لسنة أو اكثر، مما يؤدي بالشركة المصدرة الى دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين؛
 - 3- **إمكانية الاستدعاء والاستبدال:** بالرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق، إلا أن الشركة بإمكانها استرداد الأسهم، وهذا إما بشرائها أو باستبدالها بأسهم عادية؛
 - 4- **إمكانية مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح:** أي مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح المتبقية، وهذا بعد حصول كل من حملة الاسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية أيضا على أرباحها.
- هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

وتوجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة كما يلي:³

- **أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح:** وتعنى الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح، أن عدم حصول حملة الاسهم الممتازة على الأرباح في سنة ما، يؤدي الى ترحيل وتجمع هذه الارباح مع المستحق في السنة المالية التالية، ويحصلون على هذه الأرباح المجمعة معا، أما الأسهم غير مجمعة الأرباح فتعنى أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها.
- **أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل:** أحيانا تعطي للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب.
- **الأسهم الممتازة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء:** يعني أن تكون الأسهم الممتازة قابلة للاستدعاء أن تقوم الشركة المصدرة لها بوضع جدول زمني يوضح تواريخ استحقاق الأسهم بدقة في نشرة الإصدار، وتكون بذلك

¹مصطفى شيرة احمد، مرجع سابق، ص: 15.

²سارة بوزيد، ادارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري "دراسة حالة بنك BNP PARIBAS"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير، التخصص: ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007، ص: 18.

³طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 13، 14.

هذه الأسهم شبيهة بالسندات، وعند حلول تاريخ استحقاق هذه الأسهم تقوم الشركة باستدعائها أو شراءها من حملتها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية، ويسمى الفرق بين قيمة الاستدعاء والقيمة الاسمية بعلاوة الاستدعاء، كما تقوم بدفع الأرباح المستحقة عن السنوات التي لم تقرر فيها إجراء توزيعات فهذه الأسهم عادة ما تكون مجمعة للأرباح.¹

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: بعد حصول أصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح على المعدل السنوي المقرر يحق لهم مشاركة أصحاب الأسهم العادية في بقية الأرباح، وفي المقابل أصحاب الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح لا يحصلون إلا على توزيعاتهم السنوية الثابتة بغض النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة.²

3- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة.

ومن بينها:³

أ. الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول عائد كل ثلاثة أشهر حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة.

ب. الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

يعطي هذا النوع لحامله الحق في التصويت في مجلس الإدارة وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية عن حد معين.

الفرع الثاني: أدوات المديونية (السندات).

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في: تعريف السند، خصائص السندات، أنواع السندات، بالإضافة الفرق بين الأسهم والسندات.
أولاً: تعريف السندات.

من بين التعاريف الشاملة للسندات هي: "السند صك قابل للتداول تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن طريق الدعوة للاكتتاب العام، ويتعلق بقرض طويل الأجل ويعطي مالكة حق استيفاء فوائد سنوية وحق استرداد قيمته عند حلول الاجل".⁴

كما ان السند عبارة عن "صك مكتوب من طرف المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) الى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة".

¹ اسمية بلجبلية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص: 16.

² نفس المرجع، ص: 16.

³ خالد عيجولي، مرجع سابق، ص: 31.

⁴ أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية واثارها الانمائية في الاقتصاد الاسلامي، بحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، جامعة ام القرى، السعودية، 1989، ص: 44.

- ويتمتع حاملي السندات بعدة حقوق نذكر منها:¹
- الحق في إستيفاء الفوائد على أساس القيمة الإسمية للسند؛
- حق إقامة دعوى الإفلاس على المؤسسة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند في تاريخ الاستحقاق؛
- الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة؛
- الحق في بيع السندات لاسترجاع الأموال المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق.
- ولهذه السندات خصائص يمكن إيجازها في ما يلي:²
- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها؛
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة. و تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

ثانياً: أنواع السندات.

تتقسم السندات الى الانواع التالية:³

- 1- من حيث جهة الاصدار: وتنقسم الى سندات حكومية وسندات غير حكومية؛
 - 2- من حيث الشكل: وتضم السندات لحاملها، السندات الاسمية، السندات لأمر؛
 - 3- من تاريخ الوفاء بقيمة السند : وتصنف الى السندات الدائمة، السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد، السندات القابلة للاستدعاء، السندات ذات العائد الصفري، السندات ذات معدل الفائدة المتغير، السندات الرديئة، السندات القابلة للتحويل.
 - سندات قابلة للتحويل: يعطى لصاحبها الحق باستبدالها باسم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة؛
 - سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية.
- وهناك انواع اخرى للسندات منها سندات محلية واجنبية، سندات مضمونة وغير مضمونة، سندات بفائدة ثابتة وفائدة متغيرة، وسندات قصيرة ومتوسطة وطويلة الاجل.

ثالثاً: الفرق بين الأسهم والسندات.

يمكن توضيح الفرق بين الأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

¹ياسين بوعالمي، مرجع سابق، ص: 52.

²سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص: 29.

³لمزيد من التفاصيل راجع، السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 140-142.

الجدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
9- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرة العمل في الشركة.
10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار

المصدر: ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص ص: 44، 45.

الفرع الثالث: المشتقات المالية.

لقد أتاحت الهندسة المالية للمتعاملين أدوات مالية جديدة بهدف إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل فضلاً عن التحوط من المخاطر التي تزداد في بيئة الاستثمار تمثلت هذه الأدوات في مختلف أنواع المشتقات المالية التي سنتناولها على النحو التالي:

أولاً: مفهوم المشتقات المالية.

من أهم التعاريف المقدمة للمشتقات المالية نجد:

- المشتقات المالية هي " أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، وسميت بهذا الإسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم أو السندات، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات. وهي تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع على وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها".¹
- الورقة المشتقة هي "عقد مالي تشتق قيمته من قيمة أصل أساسي، قد يكون سعر السهم، سعر الفائدة، سعر الصرف، وحتى المؤشرات وتمثل الأدوات المشتقة في العقود، أي هي عقود تؤدي في آن واحد أي نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر".²
- كما تعرف بانها: "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما يصطلح عليه بالهندسة المالية".
- مما سبق فإن أبرز خصائص المشتقات المالية نجد ما يلي:³
- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد، ورقة مالية، سلعة، سعر صرف أجنبي؛
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛
- يتم تسوية المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب المشتقات عادة استثمارات مبدئية.

¹نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد العاشر، ايار 2013، ص: 128.

²تسرين بوتة، مرجع سابق، ص: 68.

³نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية واثراها في تطوير الاسواق المالية العربية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014-2015، ص: 63.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية.

تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من الأنواع يمكن عرضها في النقاط التالية:

1. عقود الخيارات: Options

يمكن تعريف الخيار على أنه إتفاق (عقد بين طرفين) الذي يعطي لطرف معين (المستثمر) الحق في بيع أو شراء عدد معين من الأصول المالية (اسهم، سندات، عملات... الخ) الى طرف آخر (البائع، مصدر الخيار) يتعهد بالتنفيذ المستقبلي في تاريخ معين أو في خلال فترة معينة محددة مستبقاً.¹

2. العقود الآجلة: Forward Contract

يغلب على هذه العقود الطابع الشخصي ولا يتم تداولها في الأسواق المنظمة، إذ يتفاوض طرفا العقد، على الشروط بما يتفق وظروف كل منهما، وغالبا ما تستخدم من قبل الشركات والبنوك لتفادي مخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما يستخدمها المستثمرون ضد مخاطر أسعار الفائدة عندما يرغب مستثمر ما الحصول على قرض معين، يلجأ لشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل ثابت محدد مسبقاً، وأن يلتزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة بالعقد وعلى هذا النحو فإن المضاربون لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود.²

3. العقود المستقبلية Future Contract

عرفها البعض بأنها "عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين) البائع والمشتري (بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته".³

من خلال ما سبق يمكن توضيح الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة فيما يلي:⁴

- مخاطرة عدم القدرة على الوفاء: العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

¹توفيق محب خلة، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 2010، ص: 100.

²علي حاتم القريشي، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة بابل، 2014، ص: 95. متوفرة على الرابط:

http://www.staff.uokufa.edu.iq/publication_details.php?alih.alquraishi&recordID=1508

³سمير بوعافية، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العلمية، جامعة سطيف ايام 21 - 22 اكتوبر 2009، ص: 11.

⁴رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص: 69، 70.

- مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي: يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

- تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

- التسوية اليومية للعقد: في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

نستنتج ان العقد الآجل لا يختلف عن العقد المستقبلي إلا في ان بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد وتواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تتحدد وفقا لاتفاق الطرفين.

4. عقود المبادلات Swaps

عمليات المبادلة عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحد وفقا له قيمة الصفقة آنيا، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق. ورغم ممارسة صانعي السوق لأنواع مختلفة من عمليات المبادلة، إلا أن العمليات الخاصة بمعدلات العائد والعملات، تمثل أهم أنواع تلك العمليات.¹

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعتبر عقود المبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما، وتعتبر عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات والمدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.²

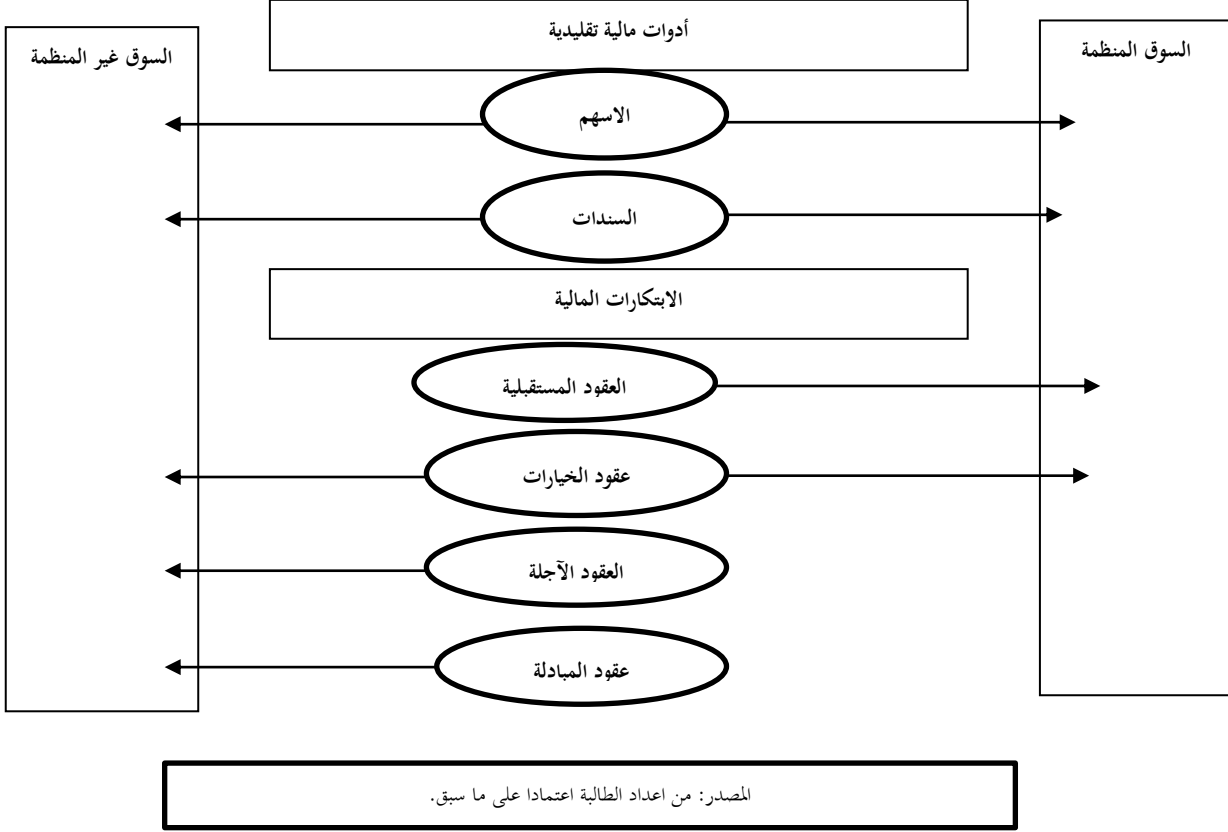
ويمكن تعريف عقود المبادلات على أنها: اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحد وفقا له قيمة الصفقة آنيا، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق. تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة، وتعتبر عقود

¹حسين عبد المطلب الاسرج، مرجع سابق، ص: 32.

²عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق، ص: 47.

المبادلة بمعدلات العائد والعملات من أهم أنواع تلك العمليات استخداماً، وتعتبر عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية.

الشكل رقم(4): الأدوات المالية المتداول في سوق المنظمة وغير المنظمة.



المطلب الثاني: كفاءة أسواق الأوراق المالية.

تعد الأسواق المالية ذات أهمية كبيرة لتبادل الأوراق المالية بين جمهور المستثمرين، حيث يلتقي المستثمرين في هذه الأسواق ويتم التبادل وفقاً للأسعار التي تحدد في السوق، والنتيجة عن عوامل العرض والطلب على تلك الأوراق المالية، التي تعكس السعر العادل للأوراق المالية عند توازنها. لذلك لا بد لتلك الأسواق أن تتميز بالكفاءة، أي عكس جميع المعلومات المتوفرة في أسعار الأوراق المالية، وسنحاول من خلال هذا المطلب تعميق المعرفة بجوانب كفاءة السوق المالي وذلك بالتطرق إلى مفهوم كفاءة السوق المالي، والتعرف على أنواع المختلفة لكفاءة السوق بالإضافة إلى أهم متطلبات الكفاءة وفي الأخير صيغ كفاءة السوق المالي.

الفرع الاول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

يتم عرض مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال:

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.

السوق الكفاء هو: "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة

الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس تماما قيمته الحقيقية (Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه".¹

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن أستخلاص الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:²

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
 - المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
 - حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
 - وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛
 - في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.
- ثانيا: أهمية كفاءة الأسواق المالية.**

سوق الأوراق المالية هو مؤشر النشاط الاقتصادي داخل أي دولة إذا توافرت الكفاءة له، والغرض الأساس من وجود أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد هو توزيع المدخرات بكفاءة على الاستخدامات والاستثمارات، ففي الاقتصاديات الحديثة تحتاج الشركات المستثمرة إلى رؤوس أموال تفوق مدخراتها، كما تزيد مدخرات الكثير من الوحدات الاقتصادية أو الأفراد عن استثماراتهم، حيث إن مجرد وجود سوق للأوراق المالية ليس كافيا لتحقيق التنمية المالية والاقتصادية وخصوصا في الدول النامية، فكما يمكن أن تلعب أسواق الأوراق المالية دورا كبيرا في دفع عملية التنمية، فإنها أيضا يمكن أن تمثل عائقا لعملية التنمية وخصوصا في الدول النامية التي قد لا تتمتع أسواق الأوراق المالية فيها بالكفاءة والعدالة مما قد يعمل على هدر المدخرات وخسارة المستثمرين.

يتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، فكفاءة سوق الأوراق المالية تمكن المستثمر العادي من معرفة

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص: 489، 490.

² صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد

7، 2009-2010، ص: 182.

القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة، بما يجعله يتجه تلقائياً نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد.

كذلك لا يعطي السوق الكفاء الذي تعكس الأسعار به كافة المعلومات المتاحة الفرصة لأي متعامل أن يحقق عائداً يفوق ما حققه الآخرون، فالتعامل بالسوق الكفاء دائماً مباراة عادلة بين جميع الأطراف، وبذلك يوفر السوق الكفاء الحماية والثقة التي يرغبها أي مستثمر، وهنا يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على الدخول في والاستثمار بهذا السوق.¹

ثالثاً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

1. **الكفاءة الكاملة:**² يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة، بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

أ . شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛

ب. حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛

ج . تواجد عدد كبير من المستثمرين، فلا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

د . رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2. **الكفاءة الاقتصادية:** وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية. فاستناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالٍ من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.³

¹سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص ص: 55، 56.

²صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص: 183.

³مريم زليدي، متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية المعنون بـ: "اشكالية اندماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المنعقد يومي 12-13 افريل 2016، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 4.

الفرع الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية.

إن السوق الكفوة هي التي تحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد الى المجالات الأكثر ربحية. ولكي يتحقق هذا الهدف ينبغي ان فيها خاصيتين أساسيتين وهما: الكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية.

أولاً: الكفاءة التسعيرية.

وتعرف كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية (Price Efficiency) بأنها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق جميعهم -دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كلها بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.¹

ولا تعني كفاءة التسعير ان المستثمرين ومتخذي القرار سيسلكون الاتجاه نفسه عند التعامل في الادوات المالية، ولكنها مباراة عادلة يحكمها خبراتهم وقدراتهم المالية وحبهم للمغامرة وميلهم للمخاطرة، ومهاراتهم في التحليل والتنبؤ بالمعلومات.²

ثانياً: الكفاءة التشغيلية.

تسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية، ويمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دوراً هاماً في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقاً أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة وبيوت الخبرة وصناع السوق من شأنه أن يخلق جواً من التنافس بينهم في السوق، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل والأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.³

أو وهي قدرة سوق الأوراق المالية على اداء وظائفها التشغيلية بأقل تكلفة ممكنة، بحيث يكون السوق مفتوحاً أمام جميع المستثمرين، وتكون هناك حرية للدخول والخروج من وإلى السوق،⁴

¹ سليمان موصلي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعيرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 29 العدد الثاني 2013 -، ص: 155.

² سعيدة بن ثابت، أثر كفاءة الأسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة "دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية 2008 - 2012"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات مالية، جامعة عمار تليجي، الاغواط، 2013-2014، ص: 44.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص: 33، 34.

⁴ مستجير رمزي شاكر، مرجع سابق، ص: 25.

باختصار الكفاءة التشغيلية يقصد بها ان تتضاءل تكلفة المعاملات الى أدنى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية.

الفرع الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.

يقسم الباحثون الكفاءة الى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، فقد قاما عالما التمويل المشهورين "هاري روبرت" و"ويوجين فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي الى ثلاثة مستويات، حيث تحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة، ونستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق وهي:

أولاً: المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق.

في هذا المستوى سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات السوقية للورقة المالية بما فيها الأسعار التاريخية، والعوائد، وأحجام التداول حتى الصفقات والأوامر غير العادية... الخ. ويفترض هذا المستوى عدم وجود ارتباط بين الأسعار المستقبلية للورقة المالية والأسعار التاريخية لها، أي أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي. وفي هذا المستوى فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية تكون إما عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة) أو عن طريق تحليل البيانات المنشورة بكفاءة أكثر من غيرهم.¹

ثانياً: المستوى شبه القوي لفرضية كفاءة السوق.

تقترح هذه الصيغة أن الأسعار الحالية للورقة المالية تعكس -بالإضافة للمعلومات التاريخية- وبشكل وافي جميع المعلومات العامة والمتاحة للجمهور، مثل الأخبار والأحداث الاقتصادية والسياسية والبيانات المالية المنشورة من قبل الشركات أي ان المعلومات التاريخية فرع من فروع المعلومات العامة لذلك عندما يعمل السوق المالي بهذه الصيغة، يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات التي تعتمد عليها هذه الصيغة ويحللها بصورة جيدة من أجل أن تتعكس في الورقة المالية المتداولة فيه. ويتبين من ذلك، أنه بموجب هذه الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية أو الظروف الاقتصادية المحلية أو الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية.²

ثالثاً: المستوى القوي لفرضية كفاءة السوق.

تقتضى الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات

*اقتصادي امريكي، مؤلف كتاب نظرية كفاءة اسواق راس المال، نال جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2013 لعمله على اسعار الاصول، يلقب بوالد فرضية كفاءة السوق، والتي تناولها من خلال اطروحة الدكتوراه في مقال نشر في ماي 1970 في مجلة التمويل.

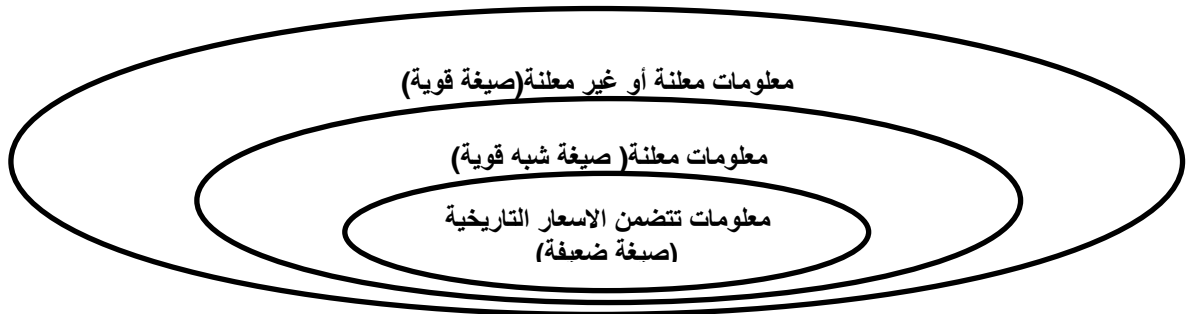
¹فاس نايف علوان، ادارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2009، ص: 164.

²حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية وقيمة الأسهم " دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 14 العدد 2، جامعة القادسية، العراق، 2012، ص: 117.

الخاصة (الداخلية) * التي قد تكون متاحة لفئة معينة من الأفراد مثل إدارة المنشأة المصدرة للورقة المالية وكبار العاملين فيها أو تلك المعلومات التي يمكن إن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير إعتيادية على حساب مستثمرين آخرين، ويتبين من ذلك أن فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية تعكس جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها والتي تكون غير متاحة للسوق ككل.

ومما سبق يبدو أن تأييد فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية يميل إلى الضعف أكثر من إلى القوة، وذلك نظر الإمكانية استعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين آخرين، لكن وفقاً للآلية التي يعمل بها السوق في ظل هذه الصيغة تكون المعلومات الخاصة متاحة أيضاً لعامة المتعاملين فيه، مما يقيد فرص المتعاملين الداخليين من تحقيق أرباح استثنائية.

الشكل رقم (05): المستويات الثلاثة لكفاءة السوق.



المصدر: مريم زايد، متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، الملحق الدولي الثالث للصناعة المالية المعنون ب: " اشكالية اندماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المنعقد يومي 12-13 افريل 2016، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 4.

* ويقصد بالمعلومات الداخلية بأنها المعلومات الخاصة بالوحدة المحاسبية للمنشأة المصدرة للورقة المالية وهي كافة أنواع البيانات والتقارير المتعلقة بالنشاط الداخلي للوحدة المحاسبية مثل الخطط التشغيلية، والموازنات التقديرية، والكفاءات الإدارية والمالية، الخطط المستقبلية للتوسع والتوزيع، قيمة التوقعات عن الأرباح المستقبلية.

الفرع الرابع: أسباب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية.

هناك عدة أسباب يؤدي توفرها إلى عرقلة تحقق فرضية كفاءة سوق رأس المال أهمها:¹

- التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين؛
- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة، ونفسح المجال لتفشي ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذا تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة؛
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات، وذلك ببيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويزداد عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة؛
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعة وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تتجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.

الفرع الخامس: العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق الأوراق المالية.

لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق الأوراق المالية ومدى توفر البيانات والمعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات.

ولقد سبق وأوضحنا أن السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، سواء كانت هذه المعلومات ماضية أو حالية أو متوقع حدوثها في المستقبل، كما أن أسعار الأسهم في هذا السوق تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة المخاطرة، وهو ما يؤكد على ضرورة توفر المعلومات المناسبة وتمائلها بالنسبة لجميع المتدخلين أو المستثمرين في السوق.

ويمكن الحصول على هذه المعلومات من عدة مصادر، كالقوائم المالية والتقارير المالية. حيث تحتوي التقارير المالية إلى جانب القوائم المالية على معلومات مالية نجدها خاصة في الميزانية المحاسبية، الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج... الخ، كما تحتوي على معلومات غير مالية تخص نشاط المنشأة المعنية، نقصد بذلك الإنتاج، التسويق، التخزين، بالإضافة إلى تحليل مختلف الظروف الاقتصادية والسياسية التي قد تمس بنشاط المنشأة في المستقبل. وتجدر الإشارة إلى أن القوائم المالية يتم مراجعتها من طرف مراقب حسابات من أجل

¹مصطفى شبيرة امحمد، مرجع سابق ص ص: 37، 38.

التأكد من مصداقيتها وشرعيتها، وعليه فإن التقارير المالية تضم كذلك تقرير مراقب الحسابات، وتقرير مجلس الإدارة الذي يضم معلومات عن مركز الشركة المالي، وقدرتها التنافسية، أهدافها، معلومات عن نشاطها، نمو الأرباح والمبيعات... الخ.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة -بصفة خاصة المعلومات المالية- تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل. ويؤدي ذلك إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية حيث تشير الدراسات إلى الأسواق التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية.

كل ذلك يؤكد أن تحقق كفاءة السوق يتوقف بصورة أساسية على المعلومات المالية ودرجة الإفصاح عنها أو نشرها.

إن العلاقة بين المعلومات التي يتم نشرها وبين أسعار الأوراق المالية هي التي تعكس مفهوم الكفاءة، كما أن هذه العلاقة هي التي تحدد إقبال المستثمرين على تحليل المعلومات والاعتماد عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فإذا كان المستثمر مقتنع بأن السوق كفء فإنه سوف يقوم بإتباع استراتيجيات بسيطة (خاملة) في تكوين محفظة أوراقه المالية، كما أن المعلومات تكون قد انعكست فعلاً في سعر الورقة المالية، وبالتالي سيقبل إقبال المستثمر على المعلومات، ولن تكون هناك فائدة من القيام بالتحليل.

أما إذا كان المستثمر يعتقد بعدم كفاءة السوق، فسيعمل على الحصول على المعلومات من مصادرها المختلفة، ويمكن أن يستعين بالخبراء والمختصين في تحليل المعلومات المنشورة، كما قد يلجأ إلى إتباع استراتيجيات الاستثمار النشطة قصد تحقيق عائد يفوق ما حققه غيره من المستثمرين.

إن الهدف الأساسي من القيام بدراسة وتحليل المعلومات المالية وغير المالية هو محاولة اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بأكثر أو بأقل من قيمتها الحقيقية، من أجل تحقيق أرباح غير عادية، فإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، سيزداد الطلب عليها، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن الذي يعكس قيمتها العادلة أو الحقيقية، وإذا كانت الورقة المالية مسعرة بأكثر من قيمتها الحقيقية، سينخفض الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض سعرها حتى يصل إلى سعر التوازن.

معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة وخطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في سوق الأوراق المالية لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيم المحورية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات المالية، وتحقيق بعض العوائد غير العادية، وذلك في الفترة القصيرة.

ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية أو المحورية وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.¹

المطلب الثالث: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية.

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن تم دقة صياغتها وضرورة فهمها لتسيير الاتصال بين الاطراف المعنية وتمهيد سبيل ابرام الصفقات الناجحة، ويمكن ابراز الأوامر وخصوصياتها فيما يلي:

الفرع الأول: الأوامر وأنواعها.

وضمن هذا الفرع سنتطرق الى:

أولاً: تعريف الأوامر.

يمكن تعريف الأمر على انه: " التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي (وكيل، شركة، بورصة)، بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة بصفة عامة، يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط، إذ يقوم المتدخلون في البورصة، بتحرير الأوامر لعقد الصفقات المختلفة، بغرض تحقيق الأرباح وتتنوع محافظهم المالية والحص ول على مصادر التمويل وغيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المتدخل (المستثمر)".²

وأيضاً الأوامر " عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر".³

الأمر أيضاً عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية:⁴

- تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة؛
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة؛
- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفئة السند)؛

¹ سميرة لطرش، مرجع سابق، ص: 88، 92. (بتصرف)

² مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص: 22.

³ رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص: 16.

⁴ بن اممر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص: 43.

- في حالة الأسهم، تحديد فيما كان ممتازا أو عاديا.

ثانيا: أنواع الأوامر.

هناك أكثر من نوع من الأوامر التي يتلقاها السمسار عن العميل لأجل القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف العميل وتوقعاته وتمثل هذه الأنواع في:

1) الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عملاء، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر، أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليها أوامر السوق، وأوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة.¹

أ. أوامر السوق: وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمسار كي يبيع ويشترى عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن،² ويتميز هذا النوع بالسرعة وضمان التنفيذ، ومن عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك ل أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة، فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم هذا النوع من الأوامر.³

ب. الأمر بالسعر المحدد: ويقوم من خلال هذا الأمر العميل بتحديد سعر البيع أو سعر الشراء مسبقا ومن الطبيعي ان يعتبر سعر الشراء الذي يأمر به العميل هو الحد الاعلى، أما سعر البيع الذي يأمر به العميل يمثل الحد الادنى، لذلك من عيوبه انه يمكن ان لا تتم الصفقة لمجرد وجود فروق طفيفة في السعر.⁴

2) الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها،

وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.⁵

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 26.

² زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 191.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 95.

⁴ الياس الازهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي "دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-

2013، ص: 10.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 128.

3) الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ: في هذا النوع من الأوامر يتم تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.¹

الفرع الثاني: تنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية.

تتم عملية تنفيذ الأوامر في السوق وفق الخطوات التالية:²

- يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة؛
- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة عن السهم؛
- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة؛
- بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم ابلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر؛
- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم تداوله في السوق).
- وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المتصل بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق؛
- على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر. ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم؛
- بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى إدارة التجارة التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل؛
- وترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

¹تورين بومدين، مرجع سابق، ص: 25.

²نفس المرجع، ص: 27.

المبحث الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية.

لتحديد مدى تطور وكفاءة أسواق الأوراق المالية ودرجة تأثيرها على الأداء الاقتصادي للبلد، وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات والمقاييس، يمكن ادراجها ضمن مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

ومن شأن هذه المؤشرات أن تسهل فهم العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي ممثلاً بنمو الاستثمارات والنتاج المحلي الجمالي، كما تسمح للاقتصاديين وأصحاب القرار بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور الأسواق المالية بها، ومعرفة أيها أقدر على جذب الاستثمارات وتخصيصها على نحو كفؤ وفعال.

وقد تم تقسيم هذا المبحث الى مطلبين: في المطلب الاول تم التطرق للماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية، أما المطلب الثاني فكان حول مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والذي يستهدف المؤشر قياسه، وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية وأهميتها بالنسبة للاقتصاد، وبعض المؤشرات المستخدمة في تحليل وقياس مدى تطور أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها.

لمعرفة حجم نشاط البورصة أو السوق الأوراق المالية إذا كانت ناجحة أو فاشلة يتم الاعتماد على المؤشرات، ومن خلال هذا الفرع سنتطرق الى:

أولاً: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية.

المؤشر هو: قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول، ويقوم على عينة من أسهم المنظمة التي يتم تداولها في السوق ويتم تحديد قيمة في البداية (الأساس) ثم يتم بعد ذلك مقارنة عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياساً شاملاً يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ويعتمد بناء المؤشر على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب (عينة ملائمة وأسلوب محدد لتحديد وزن كل سهم داخل العينة، طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر).¹

¹بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص: 64.

"يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه".¹

من خلال ما سبق يمكن تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية على أنها تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما معا، من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاع سوقي بصفة خاصة، بطريقة مستمرة ومنتظمة وفترات محددة. ويمكننا أن نحكم عن المؤشرات بأنها جيدة بكل بساطة إذا ما كانت تعكس حالة الاقتصاد الوطني بصورة مقارنة لواقعها، وهذا طبعا لا يتوافر إلا إذا كانت السوق المالية الموجودة بالبلد تتسم بالكفاءة والنشاط، وتحتوي على معظم المؤسسات التي تعكس حقيقة هذا الاقتصاد سواء كانت عمومية أو خاصة، ففي هذه الحالة تكون المؤشرات ذات أهمية بالغة في الاقتصادات.

ثانيا: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية.

إذا كان نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير بفترة زمنية.

كما تساعد مؤشرات البورصات في عملية التقييم الاقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الاقتصاد الكلي، ومثال على ذلك استخدام جداول العمليات المالية في المحاسبة القومية لتلك المؤشرات، وذلك عند تقييم أصول الشركات غير المدرجة بقوائم أسعار الأسواق المالية.

وعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فيطلق على سوق رأس المال السوق الصعودية* (Bull Market)، أما حينما يكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فيطلق عليها السوق النزولية** (Bear Market). وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي أنه عندما يعتقد المضارب بان السوق سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود، أما إذا اعتقد بأن الاسعار متجهة الى الهبوط فيوصف بالمضارب على الهبوط.²

¹ احسان خضر، مرجع سابق، ص: 7.

*ويطلق على السوق بانها صعودية عندما يزيد معدل العائد الذي تحققه على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والذي عادة ما يقصد به معدل العائد على السندات الحكومية لمدة سنة واحدة.

**السوق النزولية هي حين يكون معدل العائد الذي تحققه السوق وفقا للمؤشر اقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

² نفس المرجع، ص: 7.

الفرع الثاني: وضائف المؤشرات.

تلعب المؤشرات في سوق الأوراق المالية دور كبير في اعطاء نظرة شاملة على نشاط السوق بصفة خاصة وعلى الاقتصاد بصفة عامة، وللقطاعات الاقتصادية بصفة أخص، وفيما يلي أهم الاستخدامات:

أولاً: التنبؤ بالحالة الاقتصادية ولوضعية السوق مستقبلاً:

في الدول المتقدمة نسبة التمويل بالأسواق المالية جد مرتفعة، وهذا يشير الى أن اغلب المؤسسات التي يتداول أوراقها هي وجه الاقتصاد ككل، وبطبيعة الحال إذا كانت سوق الأوراق المالية تتصف بالكفاءة المطلوبة، فان المؤشر المطلوب في ذلك السوق يعكس الحالة الاقتصادية العامة للبلاد.

ومن زاوية أخرى تظهر الأهمية من استعمال هذه المؤشرات عند كل من أصحاب التحليل الأساسي* وأصحاب التحليل الفني** فيما يخص وضعية السوق المستقبلية. بحيث يرى الفريق الأول أنه إذا أمكن الوقوف على بعض المتغيرات الاقتصادية السائدة وتحليلها يمكن التنبؤ بحالة السوق مستقبلاً، في حين يرى الفريق الثاني أن تتبع تلك التغيرات تاريخياً هو الذي من شأنه أن يساعد في وضع نموذجاً لحالة السوق المستقبلية.¹

ثانياً: قياس كفاءة السوق في توجيه المدخرات:

تعمل المؤشرات على المساعدة في قياس كفاءة السوق في توجيهه وتعبئته للمدخرات، كما تكشف مدى تحقيق الهدف الأساسي من خلق السوق المالية، ألا وهو التخصيص الأمثل للمدخرات على المؤسسات الاقتصادية بالدولة كما تكلمنا عنه بالجزء المخصص لوظائف السوق المالية وذلك من خلال مقارنة حركة المؤشر مع الناتج الوطني، أو من خلال متابعة تطور سوق الإصدار سواء كانت الإصدارات جديدة أو كانت في صورة رفع رؤوس أموال شركات قائمة من قبل.

يمكن للمؤشرات أن تقيس أداء قطاعات معينة فقط، كما هو الحال في المؤشرات التي تقيس أداء الصناعات، وتقدر المخاطر التي قد تواجهها، مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل "Dow Jones" و "Transportation Index" ومؤشر ستاند وبورز لصناعة الخدمات العامة "S&P public utilities index" ويحتوي هذا المؤشر على الخدمات العامة مثل الكهرباء والماء والتليفون وما شابه ذلك.²

ثالثاً: متابعة أداء المحفظة الاستثمارية:

تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرا على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة

* يهتم التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي اليها المؤسسة بالإضافة إلى ظروف المؤسسة ذاتها مصدره الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر.

** ينصرف القارئون به ويدعون بالفننين إلى تحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة المالية واكتشاف تلك الأنماط من التغيرات، بما يسمح بتحديد قيمة الأوراق مستقبلاً أي عند اتخاذ القرار الاستثماري.

¹ علي بوعبد الله، مرجع سابق، ص: 39.

² مختار حميدة، مرجع سابق، ص: 86، 87.

الأسهم المتداولة في السوق وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر، أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر. وأخيرا يمكن القول بأن المؤشر سواء كان سوقي أو خاص بصناعة محددة هو معيار لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وأساس لقياس المخاطر في السوق.¹

المطلب الثاني: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية.

لقياس أداء سوق الأوراق المالية هناك عدد من المؤشرات تعكس درجة تطور السوق وتقدمه ومن أهمها:

الفرع الأول: مؤشر حجم السوق.

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، إذ كلما اتسع حجم السوق كان دليلا على تطورها ونضجها، ويقاس حجم السوق عن طريق بمؤشرين متكاملين هما: معدل الرسملة السوقية، وعدد الشركات المدرجة في السوق، ويمكن تفصيل ذلك على النحو الآتي:²

أولاً: الرسملة السوقية.

التي تمثل قيمة الأسهم المدرجة في السوق تبعا لأسعار سوق الأوراق المالية، أي أنها تعبر عن رسملة السوق، وتعد القيمة السوقية مؤشر لقياس حجم السوق ولا سيما إذا ما نسبت هذه القيمة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدولة، كما أنها في الوقت نفسه تعد مؤشرا لتطور نشاط السوق، فإن القيمة السوقية تعبر عن حجم التمويل الذي توفره السوق المالية لممارسة الأنشطة الاستثمارية، ولهذا فإن إتساع حجم السوق سينعكس في زيادة معدل الاستثمار، ومن ثم تصاعد معدل النمو الاقتصادي، وبالتالي فهذا المؤشر يدرس قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الاموال.

وبالتالي فإن معدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة والذي يعرف بمعدل رسملة السوقية Ratio of Market

Capitalization يعتبر من أهم مؤشرات قياس حجم السوق، وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة

إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

حسب الصيغة الآتية:

$$MCR = CM/GDP$$

حيث:

MCR: معدل رسملة السوقية.

CM: القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة.

¹ اسمية بلجبلية، مرجع سابق، ص: 49.

² بالاعتماد على:

- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2003-2004، ص: 26، 30.
- رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص: 135، 138.
- علي بو عبد الله، مرجع سابق، ص: 40.

GDP: الناتج المحلي الخام.

ولتحديد أهمية الاسواق المالية في الاقتصاد يتم الربط بين رسملة البورصة والناتج المحلي الخام كمؤشر للنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تباينا بين الدول نهاية القرن العشرين حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان. ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية.

ولا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أن الفرضية المستخدمة حول هذا المؤشر هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

ثانيا: حجم السوق قياسا بالشركات المدرجة.¹

وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة. وهو أحد المعايير التي تقيس حجم السوق، حيث يدل الزيادة في عدد الشركات المدرجة في السوق على توجه عدد أكبر من الشركات للاعتماد على تمويلها من سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن ارتفاع عدد الشركات المدرجة ويؤدي إلى إتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمار بالتبعية، ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة، ويساهم التنوع في الشركات المدرجة في السوق في التقليل من حدة المخاطر الاستثمار نظرا لما يوفره التنوع في الشركات المدرجة من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة.

وحتى يكون لهذا المؤشر معنى في عملية تحديد حجم السوق فإنه لابد من الأخذ في الاعتبار أيضا درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المتداولة في السوق الثانوية، ومن حيث الاصدارات الجديدة في السوق الأولية، ويقصد بالشركات المدرجة في هذا الصدد جميع الشركات التي لها اسهم مسجلة في بورصة ما سواء كانت بورصة محلية أو أجنبية، كما تتضمن الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة.

غير أن الاعتماد على عدد الشركات المدرجة كمعيار وحيد لتحديد حجم البورصة يكتفه بعض الغموض، فقد تمتلك شركة واحدة في بورصة ما أسهما بقيم كبيرة تفوق ما تمتلكه عدة شركات في بورصات أخرى. فعلى سبيل المثال، كان عدد الشركات المدرجة في بورصتي نيويورك ولندن خلال النصف الثاني من القرن العشرين

¹بالاعتماد على:

- رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص ص: 136، 137.
- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مرجع سابق، ص: 29.

متقاربا إلا أن رسملة البورصة في بورصة نيويورك تجاوزت أربع مرات رسملة البورصة في لندن خلال نفس الفترة. لذلك فإنه عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق.

إن الأسواق المالية ذات السيولة العالية تمكن المستثمرين من تصفية استثماراتهم متى اقتضت الحاجة، وتعد سيولة من أهم المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن ارتفاع درجة سيولة السوق يؤثر على قدرة هذه الأخيرة على تقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات الحوافظ المالية لديهم، ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة السوق رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، وهذا الأمر من شأنه أن ينعكس ايجابا على كفاءة التخصيص الموارد المالية وعلى معدلات النمو الاقتصادي بالتبعية.

وهناك مؤشران أساسيان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما:¹

أولاً: معدل التداول Value Traded Ratio.

هو قيمة ما يتم تداوله من أوراق مالية وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ومن ثم فهو يعكس دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على المستوى الكلي، فمعدل التداول ويحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، وتحسب حسب الصيغة الآتية:

$$VTR = VT/GDP$$

حيث:

VTR: معدل التداول (Value Traded Ratio).

VT: قيمة الأوراق المتداولة (Value of Shares Traded).

GDP : الناتج المحلي الخام.

¹بالاعتماد على:

- علي بوعبد الله، مرجع سابق، ص: 40
- سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص: 67.
- سامي مباركي، تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، شعبة: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014-2015، ص: 67، 68.
- رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص: 138، 139.

إن مؤشر معدل التداول يكمل مؤشر حجم السوق حيث انه لإجراء التشخيص الدقيق بشأن السوق المدروسة، فإنه غالباً ما يتم الربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول، فقد يكون حجم السوق كبيرة واسعة قياساً بمعدل الرسملة أو قياساً بعدد الشركات المدرجة، إذا تم الأخذ بمؤشر حجم السوق فإن سوق الأوراق المالية المعنية تتميز بالنشاط، لكن عند الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يفضي إلى التوصل بأن هذا السوق تكون مع ذلك غير نشطة من منظور معدل التداول بسبب ان قيمه هذه الأخيرة متدنية، مما يعني أن وزن سوق الأوراق المالية في اقتصاد البلد المعني منخفضاً.

فإن النموذج النظري لسيولة البورصة والنمو الاقتصادي ينشطان بصورة مباشرة قيمة التداول، فمعدل الأوراق المتداولة يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات كحصص من مخرجات البلد وتعكس بالتالي سيولة السوق في الاقتصاد.

ثانياً: معدل الدوران Turnover Ratio.

يشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد بغية التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة أو بعبارة أخرى يقيس مؤشر معدل الدوران إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة نسبة إلى الرسملة السوقية للفترة ذاتها، ولإستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة الآتية:

إذا كان هذا المعدل مساوي للواحد الصحيح فهذا يعني أن الورقة المالية قد تم تداولها مرة واحدة خلال السنة، ويؤشر المعدل المرتفع على انخفاض تكاليف الصفقات، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها من قبل الأسعار، مع ذلك قد تؤثر القيمة المرتفعة لهذا المعدل تعاضم نشاط الضاربة في السوق. ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول اللذان يستخدمان لتحديد درجة نشاط السوق، فالسوق ذات الحجم الكبير تتسم بالركود بالرغم من ارتفاع الرسملة السوقية إذا كان معدل الدوران بها منخفض، كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فيمكن أن تكون البورصة محدودة وحجمها صغير مع سيولة عالية إذا كان معدل الدوران مرتفعاً على الرغم من انخفاض معدل التداول.

ويتضح مما سبق، أن استعمال هذه المؤشرات مجتمعة من شأنه ان يعمق من تحليل تطور السوق أكثر مما لو استعمل كل مؤشر من هذه المؤشرات على حدة.

الفرع الثالث: مؤشر درجة التذبذب Volatility.

يعتبر التذبذب في عوائد أسواق الأوراق المالية من المميزات التي لقيت اهتماماً كبيراً من حيث الدراسات النظرية وكذا من طرف المحللين والمهتمين بشؤون هذا السوق. ويعرف التذبذب بأنه التغيرات التي يشهدها العائد في سوق الأوراق المالية والذي يعكس وصول معلومات جديدة قد تخص الأرباح المستقبلية أو حركة في

معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة. وتقاس المخاطرة بالتذبذب وذلك باستعمال الانحراف المعياري للعائد عن القيمة المتوقعة خلال فترة زمنية معينة.¹

وفي هذا الصدد تتباين آراء الباحثين حول مدلولية هذا المؤشر، فيرى البعض أن ارتفاع درجة التذبذب يعد مؤشرا على تطور كفاءة السوق، انطلاقا من أن التذبذب في حد ذاته يشير بأن السعر يعكس فعلا المعلومات الجديدة الواردة الى السوق، ويرى البعض الآخر أن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة السوق، وتأسيسا على هذه الفكرة يتوقع ان يؤدي انخفاض درجة التذبذب في السوق الى تدعيم ثقة المستثمرين في هذه السوق مما يسهم بالنتيجة في زيادة الاقبال على الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة فيها.²

الفرع الرابع: مؤشر درجة التركز.

يقصد بدرجة التركز Market Concentration مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويقاس هذا المؤشر بحساب حصة اكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في اجمالي قيمة التداول. وكلما انخفضت درجة التركز كلما كان ذلك مؤشرا ايجابيا على تطور كفاءة السوق. وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة لا يشكل ميزة ايجابية على الاطلاق، بل إن من شأن ذلك التأثير سلبا على السيولة والأداء المستقبلي للسوق. وهذا ما يفسر سلسلة الاضطرابات في حركة التداول في الأسواق الناشئة*، والتي تتميز أغلبها بارتفاع درجة التركز، إذ عادة ما تتغير مؤشرات أسعارها بقيم مثيرة للاهتمام لمجرد أن تحسنا أو تدهورا ما قد يطرأ على اداء احدى الشركات القيادية في السوق. ويولي أصحاب المحافظ المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التركز، نظرا لما يمكن أن يوفره ذلك من فرص لتنويع المخاطر واحلال الأصول على غرار البورصات المتطورة، حيث درجة تركزها محدودة وهامشية.³

ما يمكن استخلاصه من هذا المبحث هو أنه نتيجة للدور الهام الذي أصبحت تقوم به الأسواق المالية في النظام الاقتصادي قام الباحثون الاقتصاديون بوضع مؤشرات لتحديد مدى تطور البورصات، ولربط تلك التغيرات بباقي المؤشرات الاقتصادية المختلفة، كما أن وضع هذه المؤشرات يسمح بإجراء المقارنات بين الدول مما يكفل تحديد موقع كل بورصة إقليميا وعالميا، ويعد مؤشر حجم السوق وسيولته من أهم هذه المؤشرات للتأثير الذي يمارسه هذين المؤشرين على تعبئة المدخرات، ويربط هذين المؤشرين بمؤشرات القطاع البنكي ومؤشرات الأداء الاقتصادي يمكن للباحثين تحديد أثر الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، وهو العنصر الذي سيتم تغطيته من خلال المبحث الموالي.

¹سامية زيطاري، مرجع سابق، ص: 117.

²رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص: 142.

* يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية (EMERGING STOK MARKETS) والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الاوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد.

³ نفس المرجع، ص: 140، 141.

المبحث الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

لقد اهتم العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية بالعلاقة بين سوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد القومي حيث اتجهت أغلبها الى معرفة نوع العلاقة بين الظاهرتين، وذلك للدور الهام الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية في حشد المدخرات والفوائض المالية لتمويل النشاطات الاقتصادية التي تدعم عملية التنمية الاقتصادية، وفي التخصيص الامثل للموارد، وبذلك نشأة علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بما يخدم الاقتصاد الوطني، الأمر الذي يعزز آفاق النمو والتطور الاقتصادي في المدى الطويل، وطالما تشكل سوق الأوراق المالية جزءا من النشاط الاقتصادي فلا بد أن تؤثر فيه وتتأثر به، ويتوقف التأثير على مدى كفاءة السوق ودرجة التقدم الاقتصادي.

ومن خلال هذا المبحث سننتقل الى ماهية النمو والتنمية الاقتصادية، ثم دور سوق الأوراق المالية وقنوات تأثيرها على النمو الاقتصادي، بعد ذلك تبيان العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

المطلب الأول: ماهية النمو والتنمية الاقتصادية.

يعد هدف تحقيق معدلات موجبة للنمو الاقتصادي ضمن الأولويات التي تسعى الى تحقيقها حكومات الدول، وخصوصا عندما يتعلق الأمر بالدول النامية التي تسعى إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، والخروج من دائرة التخلف ومحاربة الفقر وما يصاحبه من معضلات اقتصادية واجتماعية، وقد تعزز الاهتمام بقضية التنمية من خلال بروز جملة من العوامل، وكان طبيعيا أن تبرز الاختلافات بين الاقتصاديين في تحديد مفهوم النمو والتنمية، فكل ينظر بمنظاره الخاص، ومن خلال هذا المطلب سيتم التطرق الى مفهوم النمو الاقتصادي وأهم عناصره، بالإضافة الى مفهوم التنمية الاقتصادية واهدافها، وفي الأخير عرض لأهم الفروقات بين النمو والتنمية الاقتصادية. وذلك وفق ما يلي:

الفرع الأول: النمو الاقتصادي.

يعتبر مفهوم النمو الاقتصادي من أهم المفاهيم الواسعة المتناولة من قبل المنظرين الاقتصاديين أو المنظمات والهيئات الدولية والحكومية أو المنشورات والتقارير الاقتصادية، وقد تناول هذا المفهوم من جوانب مختلفة، منها ما يتعلق بالظروف المواتية لتحقيقه ومنها ما يتعلق بمدى ارتباطه بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، فما حقيقة هذا المفهوم وهي مختلف المفاهيم المرتبطة به؟

أولاً: تعريف النمو الاقتصادي.

يتمثل النمو الاقتصادي في تحقيق زيادة مستمرة في الدخل القومي الحقيقي وزيادة متوسط نصيب الفرد منه

عبر الزمن.¹

¹ السيد محمد السريتي، علي عبد الوهاب نجا، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص: 339.

ويعرف أيضا " بأنه الزيادة في الناتج القومي الحقيقي من فترة إلى أخرى وهو يعكس التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة، فكلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة لجميع القطاعات الاقتصادية ازدادت معدلات نمو الناتج القومي والعكس صحيح.¹

يعرف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة الحاصلة في الناتج القومي الحقيقي (RGDP)، ويعتبر الاقتصاد القومي في حالة نمو إذا كان الناتج القومي الحقيقي Y للفترة الزمنية T أكبر من الناتج القومي الحقيقي للفترة الزمنية السابقة T_0 :²

$$y_0 < y_t \dots \dots \dots (1)$$

بهذا يتضح بأننا نتحدث عن النمو الاقتصادي، وبذلك عندما تكون قيمة معدل نمو الناتج القومي موجب.

$$y_t - y_0 / y_0 \dots \dots \dots (2)$$

ويعني النمو الاقتصادي أيضا حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن. ومتوسط الدخل الفردي ممثل بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\text{متوسط الدخل الفردي} = \frac{\text{الدخل الكلي}}{\text{عدد السكان}}$$

وما يجب التأكيد عليه أن النمو الاقتصادي يعني حدوث زيادة في الدخل الفردي الحقيقي وليس في شكله النقدي، فالدخل النقدي يشير إلى عدد الوحدات النقدية التي يتسلمها الفرد خلال فترة زمنية معينة مقابل الخدمات الإنتاجية التي يقدمها، أما الدخل الحقيقي فهو يساوي الدخل النقدي مقسما على المستوى العام للأسعار، أي أنه يشير لكمية السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد من إنفاق دخله النقدي خلال فترة زمنية معينة. ويلاحظ مما سبق أن:³

$$\text{معدل النمو الاقتصادي الحقيقي} = \text{معدل الزيادة في الدخل الفردي النقدي} - \text{معدل التضخم}$$

ويعرفه "فرانسوا بيرو" بأنه عبارة عن الزيادة الحاصلة خلال فترة أو عدة فترات طويلة من الزمن لمؤشر ما في بلد ما، ويضيف بعض الكتاب إلى هذا التعريف شرط استمرار هذه الزيادة لفترة طويلة من الزمن، وذلك للتمييز من النمو والتوسع الاقتصادي الذي يتم لفترة زمنية قصيرة نسبيا.⁴

¹ ميلود وعيل، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها حالة: الجزائر، مصر، السعودية 1990-2010، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص: 8

² طارق قدوري، مساهمة ترشيد الإنفاق الحكومي في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر دراسة تطبيقية للفترة (1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص: 37.

³ السيد محمد السريتي، علي عبد الوهاب نجا، مرجع سابق، ص: 339.

⁴ موسى ولد الشيخ، البنوك التجارية ودورها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة موريتانيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2003-2004، ص: 34.

ويبرز لنا من التعاريف السابقة أن النمو الاقتصادي هو:¹

- متغير كمي يقيس التغير النسبي في حجم الناتج الحقيقي الخام؛
- متغير يعبر عن التوسع الاقتصادي، ولهذا يرتبط تعريفه بالناتج الحقيقي الخام الذي يعبر فعلا عن المقدرة الاقتصادية والتوسع الاقتصادي؛

ويعتبر الارتفاع والانخفاض في معدلات النمو الاقتصادي معبرا في الغالب عن تحسن أو تدهور في النشاط الاقتصادي ولا يعبر ذلك بتاتا عن تخلف أو تقدم اقتصادي، فالملاحظ أن الدول المتقدمة مثلا مقارنة بالدول النامية الى اقترابها من حالة التشغيل الكامل، عكس الدول النامية وبحكم حالة التخلف الاقتصادي فإنها تسجل معدلات نمو اقتصادي عالية في المراحل الأولى لتطورها الاقتصادي، ولا يعتبر ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في دول مقارنة بأخرى بأنه تقدم اقتصادي، لأن النمو الاقتصادي هو متغير كمي يقيس التغير في حجم الناتج القومي من سنة لأخرى، بغض النظر عن كون أن حجم هذا الناتج يلبي الاحتياجات العامة أو لا.

ثانيا: عناصر النمو الاقتصادي.

لكي يتحقق النمو الاقتصادي في أي بلد لابد من توفر ثلاثة مكونات أساسية وهي:²

1. تراكم رأس المال: يشتمل هذا العنصر على الاستثمارات الجديدة في الأرض والمعدات المادية والموارد البشرية، يعتبر الادخار السبيل الأمثل لتوفير رؤوس الأموال الممولة لمختلف أنواع الاستثمارات.
2. النمو السكاني (العمل): يرتبط الأثر الإيجابي للنمو السكاني بالنمو الاقتصادي من خلال زيادة قوة العمل التي تؤدي إلى زيادة الإنتاج هذا من جهة، وزيادة حجم الأسواق وسهولة تحفيز الطلي الاستهلاكي المؤدي إلى تحفيز الطلب الاستثماري من جهة أخرى، غير أن لهذا العامل أثر سلبي على النمو الاقتصادي في حالة وجود فائض في عرض العمل ومن خلال محدودية الدخل.
3. التقدم التكنولوجي: يعرف على أنه السرعة في تطوير وتطبيق المعرفة الفنية، من أجل زيادة مستوى المعيشة للسكان.

الفرع الثاني: مفهوم التنمية الاقتصادية

تتعدد تعريفات التنمية تبعا للتيار الفكري الذي ينتمي اليه الاقتصادي، لذلك يحاول كل اقتصادي تقديم تبريراته التي يستند إليها في تقديم مفهومه الخاص عن التنمية.

أولا: تعريف التنمية الاقتصادية.

سنعرض فيما يلي بعض الآراء في تعريف التنمية.

فنجد أنه قد استخدم مفهوم التنمية في علم الاقتصاد للتدليل على عملية إحداث مجموعة من التغيرات الجذرية في مجتمع معين، بهدف إكساب ذلك المجتمع القدرة على التطور الذاتي المستمر، بمعدل يضمن

¹ عبد الكريم بودخدخ، أثر سياسة الانفاق العام على النمو الاقتصادي "دراسة حالة الجزائر 2001-2009"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علو التسيير، تخصص: نقود ومالية، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2009-2010، ص ص: 67، 68.

² ميلود وعيل، مرجع سابق، ص: 10.

التحسن المتزايد في نوعية الحياة لكل أفرادها، بمعنى زيادة قدرة المجتمع على الاستجابة للمتطلبات الأساسية والحاجات المتزايدة لأعضائه، بالصورة التي تكفل زيادة درجات إشباع تلك الحاجات عن طريق الترشيح المستمر لاستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة، وحسن توزيع عائد ذلك الاستغلال.¹

"ويرى S,Wagel (س. واجل) أن التنمية تتضمن معنى الموازنة بين أحوال المعيشة الحالية والأحوال المرغوب فيها والتي يمكن تحقيقها، وان هناك علاقة وثيقة بين التنمية الاقتصادية وتكوين رأس المال، حيث أن رأس المال يمثل عملية بناء للطاقة الانتاجية في الاقتصاد بينما تتطلب التنمية استغلال هذه الطاقة من أجل رفع مستوى المعيشة في المجتمع".²

كما تعرف أيضا أنها: "عملية تتضمن تحقيق معدل نمو مرتفع لمتوسط الدخل الفردي الحقيقي خلال فترة زمنية قدرها تقريبا ثلاثون سنة بشرط أن لا يرافق ذلك تدني في توزيع الدخل أو زيادة نسبة الفقر في المجتمع".³

ثانيا: أهداف التنمية الاقتصادية.

للتنمية الاقتصادية أهداف عديدة تدور كلها حول رفع مستوى معيشة السكان، وتوفير أسلوب الحياة الكريمة، ولا ينظر إلى التنمية باعتبارها غاية في حد ذاتها، وإنما ينظر إليها على أنها وسيلة لتحقيق غايات أخرى، ومن الصعب تحديد أهداف معينة في هذا المجال نظرا لاختلاف ظروف كل دولة، إلا أنه يمكن إبراز بعض الأهداف الأساسية التي يجب أن تتمحور حولها الخطة العامة للتنمية الاقتصادية، ومنها ما يلي:⁴

1. زيادة الدخل القومي: الهدف الأساسي الذي يدفع هذه البلدان إلى القيام بالتنمية الاقتصادية، هو محاولة معالجة فقرها وانخفاض مستوى معيشة سكانها، ولا سبيل للقضاء على هذا الفقر، وانخفاض مستوى المعيشة وتحاشي تفاقم المشكلة السكانية إلا بزيادة الدخل القومي الحقيقي، غير أن حدود هذه الزيادة في الدخل القومي الحقيقي تتوقف على إمكانيات الدولة المادية والفنية، فكلما توفرت أموال كثيرة وكفاءات أحسن، كلما أمكن تحقيق نسبة أعلى للزيادة في الدخل القومي، وكلما كانت هذه العوامل نادرة فإن نسبة ما يمكن تحقيقه من زيادة في الدخل القومي الحقيقي أصغر.

وعموما يمكن القول بأن زيادة الدخل الحقيقي، أيا كان حجم هذه الزيادة أو نوعها، يعتبر من أولى أهداف التنمية الاقتصادية، وأهمها على الإطلاق في الدول المتخلفة اقتصاديا.

¹ محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: تخطيط، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص: 13.

² محمد صفوت قابل، نظريات وسياسات التنمية الاقتصادية، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2008، ص: 64.

³ عبد الغفور دادن، تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي. دراسة حالة السوق المالي للإمارات العربية المتحدة (دبي، أبوظبي) والجزائر باستخدام نموذج متعدد العوامل 2001-2013، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2015-2016، ص: 145.

⁴ موسى ولد الشيخ، مرجع سابق، ص ص: 36، 38.

2. **رفع مستوى المعيشة:** ان تحقيق مستوى مرتفع للمعيشة من بين الأهداف الهامة التي تسعى إلى تحقيقها الدول المتخلفة اقتصاديا، ذلك أنه من المتعذر تحقيق الضرورات المادية للحياة من مأكّل وملبس ومسكن وغيرها وتحقيق مستوى ملائم للصحة والثقافة، ما لم يرتفع مستوى معيشة السكان وبدرجة كافية لتحقيق مثل هذه الغايات.

فالتنمية الاقتصادية ليست مجرد وسيلة لزيادة الدخل القومي فحسب، وإنما هي أيضا وسيلة لرفع مستوى المعيشة، فالزيادة في الدخل القومي قد لا تكون مصحوبة بأي تغيير في مستوى المعيشة، وذلك عندما تحدث زيادة في السكان أكبر من زيادة في الدخل القومي، أو عندما يكون نظام توزيع هذا الدخل مختلا. ولعل أقرب مقياس للدلالة على مستوى معيشة هذا الفرد، هو متوسط ما يحصل عليه من الدخل، فكلما كان هذا المتوسط مرتفعا، دل ذلك على ارتفاع مستوى المعيشة، وبالعكس كلما كان منخفضا كلما دل ذلك على انخفاض مستوى المعيشة.

3. **تقليل التفاوت في الدخل والثروات:** هذا الهدف من الأهداف الاجتماعية للتنمية الاقتصادية، حيث نجد أنه في معظم الدول المتخلفة ورغم انخفاض الدخل القومي وانخفاض متوسط نصيب الفرد منه، تفاوتت كثيرا في توزيع الدخل والثروات، إذ تحصل طبقة صغيرة من أفراد المجتمع على حصة كبيرة من هذه الثروة، ويصبح المجتمع مكون طبقة غنية جدا، وأخرى في حالة الفقر المدقع، هذا بالإضافة إلى أنه غالبا ما يؤدي إلى اضطرابات فيما ينتجه المجتمع وما يستهلكه، ويزيد الجزء المعطل في رأسمال المجتمع، ذلك أن الطبقة الغنية التي تستحوذ على كل الثروات ومعظم الدخل، لا تتفق في العادة كل ما تحصل عليه من أموال بسبب صغر ميلها الحدي للاستهلاك، وهي عادة تكتنز الجزء الأكبر من الدخل بعكس الطبقة الفقيرة التي يدفعها ارتفاع ميلها الحدي للاستهلاك إلى إنفاق كل ما تحصل عليه من أموال.

يؤدي الاكتناز في الأجل الطويل، إلى ضعف قدرة الجهاز الإنتاجي، وزيادة تعطيل العمال، لذا فليس من المستغرب أن يعتبر تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات من بين الأهداف الهامة التي يجب أن تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها.

4. **تعديل التركيب النسبي للاقتصاد القومي:** من بين الأهداف الأساسية للتنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة تعديل التركيب النسبي الاقتصادي القومي، فاعتماد الدول على قطاع اقتصادي معين كمصدر من مصادر الدخل القومي، وسيطرة هذا القطاع على اقتصاد الدولة يجعلها تتعرض لكثير من التقلبات الاقتصادية الشديدة، نتيجة تقلبات الإنتاج والأسعار، وموجات الانتعاش والرواج أو انتشار الكساد والبطالة، يعتمد على أداء هذا القطاع. فاعتماد الدولة على قطاع معين، يشكل خطرا جسيما على ما تنشده من هدوء واستقرار من مجرى حياتها الاقتصادية، لذا فإن التنمية الاقتصادية يجب أن تسعى إلى التقليل من سيطرة أحد القطاعات على الاقتصاد القومي، وبذلك تضمن القضاء على التقلبات التي تصيب النشاط الاقتصادي، أو على الأقل تضمن التخفيف من حدتها.

ثالثا: عناصر التنمية الاقتصادية.

ووفقا للتعريف السابقة للتنمية فإنها تحتوي على عدد من العناصر أهمها:¹

1 - الشمولية: فالتنمية هي تغير شامل ينطوي ليس فقط على الجانب الاقتصادي المادي، ولكن أيضا على الجانب الثقافي والسياسي والاجتماعي والأخلاقي، وبذلك تكون التنمية تعني التوازن في البنية القطاعية للاقتصاد، والتوازن الاجتماعي بين المناطق الجغرافية والفئات الاجتماعية، وتوطن القدرة التكنولوجية، والاعتماد على الذات، وبناء اقتصاد وطني متكامل؛

2 - حدوث زيادة مستمرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي لفترة طويلة من الزمن: مما يعني أن التنمية عملية طويلة الأجل، أي أنها تتصف بالاستمرارية أو الديمومة؛

3- حدوث تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة: إذ أن الفهم الصحيح لعملية التنمية يعني توزيع ثمار النمو على نحو أكثر عدالة في المجتمع، وأن يستطيع المجتمع كله من خلالها أن يحقق إشباعا لحاجاته الضرورية، وبهذا فالتنمية لا تتطلب فقط النمو في نصيب الفرد من الناتج، ولكنها تتضمن أيضا التحسينات في السلع الاستهلاكية المتاحة لأكثر نسبة من السكان بما في ذلك الأفراد ذوي الدخل المحدود؛

4 - ضرورة التحسن في نوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد: لأن الزيادة في الدخل النقدي لا تضمن في حد ذاتها تحسن المستوى الاقتصادي والاجتماعي للأفراد، حيث تبين مختلف الدراسات أن من أهم خصائص الطبقة الفقيرة في المجتمعات المتخلفة: سوء التغذية، ارتفاع معدل الأمية، سوء الحالة الصحية، وسوء المسكن وازدحامه؛

5- تغيير هيكل الإنتاج: بما يضمن توسيع الطاقة الإنتاجية بطريقة تسمح بالتراكم الذي يمر عبر تنويع الإنتاج من القطاعات المختلفة، مما يسمح بخلق سوق لمختلف المنتجات؛ الأمر الذي يسمح بمزيد من التوسع، وخاصة إذا اعتمد الإنتاج على القطاعات الصناعية ذات المرونة الإنتاجية.

الفرع الثالث: الفروقات الأساسية بين النمو والتنمية الاقتصادية.

سنحاول من خلال ما يلي توضيح الفروقات الأساسية التي ينطوي عليها مفهومي النمو والتنمية:²

- النمو الاقتصادي يشير الى الزيادة المضطردة في الناتج القومي الاجمالي لفترة زمنية طويلة من الزمن دون حدوث تغييرات مهمة وملموسة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية، بينما تشمل التنمية الاقتصادية اضافة الى النمو في الناتج القومي الاجمالي حصول تغييرات هيكلية مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والديمقراطية، وفي التشريعات والانظمة؛

¹ محي الدين حمداني، مرجع سابق، ص: 15.

² حسبية زليدي، فعالية اعادة تدوير الأموال البترولية في التنمية الاقتصادية "دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1970 - 2012"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ل. م. د، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 - 2015، ص: 158،

- كما يفرق Schumpeter بين الاثنيين بالقول بأن التنمية هي تغيير غير مستمر وفجائي في الحالة المستقرة، بينما النمو هو تغيير تدريجي ومستقر في الأجل الطويل والذي يحدث من خلال الزيادة العامة في معدل الادخار وفي السكان؛
- ويميل بعض الاقتصاديين الى التمييز بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، من خلال كون التنمية تتمثل في تحقيق زيادة سريعة تراكمية في الدخل الفردي عبر فترة ممتدة من الزمن، أما النمو فيتمثل في رفع مستوى المعيشة؛
- التنمية الاقتصادية تمثل تدخلا اراديا من الدول لإجراء تغييرات جذرية في هيكل الاقتصاد وعلاج الاختلالات، وهي تؤدي بذلك الى تحسين كفاءة الاقتصاد وزيادة الناتج، أما النمو الاقتصادي فهو نمو تلقائي للاقتصاد يؤدي الى زيادة الناتج القومي دون تغيير اداري في عمل وأداء الاقتصاد، فهو يحصل مع مرور الزمن باستمرار وجود تشكيلة اجتماعية معينة وسعيها الدائم للعيش، فالسكان ينمون وتنمو احتياجاتهم من السلع والخدمات المختلفة، وبالتالي فإنهم يحاولون زيادة انتاجهم منها، وبذلك ارتبط النمو الاقتصادي بمعدل نمو الناتج القومي الاجمالي، فالنمو الاقتصادي يسبق التنمية وهو ظاهرة تحدث في الاجل القصير في حين أن التنمية لا تحلل إلا في الأجل الطويل ولا يمكن الحكم عليها الا بعد مضي فترة زمنية ليست قصيرة؛
- تشير التنمية الى البلدان النامية والنمو الى البلدان المتقدمة، حيث يستخدم اصطلاح النمو الاقتصادي للإشارة الى مظهر التقدم الاقتصادي أو دلائله، وعلى الاخص زيادة في الدخل القومي الحقيقي، أما اصطلاح التنمية الاقتصادية فيستخدم للإشارة الى التغييرات الاساسية التي تؤدي الى احداث التقدم، وبالأخص التغيير في البنيان الاقتصادي الذي يصاحب عادة نمو الدخل الحقيقي في المدى الطويل، كالتغيير في الناتج الصناعي، الزراعي، والناتج في قطاعات الخدمات الى مجموع الناتج القومي.¹

المطلب الثاني: دور سوق الأوراق المالية وقنوات تأثيرها على النمو الاقتصادي.

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين احدهما مادية وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال وتداول للسلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج. والأخرى مالية وتتعلق بحركة انتقال وتداول الأصول المالية، وقد ترتب على هذا انقسام المعاملات التي تصدر عن أي وحدة اقتصادية إلى معاملات مقترنة بالإنتاج والاستهلاك والاستثمار وعمليات أخرى داخلية يترتب عليها دخل أصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية، وعمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر، وبالتالي تحقيق الانسجام والتكامل بين هذه المعاملات يحقق النمو والتنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد.

تتزايد أهمية اسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية اقتصادية والتي يعتمد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية، وتستمد الاسواق المالية اهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، فهي اداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب الاقتصاد ومجالاته، وفي الوقت نفسه تتأثر به، مما يحدث بالتالي اثارا جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب فائض رأس المال (طويل الأجل خاصة) غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل الى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وبذلك من خلال عملية الاستثمار التي يقوم بها الافراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة الى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الاسهم والسندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن تم تأكيد اهمية ادارة الموارد النقدية للمشروعات، فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغر المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، وكلما كانت الأسواق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة عن طريق زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ما يؤدي الى رفع مستويات التشغيل أو التوظيف ما يعمل على تحقيق مستويات أفضل للدخول على المستوى الفردي أو القومي، مما يحقق التنمية الحقيقية لاقتصاديات الدول.¹

¹مناضل عباس حسين الجواري، محسن عبد الله الراجحي، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، ورقة بحثية مقدمة لمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، 2009، العراق، ص ص: 286، 287.

وذلك من خلال ما يلي:¹

- تحقيق الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
 - القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الاموال لتحقيق السيولة الالزامية للمجتمع، ودع الاستثمارات ذات الأجل المختلفة؛
 - تفعيل اهمية التعامل بالأوراق المالية لدى المجتمع وتحويلهم الى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي؛
 - رفع مستويات الانتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات افضل للدخول الفردية أو على المستوى القومي؛
 - تمويل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والاسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.
- ويمكن توضيح مساهمة الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في اهم النقاط التالية:²
- أولاً- تساهم الأسواق المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية عددا وعدة من صناديق حكومات لتسهم في عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض من الخارج؛
- ثانياً- تساعد الحكومات والسلطات المالية فيها ممثلة بوزارات المالية لديها في تمويل خططها الإنمائية ومقدرتها على الإنفاق من خلال إصدار السندات الحكومية؛
- ثالثاً- تقوم بمساعدة السلطات النقدية وممثلة بالبنوك المركزية في الدول على إدارة سياستها النقدية من خلال استخدامها لعمليات السوق المفتوحة المعروفة وإصدار شهادات الإيداع وأذون الخزينة قصيرة الأجل "لغاية 90 يوم" والتي تعتبر من أهم الأدوات غير المباشرة لهذه السياسة بالإضافة إلى الأدوات الأخرى مثل سعر إعادة الخصم ومعدلات الاحتياطي الإلزامي؛
- رابعاً- زيادة الوعي التمويلي والاستثماري للأفراد والمؤسسات من خلال تقديم برامج وحزم وأدوات مالية واستثمارية مختلفة؛
- خامساً- مساعدة الأفراد وصناديق الاستثمار والتقاعد والادخار في الدول وخصوصا الدول النامية، والتي تفتقد عادة لبرامج وخطط استثمارية موجهة وبطريقة تناسب تلك الفئات والنوعيات، في استثمار مداخلهم ومدخراتهم وحاصل اشتراكاتهم في أدوات مالية واستثمارية جيدة وبظروف وشروط وفتترات وأدوات وعمليات تتوافق مع متطلبات تلك الفئات والأفراد؛

¹ عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي "دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 الى 2013"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص ص: 106، 107.

² سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص ص: 32، 33.

سادسا- العمل مع الجهات المالية والتنظيمية المختلفة على رفع مستوى الشفافية والمصادقية في الشركات المستثمر فيها ومن خلالها.

سابعا- ستساعد الأوراق المالية في تحسين قدرة القطاعات الاقتصادية المختلفة في استخدام أدوات التمويل المتاحة، من خلال السوق المالية لتمويل عملياتها وأنشطتها وتوسعاتها، بهدف التقليل من الاعتماد على البنوك التجارية كمصدر وحيد للتمويل، وبالتالي التقليل من مخاطر وتكاليف التمويل والمتعلقة بتقلبات أسعار الفائدة والتغير في شروط التمويل التجاري لاحقا.

الفرع الثاني: قنوات تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي.

إن الاتجاه المؤيد للعلاقة الوثيقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، يرى ان تطور وكفاءة الأسواق المالية يمكن ان يساهم في تحقيق وزيادة النمو الاقتصادي وذلك من خلال الوظائف المتعددة التي يؤديها تلك الأسواق في النشاط الاقتصادي، خاصة فيما يتعلق بتخصيص الموارد المالية نحو القطاعات الأكثر كفاءة في الاقتصاد. حيث في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات من القرن الماضي أكدت نماذج النمو الداخلي أن الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية من تجميع المدخرات، وتحليل المعلومات، ومشاركة المخاطر، وتوفير السيولة لها أثر ايجابي على النمو الاقتصادي وان درجة تطور السوق المالية يعد مؤشرا جيدا للتنبؤ بمعدلات النمو الاقتصادي في المستقبل.

وهناك عدة قنوات يمكن للسوق المالي من خلالها ان يؤثر على النمو الاقتصادي اهمها:¹

1- السيولة: تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، حيث تمثل إمكانية تحويل أي شكل من أشكال الاصول الى نقد خلال فترة زمنية قصيرة ودون تحمل تكاليف اي دون تغيير في السعر، اذا فالكثير من الاستثمارات المربحة تحتاج الى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن غالبا ما يحجم المستثمرون على التخلي عن السيطرة عن مدخراتهم لفترات طويلة. لهذا تجعل الأسواق المالية ذات السيولة العالية الاستثمار اقل خطر وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على أصول مالية، مع إمكانية بيعها بسهولة ويسر، إذا أرادوا ذلك، وفي نفس الوقت تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال اصدار المزيد من الأسهم، وعليه فالسيولة تسهل الاستثمار على المدى الطويل، وبالتالي تعزز التوقعات لنمو الاقتصادي الطويل الأجل.

ألا أن السيولة العالية من شأنها دحض عملية النمو الاقتصادي وذلك لأن أسواق الأسهم ذات السيولة العالية قد تقلل من نسبة الاستثمار، بسبب تأثير حالة عدم التأكد على الاستثمار. كما أن الأسواق المالية التي تتمتع بسيولة عالية تشجع قصر النظر لدى المستثمرين، ذلك أنها تجعل من السهل على المستثمرين غير

¹بالاعتماد على:

- عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص ص: 107، 109. (بتصرف)
 - سمير شرف، اسماعيل شعبان، هدى اسبر، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، 2009، سوريا، ص: 3، 6.

الراضين بيع أسهمهم بسرعة، وبالتالي فهي قد تضعف التزامهم، وتقلل الحوافز التي تجعلهم يمارسون الرقابة على الشركات المساهمين فيها، الامر الذي قد يؤثر عكسيا على أداء تلك الشركة، ومن تم التأثير السلبي على النمو الاقتصادي، ويتم قياس السيولة في السوق المالية من خلال مؤشري معدل الدوران ونسبة حجم التداول.

2- تنوع المخاطر: يعد تنوع المخاطر أحد أهم الوظائف الأساسية للأسواق المالية وتشير بعض الدراسات التجريبية إلى دور تنوع المخاطر في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، بسبب تحول الاستثمارات إلى مشاريع عالية المخاطر ذات عوائد مرتفعة. وتقوم سوق النقود بتلك الوظيفة بالنيابة عن اصحاب الفوائض المالية من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية لمؤسسات الوساطة المالية البنكية، ومن ناحية أخرى يعمل تطوير السوق المالية واندماجها في الأسواق المالية على زيادة قدرة الأسواق المالية على أداء تلك الوظيفة، فتتبع المخاطر الناتج عن تكامل الأسواق العالمية يشجع على الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة من خلال إجراء المقارنات مع باقي الأسواق العالمية. وبالمقابل فإن انحصار التعاملات في أنواع محددة من الأوراق المالية يساهم في ارتفاع المخاطر مما يؤدي إلى انخفاض الادخار وتقلص النمو الاقتصادي.

3- تجميع المدخرات: تتكامل الوظائف المتعددة للأسواق المالية من اجل تجميع مدخرات المستثمرين في وعاء يمكن من خلاله تمويل المشروعات ذات الاحتياطات التمويلية الكبيرة، فتوفير السيولة والمشاركة في المخاطر تسهم في زيادة قدرة الاسواق المالية على تجميع المدخرات وتوجيهها الى الاستثمارات ذات الانتاجية الأعلى لرأس المال وكذلك تزيد من معدلات النمو الاقتصادي.

4- زيادة معدل نمو الاستثمار: يشجع السوق المالي على تنمية الادخار الاستثماري بشكل عام، وخاصة بالنسبة لصغار المستثمرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع استثمارية مستقلة بأموالهم، بسبب صغر حجم هذه المدخرات وعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، ومن تم فانهم يفضلون شراء اوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة اغراض التنمية والحد من التضخم، وبذلك يساهم في زيادة تكوين رؤوس الاموال للشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار، ومنه زيادة معدل النمو الاقتصادي، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الاسهم أو السندات)، وذلك وفقا لاتجاهات الاسعار.

كما تجدر الاشارة الى الدور الذي تؤذيه الاسواق المالية في كل من الانفاق الاستهلاكي والانفاق الاستثماري، من خلال ما يسمى بأثر الثروة الناجم في حالة ارتفاع القيم السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الاسمية، الأمر الذي يؤدي الى ارتفاع ثروة المستثمرين، حيث يتم انفاق جزء منها على الاستهلاك، وجزء على الاستثمار، مما يؤدي مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، الى زيادة الطلب الكلي، ومن تم الدخل.

5- تخفيض تكلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة: يساهم السوق المالي في تزيد المتعاملين بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار، وفي الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات، والذي يساهم في تشجيع الأفراد للادخار والاستثمار في أن واحد.

6- **تقييم الشركات والمشروعات:** يعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، من خلال الحكم عليها بالنجاح والفشل، فإنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل على عدم نجاحها، أو ضعف مركزها المالي، وهو ما يؤدي الى اجراء بعض التعديلات في قيادتها املا في تحسين مركزها واتتاجها، الأمر الذي يؤثر ايجابا في الاستثمار، ومنه في النمو الاقتصادي.

7- **جذب العملة الصعبة:** تسعى سوق الأوراق المالية الى جلب الاستثمارات الأجنبية وذلك باتباع طرق شتى، أهمها ازالة القيود على الاستثمار الأجنبي في السوق المالي، وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها، حيث ان انضمام الشركة الى هذا السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات، ويدل على اوضاعها الاقتصادية الجيدة، ومركزها المالي المقبول. ومنه تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، وتخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلالها المؤسسات من تمويل مشاريعها.

8- **التقليل من التضخم والانكماش المالي:** تمثل سوق الاوراق المالية احد القنوات التي تسعى السلطة النقدية الى تحقيق اهدافها من خلالها، ويبرز هذا الدور في سوق الأوراق المالية المتقدمة، والتي تتمتع بوجود عدد كبير جدا من المتعاملين، واحجام كبيرة من التعاملات، الامر الذي يرفع كثيرا من فعالية السياسة النقدية ويتدخل البنك المركزي اذا ما كان راغبا في تخفيض معدلات التضخم بعرض (بيع) الأوراق المالية، ليسحب بذلك كتلة من النقد، ويحصل العكس في ما اذا كان يرغب في معالجة حالة الانكماش المالي؛¹

9- **تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية:** اصبحت سوق الأوراق المالية تمثل بديلا مناسباً أمام الحكومات لتمويل التنمية بشروط وتكاليف مناسبة، مقارنة بعملية الاقتراض من جهات خارجية والتي تفرض شروطا وتكاليف غير ميسرة، لا من حيث سعر الفائدة المرتفعة، ولا من حيث مدة القرض.² وبما أن للأسواق المالية تلك الأدوار الهامة لأي اقتصاد دولة وحكومة، فيجب علينا الاعتراف بأنه ليست كل الأسواق المالية لها القدرة على تحقيق تلك الأدوار، وذلك بسبب أن بعض تلك الأسواق وخصوصا العربية تعاني من مواطن ضعف قد تكون شديدة نوعا، ما في بعض الأماكن ويجب على المسؤولين بإدارة تلك الأسواق أو الجهات التنظيمية والتشريعية والحكومية وأيضا القطاع الخاص دراستها وإيجاد الحلول لها، وذلك لتسهيل أية عمليات استثمارية كبرى كانت أو صغيرة للتأكد من استمرارية تلك الأسواق أن تقوم بالدور المطلوب منها.

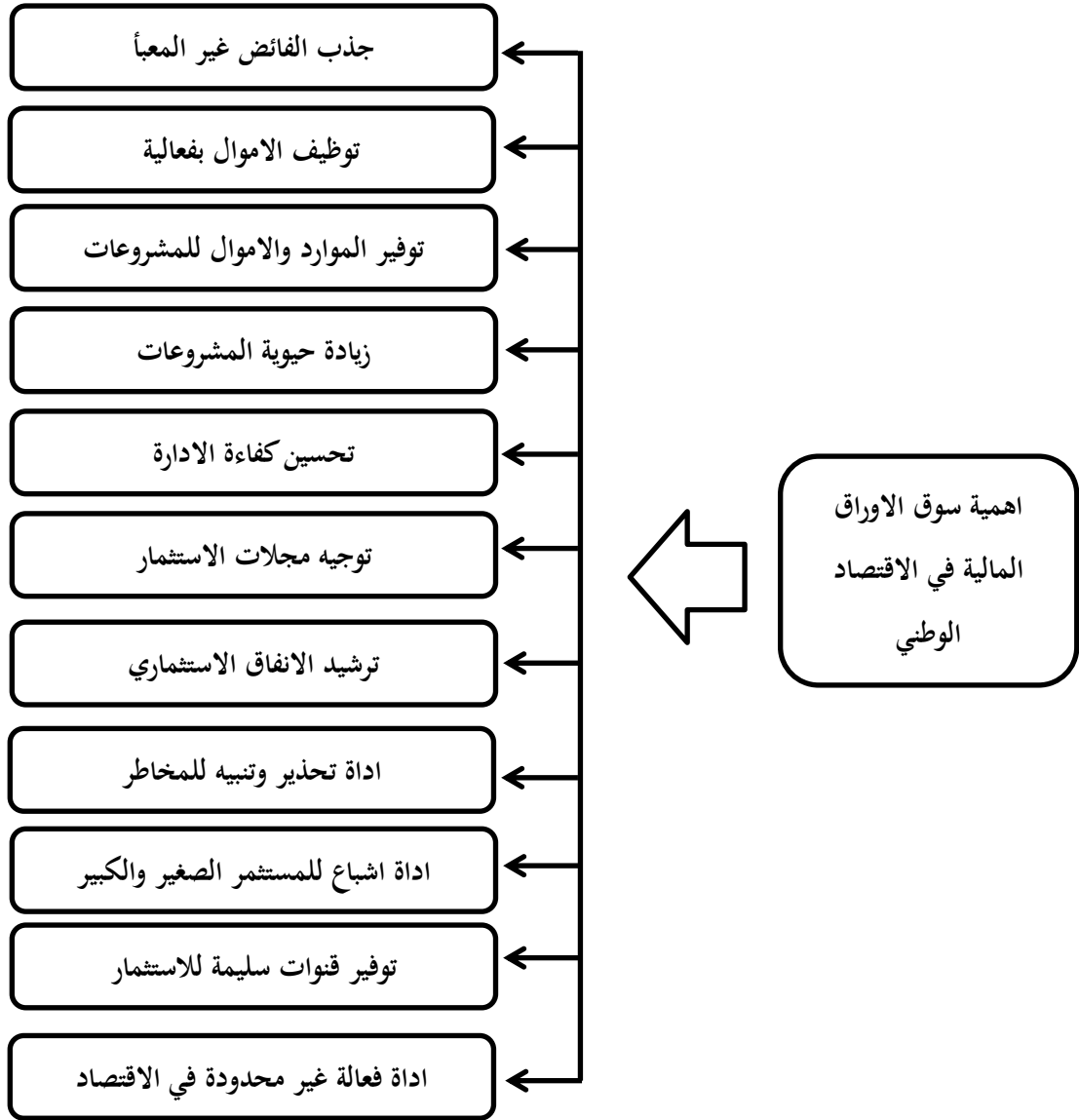
¹الياس الازهر بن دحان، مرجع سابق، ص: 23.

²نفس المرجع، ص: 24.

- وعليه لا بد للأسواق المالية أن تتمتع بشروط تمكنها من تحقيق الدور المنوط بها ويمكن إيجازها أهم الشروط في النقاط التالية:¹
- أ- أن تتمتع تلك الأسواق بدرجة من السيولة «Liquidity» الكافية والمطلوبة والتي تسمح للمتعاملين في الأسواق المالية وفي أدوات مالية واستثمارية بعينها من إمكانية الاستثمار والخروج منها (شراء وبيع) وبسرعة كبيرة؛
- ب- استمرارية الأسواق المالية بقدرتها على تحقيق مبدأ الشفافية والكفاءة في تلك الأسواق، من خلال قدرتها على تحقيق مبدأ العدالة والإنصاف في توفير المعلومات عن الأدوات المالية والاستثمارية للشركات، في التوقيت والطريقة والأسلوب المتبعة عالمياً وبدون وجود أية عوائق لتوفير تلك المعلومات؛
- ج - أن تتمكن الأسواق المالية من توفير العمق المطلوب حتى يتمتع السوق بسيولة كافية، وعليه يجب على تلك الأسواق جذب أعداداً كبيرة ومختلفة من المستثمرين، مما يحد ويقلل من أية تقلبات سعرية في الأدوات الاستثمارية والمدرجة في تلك الأسواق؛
- د - يجب أن تكون الأسواق المالية لها القدرة التنظيمية والمالية والعلمية في تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية المدرجة والمتداولة فيها، والتي هي الأساس تقوم على معلومات تاريخية وأنية لأداء الشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية، وأن تستمر بتوفير تلك المعلومات على أساس يومي لا بل لحظي لكي يتيح للمستثمرين القدرة والمعرفة لتحليل ودراسة تلك المعلومات واتخاذ القرارات المالية والاستثمارية تجاه تلك الأدوات والأوراق المالية والاستثمارية بطريقة عادلة ونزيهة لتحقيق تلك الأسواق بما يسمى بكفاءة المعلومات؛
- هـ - عدم وجود بيئة سياسية مستقرة لتلك الأسواق يزيد من عوامل المخاطرة للمستثمرين وخصوصاً الأجانب، وبالتالي يجب توفير بيئة تشريعية وتنظيمية واقتصادية مستقرة وجاذبة للاستثمار.

¹سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص ص: 33، 34.

الشكل رقم (6): أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني.



المصدر: إلياس الازهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي "دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص: 21.

المطلب الثالث: العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

تعتبر العلاقة بين المتغيرات الحقيقية والاسمية من أهم المواضيع الاقتصادية التي لاقى اهتماما من قبل الباحثين والاقتصاديين في النظرية الاقتصادية. ويتمحور اهتمام الباحثين في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وتعتقد بعض الدراسات أن التطور المالي بصفة عامة وتطور أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة يمكن أن يعظم معدل التراكم الرأسمالي والاستثمارات في الاقتصاد، وهو من شأنه أن يدعم فرص النمو الاقتصادي للبلد، ويعود الاهتمام النظري بالعلاقة بين التطورات المالية والنمو الاقتصادي الى أبحاث الاقتصادي الألماني "شومبيتر" (Joseph Shumpeter) و"والتر باجيت" (Walter Begehot) و"جون هيكس" (John Hicks) الذين أكدوا على أهمية الوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري المحفز على النمو الاقتصادي، وإزاء ميل أغلب الدراسات التطبيقية الى تأييد اتجاه العلاقة السببية من التطور المالي الى النمو الاقتصادي، فإنه يصبح من الضروري توضيح دور سوق الأوراق المالية في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي، وتشير العديد من الدراسات الى أن سوق الأوراق المالية المتطورة توفر فرصا عديدة لتحفيز النمو الاقتصادي،¹ وعليه فقد اختلفت وجهات النظر والدراسات حول اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيران في ثلاث وجهات:

الفرع الأول: أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

فلقد جاءت بعد دراسة شومبيتر، الاقتصادي البارز جيمس توبين (James Tobin) الذي ارسى الدائم النظرية المعروفة بنظرية Q الخاصة بوصف العلاقة المباشرة بين الاستثمارات وتطور سوق راس المال ليؤكد صحة آراء (Begehot و Shumpeter). وتشير نظرية Q التي تعبر عن نسبة القيمة السوقية للاستثمار الى تكلفة توظيف راس المال الى ان سوق راس المال توفر الظروف الملائمة لاتخاذ القرار الاستثماري عندما تزيد القيمة السوقية للاستثمار عن تكلفة الاستثمار. ويعني ذلك استجابة القرار الاستثماري لأنماط التمويل، حيث يتيح ارتفاع أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال للشركات الفرصة لإصدار الأوراق المالية الجديدة بتكلفة منخفضة تلبية لأغراض التمويل الداخلي. ويكون وقت الاصدار مناسباً عندما تكون أسعار الأوراق المالية أقل من قيمتها الحقيقية.²

وتعد دراسات "والتر باجيت" (Walter Bagehot) و"ماكينون وشو" (McKinnon- Shaw) من أول الدراسات الرائدة التي أبرزت أهمية التطورات المالية في تحفيز النمو الاقتصادي، فقد أكد الباحثان أن القيود الكمية التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المالي تؤدي الى تقييد كمية ونتاجية الاستثمارات، وبالتالي فهي تعمل كعوائق مثبطة للنمو الاقتصادي، وفي المقابل تؤدي السياسات التحريرية لأنشطة القطاع المالي الى تحفيز النمو الاقتصادي من خلال تحسين نوعية وكمية الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية.³

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص: 146، 148.

² عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص: 113.

³ نفس المرجع، ص: 113.

ويعتقد (Spellman) أن وجود النظام المالي المتطور المتسم بالعمق والكفاءة والمصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه ترتيب اثار ايجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد، ويتجلى تلك الاثار في انتقال منحنى امكانيات الانتاج الى اليمين بسبب التغير في حجم الموارد الكلية و/ أو التحسين في استغلال تلك الموارد، وفي المقابل هذه الحجج المؤيدة للدور القيادي لأسواق الاوراق المالية.¹

الفرع الثاني: أثر النمو الاقتصادي على أسواق الاوراق المالية.

يعتقد العديد من الاقتصاديين منهم "جون روبنسون" (John Robinson)، أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي الى التطور المالي، كما يرى أن التطور المالي هو دالة موجبة في الثروة الحقيقية، فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في المتوسط الدخل الفردي الى نمو متسارع في الأصول المالية، ويعني هذا أن اتجاه العلاقة السببية يكون من الناتج الوطني الى الأصول المالية. وتعتبر دراسة "جولد سميث" (Goldsmith) وفي هذا الصدد من أهم المساهمات التطبيقية التي دعمت الأساس النظري لدراسة (Gurly and Show)، حيث أكد أنه من بين حوالي 35 دولة نامية ومتقدمة تم بحثها تبين ان المؤشرات المالية تتجه للزيادة مع كل نمو في الدخل والثروة.² الى جانب ذلك أوضحت دراسة (King and Plosser) أن التغيير في التراكم الرأسمالي يحدث بالتزامن مع التطور التكنولوجي، وبالتالي يكون تأثير السياسة النقدية على الاستثمارات والقطاع الحقيقي هامشياً. وهو ما يعني محدودية تأثير العوامل المالية على النمو الاقتصادي. وقد ايد "إرلند" (Irland) هذه الفكرة من خلال استخدام اسلوب دراسة السلاسل الزمنية، حيث توصل الى ان الطلب على الاصول المالية في الاقتصاد الوطني يتغير بتغير معدل النمو الاقتصادي.³

الفرع الثالث: التأثير المزدوج لأسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

وفي هذا السياق يفرق "باتريك" (Patrick) بين نوعين من التطورات المالية هما: العرض القائد (Supply-Leading) والطلب التابع (Demand-Following)، ويشير العرض القائد الى الوضع الذي يكون فيه ايجاد الأسواق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابقاً للطلب على هذه الأصول، ولذلك فالتطور المالي يقود النمو الاقتصادي، في حين يشير الطلب التابع الى الوضع الذي يكون فيه ايجاد الأسواق المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد، وبالتالي فالتطور المالي هو جزء من العملية التنموية. وازاء ذلك يرى (Patrick) أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين، حيث تتجه من القطاع المالي الى النمو الاقتصادي من خلال المراحل الأولى من التنمية، في حين تتجه السببية من النمو الاقتصادي الى القطاع المالي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الاقتصادية.⁴

¹ رفیق مزاهدیة، مرجع سابق، ص: 146، 147.

² عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص: 114

³ رفیق مزاهدیة، مرجع سابق، ص: 147.

⁴ خالد بن حمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحثية مقدمة الى مجلة جامعة الملك عبد

العزیز، الاقتصاد والادارة، المجلد الثامن، العدد الاول، جدة - المملكة العربية السعودية، 2004، ص: 6.

ويستنتج مما سبق أن هناك اتجاه لتأييد دور سوق رأس المال وزيادة الاستثمارات وتحريك عجلة النمو الاقتصادي، على الرغم من آراء المشككين في هذا الدور، ومن تم يتضح من خلال هذا النقاش أن هناك علاقة مزدوجة بين كل من سوق رأس المال والقطاع المالي بصفة عامة من ناحية والاستثمارات والنمو الاقتصادي من ناحية أخرى. وباختصار وعلى الرغم من تواصل الأبحاث حول هذا الموضوع تشير المرحلة الحالية من المعرفة إلى أن القطاع أو النظام المالي الذي يعمل بكفاءة يمكن أن يحفز معدلات النمو الاقتصادي.

وفي مقابل ذلك فإن النظم المالية غير الكفؤة أو القطاع المالي المتخلف يمكن أن يؤدي إلى عرقلة النمو الاقتصادي للبلد، فأولا تدخل هذه النظم عناصر غير اقتصادية كلية غير ذات كفاءة في عملية الوساطة المالية بين المدخرات والاستثمارات، ومن تم تحد من النمو الاقتصادي، وثانيا قد تؤثر على الأداء السليم لنظام المدفوعات، وتزيد من تكاليف المعاملات وتقلل من الانتاجية الكلية لرأس المال، كما يمكن أن تكون عنصرا هاما في توليد و/أو تعميق الأزمة الاقتصادية الكلية، وفي الوقت ذاته يمكن أن تؤدي السياسات الاقتصادية الكلية غير المناسبة إلى الضعاف أداء وكفاءة النظام المالي، مما يؤثر بدوره على التوازن الاقتصادي الكلي من خلال ايجاد عنصر عدم اليقين وتخصيص الناتج وتقليل الرفاهية.¹

وإزاء ميل أغلب الدراسات التطبيقية إلى تأييد اتجاه العلاقة السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي، فإنه يصبح من الضروري توضيح دور سوق الأوراق المالية في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي، فبينما يشك البعض الآخر مثل "روبرت لوكا" (Robert Lucas) في قدرة القطاع المالي على التأثير على النمو الاقتصادي، ترى نخبة من الباحثين من بينهم "روس لوفين" (Ross Levine) أن النظام المالي المتطور مهم لتعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية وممارسة الرقابة على الشركات وإدارة المخاطر، ومن الناحية النظرية تشير العديد من الدراسات أن سوق الأوراق المالية المتطورة توفر فرصا عديدة لتحفيز النمو الاقتصادي، فعلى سبيل المثال أشار (Greenwood and Smith) إلى أنه يمكن لسوق الأوراق المالية الكفؤة ان تخفض من تكلفة تعبئة المدخرات في الاقتصاد الوطني.²

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص ص: 147، 148.

² عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص: 115

خلاصة الفصل

لقد تطرقنا من خلال هذا الفصل الى أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وكفاءة سوق الأوراق المالية، كما تناولنا مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، وفي الاخير دور سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي. من خلال دراستنا لهذا الفصل تم الخروج بمجموعة من نتائج وأهمها ما يلي:

- الأوراق المالية هي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذه السوق، ووجدنا ان سوق الأوراق المالية تتمتع بالتنوع في الأدوات المالية المتداولة، وتنقسم هذه الأدوات الى ادوات ملكية وأدوات مديونية وكذلك المشتقات المالية، وهذا التنوع يساعد هذا السوق على تأدية وظيفتها؛
 - الأسهم تمثل حصة رأس مال الشركة التي تصدرها ويعتبر حاملا شريكا في الشركة ويتمتع بحق الحصول على نصيب من الربح، أو يتحمل الخسارة في شكل انخفاض في قيمة الأسهم في التداول، أما السندات فهي التزامات وديون مالية على المقرض ويتمتع حاملها (المقرض) بضمان مالي كامل على أصول الشركة المقرضة وفقا للقانون ويكون حامل السند أيضا دائما بقيمة الفوائد المحددة فيه، وذلك بغض النظر عن نتائج أعمال الشركة، والمشتقات المالية هي عقود نابعة أو مشتقة من الأوراق المالية؛
 - سوق الأوراق المالية الكفؤة هي التي تعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، ولا بد من أن تتوفر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وهناك ثلاث مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية وهي الدرجة الضعيف والمتوسطة، وأيضا القوية وتتوقف هذه المستويات على مدى كفاءة نظم المعلومات المالية؛
 - لمعرفة حالة السوق فإن المؤشرات تعتبر الأداة الأكثر تعبيراً على حالة السوق، حيث تستخدم المؤشرات في إعطاء فكرة سريعة حول عائد المحفظة والحكم على أداء المديرين القائمين على إدارة المحفظة المالية؛
 - سوق الأوراق المالية تساهم في تنشيط الاقتصاد من خلال نقل الأموال من الأطراف الفائض الى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، حيث تعتبر أداة تؤثر على مختلف جوانب الاقتصاد ومجالاته، وصولاً الى تحقيق النمو الاقتصادي، لكن يرى بعض الاقتصاديين إن هذه الأسواق لم تصل الى تحقيق النمو الاقتصادي وليس لها تأثير ايجابيا، في حين يرى البعض الاخر أنها سبب في تحقيق التطور والاستمرارية والتقدم الاقتصادي الذي تطمح اليه كل الدول، وحتى تتمكن هذه الأخيرة من زيادة معدلات النمو الاقتصادي يجب أن تعكس مؤشرات تطورها ومدى كفاءتها على الحالة الاقتصادية للدولة.
- ومن أجل دراسة تطبيقية لعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وذلك من خلال المؤشرات المعتمدة في تحديد طبيعة العلاقة، ومدى تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، سنقوم بتخصيص الفصل الموالي لدراسة هذه العلاقة في الجزائر.

الفصل الثالث:

سوق الأوراق المالية وأثرها
على نمو الاقتصاد الجزائري

تمهيد

إن تحقيق النمو الاقتصادي وضمان استمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، وكما هو معروف فإن تحقيق هذا الهدف يتطلب توفير الموارد المالية اللازمة، لتمويل الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية التي تساهم في خلق قيمة مضافة للاقتصاد الوطني، وقد يكون ذلك من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي وهذا ما يعرف بالتمويل غير المباشر، أو عن طريق التمويل المباشر وذلك من خلال آلية السوق المالي، ومن هنا يبرز دور السوق المالي في تمويل الاقتصاديات الوطنية.

وبسبب الاختلالات وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية، وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية، وهذا ما أدى إلى تزايد اتجاه الدول النامية عامة إلى التحول لاقتصاد السوق، والجزائر كباقي الدول النامية سعت إلى تبني سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية الناجمة عن الأزمة البترولية سنة 1986 والانتقال إلى نظام اقتصاد السوق وإرساء معالمه في الجزائر، ففي الوقت الذي تعتمد فيه الجزائر بشكل أساسي على قطاع المحروقات في اقتصادها، وفي ظل هذا التحول ظهر الاهتمام بالقطاع المالي في الجزائر كمصدر من مصادر التمويل، من خلال إعادة دفع نشاط الأسواق المالية وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

وسنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على وضعية بورصة الجزائر ومحاولة تبيان درجة تطور سوق الأوراق المالية ومدى مساهمتها في إحداث النمو الاقتصادي، من خلال مجموعة من المؤشرات ولكن اخترنا منها فقط المتوقع أن يكون لها الأثر على مستوى النمو الاقتصادي للبلد، تتكون متغيرات الدراسة : مؤشر السوق، القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الشركات المدرجة، والدخل الوطني المتاح المعبر عن النمو الاقتصادي خلال 1999-2016.

إضافة إلى أبرز أهم المشكلات والعقبات التي تواجه بورصة الجزائر وتعرض نشأتها وتطورها وتحد من فعاليتها وتميمتها، لبعض الاقتراحات التي قد أن تساهم في دعم تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر.

من خلال التركيز على المباحث التالية:

المبحث الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر؛

المبحث الثاني: أداء ومؤشرات سوق الأوراق المالية في الجزائر؛

المبحث الثالث: معوقات وافاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الأول: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر.

دخلت الجزائر عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتقال من اقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، فالقطاع المالي في العادة يتبع تطور شكل ونظام النشاط الاقتصادي المتبع، وبعد أن كانت الجزائر تعتمد على التخطيط المركزي في سياستها إلى غاية وقوعها في الأزمة الاقتصادية وفشل نظامها المالي، بات يتعين على الجزائر إصلاح جانب التمويل الذي يتضمن انشاء سوق مالي في الجزائر كسبيل لتحسين معدل الاستثمار، وتوفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية، وعليه يتم التطرق في هذا المبحث الى أهم الإصلاحات المالية المصرفية التي مر بها القطاع المالي في الجزائر، بالإضافة الى عرض لأهم المراحل التاريخية التي مر بها نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر وتنظيم وآلية عمل البورصة والشركات المدرجة في البورصة.

المطلب الأول: الإصلاحات المصرفية والمالية في الجزائر.

في خضم النظام العالمي الجديد والتغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة التي مست كافة المستويات، وتأثر النظام المالي الجزائري سواء على مستوى أدائه أو سياسته أو عملياته، كان لزاما على الدولة الجزائرية أن تغير من سلوكها ونمط تدخلها في الحياة الاقتصادية، لتكسر بذلك قاعدة المركزية المفرطة وتخلق روح المبادرة الحرة، إلا أن إنجاح هذا النمط من الإصلاح الشامل مرهونا بتهيئة الأرضية وكسر التحديات التي تواجه القطاع المالي عامة، بما يقلل من سلبياته ويعمل على زيادة القدرة التنافسية له. فقد قامت الجزائرية بالعديد من الإصلاحات والقوانين المتضمنة إنشاء سوق الاوراق المالية والسماح بإقامة بنوك خاصة، وفروع لبنوك أجنبية فوق التراب الوطني وغيرها من القوانين.

ويمكن الوقوف عند أهم الإصلاحات المالية والمصرفية التي مر بها الجزائر من خلال تصنيفها إلى

مرحلتين:

- مرحلة ما قبل 1990.

- مرحلة ما بعد 1990.

الفرع الأول: الإصلاحات المالية والمصرفية قبل سنة 1990.¹

بدأت مسيرة الإصلاحات المالية والمصرفية في الجزائر سنة 1962م لكن يمكن التسليم بأن الخطوة الفعلية في ذلك كانت إصلاحات عام 1971م المالية التي حملت رؤية جديدة لعلاقات التمويل وتحديد طرق تمويل الاستثمارات العمومية المخططة، وفي عام 1978م تم التراجع عن مبادئ إصلاحات 1971م حيث: تم إلغاء تمويل المؤسسات بواسطة القروض البنكية المتوسطة الأجل وحلت الخزينة محل البنوك في تمويل الاستثمارات العمومية المخططة بواسطة قروض طويلة الأجل.

¹ عبد اللطيف بلغرس، المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل الإصلاحات المالية والمصرفية دراسة تحليلية ورؤية مستقبلية، الملتقى الوطني الأول حول "المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد" 23/22 أفريل 2003، ص ص: 93-94.

ونتيجة للهزة المزدوجة للاقتصاد الجزائري - سقوط أسعار البترول وانهيار سعر صرف الدولار - ظهرت إصلاحات سنة 1986م وذلك بموجب القانون رقم 86-12 الصادر في 19 أوت 1986م المتعلق بالنظام البنوك القرض حيث: تم إدخال إصلاح جدي على الوظيفة البنكية من أجل إرساء المبادئ العامة والقواعد الكلاسيكية للنظام البنكي وتوحيد الإطار القانوني الذي يسير النشاط الخاص لكل المؤسسات المالية، وتم اعتماد ذلك: بإدخال مقاييس الربحية والمردودية والأمان في تسيير البنوك التجارية خاصة في مجال منح القروض بكل أنواعها ومن هنا ظهر ما يسمى بالخطر البنكي كمفهوم جديد دخل عالم تسيير البنوك التجارية الجزائرية.

إن الإصلاحات البنكية لسنة 1986م من جهة والهزة المذكورة من جهة أخرى دفعت بالسلطات الجزائرية إلى: تطبيق برنامج إصلاحي واسع مس مجموع القطاعات الاقتصادية. بما فيها البنوك التجارية وهذا منذ سنة 1988م فموجب القانون رقم 88-01 المؤرخ في 12 جانفي 1988م والمتضمن توجيه المؤسسات العمومية: أدخلت مفاهيم جديدة مثل الاستقلالية والربحية والمردودية ومبدأ المتاجرة على أنماط تسييري المؤسسات العمومية.

وبما أن البنوك هي مؤسسات مالية عمومية استفادت من هذا القانون وتفاعلت مع هذه الإجراءات وطبقت هذه المفاهيم لذلك: تشكل المصادقة على القانونين 88-01 و 88-04 بالنسبة للبنوك الجزائرية مرحلة أساسية... وانتقالها إلى الاستقلالية يمنحها بالفعل القدرة وحتى الالتزام بالتدخل في السوق حسب قواعد المتاجرة. وعليه أصبحت البنوك تتمتع بكامل استقلاليتها - نظريا على الأقل - فيما يخص منحها للقروض ودراستها للمشاريع ومتابعتها لديونها وتسييرها لشؤونها الداخلية وكل ذلك بالطبع له أثره المباشر وغير المباشر الإيجابي منه والسلبي على المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل تلك الظروف قبل إصلاحات سنة 1990م.

الفرع الثاني: الإصلاحات المالية والمصرفية بعد 1990.

من أهم الإصلاحات المالية والمصرفية التي عرفت الجزائر بعد 1990، يمكن حصرها في قانون النقد والقرض المؤرخ في 14 افريل 1990، وسنتطرق إليه من خلال ما يلي:

أولاً: قانون النقد والقرض 10/90.

إن رغبة السلطات في تفادي سلبيات المرحلة السابقة وتجاوز قصور الإصلاحات، وتماشيا مع سياسة التحول إلى اقتصاد السوق ومحاولة الاندماج في الاقتصاد العالمي جاء القانون المتعلق بالنقد والقرض والذي أعاد التعريف كلية بهيكل النظام المصرفي الجزائري، وجعل القانون المصرفي الجزائري في سياق التشريع المصرفي الساري المفعول في مختلف بلدان العالم لاسيما المتطورة منها.

حيث ظهر تغير جذري في فلسفة العمل المصرفي مع المرحلة السابقة، سواء على مستوى القواعد والإجراءات أو على مستوى التعامل والميكانيزمات فضلا عن تغيير المفاهيم وتجديد الصلاحيات المخولة للمؤسسات المصرفية، للقيام بدورها في ظل المرحلة الجديدة ومزاولة نشاطها في إطار اقتصاد السوق.¹

فبعد إصلاحات سنة 1986، المتعلق بالبنك والقرض (أين تم إدخال تغيير جذري على الوظيفة البنكية)، وبعدها إصلاح سنة 1988 الذي منح الاستقلالية للبنوك في إطار التنظيم الجديد للاقتصاد والمؤسسات، في الأخير تم إصدار القانون 10/90 المؤرخ في 14 أفريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض، الذي يمثل منعطفًا حاسمًا فرضه منطوق التحول إلى اقتصاد السوق من أجل القضاء على نظام تمويل الاقتصاد الوطني القائم المديونية والتضخم،² حيث وضع قانون 10-1990 المتعلق بالقرض والنقد النظام المصرفي الجزائري على مسار تطور جديد، تميز بإعادة تنشيط وظيفة الوساطة المالية وإبراز دور النقد والسياسة النقدية، ونتج عنه تأسيس نظام مصرفي ذو مستويين، وأعيد للبنك المركزي كل صلاحياته في تسيير النقد والائتمان في ظل استقلالية واسعة، وللبنوك التجارية وظائفها التقليدية بوصفها أعوانا اقتصادية مستقلة. كما تم فصل دائرة ميزانية الدولة عن الدائرة النقدية من خلال وضع سقف لتسليف البنك المركزي لتمويل عجز الميزانية، مع تحديد مدتها، واسترجاعها إجباريا في كل سنة، وكذا إرجاع ديون الخزينة العمومية تجاه البنك المركزي المتراكمة لغاية 14 / 04 / 1990 وفق جدول يمتد على 15 سنة. وإلغاء الاكتتاب الإجباري من طرف البنوك التجارية لسندات الخزينة العامة، ومنع كل شخص معنوي أو طبيعي غير البنوك والمؤسسات المالية من أداء هذه العمليات.³

ثانيا: مبادئ قانون النقد والقرض.

يمكن إيجاز أهم المبادئ التي تقوم عليها قانون النقد والقرض فيما يلي:

1) الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة الحقيقية: في النظام السابق (التخطيط المركزي للاقتصاد) كانت القرارات النقدية تتخذ تبعا للقرارات الحقيقية، حيث لم تكن هناك أهداف نقدية بحتة، بل كان الهدف الأساسي هو تعبئة الموارد اللازمة لتمويل البرامج المخططة بموجب هذا القانون أصبحت القرارات النقدية مبنية على أساس أهداف نقدية تحددها السلطة النقدية.⁴

¹ عبد القادر قاعة، متطلبات تأهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2008-2009 ص: 86.

² مصطفى بلعزم، راضية بوشعور، تقييم أداء المنظومة المصرفية الجزائرية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي-واقعي وتحديات-، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسبية بن بوعلي، يومي 14 و 15 ديسمبر 2004، ص: 83.

³ بلعزم بن علي، كتوش عاشور، واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح، مداخلة مقدمة ضمن ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي-واقعي وتحديات-، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسبية بن بوعلي، يومي 14 و 15 ديسمبر 2004، ص: 496.

⁴ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000، ص: 142.

(2) **الفصل بين الدائرة النقدية والدائرة المالية:** لم تعد الخزينة حرة في اللجوء إلى البنك المركزي وطلب القروض لتمويل العجز لديها، فلم تعد تتميز بتلك التلقائية ولم تعد بلا حدود، حيث أصبح تمويل الخزينة قائم على بعض القواعد.¹

(3) **الفصل بين دائرة الميزانية ودائرة الائتمان:** فقد كانت الخزينة في النظام الموجه تلعب الدور الأساسي في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية، حيث همش النظام المصرفي وكان دوره يقتصر على تسجيل عبور الأموال من دائرة الخزينة إلى المؤسسات، وخلق مثل هذا الأمر غموضا كبيرا على مستوى نظام التمويل، فجاء قانون النقد والقرض ليضع حدا لذلك، فأبعدت الخزينة عن منح القروض للاقتصاد، ليبقى دورها يقتصر على تمويل الاستثمارات العمومية المخططة من طرف الدولة.² وعليه أصبح النظام المصرفي هو المسؤول عن منح القروض في إطار مهامه التقليدية، ويسمح الفصل بين هاتين الدائرتين ببلوغ الأهداف التالية:

- _ استعادة البنوك والمؤسسات المالية، لوظائفها التقليدية والمتمثلة في منح القروض؛
- _ تراجع التزامات الخزينة في تمويل الاقتصاد؛
- _ أصبح توزيع القروض لا يخضع إلى قواعد إدارية، وإنما يركز أساسا على مفهوم الجدوى الاقتصادية للمشروع.

(4) **إنشاء سلطة نقدية وحيدة ومستقلة:** كانت السلطة النقدية سابقا مشتتة في مستويات عديدة، فوزارة المالية كانت تتحرك على أساس أنها السلطة النقدية والخزينة تلجأ إلى البنك المركزي في أي وقت للاقتراض وتمويل عجزها، وكانت تتصرف كما لو كانت هي السلطة النقدية، والبنك المركزي كان يمثل طبيعة الحال سلطة نقدية لاحتكاره امتياز إصدار النقود، ولذلك جاء قانون النقد والقرض ليلغي هذا التعدد في مراكز السلطة النقدية، وكان ذلك بأنه انشأ سلطة نقدية وحيدة ومستقلة عن أي جهة كانت وقد وضع هذه السلطة النقدية في الدائرة النقدية وبالذات هي هيئة جديدة أسماها مجلس النقد والقرض.³

(5) **وضع نظام مصرفي على مستويين:** يعني ذلك التمييز بين نشاط البنك المركزي كسلطة نقدية ونشاط البنوك التجارية كموزعة للقروض، وبموجب هذا الفصل أصبح البنك المركزي يمثل فعلا بنك البنوك، كما أصبح بإمكانه أن يوظف مركزه كملجأ أخير للإقراض، وفقا لما يقتضيه الوضع النقدي، وبموجب ترأسه للنظام النقدي وتواجده فوق كل البنوك، بإمكانه أن يحدد القواعد العامة للنشاط البنكي ومعايير تقييم هذا النشاط في اتجاه خدمة أهدافه النقدية وتحكمه في السياسة النقدية.⁴

¹ فاتزة لعرف، مدى تكيف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل وأهم انعكاسات العولمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص 158، 159.

² بلعزوز بن علي، كتوش عاشور، مرجع سابق، ص ص: 496، 497.

³ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 4، الجزائر، 2005، ص: 198.

⁴ نفس المرجع، ص: 199.

ثالثا: أهداف قانون النقد والقرض 10/90.

هدف قانون النقد والقرض 90-10 الصادر في 14 افريل 1990 إلى تحقيق ما يلي:¹

- وضع حد لكل تدخل إداري في القطاع المصرفي والمالي؛
- رد الاعتبار لدور البنك المركزي في تسيير شؤون النقد والقرض؛
- إعادة تقييم العملة الوطنية (المادة 04، 58، 59 من القانون)؛
- ضمان تسيير مصرفي جيد للنقود؛
- تشجيع الاستثمارات الخارجية والسماح بإنشاء مصارف وطنية خاصة أو أجنبية؛
- تطهير الوضعية المالية لمؤسسات القطاع العام؛
- إلغاء مبدأ تخصص البنوك وتحديد وتوضيح النشاطات المنوطة بالبنوك والهيئات المالية؛
- إيجاد مرونة نسبية في تحديد سعر الفائدة من قبل البنوك؛
- تنويع مصادر التمويل للمتعاملين الاقتصاديين، خصوصا بالنسبة للمؤسسات عن طريق إنشاء السوق المالي، وبورصة القيم المنقولة.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في الجزائر.

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التنفيذ عام 1988 اما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990 الى وقتنا الحالي. ومن خلال هذا المطلب سنتطرق الى اهم اسباب الدافعة الى إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر، بالإضافة الى عرض المراحل التاريخية التي مر بها إنشاء سوق الأوراق المالية. الفرع الاول: نظرة تاريخية عن نشأة البورصة في الجزائر ودوافع إنشائها.

سنتطرق من خلال هذا الفرع الى العناصر التالية:

أولاً: أسباب انشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر.

من بين العوامل التي حثت على قيام السوق المالية في الجزائر نجد ما يلي:²

- 1- 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 تعبئة المدخرات، والمساهمة في تخفيف أعباء الإستدانة

¹ عبد القادر بريش، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 59.

² عتيقة وصاف، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، جامعة محمد خيضر، بسكرة، دون سنة، ص: 7، 8.

وتخفيف العجزات في الميزانيات، كما تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

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 قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997، وفي هذا الشأن، فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل وذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الادخار المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية.

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

ثانيا: تاريخ ومراحل إنشاء بورصة الجزائر.

مرت عملية إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

1- المرحلة التقريرية (1990-1992).¹

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكنسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة" *SVM، وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل

¹ منير عوادي، دور سوق الأوراق المالية في تحسين الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010-2013)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص: 94.

* SVM = société des valeurs mobilières

أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة. ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها. ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه ويضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم "بورصة الأوراق المالية" **BVM". و بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد اهمها:¹

- المحيط الاقتصادي السائد، فالشركات المعنية بالدخول الى البورصة ام تحصر نفسها بعد؛
- غياب المتخصصين في هذا المجال وغياب الوسطاء الماليين؛
- وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذه السوق. فأغلبية الشركات الهامة هي شركات عمومية واسهمها لا يمكن ان تقتنيها الا صناديق المساهمة، بمعنى اخر انتقال ملكية الاسهم يتم من صندوق الى اخر أي بطريقة ادارية.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996).²

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 04-88 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للدخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للدخار؛
 - مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للدخار.
- وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات

** BVM= Bourse des valeurs mobiliers

¹ شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص: 80.

² زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والاتفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006، ص: 6.

المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي: القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي.

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين:¹

◀ لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية (COSOB)* وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛
 ◀ شركة تسيير القيم (SGBV)** مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

3- مرحلة الانطلاق الفعلية: (من 1996 إلى 2016).

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:²

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة؛
 - أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛
 - تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.
 ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي.

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997م، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

* COSOB= Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

** SGBV = Société de gestion de la bourse des valeurs.

² منير عوادي، مرجع سابق، ص: 96.

الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدرج سوق للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية. ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهي:

- شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20%؛
- مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%؛
- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

الفرع الثاني: تنظيم وسير بورصة الجزائر.

قام المشرع الجزائري بتحديد هيكل السوق الاوراق المالية الجزائري من خلال وضع القوانين المنشئة للهيئات المنظمة والمسيرة للسوق. يقوم بتنظيم سيرورة بورصة الجزائر هيئات ومتدخلون متمثلين في وسطاء ومتعاملين، وفيما يلي سيتم عرض هذه العناصر تباعا.

اولا: الهيئات المنظمة للبورصة.

توجد ثلاثة لجان تنظيمية تضمنت تعديلات عميقة في الميدان التشريعي المتعلق بسوق البورصة إلى غاية ظهور التشريعات التجارية الجزائرية هي كالاتي:

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

أ. **تقديم اللجنة:** اسست هذه اللجنة بمرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وبدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996، وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. وتتكون الـ(COSOB) من:¹

- رئيس اللجنة يعين بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها اربعة (4) سنوات؛
 - 6 (ستة) أعضاء معينين بقرار من وزير المالية لمدة 4 سنوات ويتوزعون كما يلي:
 - قاضى يقترحه وزير العدل؛
 - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
 - عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة؛
 - عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابها من المجال المالي أو المصرفي أو البورصة.
- ومن مهام هذه اللجنة:²

- **حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للدخار علنا عند إصداره قيما منقولة، عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية عرض عمومي.

¹لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: التقرير السنوي، 2010، ص:8.

²نفس المرجع، ص: 8، 9.

لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة. فهي تعني فقط أن الإعلام الذي تضمنته المذكرة الإعلامية مناسب، مترابط وشامل، ما يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في قيم منقولة أو لاقتنائها، عن دراية.

• **مراقبة السوق:** تتمثل المهمة الرئيسية من مراقبة السوق في ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وشفافيتها من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي للسندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من:

- أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مجحف؛

- أن السوق تشتغل حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر؛

- أن إدارة السندات وتسييرها تسيران وفق القواعد التي حددتها سلطة ضبط السوق.

ب. سلطات اللجنة.

ومن أجل تمكين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من تحقيق مهامها، خولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:¹

-السلطة التنظيمية؛

-سلطة الاشراف والمراقبة؛

-السلطة التأديبية والتحكيمية.

- **السلطة التنظيمية.**

تسن اللجنة الأنظمة المتعلقة خصوصا بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات - حافضي السندات؛

- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية؛

- تسيير حافظة القيم المنقولة؛

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات؛

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات؛

- شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.

يوافق وزير المالية على الأنظمة التي تصدرها اللجنة وتنتشر في الجريدة الرسمية.

¹ نفس المرجع، ص ص: 9، 10.

- سلطة المراقبة والرقابة.

تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد على الخصوص مما يأتي:

- احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق؛
- امتثال الشركات التي تلجأ علنا إلى الادخار لالتزامات الإعلام التي يخضعون لها؛
- السير الحسن للسوق.

- السلطة التأديبية والتحكيمية.

تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديب وتحكيم تتكون من الرئيس، وعضوين (2) ينتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقاضيين (2) يعينهما وزير العدل.

- في المجال التأديبي؛ تختص الغرفة بدراسة أي إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وأي مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

- في مجال التحكيم؛ تختص الغرفة بدراسة أي نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة، قد يحدث:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة؛
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)؛
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة.

2- شركة ادارة بورصة القيم (SGBV).

أ. تعريف شركة ادارة بورصة القيم (SGBV).¹

هي عبارة عن شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري في البورصة حيث تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأس مال يقدر بـ 24 مليون دينار جزائري وهي مكونة من وسطاء في عمليات البورصة والمعتمدين من لجنة البورصة، والذين يتميزون باحتكار المفاوضات على القيم المنقولة في البورصة لحسابهم ولحساب زبائنهم، وهي مدعوة لتجهيز الاقتصاد الجزائري ببورصة تعكس بعدها ومكانتها على الساحة الوطنية والقارية والعالمية.

فمنذ إنشائها بدأت في وضع ترتيب التدابير العلمية والتقنية الضرورية للعمليات والمبادلات على القيم المنقولة. حيث تمارس هذه الشركة مهامها طبقا للقواعد الخاصة المحددة من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة.

ب. مهام شركة ادارة بورصة القيم (SGBV): تعمل شركة ادارة بورصة القيم على:²

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛

¹ بوضياف عبير، مرجع سابق، ص: 102، 103.

² منير عوادي، مرجع سابق، ص: 99.

- التنظيم المادي لجلسات البورصة؛
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة؛
- تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة؛
- تسيير نظام التفاوض في الاسعار وتحديدتها؛
- اصدار نشرة رسمية لتسعير البورصة.

3- المؤتمر المركزي على السندات (Central to the bond trustee):

أ. تعريف:

المؤتمر المركزي على السندات هو الهيئة الثالثة المنظمة لبورصة الجزائر وهي شركة ذات اسهم ارتفع راس مالها من 75 مليون دينار جزائري في سنة 2002 الى 240 مليون دينار جزائري سنة 2012 ويتكون راس مالها من 240 الف سهم بقيمة 1000 دينار من القيمة الاسمية التي تحوزها ستة (06) بنوك عمومية وثلاثة مؤسسات مسعرة في البورصة، وهي "مجمع صيدال" مؤسسة تسيير نزل "الاوراسي" ومؤسسة "رياض سطيف"، ومع نهاية سنة 2010 كان التعداد الاجمالي لموظفي الجزائر للمقاصة قد بلغ 27 موظفا من وموظفين الاطارات واعوان التحكم.¹

ب. دور المؤتمر المركزي.

يتم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، ويعنى العمليات التالية:²

- فتح وادارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بتحويلات من حساب لحساب؛
- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة على الاوراق المالية مثل توزيع ارباح الاسهم ورفع راس المال.

ثانيا: المتدخلون ببورصة الجزائر.

يتدخل في بورصة الجزائر العديد من الأطراف منهم ما يلي:

1) الوسطاء في عمليات البورصة.³

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة، 2010، ص: 56 www.cosob.org

² بوعاملي ياسين، مرجع سابق، ص: 134.

³ بورصة الجزائر، متوفر على: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>، تاريخ الاطلاع: 2017، 01:59/05/01.

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه:

(انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 جويلية 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2).

ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

(انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 جويلية 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم)

ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El وSociété Générale Algérie.djazair، وشركة خاصة Tell Markets.

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم

93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993 وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة اعلاه؛
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

المطلب الثالث: آلية عمل البورصة الجزائرية والشركات المساهمة فيها.

حتى يمكن التفاوض حول الأوراق المالية المدرجة ومبادلتها، قامت بورصة الجزائر بوضع آلية عمل البورصة لتشمل أنواع السوق، ومختلف قواعد التداول، طرق وتوقيت التسعير وتسوية الصفقات، وشروط الإدراج، ولقد شهدت بورصة الجزائر تسعير عدة مؤسسات، وعددها الحالي خمسة مؤسسات، ومن خلال هذا المطلب سنتطرق الى آلية عمل بورصة الجزائر، بالإضافة الى عرض عام عن الشركات المدرجة في البورصة.

الفرع الأول: أسواق بورصة الجزائر.

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، وذلك

كما يلي:¹

أولاً: سوق سندات رأس المال.

تتكون سوق سندات رأس المال من:

1- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة؛

- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛

- أن سي - رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

2- وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من اجل توظيف استثماراتهم.

ثانياً: سوق سندات الدين.

تتكون سوق سندات الدين من:

1- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

¹ بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>، 2017/05/01، 01:14.

2- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حاليا 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دج.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تنتوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع، ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم. الشكل رقم (7): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة في الجزائر.



المصدر: بورصة الجزائر، متوفر على الرابط:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>، تاريخ الاطلاع 2017/05/01، 01:15.

الفرع الثاني: آلية عمل البورصة.

تشمل آلية عمل البورصة مختلف قواعد التداول، طرق وتوقيت التسعير وتسوية الصفقات.

أولاً: قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

تم تحديد شروط قبول الأوراق المالية التي تطرحها الشركات في سوق الأوراق المالية بموجب النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997. على النحو التالي:¹

1- يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة أو أكثر يكلف (أو يكلفون) بمساعدتها في تحضير ملف القبول؛

2- ويجب على الشركة أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة ضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة رقم 96-02 المؤرخ في 22 يونيو سنة 1996 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة؛

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سير البورصة 2004: ص ص: 6، 8.

3- كما يجب على الشركة، زيادة على المذكرة الإعلامية، أن تقدم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة للجنة رقم 01-98 المؤرخ في 30 أبريل سنة 1998 والمتعلق بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة. ولقد ضبط مقاييس القبول كما يأتي:¹

1- قبول الاسهم.

- يجب أن تكون للشركة رأس مال لا يقل عن مائة مليون دينار جزائري؛
- يجب أن توزع على الجمهور 20% من رأس مالها؛
- يجب أن يكون لها 150 مساهم على الأقل يوم ادخالها في البورصة؛
- أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيشترط ما يلي:
- أن تكون شركة قد نشرة كسوفها المالية المصادق عليها عن السنتين الماليتين الاخيرتين؛
- أن تقوم بفتح رأسمالها في مستوى أدناه 10%؛
- توزيع سنداتها إما على 50 مساهما أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين يمثلون على الأقل نسبة 10% من رأسمالها، يوم ادخالها في البورصة.

2- قبول للسندات.

- يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساوي على الأقل 500000000 دج؛
- أن تقدم نتائجها المالية للثلاث السنوات السابقة لطلب الإدراج في البورصة؛
- تعفى السندات التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية من شكليات القبول طبع. وقد تم تحديد حدود تغير السعر كما يلي:
- بالنسبة للأسهم يكون التغير السعري في حدود 5% بالزيادة أو بالنقصان مع سعر اغلاق آخر جلسة تداول؛
- بالنسبة للسندات يكون التغير السعري في حدود 1% بالزيادة أو بالنقصان مع سعر اغلاق اخر جلسة تداول.

ثانيا: مواقيت وطريقة التسعير.²

بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت le fixing، ويتمثل نظام

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، ص ص: 17، 19.

² بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>، 01:17، 2017/05/01.

التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

1- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛

2- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛

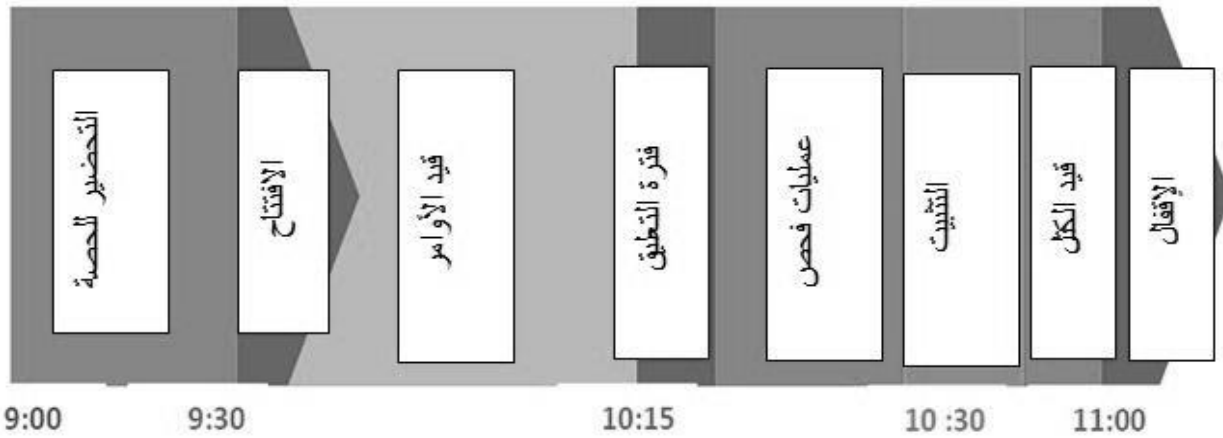
3- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق، وقد تم تحديد حدود تغير السعر كما يلي:¹

• بالنسبة للاسهم يكون التغير السعري في حدود 5% بالزيادة أو بالنقصان مع سعر اغلاق آخر جلسة تداول؛

بالنسبة للسندات يكون التغير السعري في حدود 1% بالزيادة أو بالنقصان مع سعر اغلاق اخر جلة تداول ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

الشكل رقم (08): مسار حصة التداول في بورصة الجزائر.



المصدر: بورصة الجزائر، على <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>، 2017/05/01، 01:19.

ثالثا: نظام التسوية والتسليم.²

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقا فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه.

وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل اطلاع الجمهور عليها.

¹نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 158.

²بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>، 2017/05/01، 01:22.

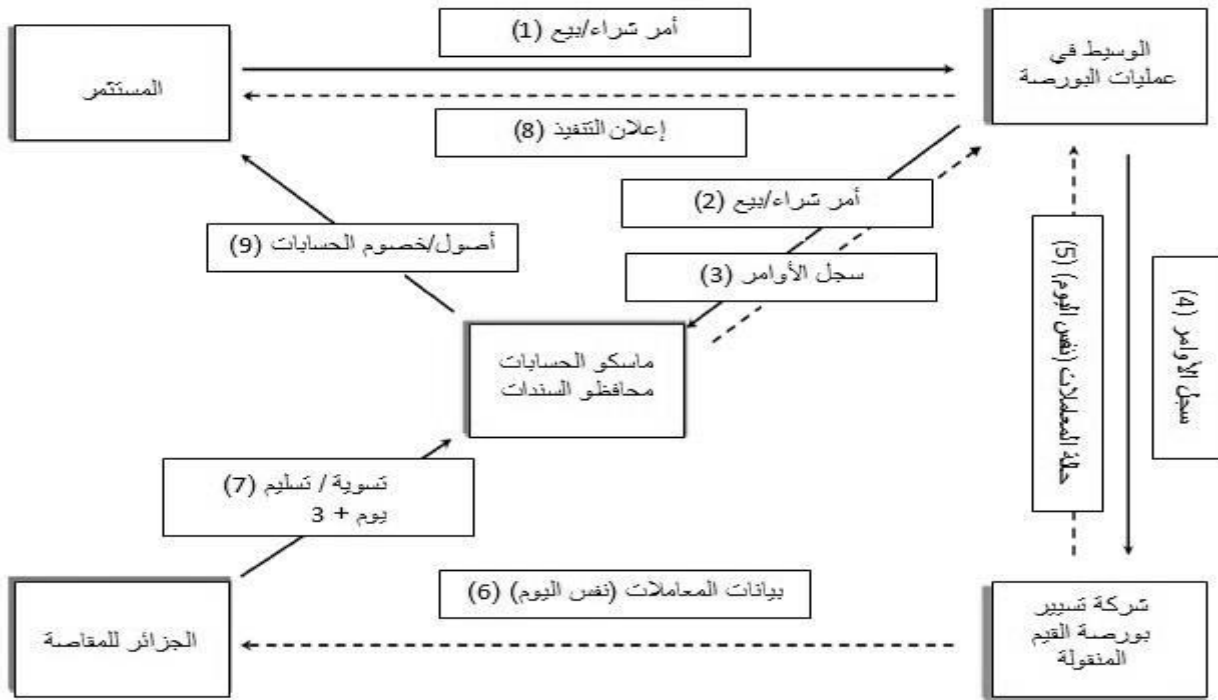
بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية ويكون ذلك بعد:

- ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة؛
- يوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات (TCC).

من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق. ويبين الشكل البياني التالي عملية اقتناء و/ أو بيع السندات في البورصة:

الشكل رقم (09): عملية اقتناء أو بيع السندات في البورصة.



المصدر: بورصة الجزائر، متوفر على الرابط: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>, 01:23, 2017/05/01

وما يكمن استخلاصه من الهيكل التشريعي والمؤسسي للسوق الأوراق المالية الجزائري هو مدى هيمنة الدولة على تسيير وتنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة وعلى شركة ادارة بورصة القيم وعلى نشاط السمسرة في البورصة، وهو ما يحد من طموح المستثمرين الخواص في مجال القيم المنقولة. كما أن مهمة الإعلام التي يفترض أن تقوم بها كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة ادارة بورصة القيم تبقى

محدودة للغاية، فعلى سبيل المثال فإن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة لها موقع على شبكة الانترنت، لكن المعلومات المتوفرة حول هذه اللجنة، وسوق الأوراق المالية بصفة عامة، لا تتعدى الجانب القانوني والتنظيمي لهذه الهيئة. كما أن موقع بورصة الجزائر على شبكة الانترنت طغى عليه الجانب الإشهاري على نشاط البورصة والمعلومات المتعلقة بها.

الفرع الثالث: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

فقد أعلنت البورصة بمرسوم تشريعي من سنة 1993 ولكن بدأت الأشغال فيها فعليا في 25 ماي 1997 أما بداية التسعيرات فكانت بتاريخ 13 سبتمبر 1999 وذلك كل يوم اثنين من الساعة 9h30 إلى 10h30 الى غاية 10 افريل 2002 أين أضيف يوم الأربعاء إلى جانب الاثنين.

إلى جانب كل هذا أقيم إطار قانوني مناسب للبورصة حتى يمكننا من ممارسة دورها كأية بورصة عادية، وكذا دور سوق القيم المنقولة موفرة في ذلك للمؤسسات الإدارية الجزائرية إمكانية القيام ببناء للدخار العام لأصحاب عناوين مختلفة بالتفاوض عنها بكل حرية عن طريق عملية البيع والشراء. ويمكن عرض الشركات المساهمة والمدرجة في بورصة الجزائر على النحو التالي:

أولاً: م. ت. ف الأوراسي.¹

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 افريل 1983).

وعدل الفندق، في 12 فيفري 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

لكن، وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي جوان 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دج، أو ما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي البالغ : 1.500.000.000 دج.

¹ بورصة الجزائر، متوفر على: http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26، 2017/05/01، 01:38.

في 14 فيفري 2000: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دج).

ثانيا: أليانس للتأمينات.¹

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دج، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 2.2 مليار دج عام 2010. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي الذي يقدر بـ 2205714180 دج، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011: بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج بـ 830 دج.

ثالثا: صيدال.²

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك" (BIOTIC) و"فارمال" (PHARMAL).

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 82/161 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

في فيفري 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20% من رأس مالها الاجتماعي الذي يبلغ 2.500.000.000 دج، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2 مليون سهم.

¹ بورصة الجزائر، متوفر على: http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23، 01:51، 2017/05/01.

² بورصة الجزائر، متوفر على: http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28، 01:27، 2017/05/01.

في سبتمبر 1999: وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج بـ 800 دج).
رابعا: أن سي أ رويبة.¹

"أن سي أ-رويبة" هي شركة ذات أسهم خاصة خاضعة للقانون الجزائري برأسمال قدره 849195000 دج، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ذ م م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم والهريسة تحت العلامة التجارية "الرويبة". وفي سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، اما في سنة 2008 فقد تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى "أن سي أ رويبة ش.ذ.أ"، إضافة الى رفع رأس المال الشركة من 792195000 دج إلى 849195000 دج.

في سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 ماي 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 جانفي 2012، وفي أفريل 2013 شرعت مؤسسة أن سي أ-رويبة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25% من رأس المال الذي يبلغ 849195000 دج، في يونيو 2013 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-رويبة في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 جوان 2013. وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دج.
خامسا: بيوفارم.²

تتمثل شركة المساهمة "بيوفارم" في مجتمع متكامل يعمل في مجال تطوير وابتكار الادوية وتوزيعها على الصيدليات والاعلام الطبي والخدمات اللوجستية.
حصلت شركة بيوفارم (Biopharm) المتخصصة في إنتاج الأدوية في ديسمبر 2015 على التراخيص اللازمة من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة Cosob التي تمكنها من دخول بورصة الجزائر بغرض بيع 20% من أسهمها للجمهور. وتسعى شركة بيوفارم من خلال دخولها بورصة الجزائر إلى بيع 5.104.375 سهم ما يعادل 20% من رأسمالها الاجتماعي ما يعادل قيمة مالية تبلغ 6.252.859.375 دج وهذا عن طريق ما يعرف بالعرض العام لبيع الأسهم OPV، وهي الوسيلة التي تمكن أحد أو عدة مساهمين من بيع جزء من أسهمهم بسعر ثابت لصالح الجمهور في السوق المالي وقد تم تحديد سعر السهم بألف ومئتين وخمسة وعشرون دينار جزائري (1225 دج) للجمهور، في حين سيستفيد موظفي الشركة الراغبين شراء جزء من الأسهم من سعر تفضيلي يقدر بألف ومئة واثنين دينار جزائري وخمسين سنتيم

¹بورصة الجزائر، متوفر على: http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_socie&id_soc=29، 2017/05/01، 01:29.

²حفيظ صاولي، مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية يفتح راس ماله، جريدة الخبر، تاريخ النشر: 23 فيفيري 2016، متوفر على الرابط:

<http://www.elkhabar.com>، تاريخ الاطلاع: 2017/05/01، 02:32.

(1102,5دج) وهذا خلال الفترة الممتدة من 18 إلى 28 جانفي 2016. وكان الوسطاء في عملية البورصة المشكلين لمجموعة الاكتتاب برئاسة البنك الخارجي الجزائري، ويتمثل الوسطاء في عمليات البورصة في كل من البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، اضافة الى البنك الوطني الجزائري والبنك الوطني "باريبا"، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وبنك "سوسيتي" جنرال، وشركة "تال ماركت".

إن الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر يعكس العديد من السلبيات التي قد تؤثر على نشاطها وأداءها في تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات، ومن هذه السلبيات عجز بورصة الجزائر على استقطاب كبير من الشركات للتسجيل في البورصة.

ومن خلال المبحث الموالي سنحاول تسليط الضوء على أداء بورصة القيم المنقولة في الجزائر ولمعرفة موقع ومكانة البورصة في النشاط الاقتصادي في الجزائر.

المبحث الثاني: أداء ومؤشرات سوق الأوراق المالية في الجزائر.

تتباين الأوضاع الاقتصادية والمالية في الجزائر وتعتبر الوضعية الاقتصادية والمالية هشة لارتباطها بتطور أسعار البترول، سواء على الصعيد الاقتصادي (97 % من إجمالي الصادرات) أو على الصعيد الجبائي (تمثل الجباية البترولية ما يقارب 60% من إيرادات الدولة وثالث الناتج المحلي الخام)، وبالتالي فكما هو معروف فإن النمو الاقتصادي في الجزائر يتركز بشكل اساسي على قطاع المحروقات، لتبقى مساهمة القطاعات الاخرى في النمو نسب متدنية جدا، وبما ان للقطاع المالي دور في الاقتصاد فقد عملت الجزائر من خلال مجموعة من الاجراءات والاصلاحات لإقامة وتطوير سوقها المالي، ليؤدي الدور المنوط به في الاقتصاد الوطني، وللوقوف على تأثير سوق الأوراق المالية في اقتصاد الجزائر سيتم من خلال هذا المبحث عرض نشاط الأسواق الأولية والثانوية بحيث يصبح بالإمكان تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية، ويتم ذلك من خلال دراسة السوق الأولية ومدى مساهمتها في تمويل الاستثمارات في المطلب الاول، أما المطلب الثاني فقد خصص لدراسة السوق الثانوي وعلاقتها بالناتج المحلي الخام الذي يعتبر من المؤشرات المعبرة على النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: دراسة السوق الأولية ودورها في تمويل الاستثمارات.

إن درجة كفاءة أسواق الأوراق المالية تحدد بمدى قدرة الأسواق الأولية على استيعاب المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة التي تساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي، وتؤثر الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية على نمو الاستثمارات بشكل مباشر، ويسمح تتبع نشاط السوق الأولي في الجزائر بتحديد الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في نمو الاستثمارات، التي تساهم في دعم النمو الاقتصادي في الجزائر.

إن نشاط السوق الأولي في الجزائر سنتي 1999 و2000 لم يتعد إدراج قيم أربعة شركات حققت الشروط التي وضعت للقبول في البورصة، حيث أدرجت في المرحلة الأولى لنشاط البورصة في الجزائري سنة 1999 قيم شركات رياض سطيف، صيدال وسوناطراك لتتضم إليها في سنة 2000 قيم فندق الأوراسي، حيث تم طرح 20% من رأس مال مجمع صيدال للاكتتاب العام أواخر سنة 1999 ومثلت تلك النسبة مليوني (2) سهم عادي بسعر 800 دج للسهم الواحد، كما تم طرح 1.2 مليون سهم عادي من أسهم رياض سطيف 1999 بسعر 450 دج للسهم الواحد. أما بالنسبة لأسهم الأوراسي فلم يتم إدراجها إلا مع بداية 2000، حيث تم طرح 20% من رأس مالها الذي قدر بـ 1.500.000.000 دج، أي 1200000 سهم بسعر 400 دج، في حين كانت السندات المصدرة لشركة سوناطراك بقيمة 5 مليار دج في مرحلة أولى بمعدلات فائدة 13 % على امتداد ست (06) سنوات، ونظرا للإقبال الكبير على سندات سوناطراك تم رفع قيمة الإصدارات من السندات إلى 8 مليار دج في مرحلة ثانية مع نفس شروط الإصدار السابقة الذكر، ولم تسجل بورصة الجزائر أي اصدار جديد للقيم المنقولة وبقية تتميز بالركود في سوق الاصدار، الى غاية 2004 حيث تم اصدار القرض السندي الذي تصدره شركة سونلغاز بمبلغ (20) مليار دينار، لقرض السندي الذي تصدره الخطوط الجوية الجزائرية بمبلغ 24.890 مليار دج.

سنة 2005:¹ لم يسجل في سنة 2005 أي ادخال لسندات رأس المال في البورصة، أما سوق سندات الدين فقد شهدت اصدارات معتبر خلال السنة، حيث أن القروض السندية المصدرة هي:

- قروض سونلغاز السندية: اصدرت شركة سونلغاز قرضين سنديين، اصدر أولهما بقيمة عشرة (10) ملايين دج والقرض الثاني بقيمة خمسة عشر مليار وتسعة ملايين دينار، وكان هذان القرضان يهدفان الى تمويل الاستثمارات المتصلة بإنتاج الكهرباء ونقل الكهرباء والغاز وتوزيعها.
- القرض السندي الثاني كان لشركة الخطوط الجوية الجزائرية: حيث قامت الشركة بإصدار قرض سندي مبلغه اثنا عشر مليار وثلاثمائة وعشرون مليون دينار، على مدة انضاج قدرها ست (6) سنوات بنسبة فائدة سنوية 4%، وسمحت الأموال المرفوعة للشركة بتمويل عملية اقتناء طائرات جديدة.
- كما أصدرت اتصالات الجزائر قرضا سنديا مبلغه ستة (6) ملايين وخمسمائة مليون دينار، وكانت القرض جزئيين، جزء أول لمدة سنتين ونسبة فائدة قدرها 2.75%، والجزء الثاني لمدة ثلاثة سنوات بنسبة فائدة قدرها 3%.
- قرض المؤسسة الوطنية للحفر: وهي فرع من فروع سوناطراك تشتغل في القطاع شبه البترولي، وقد أصدرت قرض سندي مبلغه ثمانية (8) مليار دينار.
- قرض سيفيتال السندي: سيفيتال هي الشركة الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ الى السوق السندية من أجل رفع أموال لتمويل قسم من مخطط تطويرها على مدى السنوات الثلاث القادمة، وتمثل سيفيتال مجموعة صناعية منمذجة يقوم نشاطها على تكرير الزيت والسكر، ويكاد يكون وضعها في السوق المواد الغذائية الاساسية مهيمنة تماما، وبلغ القرض المصدر خمسة (5) ملايين دينار. ويسجل دخول سيفيتال الى البورصة مرحلة الانتقال من وضعية القطاع الخاص الى ادارة المشاركة في انبثاق سوق مالية جزائرية.

سنة 2006:² بلغت سندات رأس المال المتداول في بورصة الجزائر مع نهاية 2006 سنديين، سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي، وسهم صيدال، وخلال هذه السنة تم اصدار مجموعة من سندات الدين وهي: سند سونلغاز حيث قامت شركة سونلغاز بإصدار قرض سندي بقيمة 11,65 مليار دج، والقرض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP) بمبلغ ثمانية (8) مليار دج، وكان على جزئين الجزء الأول بقيمة اربعة ملايين وثمانين مليون دينار (4.08 مليار دج) بنسبة فائدة اسمية قدرها 3% لمدة خمس (5) سنوات، الجزء الثاني من القرض بقيمة ثلاثة ملايين وتسعمائة وعشرون مليون دينار (3.92 مليار دج) بنسبة فائدة اسمية قدرها 3.5% لمدة ستة (6) سنوات، بالإضافة الى القرض السندي الخاص بالشركة العربية للإيجار (ALC) وهي المؤسسة المالية الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ الى السوق السندية من أجل رفع اموال لتمويل عملياتها في مجال الايجار، وقيمة القرض الذي تم اصداره مبلغ 3,65 مليار دج،

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2005، ص ص: 21، 24.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2006، ص ص: 22، 25.

قرض سندي آخر لشركة اتصالات الجزائر بقيمة 21,59 مليار دج لمدة خمس (5) سنوات، خصص لاقتناء تجهيزات موجهة لتطوير شبكة الهاتف النقال التابع لفرع موبيليس، ولإنجاز استثمارات في صالح الشركة الرئيسية.

كما تميزت سنة 2006 من جهة أخرى بسحب سهم الرياض سطيف من البورصة بتاريخ 6 ديسمبر 2006، وجاء هذا الانسحاب على اثر قرار مجلس مساهمات الدولة بسحب الشركة من البورصة قصد التنازل عنها لقطاع الخاص.

سنة 2007:¹ لقد تميزت سنة 2007 بتراجع كبير جدا في مجال الاصدارات السنديّة، ولم تسجل الا ثلاثة قروض سنديّة من نوع سندات الدين ولم تسجل أي اصدار جديد لسندات رأس المال ل يبقى عدد سندات راس المالي المسعرة في البورصة اثنان (2) هما سند راس المالي لفندق الاوراسي وسند صيدال، أما بالنسبة لسندات الدين فقد تم اصدار القرض السندي الخاص بالشركة العربية للإيجار (ALC) حيث أن هذه المرة الثانية التي تقدم فيها الشركة الى السوق السنديّة وشمل القرض مبلغ 3,3 مليار دج، وتبلغ مدة انضاج هذا القرض المخصص للبنوك والمستثمرين المؤسسين قانونا دون سواهم خمسة (5) سنوات له قسيمة نسبتها 3,85%.

القرض الثاني هو القرض السندي الخاص بشركة التعليم المهني عن بعد والتزويد بخدمات الانترنت (EEPAD TSP) وهي شركة ذات اسهم تنشط بصورة رئيسية في استغلال خدمات الانترنت، وتركيب الشبكات المعلوماتية، وكذا الاتجار في التجهيزات والعتاد واللوازم ذات الصلة بالإعلام الآلي، وهي المؤسسة الثانية من القطاع الخاص الوطني التي تلجا الى السوق السنديّة لرفع أموال من اجل تمويل عملية تنصيب شبكاتها الخاصة ووضع التجهيزات الموافقة (الاياف البصرية D-SLM والمسارات) وكذلك تجديد تشكيلة المنتجات والخدمات المقدمة. وكان مبلغ الاصدار 0,5 مليار دج وقد قسم هذا المبلغ على حصتين الحصّة الأولى مبلغها 0,3 مليار دج لمدة سنتين، والحصّة الثانية مبلغها 0,2 مليار دج لمدة ثلاث سنوات.

بالإضافة الى القرض السندي الخاص بالمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP)، وهذه المؤسسة تلجأ للمرة الثالثة الى السوق السنديّة من خلال الشروع في قرض مبلغه اربعة (4) مليار دج، وفترة الانضاج مدتها خمسة (5) سنوات.

سنة 2008:² لقد تم ادراج ثلاث قروض سنديّة خلال سنة 2008 وهي القرض السندي للشركة المساهمة دحلي "دايو الجزائر للفندقة والترقية العقارية"، وقد دخلت هذه الشركة للمرة الاولى الى هذه السوق وهي اول شركة من القطاع الخاص التي تقوم بإصدار قروض موجهة الى الجمهور الواسع، ولقد كانت القروض السنديّة السابقة الصادرة عن القطاع الخاص توجه الى المستثمرين المؤسسين، وكان مبلغ الاصدار 8,3 مليار دج، وكان الهدف منه رفع الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع تتمثل في حظيرة مائية، وفندق

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2007، ص ص: 21، 22.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2008، ص ص: 28، 30.

بشقق، وميناء استجمام "مارينا"، التي سوف تكون جزءا لا يتجزأ من مدينة الأعمال الجديدة، "الجزائر مدينة". والقرض السندي الثاني لشركة سونلغاز ليصبح لها قرضين سنديين مسعرين في بورصة الجزائر، وكانت قيمة السند الثاني 30 مليار دينار الذي تمتد مدة انضاجه على مدى ست (6) سنوات، للجمهور فوائد تدريجية تتراوح بين 4,5 % في السنة الاولى و7% في السنة الاخيرة، كما المؤسسة الوطنية للحفر (ENAFOR) لجأت للمرة الثانية الى سوق السندات من خلال اطلاق قرض سندي بمبلغ ستة (6) مليار دولار، فترة انضاج مدتها خمسة (5) سنوات.

سنة 2009:¹ لم يسجل في سنة 2009 أي اصدار جديد للاسهم، وقيمت بورصة الجزائر تضم سهمين اثنين فقط هما مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة صيدال، أما فيما يخص سندات الدين فقد تم اصدار سندين الأول هو القرض السندي لسونلغاز ومن المعروف أن مجموعة سونلغاز أصبحت مصدرا منتظما في سوق السندات، ولقد كان مبلغ الاصدار 25 مليار دج، ويتكون من حصتين وتتضمن الحصة الأولى 10 مليار دج لمدة تسع (9) سنوات، والحصة الثانية 15 مليار دج لمدة احدى عشرة (11) سنة.

أما القرض السندي الثاني فكان لمجموعة الأشغال العمومية والبناء "حداد" وهي شركة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد، وهي المؤسسة الرابعة التابعة للقطاع الخاص التي تلجأ للبورصة من خلال اصدار قرض سندي ب ستة (6) مليار دج والتي سوف تستخدم في تمويل: الأشغال العمومية (محطة الجرش، محطة صناعة الحديد والخرسانة، عتاد متنوع) والزفت (3 حظائر للتزفيت، عتاد) ومصنع الهياكل المعدنية، ومدة إنضاج هذا القرض 5 سنوات، ويخصص القرضان السنديان (سونلغاز ومجموعة حداد) للمستثمرين المؤسسين قانونا.

سنة 2010:² بعد غياب طويل لإصدار سندات رأس المال قامت شركة التامين "أليانس" بالانضمام الى البورصة من خلال اصدار أسهم ليعزز قسم الأسهم في البورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها إلا سندان، وقد شرعة هذه الشركة في عملية رفع رأس مالها عن طريق الطلب العلني على الادخار، وبلغ مبلغ الاصدار 1.433.787.970 دج، أي ما يعادل 1.804.511 سهم وتمثل 31% من رأس المال، بسعر اصدار 830 دج، ان شركة التامين "أليانس" من خلال توجهها الى البورصة تعتبر أول مؤسسة من القطاع الخاص التي تدخل إلى البورصة، ولقد بلغت الاموال التي تم رفعها مقدار 1,4 مليار دج التي سوف تستخدم لتمويل عملية انشاء عدة فروع.

كما تم إصدار قرض سندي من طرف المؤسسة المالية "المغرب للاتئمان الجزائري MLA" بمبلغ قدره مليارا (2) دج ومدة إنضاج قدرها خمس (5) سنوات، مع سداد سنوي ثابت قدره خمس المبلغ الاجمالي المكتتب. ويرصد هذا القرض حصصا لتمويل نشاط الائئمان الايجاري لفائدة زبائن المؤسسة.

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2009، ص ص: 33، 34.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، ص ص: 28، 44.

سنة 2011 و2012:¹ خلال سنة 2011 و2012 لم يتم اصدار أي سندات جديدة سواء سندات الدين أو سندات رأس المال.

سنة 2013:² خلال هذه السنة تم اصدار سند رأس مال جديد، حيث انضمت شركة روبية (NCA Rouiba) لبورصة الجزائر بعدما كانت قد نالت ترخيص من لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 6 فيفري 2013 لتصبح بذلك ثاني شركة خاصة في الجزائر تدخل بورصة الجزائر بعد شركة أليانس للتأمينات، من خلال طرح 25% من رأس مالها الاجتماعي الذي قدر بـ 849195000 دج أي 2122988 سهم بـ 400 دج للسهم، في حين لم يسجل أي اصدار جديد لسندات الدين.

وخلال عام 2014:³ أصدر لجنة عمليات تأشيرة واحدة من السندات. هي تأشيرة لصندوق القومي الاستثمار (FNI)، وذلك في إطار تمويل الاستثمارات المتصلة بها وتنويع محفظتها، ومبلغ القرض هو 160 مليار تنقسم إلى جزأين مع قسيمة سنوية منها 4% و5%، لمدة 10 سنوات.

سنة 2015:⁴ لم تسجل البورصة أي اصدارات جديدة لسندات رأس المال، في حين تم اصدار قرضيين سنديين، أولها القرض السندي لشركة "المغرب للائتمان الجزائري" MLA المتخصصة في الايجار المالي، بقيمة اثنان (2) مليار دج لمدة 5 سنوات، بالإضافة الى القرض السندي لشركة SNL الشركة الوطنية للايجار بقيمة خمسة (2) مليار دج، لمدة خمس (5) سنوات.

وما في سنة 2016:⁵ فقد تم ادراج سهم شركة بيو فارم من خلال قيام الشركة بطرح 20% من رأسمالها الاجتماعي الذي يعادل قيمة مالية تبلغ 6.252.859.375 دج، أي ما قيمته 5.104.375 سهم بـ 1225 دج للسهم، كما لم يتم اصدار أي سندات دين، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الموالي.

¹ COSOB ,RAPPORT ANNUEL2011,2012 .

² COSOB ,RAPPORT ANNUEL 2013 , p: 69.

³ COSOB ,RAPPORT ANNUEL2014 ,p: 40.

⁴ COSOB ,RAPPORT ANNUEL 2015 , p p: 54 , 55.

⁵ COSOB ,RAPPORT ANNUEL 2016 , p:57.

الجدول رقم (2): نشاط السوق الاولي للسندات خلال الفترة 1999-2016.

السنوات	اسم المؤسسة	مبلغ القرض مليار دج
1999	- سوناطراك	5
2004	- سونلغاز؛	20
	- الخطوط الجوية الجزائرية.	24.89
2005	- سونلغاز؛	25
	- اتصالات الجزائر؛	6,5
	- الخطوط الجوية الجزائرية؛	12,32
	- المؤسسة الوطنية للحفر؛	8
	- سيفيتال.	5
2006	- سونلغاز؛	11,65
	- المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP)؛	8
	- الشركة العربية للإيجار (ALC)؛	3,65
	- اتصالات الجزائر.	21,59
2007	- الشركة العربية للإيجار المالي (ALC)؛	3,3
	- شركة التعليم المهني عن بعد والتزويد بخدمات الانترنت؛	0,5
	- المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP).	4
2008	- شركة دحلي "دايو الجزائر للفندقة والترقية العقارية"؛	8,3
	- سونلغاز؛	30
	- المؤسسة الوطنية للحفر (ENAFOR).	6
2009	- سونلغاز؛	25
	- مؤسسة الاشغال العمومية والبناء "حداد".	6
2010	- المغرب للاتمان الجزائري "MLA".	2
2014	- الصندوق القومي الاستثمار (FNI).	160
2015	- شركة " المغرب للاتمان الجزائري " MLA؛	2
	- الشركة الوطنية للإيجار SNL.	2

المصدر: من اعداد الطالبة، اعتمادا على التقارير السنوية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

الجدول رقم (3): نشاط السوق الاولي للاسهم في بورصة الجزائر خلال 1999-2016.

السنوات	اسم المؤسسة	عدد الاسهم المصدرة (مليون سهم)	سعر السهم (دج)
1999	- مجمع صيدال؛ - رياض سطيف.	2 1.2	800 450
2000	- الأوراسي.	1.2	400
2010	- شركة التامين "ليانس".	1.8	830
2013	- شركة روبية (NCA (Rouiba)	2.12	400
2016	- شركة بيوفارم.	5.1	1225

المصدر: من اعداد الطالبة، اعتمادا على التقارير السنوية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وما يمكن استخلاصه من دراسة السوق الأولية في الجزائر، أن سوق الاصدارات الأولية بالجزائر ضعيفة جدا وترتكز اساسا في اصدار سندات المديونية التي طرحتها الشركات غالبيتها من القطاع العام، إذا ما قارنا قيمة الاصدارات مع الناتج المحلي الاجمالي، وهذا يعكس الدور المحدود لهذه السوق في تمويل الاقتصاد والوطني، فحتى وإن كانت معدلات الإصدارات الجديدة سجلت ارتفاعات في بعض السنوات، إلا أنها تميزت بالبطء الشديد، والسبب ربما يعود إلى اعتماد الاقتصاد الجزائري على النظام المصرفي رغم ما تحمله ويتحمله من أعباء المؤسسات العمومية في الجزائر، وعلى الخزينة العمومية التي وكما هو معروف في الجزائر فان تمويل الاقتصاد الوطني يعتمد بشكل كبير في تمويل مشاريعه التنموية على الخزينة العامة. وبالتالي فمن خلال هذه المعطيات نستخلص أن سوق الأوراق المالية في الجزائر غير قادر على تمويل الاستثمارات كما هو مبين في الجدول، فهناك تذبذب في عدد الاصدارات ومبلغها، وغياب واضح لسوق الأسهم ودوره في تمويل الاستثمارات.

كما نلاحظ ان مساهمة سوق الإصدار في خصخصة المؤسسات العمومية كان ضعيف جدا، ويعود للعديد من المعوقات في الجزائر، مما يتطلب من مسيري هذه السوق إعطاء الضمانات والتدابير الضرورية لإنعاش السوق الأولي الجزائري.

وعلى الرغم من الجهود المبذولة من قبل الدولة الجزائرية في تنشيط سوقها الأولي فإن مساهمتها في تمويل الاستثمارات ودعم النمو الاقتصادي، تبقى محدودة للغاية مقارنة بالأوضاع في الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة الأخرى، ويتجلى ذلك في سوق الإصدار التي لم ترق إلى تطلعات السلطات والمستثمرين على حد سواء.

المطلب الثاني: دراسة أداء الأسواق الثانوية (مؤشرات تطور بورصة الجزائر).

إن تحديد مدى تطور البورصات لا يعتمد على دراسة مؤشر واحد وإنما على تشكيلة متكاملة من المؤشرات، بحيث تؤثر على درجة تطور الأسواق المالية وكفاءتها، ونظرا لغياب البيانات حول جميع مؤشرات كفاءة البورصة المتعلقة ببورصة الجزائر، فسنعتمد على البيانات المتوفرة فقط، لدراسة أداء بورصة الجزائر لأبد أن نعتمد في ذلك على المؤشرات التالية:

الفرع الأول: مؤشر حجم السوق.

إن اتساع حجم السوق المالي يعد مؤشرا على نمو الاستثمارات في الأسواق المالية، ويتم دراسة حجم السوق بمتبع معدل رسملة السوق، وعدد الشركات المدرجة في البورصة.
أولا: معدل الرسملة السوقية.

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي PIB مؤشرا هاما تقارن به الرسملة البورصية، وتدل هذه النسبة على أهمية السوق في الحياة الاقتصادية العامة، والتي تعطي دلالة على تصرفات المستثمرين تجاه الأصول المالية.

يتم قياس هذا المؤشر بالرسملة البورصية والتي تعني القيمة السوقية لرأس المال مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي باعتباره مؤشر يقاس به معدل النمو الاقتصادي، يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد والمدخرات المالية وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الأكثر إنتاجية التي تساهم في دعم النمو الاقتصادي (توجيه المدخرات إلى المؤسسات المدرجة في السوق والتي تستثمر مواردها)، حيث أن ارتفاع هذا المؤشر يؤدي إلى التأثير الإيجابي على النشاط الاقتصادي بالسوق، الأمر الذي ينتج عنه اتساع قطاع الاستثمار وزيادة وتنوع مجالاته، كما أن تطور الرسملة البورصية تعتبر من العوامل الهامة التي يؤدي إلى دعم تفعيل ونمو البورصة في الدولة.¹

¹ عبد الغفور دادن، مرجع سابق، ص: 166.

الجدول (4): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية في الجزائر خلال الفترة 1999-2016.

السنوات	رأس مال السوق (مليار دج)	التغير %	PIB مليار دج	رأس مال السوق / % PIB
1999	19,175	-	3248,2	0,59
2000	21,495	12.10	4098,8	0,52
2001	14,720	-31.52	4235,6	0,35
2002	10,990	-25.34	4455,3	0,25
2003	11,100	1,00	5264,2	0,20
2004	10,100	-0,09	6150,3	0,16
2005	10,400	2,97	7563,6	0,14
2006	6,710	-35,5	8520,6	0,08
2007	6,460	-3,72	9306,2	0,07
2008	6,500	0,62	10993,8	0,06
2009	6,550	0,76	9968,0	0,07
2010	7,900	20,61	11991,6	0,07
2011	14,968	89,46	14526,6	0,1
2012	13,389	-10,55	16115,4	0,08
2013	13,820	3,22	16569,3	0,08
2014	14,794	7,05	17205,1	0,09
2015	15,429	4,29	16591,9	0,09

المصدر: التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وحسابات شخصية.

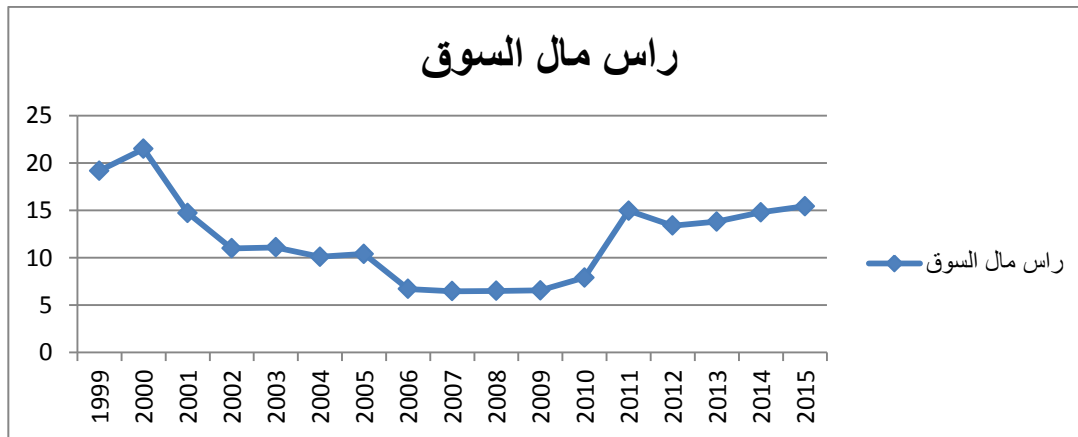
تقارير بنك الجزائر: <http://www.bank-of-algeria.dz/html/rapport.htm> ، 2017/05/06.

عند تتبعنا للبيانات التي يوفرها الجدول رقم (4): حول تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية في بورصة الجزائر، نلاحظ أن رأس مال السوق قد ارتفع في سنة 2000 إلى 21.495 مليار دينار جزائري بعد ان كان 19.175 مليار دج سنة 1999، أي زيادة قدرها 12,10% وهذا رجع إلى إدراج أسهم فندق الاوراسي، غير أن هذه الزيادة اخذ في التراجع الى ان بلغ 6460 مليون دج عام 2007 أي ما يعادل انخفاض قدره 70% بين سنتي 2007-2000، ويعزى هذا التراجع الى بسبب تصفية مؤسسة الرياض سطيف وخروج أسهمها من التداول 2006، وكما يرجع أيضا لانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة، لكن بعد ذلك سجلت القيمة ارتفاع وصل الى 7,900 مليار دج سنة 2010، وواصلت قيمة رأس المال في الارتفاع حيث حققت ما قيمته 14,968 سنة 2011 اي زيادة قدرها 89,46%، وهذا بسبب ادراج اسهم شركة "أليانس" للتأمينات، وتراجعت قيمة رأس مال السوق مرة أخرى حيث وصلت الى 13,820 مليار دج أي انخفاض بحوالي 7,67%، ثم بعد ذلك سجلت ارتفاع بـ 7,05% سنة 2014 وهذا راجع الى انضمام

شركة NCA رويبة الى البورصة، وهذا ما ساهم في تحسين راس مال السوق، ثم حقق ارتفاع اخر سنة 2015 بنسبة 4,29%.

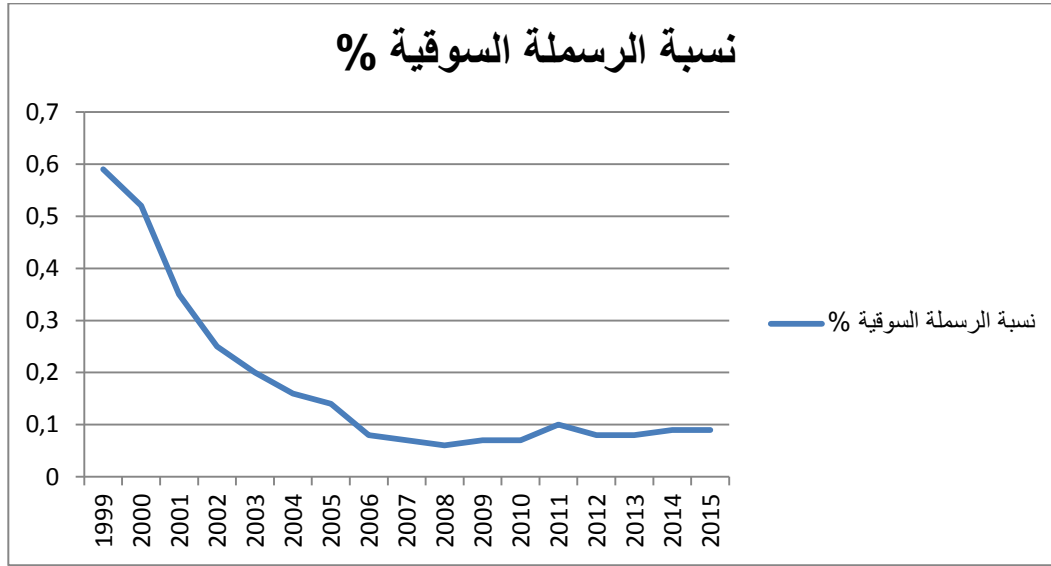
أما مساهمة الرسملة السوقية في تحقيق الناتج المحلي الاجمالي (رأس مال السوق / الناتج المحلي الاجمالي) فكما هو مبين في الجدول تعد ضئيلة جدا، اذ حقق اعلى نسبة لها سنة 1999 حيث بلغت 0,59 ثم استمرت بعد ذلك في الانخفاض ليسجل نسبة 0,09% سنة 2015، وذلك راجع إلى جمود حصص التداول مما أدى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، بالإضافة إلى قلة الشركات المدرجة (قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر) عدم تنوع فرص الاستثمار، هذا يدل على تقلص القاعدة الاستثمارية في بورصة الجزائر، وعجزها عن زيادة الاصدارات الجديدة كما انها لا تساهم في تنويع المخاطر، في مقابل الزيادات المستمرة لناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة وبالتالي هذا المؤشر في الجزائر يعكس عدم التوافق بين معدلات النمو التي تسجل معدلات مستقرة، فيما تستمر رسملة السوقية في الانخفاض، وبما أن مؤشر معدل الرسملة السوقية يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية للاستثمار، وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، ويعكس انخفاض هذا المؤشر في الجزائر مدى اعتمادها على التمويل عن طريق القروض مقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية، وهو ما يعبر عن عجز سوق الأوراق المالية في الجزائر في تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية، وهذا يؤكد ابتعاد البورصة عن أداء دورها في تحريك الاستثمارات والتمويل. مما يوضح أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد المحلي يعتبر دورا مهمشا، ويكاد يكون منعدما، وذلك يجعلها حلقة مفقودة في خطط الحكومة لتنويع الاقتصاد للتحرر من تبعية إيرادات قطاع النفط والغاز، رغم بحث الحكومة المضي عن مصادر تمويل الموازنة العامة واستقطاب رؤوس الأموال.

الشكل رقم (10): تطور الرسملة السوقية في بورصة الجزائر خلال 1999-2015.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على ما الجدول رقم (4).

الشكل رقم (11): تطور نسبة الرسملة السوقية في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2015.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (4).

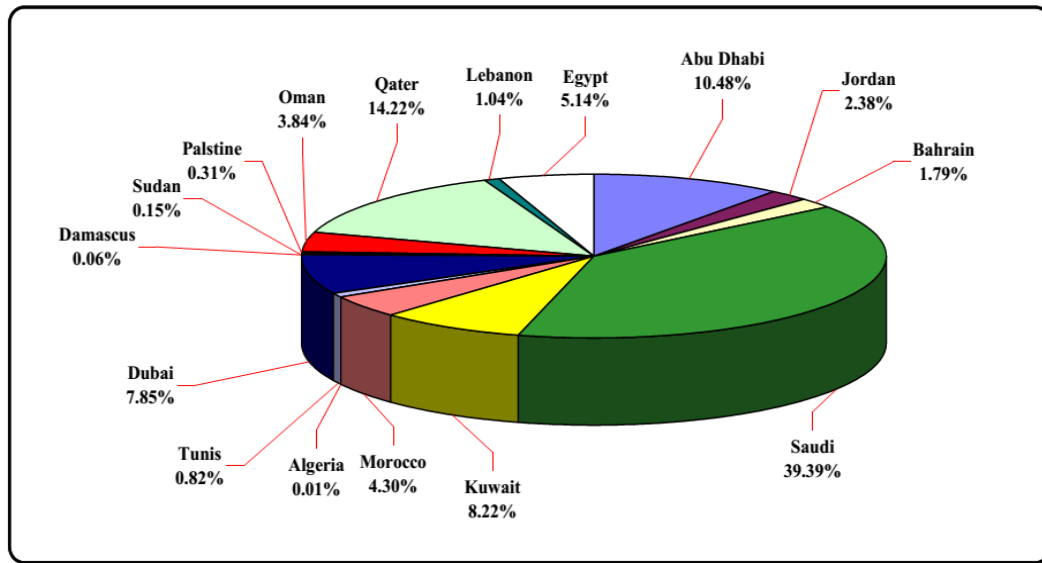
يمكن القول أن تطور معدل رسملة السوق يعكس مدى سرعة تطور ونمو البورصة من جهة، واتجاه هذا التطور من جهة ثانية، وعليه يمكن القول ان بورصة الجزائر تعرف نموا بطيئا، كما أن اتجاه التطور سلبي في أغلب السنوات، وبهذه المعطيات وتعتبر بورصة الجزائر، واحدة من أضعف المؤسسات المالية في العالم وتحتل المرتبة الأخيرة من بين الأسواق العربية، وهذا يعكس التباين الجوهري والكبير بينها وبين نظيراتها العالمية أو حتى الناشئة منها، ويرتبط بين دورها الضعيف في النشاط الاقتصادي بالظروف التي أحاطت بنشأتها، وبين طبيعة الاقتصاد المحلي القائم على مخططات مركزية خماسية، تستند إلى تمويل الخزينة العمومية، إضافة إلى غياب ثقافة التداول وتجارة الأسهم في الوسط الاقتصادي المحلي وتحفظ كبرى المؤسسات على المجازفة والانفتاح، وهذا يعكس ظاهرة العزوف عن الاستفادة من خدمات سوق الأوراق المالية في الجزائر. والشكل التالي يوضح لنا ذلك.

الشكل رقم (12): الحجم النسبي للأسواق المالية العربية سنة 2015.

الحجم النسبي للأسواق المالية العربية
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)

Relative Market Capitalization (% of Total)

Market	2015			2015		2014	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	10.48	10.26	10.19	10.48	10.27	9.43	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	2.38	2.21	2.18	2.38	2.16	2.11	بورصة عمان
Bahrain Bourse	1.79	1.79	1.76	1.79	1.77	1.83	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	39.39	40.91	39.23	39.39	39.50	40.05	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	8.22	8.32	8.06	8.22	7.96	8.32	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	4.30	4.21	4.25	4.30	4.36	4.43	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.82	0.75	0.77	0.82	0.79	0.77	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	7.85	8.03	8.45	7.85	8.44	7.28	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	0.06	0.06	0.05	0.06	0.05	0.07	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	0.31	0.30	0.28	0.31	0.27	0.26	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	3.84	3.53	3.45	3.84	3.41	3.14	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	14.22	13.55	15.09	14.22	14.77	15.41	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	1.04	1.04	0.98	1.04	0.98	0.93	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	5.14	4.89	5.10	5.14	5.10	5.80	البورصة المصرية
Total	100	100	100	100	100	100	المجموع



المصدر: صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية 2015، ص: 92.

أن الدراسات النظرية التي تم التطرق إليها في الفصل الثاني من المذكرة قد أكدت الترابط الإيجابي بين تطور مؤشر رسملة البورصة ومعدلات النمو الاقتصادي، والسؤال المطروح هنا كيف يمكن تفسير الرابط العكسي بين حجم سوق الأوراق المالية وحجم السوق الاقتصادي لحالة الجزائر؟، لهذا فمن الضروري على القائمين على الأسواق المالية في الجزائر السعي إلى زيادة رسملة السوق من خلال تسهيل عمليات الإدراج للشركات المستوفية للشروط مع منح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

ثانيا- مؤشر عدد الشركات المدرجة.

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي الى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة،¹ وذلك لان عدد الشركات المدرجة في البورصة يؤثر على حجم السوق فارتفاع هذا المؤشر يعكس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأس مالها حتى يتسنى لها التأثير الإيجابي على اقتصاد كل بلد.

الجدول(05): عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر 1999-2016.

201	201	201	201	201	201	201	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	19	السنوات
6	5	4	3	2	1	0	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0	99	
05	04	04	04	03	03	03	02	02	02	02	03	03	03	03	03	03	02	عدد المؤسسات

المصدر: التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ففي الجزائر وعلى الرغم من اقتراح 30 مؤسسة عمومية عند انطلاقة البورصة تم انتقاؤها من المجمعات العمومية Publics Holding خلال سنة 1999 لفتح رأس مالها للقطاع الخاص،² غير أنه من بين هذه المؤسسات حظيت شركتي صيدال والرياض سطيف فقط بالموافقة على إدراج أسهما في البورصة، فيما لم يتم قبول إدراج أسهم الأوراسي إلا مع بداية سنة 2000، ليصبح عدد الشركات المدرجة 03 شركات. وجاء ادراج هذه الشركات في اطار تطبيق برنامج خصصة المؤسسات العمومية المقرر من طرف مجلس مساهمات الدولة، وهذا ما انعكس على العدد المحدود من الأوراق المالية المدرجة في البورصة بسبب التأخر المسجل في تجسيد عمليات الخصخصة التي من شأنها أن تضاعف من عدد الأوراق المدرجة في البورصة، ولم تسجل أي عملية للخصخصة عن طريق بورصة الجزائر منذ سنة 2000 حتى سنة 2010، كما كشفت هذه التجربة القصيرة عن مجموع الاختلالات والتي من بينها سوء تنظيم المعاملات من طرف البورصة خاصة من خلال اعداد شهادات الأسهم وعرقلة دور الشركات المسعرة نفسها في ضمان تسيير المعاملات، فبعض المساهمين لم يستلموا شهادات الاسهم الخاصة بهم إلا في سنة 2003، فشل بورصة الجزائر ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في توعية واعلام الحائزين الجدد على الاسهم فيما يخص التنظيم العام للبورصة، ادى بالشركات المسعرة الى القيام بنشر النصوص التنظيمية والمعلومات التي تهدف الى توضيح الحقوق والواجبات الخاصة بكل طرف، عرقلة عمليات الدفع الخاصة بالتوزيعات التي تقوم بها

¹ ايتسام ساعد، مرجع سابق، ص: 158.

² رشيد هولي، مرجع سابق، ص: 141.

البنوك، بالإضافة إلى فرض عمولة بـ 12% على كل عملية دفع، مما أدى بالشركات المسعرة إلى القيام بالعملية بطريقة مباشرة.

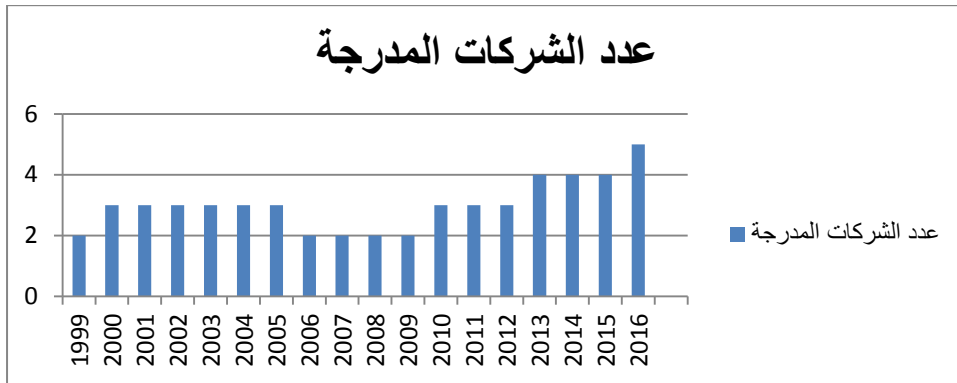
وما زاد الطين بلة في سنة 2006 تقلص العدد إلى شركتين وذلك بعد بخروج الرياض سطيف من البورصة في 6 ديسمبر 2006 بعد ما قدم رياض سطيف عرض علني لسحب سنده بتاريخ 30 جويلية 2006، ولم تسجل بورصة الجزائر أي إدراج جديد للاسهام حتى سنة 2010 أين تم إدراج أسهم شركة "أليانس" للتأمينات، وهذا ما أعطى نفس جيد للبورصة وعاد عدد الشركات المدرجة إلى ثلاث شركات، وفي سنة 2013 شهدت بورصة الجزائر دخول شركة العصائر والمشروبات أن سي أ الرويبة بعدما كانت قد نالت ترخيص من لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 6 فيفري 2013 وطرح الشركة 25% من رأسمالها الإجتماعي للبيع، لتصبح بذلك ثاني شركة خاصة في الجزائر تدخل بورصة الجزائر بعد شركة أليانس للتأمينات، وبالتالي ارتفع عدد الشركات إلى أربعة شركات، ثم في سنة 2016 انضمت مؤسسة "بيوفارم" للصناعات الصيدلانية إلى البورصة بعد عقد أولى جلساتها لتسعير أسهمها، الشركة التي طرحت 20 بالمائة من رأسمالها، مما قد يشجع عددا كبيرا من المؤسسات الناشطة في القطاع الصيدلاني وغيرها لدخول الهيئة، على أمل التحاق عدد من الشركات العمومية والخاصة تماشيا والتحول الاقتصادي الذي تعيشه الجزائر، كما أن دخول شركة بيوفارم إلى البورصة قد يحدث حراكا وانتعاشا في سوق التداول بعد جمود دام ثلاث سنوات لم تسجل خلالها أي مبادرة للالتحاق بها، ليصبح عدد الشركات خمس (5) شركات.

وبالتالي فنتبعنا لمؤشر عدد الشركات المدرجة في الجزائر، نلاحظ أنه ضعيفا جدا مقارنة بباقي الأسواق الناشئة (بشكل عام يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في بورصات الأسواق الناشئة 300 شركة)، وهذه الوضعية لا تسمح بتنمية نسبة القيمة السوقية واستقطاب المستثمرين.

انطلاقا من ذلك وإن أردنا قياس مدى اتساع حجم السوق بالاعتماد على عدد الشركات المسجلة، من أجل الحكم على كفاءته، يمكن القول أن بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن كفاءة سوق الأوراق المالية، فهي لم تقترب حتى من أن تكون سوق مالي ناشئ.

وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي أو على مستوى الدولي ككل.

الشكل رقم (13): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2016.



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (05).

فكما نلاحظ من خلال الشكل فإن عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر قليل جدا اقتصر على شركتين هما شركة صيدال ورياض سطيف سنة 1999 بمعنى أن انطلاقة نشاط البورصة كان بإدراج شركتين فقط، وهذا ما يعكس البداية السيئة لبورصة الجزائر، لكن عدد الشركات في البورصة انتقل الى ثلاثة شركات بعد ادراج مؤسسة تسيير فندق الاوراسي سنة 2000، وبقي عدد المؤسسات ثابت الى غاية سنة 2006 اين انخفض عدد هذه الشركات الى اثنان بعد خروج رياض سطيف من البورصة، ليرتفع عدد المؤسسات من جديد سنة 2010 الى ثلاث شركات بعد دخول شركة أليانس للتأمينات الى البورصة، كما سجلت البورصة ارتفاع آخر في عدد الشركات المدرجة سنة 2013 الى أربع شركات بدخول مؤسسة ان سي ا روبية، وفي سنة 2016 أصبح عدد المؤسسات المدرجة 5 بعد ان انضمت شركة بيوفارم للصناعة الصيدلانية للبورصة.

الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق.

تمثل السيولة في البورصة سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية، وهذه النسبة تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام، وقيمة التداول إلى رأس المال السوقي أو ما يعرف بمعدل الدوران. وفيما يلي متابعة لتطور مؤشر سيولة السوق في الجزائر.

أولاً: معدل قيمة التداول.

وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الاوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي، إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون

كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معا لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.¹

ويمكن توضيح تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر من خلال الجدول الموالي.

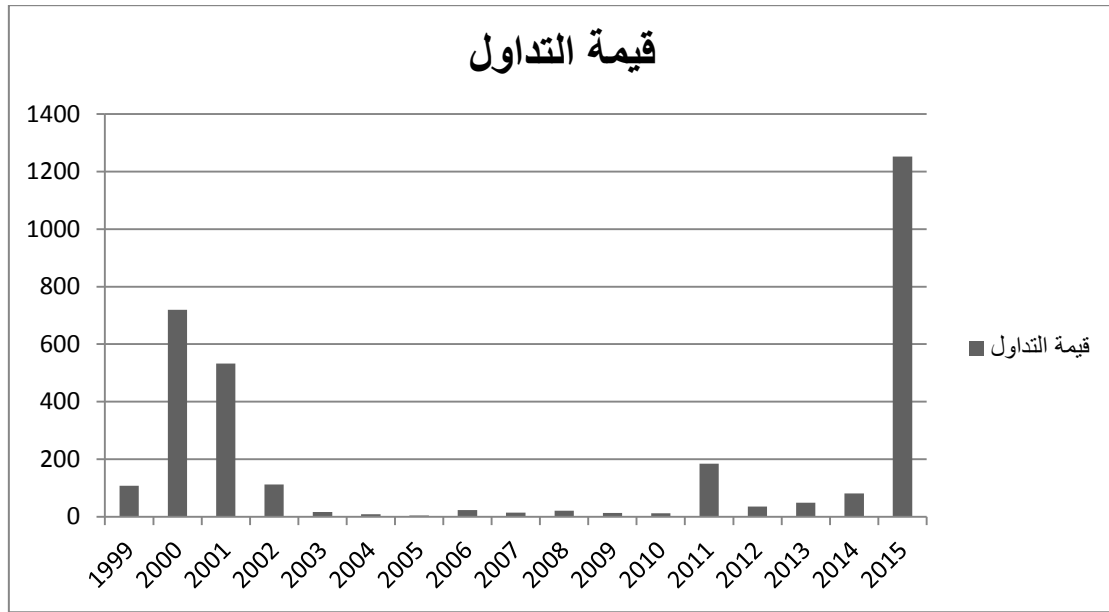
الجدول رقم (06): تطور مؤشر نسبة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2016.

السنوات	قيمة التداول (مليون دج)	PIB (مليار دج)	نسبة التداول % = قيمة التداول / الناتج المحلي الاجمالي.
1999	108,079	3248,2	0,003
2000	720,039	4098,8	0,02
2001	533,217	4235,6	0,01
2002	112,060	4455,3	0,002
2003	17,258	5264,2	0,0003
2004	8,430	6150,3	0
2005	4,188	7563,6	0
2006	23,757	8520,6	0,0003
2007	14,248	9306,2	0,0002
2008	21,415	10993,8	0,0002
2009	13,892	9968,0	0,0001
2010	11,986	11991,6	0,0001
2011	185,118	14526,6	0,001
2012	36,039	16115,4	0,0002
2013	49,117	16 569,3	0,0003
2014	81,410	17205,1	0,0005
2015	1251,957	16591,9	0,008

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

¹ الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، عدد 34، جامعة باجي مختار، عنابة، جوان 2013، ص: 52.

الشكل رقم (14): تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر في الفترة 1999-2015.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (06).

من خلال تفصي نشاط بورصة الجزائر بالنظر الى قيمة التداول، يتبين من الجدول رقم (06) أن سنة 1999 وهي سنة انطلاق التداول في بورصة الجزائر، حيث سجلت 108 مليون دينار جزائري، ثم ارتفعت قيمة التداول خلال سنة 2000 حيث سجل حوالي 720 مليون دج اي بنسبة تقدر بحوالي 566% ويعزى هذا الارتفاع إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على سندات سونطراك، وإدراج أسهم الأوراسي سنة 2000 ساهم في انتعاش قيمة التداول خلال تلك السنة، ثم اصبحت قيمة التداول تسجل انخفاض تلو الاخر لتمر من 533 مليون دج سنة 2001 الى 112 مليون دج سنة 2002، ومع حلول تاريخ استحقاق سند سونطراك في جانفي 2003 اصبح حجم التداول يعادل تقريبا 17 مليون دج سنة 2003، ثم انخفضت قيمة التداول في البورصة انخفاضا شديدا إذ وصل الى 4 مليون دج سنة 2005، وذلك لضعف سوق الأسهم عامة ولانخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة، وعدم تسجيل اية معاملة بخصوص سهم مؤسسة الرياض سطيف، هذه المؤسسة التي اصبحت بفعل المنافسة على مستوى السوق تواجه مشاكل مالية كانت كافية لدفعها للانسحاب من ساحة البورصة سنة 2006، كما سجلت بورصة الجزائر سنة 2006 قيمة تداول قدرت بحوالي 23 مليون دج بعد ان أصبح سوق الأسهم يضم سهمين وهما سهم مؤسسة صيدال وسهم الأوراسي، وهذه الزيادة بسبب ادراج مجموعة من سندات الدين لمختلف الشركات، واستمرت قيمة التداول في الانخفاض حتى وصلت الى حوالي 11 مليون دج لترتفع بعد ذلك الى 185 مليون بسبب الإقبال الكبير على أسهم شركة "أليانس" للتأمينات، أولا أن هذه الارتفاع لم يدم طويلا وانخفضت مرة أخرى لتسجل قيمة 36 مليون دج سنة 2012، أي إنخفاض بنسبة 80,5%، وهذا بسبب تراجع تداول الأسهم المدرجة في البورصة، كما ان بورصة الجزائر لم تسجل اي ادراج خلال سنتي 2011 و2012 للسندات سواء سندات راس المال أو

سندات الدين، لكن عادة قيمة التداول لتسجل ارتفاعا جديدا وصل الى 1251 مليون دج سنة 2015، وهذا الارتفاع راجع الى ادراج أسهم شركة روية في البورصة سنة 2013 واقبال المستثمرين عليها. أما فيما يخص مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام حيث ان هذا المؤشر يعكس ان اتجاه السيولة في السوق الجزائري نحو الانخفاض الكبير جدا، فقد أثرت قيمة التداول المتدنية في بورصة الجزائر على تطور مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي، مما انعكس سلبا على درجة السيولة في البورصة، وفيما يلي متابعة للمؤشر في بورصة الجزائر:

بدأ هذا المؤشر في حدود 0,003% سنة 1999، ليرتفع الى 0,01 سنة 2001، لكن استمر في الانخفاض حتى سنة 2005 ليسجل أدنى قيمة فكانت النسبة معدومة، وارتفع بعد ذلك الى 0,008% سنة 2015، يمكن القول إن قيمة مؤشر نسبة التداول (قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام) مهمة تقريبا في بورصة الجزائر، توضح التدهور الكبير الذي بلغه مستوى السيولة في بورصة الجزائر، مما يعني ان الاستثمار المالي في بورصة الجزائر غير جذاب ولا يشجع في هذه السوق، وهذا ايضا يعكس ضعف مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني ككل، فقد كان متوسط هذه النسبة حوالي 0,003%، يعني أن وزن البورصة في الاقتصاد الوطني ليس له تمثيل، وقد تجد البورصة الجزائرية ما يبرر هذه النسبة الضئيلة في حداثتها في النظام المالي الجزائري.

هذه النتيجة أمر يستدعي التعجيل بتطبيق مخطط لعصرنة وتطوير بورصة الجزائر والعمل على تحديث وبعث نشاط البورصة.
ثانيا: مؤشر معدل الدوران.

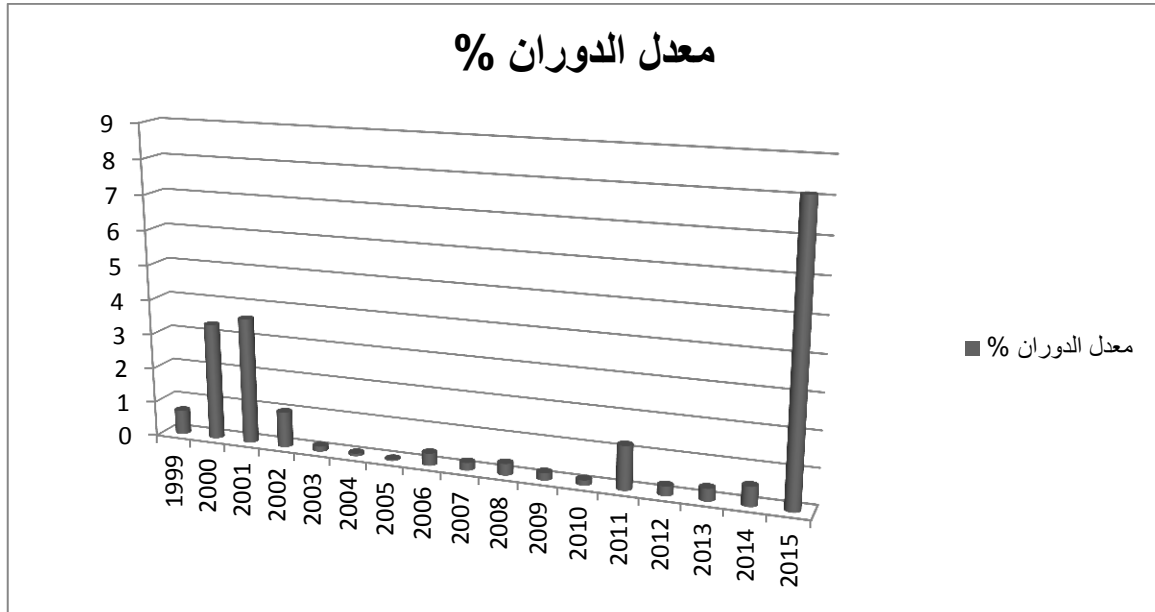
مؤشر معدل الدوران يحسب بقسمة القيمة المتداولة في البورصة على الرسملة السوقية، يعكس مؤشر معدل الدوران درجة نشاط البورصة وحركية التداول، ويعني بلوغ هذا المعدل قيمة الواحد هو أن متوسط التداول للسهم في السنة هو مرة واحدة. ويمكن بتتبع هذا المؤشر في بورصة الجزائر من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (07): تطور مؤشر معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال 1999-2015.

السنوات	راس مال السوق (مليار دج)	قيمة التداول (مليون دج)	معدل الدوران
1999	19,175	108,079	0,7
2000	21,495	720,039	3,35
2001	14,720	533,217	3,62
2002	10,990	112,060	1,02
2003	11,100	17,258	0,15
2004	10,100	8,430	0,08
2005	10,400	4,188	0,04
2006	6,710	23,757	0,35
2007	6,460	14,248	0,22
2008	6,500	21,415	0,33
2009	6,550	13,892	0,21
2010	7,900	11,986	0,15
2011	14,968	185,118	1,24
2012	13,389	36,039	0,27
2013	13,820	49,117	0,35
2014	14,794	81,410	0,55
2015	15,429	1251,957	8,11

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

الشكل رقم (15): تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2015.



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07).

من خلال الجدول نلاحظ معدل الدوران خلال السنوات الاولى من انطلاق عمل البورصة حيث وصل الى 3,62 سنة 2001، لكن سرعان ما عاد الى الانخفاض حيث سجل سنة 2005 نسبة 0,04% وهي أدنى نسبة، تم اخذ في الارتفاع من جديد لتصل الى أعلى قيمة لها سنة 2015 حيث بلغ معدل الدوران 8,11%، وتشير هذه النتائج أن معدل الدوران جد ضعيف في بورصة الجزائر خلال الفترة، نظرا لانخفاض أحجام التداول فيها وقلة أيام التداول، بالإضافة الى قلة عدد الشركات المدرجة فيها، حيث إن انخفاض هذا المعدل يعني بطء عملية تداول الأسهم وقد يرجع ذلك إلى صغر عدد البائعين والمشتريين في السوق حيث لا يمكنهم بيع الأوراق المالية وشراءها بسهولة، والى محدودية الأوراق المالية المتداولة في السوق نتيجة وجود عدد ضئيل من المتداولين.

وكخلاصة لدراسة الأسواق الثانوية هو أنها لم تكن بأفضل حال عن أسواق الإصدار، حيث تميز أداء بورصة الجزائر بالركود، فبعد سبعة عشر (17) سنة من بداية نشاطها لم يتعد عدد الشركات المدرجة بها خمس (5) شركات، وانعكس هذا العدد الضئيل من الشركات في البورصة الجزائرية على مؤشر الرسملة السوقية والسيولة والذي سجلا مستويات متدنية، مما يؤثر إلى عدم كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الأكثر انتاجية والتي تساهم في زيادة الناتج المحلي الاجمالي، فقد إنتقد خبراء ومختصون في الجزائر، تخلف البورصة المحلية عن الاندماج في الدورة الاقتصادية الوطنية، رغم محاولات الحكومة خفض التبعية المطلقة لريع النفط والسعي لخلق اقتصاد بديل. وأكدوا أن البورصة بقيت بعيدة عن اهتمامات الحكومة، وبعيدة عن دورها في استقطاب الاستثمارات وتحريك عجلات النشاط الاقتصادي.

إن النتائج المتوصل إليها في هذا المبحث تبين أن بورصة الجزائر تعاني العديد من العراقيل التي تعيق أداء وظيفتها المنوطة بها، وهذا يستدعي القيام بالعديد من الإجراءات التي من شأنها أن تعدل من واقع البورصة في الجزائر، والمبحث الموالي يعرض أهم العراقيل التي تعاني منها ويقدم بعض الاقتراحات التي قد تساهم في تحقيق كفاءة أكبر لهذه البورصة.

المبحث الثالث: معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر.

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا إن الدراسة السابقة تعكس الوضع السيئ لبورصة الجزائر، ومن خلال المؤشرات السابقة نجد أن أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب لها على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن هناك عدد من معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها في مجال تمويل ودعم الاقتصاد الوطني، ولعل أبرز هذه العقبات قد تأخذ طابع اقتصادي، واجتماعي وثقافي وتنظيمي... إلخ، وأن تحديد الأسباب الكامنة وراء هذا التدهور يمثل أهمية قصوى يجب التطرق إليها، ولا بد من تشخيص هذه العقبات بغية استخلاص النتائج التي يمكن أن تشكل حلا لبعض جوانب النقص المسجلة وإعطاء الحلول التي من شأنها أن تساهم في تجاوز هذه العقبات وتحقيق الأهداف المنوطة بها، وهذا ما سوف نحاول معالجته في هذا المبحث وذلك من خلال التطرف في المطلب الاول الى مختلف العقبات والمعوقات التي تعاني منها سوق الاوراق المالية في الجزائر، وفي المطلب الثاني عرض اهم مقترحات وآفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المطلب الاول: معوقات وآفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.

رغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطة لإرساء سوق مالي فعال، إلا أن هناك معوقات تقف أمام تطوير وتفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر، ولعل أهم هذه المعوقات هي عدم مسابرة القوانين والتشريعات والأنظمة للواقع، كما أنها تفتقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها وقواعد تنظيم التعامل، بالإضافة الى معوقات اقتصادية وسياسية وهذه المعوقات تحد من فعالية البورصة في الجزائر، ومن خلال هذا المطلب ستعرض هذه العقبات التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر والرقى بها.

الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية والسياسية.

يمكن توضيح ذلك من خلال:

أولاً: المعوقات الاقتصادية.

توجد عدة عناصر اقتصادية تؤثر على السير الحسن لبورصة الأوراق المالية بالجزائر أهمها:

1- معدل التضخم.

وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.

وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها. وقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع وزيادة تداول الكتلة النقدية هذه العوامل ادت الي تقيص القدرة الادخارية

للعائلات، كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة، كما أن قيام الدولة برفع معدلات الفائدة للحد من التضخم يجعل أصحاب الفوائض المالية يوجهون مدخراتهم نحو البنوك للحصول على معدل فائدة عالية ومضمونة، وهو ما أدى الى انخفاض الطلب على الادوات المالية الاستثمارية في سوق الأوراق المالية في الجزائر وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر.

وبالرغم من التطورات الايجابية التي شهدتها معدلات التضخم بعد ذلك إلا أن المهم هو كيفية المحافظة على هذه المستويات لمدة أطول، وضمان الاستقرار الاقتصادي الكلي كون القاعدة الاقتصادية تتميز بنوع من الهشاشة نظرا لاعتمادها الكبير على الإيرادات البترولية في ظل غياب باقي القطاعات.¹

2- عائق الخصوصية.²

يضم مفهوم الخصوصية عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخصوصية:

الخصوصية هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فإن الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

- وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه، كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخصوصية وقد حدد المرسوم التنفيذي 01-354 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكفاءات تنظيمها وسيرها.

وتعتبر سياسة الخصوصية من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور

¹ ابتسام ساعد، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008-2009، ص: 166.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص: 243، 245.

رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخصخصة، وذلك أنها:

- تتمكن من بيع عدد كبير من اسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية؛

- تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية.

وبالرغم من اعتبار الخصخصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصخصة... الخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصخصة الفعلية، وفيما يلي عرض لاهم هذه المعوقات:

- تعاضد القطاعات العمومية، إن المؤسسات العمومية عامل جذب لطالبي الشغل، وبالفعل فإن الدخول إلى مناصب العمل في هذه المؤسسات يعطي نوعا من تأمين الشغل، مما يؤدي إلى ارتفاع في التعداد، الشيء الذي يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسة؛

- الوضعية السيئة للمؤسسات التي سوف تخصص: فهي مؤسسات ملتهمة للميزانية بسبب التداخل بين السياسات وبين غياب الاهتمام بالمردودية، وهذه الوضعية تترجم بأعباء استغلال متزايدة وعجز استغلالي دائم، مما يعرض تدخل الدولة عبر المساهمات المالية المختلفة: اعانات الاستغلال، اعانات التجهيز، الضمانات المالية، السماح بالسحب على المكشوف... الخ. كما ان هذه المؤسسات تتميز بالتعداد الكبير في الموارد البشرية وسوء تسييرها، الشيء الذي أدى إلى نشوء ما يسمى بالتداخل الثرواتي الجديد من خلال الخلط بين الممتلكات العمومية والممتلكات الخاصة، واستعمال وسائل وموارد الانتاج لأغراض شخصية؛

- غياب الحافز لدى المستثمرين (المقاولين) المحتملين وقلة المستثمرين وضعف امكانياتهم المالية، وفي اغلب الاحيان يتردد المستثمرين المحتملون بسبب اهمية الوسائل التي يجب تعبئتها لنشاط المؤسسات المطروحة للخصخصة خاصة تلك التي مسها سوء التسيير كثيرا. أما الاستثمار الاجنبي ورغم صدور قانون الاستثمار منذ سنة 1993 إلا أن حضوره مازال محتشما ما عدا في قطاع المحروقات، وربما يعود ذلك إلى الأزمة الأمنية التي مرت بها البلاد، ضعف مستوى تطور النظام البنكي الذي يعتبر غير قادر على توفير السيولة المالية الكافية لتغطية الطلب على القروض من طرف المستثمرين؛

- ثقافة مؤسساتية تشكل عائقا حين الخصخصة ذلك أن هناك مقاومة لروح ثقافة المؤسسة الخاصة.

3- السوق الموازي.

وتمثل السوق الموازي في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدون فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فهذا السوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة وتكلفة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.¹

¹ ابتسام ساعد، مرجع سابق، ص: 166.

4- ضعف الحوافز الجبائية.

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين، سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية، هذا ما يدفع المتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكهم الاستثمارية، الاستهلاكية والادخارية من جهة، وتجعل من جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب، مثل الضريبة على أرباح الشركات التي تعادل 30% من الأرباح السنوية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، بالإضافة إلى خضوع التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين إلى الضريبة على الدخل الإجمالي مما يدفع المستثمرين إلى التهرب الضريبي، والبحث عن بدائل استثمارية أخرى قد تكون السوق الموازية وهو ما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية.¹

5- ضعف الجهاز الإنتاجي.

حيث يمثل القطاع العمومي 80% من المؤسسات الاقتصادية، وما يميز هذا القطاع من اكتظاظ في عدد العمال، والوضعية المالية غير المتوازنة، ضف إلى ذلك أن مؤسسات القطاع الخاص غالبتها شركات تضامن أو شركات ذات مسؤولية محدودة يغلب عليها الطابع العائلي، وليس لملاكها الاستعداد لفتح رأسمالها للغير.²

ثانيا: المعوقات السياسية والتشريعية.

سنتناول مختلف المعوقات السياسية والتشريعية وهي كالتالي:

1- المعوقات السياسية.

يعتبر عدم الاستقرار السياسي من أهم أسباب عرقلة النشاط العادي لبورصة الجزائر التي تقرر انشاءها منذ سنة 1990، فقد كانت الاوضاع السياسية غير المستقرة عاملا رئيسيا لنفورهم وعدم استعدادهم للمخاطر بالاستثمار في مثل هذه الظروف.

الأصل أن القوانين المتعلقة بسوق البورصة، خاصة منها حماية رؤوس الأموال مضمونة بحكم القوانين، ولكن الملاحظ انه منذ سنة 1988 الى يومنا هذا تعاقبت العديد من الحكومات، وأن كل برنامج حكومي كان يزول بزوال الحكومة التي تبنته، وهو ما لا يساعد على تطور ونمو البورصة واستقرارها.

غياب الاستقرار هذا ولد الخوف لدى المستثمرين الذين يبحثون عن أكثر ضمان ومردودية لاستثماراتهم، وادى بهم الى التوجه نحو الاستثمار في العقارات او ببساطة اللجوء الى الاكتناز، وبهذا تظل الأموال مجمدة

¹ نفس المرجع، ص: 167.

² رشيد هولي، مرجع سابق، ص: 150.

ولا يستفيد منها الاقتصاد الوطني. وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملا مهما في بورصة عملية ذات مصادقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي لأن الوضع السياسي من بين العوامل التي بناءا عليه تتخذ القرارات الاستثمارية.¹

2- المعوقات التشريعية.

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة، 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 تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين؛
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصوصية وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية، عكس ما هو معمول به في جل 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. الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل بورصة الجزائر.

- الإطار التشريعي البطيء جدا، حيث أن تأسيس 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 BVM والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 21/05/1997 بمقر اللجنة بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 قد نص عليها صراحة. نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بهم إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999.²

¹ فتيحة ابن يوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وآفاق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص ص: 181، 182.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص: 241، 242.

الفرع الثاني: المعوقات التنظيمية والاجتماعية.

ويمكن توضيح اهم العوائق التنظيمية والاجتماعية التي عرقله تطور بورصة الجزائر فيما يلي:

اولا: المعوقات التنظيمية.

فيما يلي مجموعة من المعوقات التنظيمية التي تعرقل سير بورصة الجزائر:

1- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر.¹

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توفرها في الوسطاء سواء كانوا اشخاص طبيعيين أو اشخاص معنويين، الا ان الرجوع الى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر COSOB يؤكد ان القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين ان يمارسوا الوساطة المالية، الى ان المتتبع للوساطة المالية في الجزائر، هناك خمسة شركات وساطة مالية معنوية، وهي:

- الراشد المالي والهيئات المكونة له (صندوق اعادة التامين، البنك الجزائري الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي)؛

- الشركة المالية للاستشارة والتوظيف (الشركة الوطنية للتامين، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية)؛

- شركة التوظيف في القيم المنقولة (الشركة الجزائرية للتامين واعادة التامين، بنك الفلاحة والتنمية الريفية)؛

- الشركة العامة المالية والاستثمار (القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، المؤسسة الجزائرية للتأمينات)؛

- وسيط البنك الاتحادي (البنك الاتحادي).

وما يمكن استخلاصه هو:

- إن تركيبة شركات الوساطة المالية من بنوك وشركات التامين، وهي كلها ملك للدولة، ومعنى هذا ان القطاع الخاص مستبعد؛

- أن هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويين لا يوجد فيهم شخص طبيعي، اي ان الشخص الطبيعي الوسيط غائب؛

- إن اختيار أن يكون الوسطاء في عمليات البورصة في المرحلة الراهنة، ممثلين في الهيئات المالية والنقدية بنوكا وشركات تامين عمومية (مستثمرين تأسيسيين) اضافة الى ضعف القدرة الادخارية للعائلات يعطي انطباع بان هيئات الوساطة في البورصة قد تهتم اكثر بتكوين محافظ مالية للبنوك التي تتبعها، ويخشى ان تضيق مصالح المتعاملين الاخرين، وخاصة منهم الجمهور العريض.

2- قلة المؤسسات المدرجة: إن وجود عدد محدود من الشركات المسعرة في البورصة الجزائرية (4-5)، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية

¹لوصيف كميلية، معوقات البورصات العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2012، ص ص: 152، 153.

- المتدهورة التي تميز المؤسسات، يؤدي إلى انخفاض فعالية البورصة، كما أن وجود عدد محدد من الشركات ذات الوضعية المالية المريحة والمؤهلة للإدراج في البورصة يحد من فعالية البورصة ويعيق نموها.¹
- 3- عدم تنوع الأوراق المالية:** إن الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر محدودة جدا وتتنحصر أساسا في الأسهم والسندات العادية والسندات العمومية، وكما تطرقنا إليه سابقا توجد العديد من أنواع الأوراق المالية حيث كل نوع يتميز عن الآخر بميزات وخصائص مختلفة، وبالتالي وجب التنوع في اصدار الأوراق المالية حتى يتسنى للمستثمرين تنوع محافظهم المالية من جهة، وإستعمالها لجلب المدخرين للاكتتاب فيها من جهة أخرى، وعدم التنوع في الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر يؤدي الى زيادة حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.²
- 4- ضعف الإفصاح والشفافية:** رغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن، إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح المالي في الدول العربية عامة والجزائر خاصة غير مدققة وتبقى في بعض الاحيان في إطار العموميات وتعتبر سطحية وعامة، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة والمصدقية المنشودة، وتقتصر في كثير من الاحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، كنشر الموازنة الختامية، والتأخر احيانا في نشر هذه البيانات والاكتفاء بعمليات نشر سنوية، يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات، كما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين لأخذ قراراتهم الاستثمارية، وهذا ما يفتح مجالا واسعا أمام الأطراف في الحصول على سبق المعلومات دون غيرهم وتحقيق ارباح غير عادية على حسابهم.³
- 5- سير عمل البورصة:** حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم تنظم حصص التفاوض مرتين في الأسبوع وذلك كل اثنين وأربعاء من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا. ضف إلى ذلك أن عملية التسوية قد تتم خلال أسبوعا كاملا، مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.⁴

ثانيا: العائق الاجتماعي والثقافي والديني.

إضافة إلى ما سبق، فبورصة الأوراق المالية الجزائر تعاني من عوائق أخرى ذات طابع اجتماعي وثقافي وديني، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

1- العائق الاجتماعي والثقافي: إنا العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من

غذاء ولباس، إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية

¹ رشيد هولي، مرجع سابق، ص: 150.

² لوصيف كميلية، مرجع سابق، ص: 146.

³ حسان خبابة، دور اسواق الاوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004، ص ص: 13، 14.

⁴ رشيد هولي، مرجع سابق، ص: 151.

باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهلهم بماهية البورصة وأهميتها في الاقتصاد الوطني، والمصلحة الممكن تحقيقها من وراء التعامل فيها، وحتى المؤسسات التي تعودت على القروض البنكية تفتقر الى ثقافة البورصة والمزايا التي توفرها هذه الأخيرة، فغياب هذه الثقافة يؤدي بالأعوان الاقتصاديين الى توجيه مدخراتهم نحو التوظيفات البنكية أو اكتنازها بدلا من استثمار أموالهم في القيم المتداولة.¹

2- العامل الديني: إن السياسة السليمة لتجميع وتعبئة الادخار العائلي ينبغي عليها الاخذ بعين النظام العقائدي والديني للمجتمع، وعليه فإن هذا العامل ذو أهمية كبيرة لتوجه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، ومن المعروف أن استخدام التمويل أو الاستثمار عن طريق البورصة من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترىها بعض الحرج من الناحية الدينية وتمتتع العديد من العائلات الجزائرية من توظيف فوائدها المالية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، بالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010، رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) ادراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات.² هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

¹ عبد الوهاب شمام، عمار زودة، طبيعة سوق الأوراق المالية في الجزائر: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، جامعة زيان عاشور، المجلد 1، العدد 2، الجلفة، الجزائر، ص: 166.

² سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، ابحاث المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 05 و 06 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص: 17، 18.

المطلب الثاني: آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.

في وجود العوائق والمقيدات السابقة تبقى السبل مفتوحة أمام السوق المالي الجزائري لإحداث تطوير من خلال تجاوز هذه العقبات والعراقيل، وإيجاد حلول جذرية لها، لأن تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي، وهذا يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق كما يحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة، تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع، ولعل النماذج الناجحة من الأسواق العالمية والعربية تمثل نهجا في ذلك يمكن الاقتداء به في ادخال الإصلاحات جذرية على السوق، مع الأخذ في الاعتبار واقع وظروف المحيط الاقتصادي الجزائري بما يعود على السوق المالي بالإيجاب وعدم تحمل سلبيات في ذلك.

من خلال ما سبق، يتضح لنا أن تطوير السوق المالي في الجزائر يركز بعض الجوانب التي لا بد من العمل على تصحيحها، وفيما يلي سنعرض بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في النهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في:

الفرع الأول: توفير المحيط الاقتصادي الملائم.

إن توفير المحيط الاقتصادي الملائم شرط أساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة، وذلك من خلال اتباع استراتيجية اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم إحتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية، وإعطاء دور للقطاع الخاص في تحقيق ودعم عملية التنمية الاقتصادية، وكذا تشجيعه وذلك بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمانا لبقائها، بالإضافة إلى:

أولاً: إصلاح النظام الجبائي.

إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي، بحيث يساهم في تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي، وهذا لما للسياسة الضريبية من أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين:¹

1- الأثر على الاستثمار.

إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ أنه في ظل وجود ضرائب تؤسس قرارات الاستثمار على التكلفة والعائد بعد الضريبة، وفي ظل هدف تعظيم الأرباح سوف تستثمر الشركة حتى النقطة التي يتساوى عندها معدل العائد الحقيقي على الاستثمار مع التكلفة الحدية له، ومن الطبيعي أن يتأثر حجم الاستثمار بالسياسة الضريبية المطبقة وحوافز الاستثمار المقررة. لذا فإن تعدد الضرائب المفروضة على دخل الاستثمار من شأنه أن يؤدي

¹ زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سابق، ص ص: 17، 18.

إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار، الأمر الذي ينعكس سلبا على حجم الاستثمار، إذ يتزايد تبعا لذلك عدد المشروعات المرفوضة، ومؤدى ما تقدم انخفاض الطلب على الأموال القابلة للإقراض ومن ثم عرض الأوراق المالية. ونتيجة لما تقدم لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية العديد من النصوص التي تمنح حوافز ضريبية بشكل يسهم في تخفيض المعدلات الضريبية ويرفع من معدلات العوائد ويخفض من ثم تكلفة الاستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

2- الأثر على القرارات التمويلية للشركات.

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

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

ثانيا- تخفيض سعر الفائدة.

حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحويل الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.¹

ثالثا: التفعيل والاستمرار في برامج الخصخصة.

ومن الحلول المقترحة هو تدارك التباطؤ في تطبيق سيرورة الخصخصة، حيث أن هذه الأخيرة تعمل على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين، فضلا عن أنها تتيح للمستثمرين مزيدا من الفرص لتنويع المخاطر، كما أنها تؤدي إلى توسيع وزيادة عمق ونشاط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة وزيادة رسملة السوق، وبالنتيجة يساعد تعميق سوق الأوراق المالية المحلية على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية، مما يعني أن الخصخصة لها دور في توسيع وتحفيز نشاط السوق المالي في الجزائر الذي لا يزال يتصف بالضيق وذلك من خلال توفير العرض من الأسهم لتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، ومن ثم توفير التمويل المناسب

¹ابنسام ساعد، مرجع سابق، ص: 169.

للاستثمارات، وتشير تجارب الدول النامية إلى وجود علاقات إيجابية بين الخصخصة وتطور أسواق الأوراق المالية، إذ يعزز كل من هذين النشاطين الآخر لتحقيق الأهداف الاقتصادية، فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على القواعد التشريعية الضرورية وتتوفر لديه الخدمات المالية المتطورة يساعد سيرورة الخصخصة، ونقل الملكية إلى القطاع الخاص في إطار يتصف بالشفافية والإفصاح، لضمان تسيير هذه المؤسسات وفق أسس سليمة، وتمكين جميع المستثمرين لامتلاك أسهمها لأجل توسيع قاعدة الملكية، كما تشكل الخصخصة حافزا لتطوير وإصلاح أسواق الأوراق المالية من خلال تعزيزها للمعروض الأوراق المالية في البورصة وتنوع فرص الاستثمار، وجذب المستثمرين إلى هذه الأسواق ومن ضمنيا استثمارات المغتربين الموجودة حاليا في أسواق مالية أجنبية.¹

والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخصخصة لا يكون إلا عن طريق خصصت الشركات التي تتميز بالمراكز المالية الجيدة وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية حيث يمكن لعملية الخصخصة أن تساهم في:²

- **تحسين الكفاءة الاقتصادية:** ويتحقق ذلك من خلال المنافسة التي تعني تخصيص الموارد وحسن تسييرها، حيث تسعى كل منشأة أو شركة إلى تحقيق أرباح عن طريق المنافسة، مما يعني تحكما أفضل في التكاليف وتحقيق كفاءة في تسيير وإدارة المنشآت أو الشركات بما ينعكس على تحسين الكفاءة الاقتصادية.
- **توسيع قاعدة الملكية:** ويتم ذلك عن طريق الاكتتاب العام للأسهم التي تصدرها المؤسسات المعروضة للخصخصة من طرف الدولة.

- **تنشيط سوق الأوراق المالية:** حيث يسعى المستثمرون ورجال الأعمال للحصول على مصادر تمويلية لاستثماراتهم الجديدة أو لإنشاء شركات جديدة، وذلك عن طريق البنوك أو البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، وزيادة عرض الأوراق المالية للاكتتاب العام في البورصة. ويرتبط نجاح الجزائر في تفعيل سوق الإصدار بنجاح برنامج الخصخصة المعتمد منذ عام 1995، وبالتالي لا بد من تسهيم عدد كبير من منشآت القطاع العام خاصة الإدارية والاستراتيجية منها كونها عامل جذب للمستثمر المحلي والأجنبي، وذلك في ظل غياب مبادرة منشآت القطاع الخاص القائمة حاليا للدخول في مجال البورصة.

رابعا: عصنة الجهاز المصرفي: يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة، والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990، وتتصف القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في

¹ الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، مرجع سابق، ص: 58.

² ابتسام ساعد، مرجع سابق، ص: 172.

الاستثمارات ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية. وإذا كان للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية. إنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستثمارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل.¹

بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات.

والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي. إن مثل هذه الأحداث تنعكس آثارها على أداء اقتصاديات الدول بشكل عام وعلى بورصاتها بشكل خاص، إلا أن هذه الآثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعا لمكانتها في الاقتصاد العالمي. ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد الوطني أو على قطاع معين من الصناعة أو الخدمات المالية ونحوهما.

الفرع الثاني: الجانب التنظيمي والسياسي والاجتماعي.

من المقترحات التي قد تساهم في تطوير وتصحيح الجانب التنظيمي والسياسي لدعم وتفعيل بورصة الجزائر ما يلي:²

أولاً: الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر.

من بين المقترحات التي تمس هذا الجانب:

1. تجزئة سوق البورصة.

يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين: سوق رسمية وسوق ثانية، ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية، مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي وسوق ثانوي، وبالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية. والعبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة المتوسطة من تمويل نفسها.

فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات

¹بوضياف عيبر، مرجع سابق، ص ص: 133-134.

²زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سابق، ص ص: 18، 19.

إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.

2. مكننة أنظمة التداول.

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

3. تعزيز الشفافية والإفصاح.

يكتسي توفير المعلومات في سوق راس المال أهمية قصوى في تحديد مسار تدفق رؤوس الأموال بين المصدرين والمستثمرين وبالتالي التأثير على نمو الاستثمارات الحقيقية من جهة، وتطور الأسعار في البورصة من جهة أخرى، ولتحقيق الشفافية المطلوبة بين المتعاملين في السوق المالي يجب الاهتمام بالنقاط الآتية:¹

- إنشاء هيئات متخصصة في نشر المعلومات حول الشركات المتداولة في البورصة، بحيث تقوم هذه الأخيرة بتقديم هذه المعلومات بشكل دوري (يوميًا، شهريًا، سنويًا)، على أن يتم تغريم أو إيقاف الشركات التي ترفض توفير المعلومات أو تقديمها بشكل مضلل. بالمقابل، تستفيد تلك الشركات من امتيازات ضريبية نتيجة شفافيتها المحتملة.
- التزام الجهات الحكومية التي ترتبط بالسوق المالي من وزارات وبنوك مركزية بنشر جميع المعلومات حول مؤشرات الاقتصاد العالمي والمحلي، وتشجيع البحوث والدراسات التي تهدف إلى توقع الأداء الاقتصادي المستقبلي دوليًا ومحليًا.
- قيام الهيئات المنظمة والمسيرة للأسواق المالية بنشر مختلف تطورات السوق بشكل يومي، وتقديم التحليلات المختلفة لأداء السوق، بالإضافة إلى توفير تقارير سنوية وإتاحتها عبر مواقع هذه الهيئات على الإنترنت.
- نشر جميع المعلومات المتعلقة بأداء البورصة وتوقعاتها وتحليل القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في صحف متخصصة، وأهم تلك المعلومات في الصحف اليومية، فضلًا عن تخصيص حيز من برامج التلفزيون للأسواق المالية يقوم بتنشيطها رجال اقتصاد متخصصون، فمن غير المعقول مثلًا أن تلتزمون بحجم التلفزة الجزائرية تفنقر إلى نشره حول سوق الأوراق المالية.
- إنشاء مراكز تكوين متخصصة في مجال البورصة تهتم بتعليم الطلبة طرق التحليل الأساسي والفني وكل ما يتعلق بالبورصة.

¹ سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مرجع سابق، ص: 137.

4. ترقية عرض الأدوات المالية.

- على الرغم من الجهود المبذولة من طرف الدولة الجزائرية لترقية العرض من الأوراق المالية من خلال التنوع المتاح عبر التشريعات إلا أنها لم ترق إلى المستوى المأمول. ولترقية هذا الجانب يقترح:¹
- تنويع أدوات الاستثمار خاصة فيما يتعلق بأوراق الملكية من خلال تشجيع الإصدار والتعامل بالأسهم الممتازة لتحقيق ضمانات أكبر للمستثمرين؛
 - الاستمرار في ترقية الإصدارات الخاصة من أوراق الدين، وتوفير هذه الفرصة للشركات الخاصة الجزائرية؛
 - توسيع إدراج الشركات عبر تسهيل معايير القبول في السوق الأولي من خلال القضاء على الإجراءات البيروقراطية وتوسيع نطاق الإدراج في البورصة للشركات الخاصة المؤهلة لهذه العملية. ووضع قوائم للشركات القابلة للخصخصة مع تقييم مطابق إلى أقصى درجة للواقع؛
 - تحقيق الاندماج بين الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع، مع فتح رأس مال بعض الشركات أمام الشركات الأجنبية التي تمتلك خبرات واسعة في القطاعات التي تنتمي إليها؛
 - إنشاء أسواق ثانوية تسمح بإدراج القيم غير المقبولة للإدراج في السوق الأولي، لان ركود بورصة الجزائر يتطلب فتح هذا النوع من الأسواق بحيث تكون معايير قبول الشركات بها أقل تشددا خاصة فيما يتعلق بالشركات الخاصة.

ثانيا: مقترحات في الجانب السياسي والتشريعي والاجتماعي.

- من أجل ضمان تفعيل سوق الأوراق المالية يجب أيضا الاهتمام بتحسين الجانب السياسي والتشريعي وحتى الاجتماعيين ويمكن عرض ذلك من خلال:

1- الجانب السياسي والتشريعي.

وتتمثل أساسا في:

- أ. **تحقيق الاستقرار السياسي:** يعد الاستقرار السياسي والأمني عاملا مشجعا لنمو نشاط السوق المالية، وذلك من خلال تبني استراتيجية واضحة في وضع القوانين ولا تزول بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة، وبالتالي فإن توفر هذا العامل يشجع الشركات المحلية والأجنبية على إقامة مشاريع بالجزائر، والتي تكون بحاجة إلى تمويل طويل الأجل لتحقيق مشاريعها وبالتالي اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على حاجياتها، كما أن توفير هذا العامل يشجع المدخرين على الاستثمار في السوق المالية.²

¹ نفس المرجع، ص: 138.

² جمعون نوال، التمويل المصرفي ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص: 43.

ب. **مراجعة الإطار التشريعي:** استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.

فبالنسبة للإصلاح قانون الشركات: من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم أقتصرت توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق.

وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات. إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية.

وبتسليط بعض الأضواء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات مساهمة، ليدفع بعجلة التنمية ويحقق الإصلاحات المراد تجسيدها بالشكل الأمثل.

إذا كان القانون التجاري قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوفية لشروط الانضمام على البورصة فإن الواقع الجزائري يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيروها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة.

إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصر الجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو تعليمات المنظمة لتعامل في السوق فحسب ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النص والتشجيع الاستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي.

كما يتطلب وجود إطار مؤسسي لسوق الأوراق المالية وجود تعليمات التعامل والنظم التي تحكم العلاقة مع الوسطاء والمستثمرين والأسلوب التعامل والأوقات التي يتم فيها ممارسة العمل، والأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق الأوراق المالية. كما يشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق أو لجنة التي تباشر هذا العمل بإعتبارها اللجنة المنظمة.

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

مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، يعتبر عاملا محدد في نجاح أي بورصة تنشط في المحيط وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا تم وضع الآليات التشريعية والتنظيمية في قالب يسمح لها من إصدار كل النصوص التي تقتضيها المرحلة التي تم الوصول إليها وعليه فإن الاهتمام الدائم بتحديد دور الدولة على المستوى سوق البورصة، نوع الوطاء في عملية البورصة وتحديد مجال عملهم ومنهجية تنفيذ الأوامر، إضافة إلى الرعاية المستمرة والدائمة لادخار الخاص بمستثمرين الصغار ومنحهم الحماية اللازمة وكذا تدقيق دور الرأسمال الأجنبي في السوق وكيفية تحفيزه، ويجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر. على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني. وتفاذي الأوجه التي يكون فيه هذا النوع من رأس المال خطر على البلاد.

الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر حيث إذ اتجهت العديد من الدول العربية نحو الفصل بين الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص، وهذه الأسواق هي: سوق عمان بالأردن، مصر، تونس، عمان، المغرب، والإمارات العربية المتحدة.¹

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع.

2. الجانب الاجتماعي والديني.

من بين أهم المقترحات في هذا الجانب نجد:

أ. إرساء الثقافة البورصية: انه من الضروري السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وانه من المفيد تعبئة مدخراتهم من اجل استثمار قدراتهم التمويلية في الاصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، وعليه فانه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق للبورصة يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الاعوان الاقتصادية، سواء طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية، ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال وسائل الاعلام والاتصال المختلفة، وكذا تعويد العائلات على استعمال ادبيات البورصة في الثقافة اللغوية، وتقديم النصائح للمستثمرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المنقولة بتوضيح احسن الفرص الاستثمارية ونحوه، وكذا اعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص: 272، 274.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة تشجيع انشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة، بالنظر لما توفره من مزايا تتجلى في امكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما انه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الاقبال على الاستثمار المالي للقيم المنقولة هو النظام الجبائي المطبق.¹

ب. **الجانب الديني:** إن السياسة السليمة لتجنيد الإدخار العائلي ينبغي ان تأخذ بعين الإعتبار النظام العقائدي والديني للمجتمع، وعليه فإن هذا العامل ذو أهمية كبيرة لتوجه المدخرات من اجل توظيفها في القيم المتداولة، ومن أجل رفع عزوف وامتناع المدخرين والمستثمرين عن التعامل في سوق الأوراق المالية في الجزائر يتعين اصدار وإدراج أسهم وسندات الإسلامية، التي لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات، مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول للمؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

الفرع الثالث: الاستفادة من تجارب بعض الدول في تطوير البورصة.

هناك الكثير من الدول التي نجحت في مجال تطوير البورصة من خلال قيامها بالعديد من الاجراءات والاصلاحات، وفيما يلي سنعرض أهم هذه التجارب لبعض الدول باعتبار أن ظروفها الاقتصادية والاجتماعية والثقافية يتشابه الى حد ما مع واقع الاقتصاد الجزائري. وأهمها:

أولاً: التجربة الماليزية لتطوير سوق الأوراق المالية.

وذلك من خلال:

1- **ربط البورصة جهويا:** بدأ الاتجاه نحو انشاء سوق منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم انشاء اتحاد لحائزي الاوراق المالية، غير ان تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960 حيث تم تأسيس بورصة الملايو وقد تشكلت غرفتين للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا والأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق واحدة، وتم ربطهما باستخدام خطوط الهاتف وتسجل وتتداول فيها نفس الأسهم، وفي عام 1963 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية، ومع خروج سنغافورة من الاتحاد الماليزي استمرت السوق في اداء وظائفها ولكن كسوق مشتركة بين كل من دولتي ماليزيا وسنغافورة، وفي عام 1973 تجزأت البورصة إلى كيانين مستقلين هما: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE، وبورصة سنغافورة للأوراق المالية SES، إلا أن الارتباط بين البورصتين ظل قائما، حيث أستمتر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين، وأستمتر هذا الارتباط قائما حتى عام 1990 حين تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة وإلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور. وتعتبر بورصة كوالالمبور في الوقت الراهن أساس سوق الأوراق المالية في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الاوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية.²

¹ لوصيف كميلية، مرجع سابق، ص ص: 174، 175.

² نورين بومدين، مرجع سابق، ص ص: 223، 224.

2- الاستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق بتعدد المؤسسات التابعة لبورصة كوالالمبور: بهدف تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا وتشجيع الشركات والمستثمرين على التعامل فيها تم إنشاء العديد من المؤسسات والفروع التابعة لبورصة كوالالمبور أهما:

أ. سوق (MESDAQ) Malasian Exchange of Securities & Automated Qotation

أطلقت بورصة ماليزيا لسوق (MESDAQ) (الماليزي لتبادل الاوراق المالية والتعامل والتسعير الالي) في 6 اكتوبر 1997 كسوق الاوراق المالية منفصلة، ومعظمها لإدراج الشركات القائمة على التكنولوجيا. وهو جزء من بورصة ماليزيا.

تهدف هذه السوق الى توفر الاموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا، والشركات ذات فرص النمو المرتفعة ورأس مال المخاطر، وقد أنشئت هذه السوق في مارس 2002 ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور (ماليزيا حاليا) مقتدية بتجارب الاسواق المماثلة في الدول الاخرى كسوق NASDAQ في الولايات المتحدة وسوق JASDAQ في اليابان وسوق الاستثمار البديل في المملكة المتحدة وشبكة التعامل في كندا، والتي كرست جميعها لخدمة هدف تمويل الصناعة التكنولوجية وتمويل رأس مال المخاطر ويتوقع أن يلعب سوق MESDAQ دورا فعالا في تنمية قطاع تكنولوجيا المعلومات وعلى وجه الخصوص صناعة البرمجيات، وقد جاء إنشاء هذا السوق انعكاسا للرغبة في تشجيع الصناعات المكثفة للاستخدام التكنولوجية، ولرغبتها في جعل كوالالمبور بمثابة مركز مالي اقليمي في منطقة جنوب وشرق آسيا يوفر احتياجات المنطقة من تمويل، وتجمع سوق MESDAQ بين خصائص السوق الرسمية وخصائص السوق غير رسمية للأوراق المالية، وإذا يعني على الشركات التي تسجل في هذه السوق أن تؤمن خدمات صنع السوق أسوة بها هو متبع في الاسواق غير الرسمية OTC كما يلتزم السماسرة في هذا السوق بتقديم عطاءات وعروض للاسهام كما هو الحال في أي سوق رسمية، وتوضح مؤشرات السوق تزايد حجمها إذا تزايد حجم الشركات المدرجة ببورصة MESDAQ بشكل مطرد منذ إنشائها فبعد أن كان العدد 12 شركة في عام 2002 ارتفع الى أن وصل في سنتي 2005 و2006 الى 107 شركة و119 شركة على التوالي، كما ارتفع حجم رأس المال السوقي من 6,7 بليون رينجيت في عام 1984 الى 7,11 بليون رينجيت في جوان 2006، فيما ارتفعت قيمة التعاملات السنوية بها من 81,578 مليون رينجيت في جانفي 2004 إلى 22,1470 مليون رينجيت في جوان 2006.¹

ب. السوق المالية الإسلامية الماليزية:

تؤدي هذه السوق منذ إنشائها، دورا هاما في البورصة الماليزية، شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو والتطور الاقتصادي لماليزيا، وكون غالبية سكان ماليزيا من المالايين المسلمين، أدى عزوفهم على

¹ صالحى هالة، آلية اندماج وتفاعل الاسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية "دراسة حالة سوق ماليزيا والبرازيل 1995-2012"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014/2015، ص:

التعامل بالسندات التقليدية، بالسلطات الماليزية إلى إنشاء هذه السوق التي تعمل على توفير احتياجات ماليزيا من الموارد المالية، وباستعمال أدوات الاستثمار المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. تلعب هذه السوق دورا هاما شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلبي احتياجات الأغلبية المالوية الإسلامية من الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي.¹

ج. مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية: Lubuan International Financial Exchange inc.

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية، Lubuan International offshore Financial Centre وفي 23 نوفمبر 2000 تم البدا بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية LFX وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي، ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، تعمل على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها هذا المركز، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من القيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة.²

د. معهد ماليزيا لبحوث محلي الاستثمار RIIAM: تم إنشاء معهد (RIIAM) Research Institute of

Investment Analysts Malaysia كمؤسسة تابعة لبورصة KLSE في ماي 1985، بهدف تعزيز ورفع كفاءة مستويات بحوث الاستثمار من خلال تنظيم الدورات التدريبية والندوات البحثية، كما يقوم المعهد بتنفيذ البحوث والدراسات المتعلقة بالمشاكل الجوهرية المتصلة بصناعة الأوراق المالية.³

ثانيا: تجارب التطوير في بعض البورصات العربية.

ويمكن الاستفادة من تجارب بعض الدول العربية في مجال تطوير وتفعيل البورصة في المجالات التالية:⁴

1- في مجال إدراج أسهم الشركات في البورصة: في هذا الصدد نجد أن بعض البورصات العربية عملت على إدراج أسهم الشركات وفق جدولين أحدهما رسمي والآخر غير رسمي كما هو الحال بالنسبة لكل من البورصة المصرية وبورصة عمان وكذا بورصة الدار البيضاء. حيث أن شروط الإدراج في الجدول غير الرسمي تختلف عن تلك المطلوبة في الجدول الرسمي. فإذا ما أخذنا على سبيل المثال بورصة الدار البيضاء نجد أنها في عام 2000 استحدثت سوقا جديدة مخصصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا لشروط تتلاءم مع وضعية هذه المؤسسات، وهذا تمهيدا لإدراجها في السوق الأولي كما هو معمول به في كل من مصر والأردن.

¹محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2012، ص: 168.

²نفس المرجع، ص: 168.

³نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 230.

⁴زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 21، 22.

2- في مجال مساهمة البنوك في تطوير البورصة: إذا ما نظرنا إلى دور البنوك في تنشيط البورصات العربية فنجد أن البنوك في الدول العربية قد خطت خطوة هامة في هذا المجال، سواء بفتح رأس مالها أمام المستثمرين من خلال إدراج أسهمها في البورصات، أو من خلال إنشاء شركات الوساطة المالية، فإذا ما أخذنا على سبيل المثال سوق الكويت للأوراق المالية فنجد أن هناك 08 بنوك قد أدرجت أسهمها في السوق، أما في البحرين فنجد أن هناك 18 بنك قد تم فتح رأس مالها.

3- في مجال مساهمة الأجانب في البورصات العربية: فمثلا مصر قامت بالعديد من الإصلاحات لتنشيط السوق المالي، فقد شهدت السوق المالية المصرية تطورا ملحوظا استند الى تضافر جملة من المتغيرات والتطورات على الصعيدين المحلي والخارجي، فعلى الصعيد المحلي كانت الجهود تتجه نحو تطوير السوق المالية من النواحي التشريعية والمؤسسية حيث كانت مسالة تطوير الأسواق المالية تمثل محورا أساسيا من محاور الإصلاح المالي. حيث أجرت اصلاحات رئيسية في القطاع المالي لتقوية النظام المصرفي وتطوير الادوات النقدية على نحو فعال من اجل التحكم في السيولة المحلية، ومنذ مطلع عام 1991 تم الاهتمام بمسالة الاخذ بتوحيد أسواق الصرف الاجنبي ورفع كفاءتها، وعلى نحو متزايد رفعت الحدود الرسمية المفروضة على معدلات الفائدة وتم ايجاد مزادات لبيع حوالات الخزنة للأعوام 1992-1993، كما تم ازالة التحكم المباشر بالائتمان الممنوح الى القطاع الخاص والعام، وقد اتجهت مصر من جانب آخر نحو توسيع نطاق الاسواق المالية، إذ تم التحول نحو القطاع الخاص للشركات المصرفية والتأمينية، وقد شهدت سوق المال في مصر العديد من الاجراءات وذلك عام 1997 ولا سيما في مجال تطوير أعمال البورصة وحماية المستثمرين، ومن أهمها اصدار التعليمات بشأن الأحكام المنظمة لإدارة بورصة القاهرة والاسكندرية وشؤونها المالية إذ تم توحيد أسعار الأوراق المالية المتداولة بهما، وتسهيل ايرادات نقل الملكية كما وتم ايجاد نوع من التنسيق بين الجهاز المصرفي وسوق المال بإنشاء العديد من صناديق الاستثمار من جانب البنوك للتعامل في السوق المالي. لقد شهد جانب الإصلاح استكمالاً للبنية الأساسية لسوق الأوراق المالية إذ تم استخدام نظام التداول الآلي ونشر المعلومات عن حركة التداول على نحو منظم وعلى اساس يومي، مع ربط البورصة المصرية بكبرى شركات الاتصال في العالم كما تم انضمام سوق رأس المال المصري الى قاعدة معلومات أسواق المال العربية، فضلا عن صدور العديد من القرارات المهمة مثل اعفاء صافي الأرباح الكلية لصناديق الاستثمار من الضريبة على الدخل 4% واعفاء الأرباح الرأسمالية الناتجة عن اعادة بيع الأوراق المالية من ضريبة الدمغة النسبية 2%. وقد اجاز المشرع المصري بيع اسهم البنوك والشركات التي لا تتجاوز الملكية العامة في رؤوس أموالها 49%، وفي هذا الاطار تم تعديل قانون البنوك والائتمان بحيث يسمح بزيادة نسبة ملكية غير المصريين في رؤوس أموال البنوك المشتركة والخاصة عن 49% كما سبق ذكره مع وضع الضوابط العديدة لعدم تركيز الملكية. ولعل التطور الذي تم احرازه في مجال السوق المالية يرجع في جذوره الى مطلع السبعينات نظرا لاتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي، وتتابع اصدار القوانين المحفزة لاستقطاب رؤوس الاموال العربية والأجنبية للاستثمار حيث

صدر قانون، رأس المال رقم (95) لسنة 1992 الذي يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم والسندات المتداولة في السوق المصرية، كما وقعت مصر على اتفاقية تحرير الخدمات المالية في عام 1997 وعليه فهي ملتزمة طبقاً لهذه الاتفاقية بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال، سواء في عمليات الاكتتاب أو شركات السمسرة والتجارة في الأوراق المالية، وكذا إنشاء صناديق المساهمة. وتوالت التشريعات والقوانين المنشطة لعمل السوق والتي أدت إلى تنمية وتنظيم سوق المال ورفع كفاءة العاملين في السوق ونشر البيانات والمعلومات والتأكد من سلامة التعامل.¹

أما في البحرين فقد تم السماح للمستثمرين غير البحرينيين بتملك الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة البحرينية المسجلة في السوق وذلك منذ عام 1999، حيث صدر المرسوم بقانون رقم 10 لسنة 1999 الذي بموجبه أيضاً تم السماح بإدراج الشركات الأجنبية في سوق البحرين للأوراق المالية. نذكر منها شركة اتصالات قطر وبنك مسقط.²

ما يمكن إستنتاجه من هذا المبحث أن معالجة هذه المعوقات في إطار برنامج اصلاح شامل يمس الاقتصاد الوطني عموماً والقطاع المالي خصوصاً، ومن الضروري إعادة النظر في السياسة المتبعة إلى حد الآن، من خلال تهيئة جميع المؤثرين في البورصة من مدخرين وشركات حول أهمية هذا الأسلوب في تمويل المشاريع المختلفة، وكأداة لاستيعاب رساميل الأفراد. وعلى المستوى الإعلامي قد تساعد برامج متخصصة في أساسيات الاستثمار المالي في تغيير نظرة المدخر الجزائري إلى البورصة نحو الأحسن، بالإضافة إلى توسيع قاعدة الشركات التي من المحتمل أن تدرج في السوق المالي الجزائري لتشمل الشركات الخاصة مع إعطاء التسهيلات الضرورية لعملية الإدراج، على أن تكون الشركات المدرجة موزعة على قطاعات الاقتصاد المختلفة حتى تحقق تنويع المخاطر بالنسبة للمستثمر، وتكون بمثابة مرآة تعكس أداء الاقتصاد ككل. هذا من شأنه التأثير ايجاباً على عمل بورصة الجزائر ونشيطها.

¹ اباد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، كلية الادارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، مارس 2009، ص ص: 58، 60.

² زيدان محمد، نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 22.

خلاصة الفصل:

- لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من دارستنا، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل له في الجانب النظري واختبار مدى تطابقه مع الواقع العملي، بعد إنهاء تطلعات هذا الفصل ومن خلال تحليل مختلف عناصره يمكن الخروج بالنتائج التالية:
- كانت نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر نتاج تغيير النهج الاشتراكي وتبني اقتصاد السوق القائم على تحرير وخصوصية المؤسسات الاقتصادية؛
 - دراسة السوق الأولية في الجزائر يبين أن حجم الاصدارات الأولية من أسهم وسندات تتصف بالضآلة، فالسوق الأولي الجزائري لم يشهد أي إصدارات في العديد من السنوات، وبالتالي فتتبع تطور مبالغ الإصدارات في الجزائر خلال الفترة 1999 الى 2016 يوضح أن سوق الأوراق المالية تقريبا ليس له دور ومساهمة في تمويل وتنمية الاستثمارات، ويرجع ذلك الى العديد من العوامل.
 - يعتبر سوق الأوراق المالية في الجزائر سوق سندات لأن أغلب إصداراته كانت في سوق السندات، حيث شهد سوق الأسهم منذ بداية نشاط بورصة الجزائر إصدارات محدودة جدا، ما أدى إلى انخفاض مستوى رأس مال السوق وحجم التداول فيها، وهذا يعيق تقدم وتطور هذه السوق؛
 - من خلال تحليل مؤشر الرسملة السوقية لبورصة الجزائر نجد بان مساهمة سوق الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي للجزائر ضئيلة، حيث لم يتجاوز 1%، وبالتالي فإن معدلات النمو الاقتصادي المحقق في الجزائر تعود لأسباب أخرى أساسها زيادة اسعار البترول، أما مؤشر سيولة السوق الذي تميز بانخفاض معدل التداول ومعدل الدوران بين أن مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني ضعيفة جدا، وهو ما يحد من اقبال المستثمرين المحليين والاجانب على الاستثمار في البورصة؛
 - مؤشرات تطور ونمو سوق الاوراق المالية في الجزائر تبين أن هذه الأخيرة غير كفؤة في تعبئة المدخرات وتوجيهها للقنوات الاستثمارية التي تساهم في زيادة الناتج المحلي الاجمالي، وهذه السمات لا تتيح لسوق الاوراق المالية في الجزائر الوصول لمرحلة النضوج والوقوف على قدم المساواة مع البورصات الناضجة في العالم، بل وحتى الناشئة منها؛
 - واجه سوق الأوراق المالية في الجزائر العديد من العوائق متعددة الأوجه حالت دون جعلها مصدرا تمويليا وأداة فعالة لمسايرة الإصلاحات الاقتصادية، من ضمن هذه العوائق ما متعلق بأنظمة وآليات عمل السوق، بالإضافة الى ضعف الإطار التشريعي والتنظيمي وضعف الكفاءة المعلوماتية... الخ، إلا أن هناك بوادر قد تساعد على النهوض بهذه السوق إلى مستويات تسمح لها بدعم الاقتصاد الوطني، من خلال إدخال الإصلاحات اللازمة في مجالات الإفصاح وتعبئة المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية، بما يعزز دور هذه الأسواق في تعبئة الادخارات المحلية واستقطاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية.

خاتمة عامة

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق، باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها الدول من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، بالنظر إلى الدور الذي يلعبه أسواق الأوراق المالية في جذب رؤوس الأموال (خاصة طويلة الأجل) من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم الرغبة في الاستثمار، وحتى تكون لها جدوى أكبر في الاقتصاد يجب أن تكون أسواق الأوراق المالية ذات كفاءة عالية، لأن هذا يمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي، إذ أنها ستخفض تكاليف التمويل بالملكية والدين، وتوفر السيولة للاستثمارات الجديدة وتخفض من درجة الخطر المالي، وتوفر أدوات مالية تساعد على تكوين الادخار، وتساهم في توجيه المؤسسات نحو زيادة الأرباح وتسريع معدلات النمو الاقتصادي.

وفي ظل حتمية وضرورة تطوير أسواق الأوراق المالية، لأن هذا أمراً بالغ الأهمية حتى تتمكن الدول من دعم ورفع معدلات النمو الاقتصادي، سارع الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة، التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات، وقد تم تأسيس البورصة عملياً بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها، وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم، لكن ورغم مرور أكثر من خمسة عشر سنة إلا أن أداء البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، وبالنظر إلى مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يتبين أنه لا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلاً جداً.

ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر في مرحلتها الجنينية، فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، وما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه بورصة الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني، أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة، أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية إحتياجات المشاريع الاستثمارية.

وبالتالي يمكن اختبار الفرضيات ونتائج الدراسة والتوصيات والاقتراحات وفي الأخير آفاق البحث كما يلي:

(1) اختبار الفرضيات

- تم إثبات صحة الفرضية الأولى التي تعتبر أن سوق الأوراق المالية هي السوق التي يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين، التفسير: سوق الأوراق المالية تقوم بتعبئة المدخرات والفائض المالية من الأعوان الاقتصاديين الذين يبحثون عن توظيف هذه الفوائض، وذلك من خلال توفير الأدوات المالية التي تتناسب مع رغبات المدخرين، وفي المقابل تقوم سوق الأوراق المالية بتوجيه هذه الفوائض نحو الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل، وبالتالي تعد سوق الأوراق المالية الأساس الذي يستند إليه في توجيه الموارد المالية؛

• ثبوت عدم صحة الفرضية الثانية التي اعتبرت أن هناك علاقة بين سوق الأوراق المالية "بورصة القيم المنقولة" في الجزائر وتحقيق معدل النمو الاقتصادي. التفسير: الدراسة التحليلية لمؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر وعلاقتها بالنمو الاقتصادي تبين بأن بورصة الجزائر لا تربطها علاقة بالنمو الاقتصادي المحقق في الجزائر طول فترة الدراسة، حيث نجد ركود في سوق الاصدار نتيجة عزوف الشركات عن طرح الأوراق المالية، وتفضيل اللجوء الى القطاع المصرفي لتلبية احتياجاتها التمويلية، كذلك نجد انخفاض شديد في نسبة القيمة السوقية الى الناتج المحلي الجمالي وانخفاض عدد الشركات المدرجة، كذلك تتميز بورصة الجزائر بتدني مستوى السيولة وذلك استنادا الى مؤشري نسبة التداول ومعدل الدوران اللذان يعبران عن مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني؛

• بورصة الجزائر منذ نشأتها تسعى لتنشيط عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية والتي قد تساعد على دعم الاقتصاد الوطني، وبذلك حاولت وضع أنظمة وقوانين تزيد من شفافية وكفاءة السوق إلا أنها بقيت بعيدة عن دورها في استقطاب الاستثمارات وتحريك عجلات النشاط الاقتصادي، رغم الجهود المبذولة لا تزال بورصة الجزائر تعاني من عدة معوقات حالت دون القدرة على تطويرها، ومنها معوقات تنظيمية وتشريعية واقتصادية وسياسية، وهذا يثبت صحة الفرضية الثالثة.

(2) نتائج الدراسة.

• تبين من خلال استعراض الجانب النظري أن السوق المالية حتمية اقتصادية وفعالة في النشاط الاقتصادي، والاهمية الكبيرة للأسواق المالية ودورها الفعال في تنشيط الاقتصاد جعلها الركيزة الأساسية لكل دولة، الى درجة ان كل ما يؤثر عليها سواء سلبا أو ايجابا فهو ينعكس على الدولة وعلى العالم ككل خاصة، اذا تعلق الامر بالأسواق المالية المتقدمة؛

• توصلت الدراسة الى وجود علاقة تبادلية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بشكل خاص والنشاط الاقتصادي الكلي بشكل عام، فألية العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي من خلال الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوفير السيولة، تجميع ونشر المعلومات، الرقابة على الاستثمارات، ووظيفة تحويل المخاطر؛

• يمكن تحديد مستوى نمو وتطور الأسواق المالية من خلال مجموعة من المؤشرات التي تقيس فعاليتها وقدرتها على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة، لخدمة الأغراض المنتجة وتطوير الاستثمارات الحقيقية التي تساعد على تحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار؛

• إن وجود أسواق أوراق مالية تتميز بالكفاءة العالية له مزايا عديدة، من أهمها المساهمة في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية (إصدار أسهم) والدين (إصدار سندات)، تخفيض المخاطر، توفير السيولة، تسهيل خلق أدوات مالية تتجه إليها إدارات الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وهذا يحفز إدارات الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل على زيادة الأرباح ومعدلات نمو الأرباح السنوية، توفير فرص عمل جديدة

لتخفيض معدلات البطالة، زيادة الإنتاج، توجيه الاستهلاك وترشيد النفقات، زيادة المداخيل، تقليص نسب التضخم وتسريع معدلات النمو الاقتصادي... الخ؛

- إن من شروط نجاح السوق المالي واقامة سوق مالي نشيط يسمح بتبسيط العمليات وجلب الادخار وتوظيف الأموال، والانتقال من اقتصاد المديونية الى اقتصاد الأسواق المالية يتوجب وجود قاعدة مؤسساتية ملائمة وظروف ومحيط اقتصادي ملائم؛

- نظرا لأهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني، قامت الجزائر بإنشاء سوق للأوراق المالية "بورصة القيم المنقولة"؛

- من خلال تحليل مختلف المؤشرات والمعايير المستخدمة لقياس نضج ونمو بورصة الجزائر لعدة سنوات وما تجلى منها من وضوح مظاهر الازمة، ملخصة في ضيق حجم السوق وانخفاض درجة السيولة وانخفاض عدد المتدخلين، كلها معالم تؤكد قصور بورصة الجزائر في تجسيد التمويل المباشر للاقتصاد الجزائري عوض التمويل بالاستدانة، وبالتالي نجد بأن مساهمة السوق المالي في دعم النمو الاقتصادي للجزائر تكاد تكون منعدمة؛

- واجه وجود سوق الأوراق المالية في الجزائر جملة من العوائق متعددة الأوجه حالت دون جعلها مصدرا تمويليا هاما وأداة فعالة لمسايرة الإصلاحات الاقتصادية، من ضمن هذه العوائق ما هو متعلق بأنظمة وآليات عمل السوق والمتمثلة خصوصا في ظروف نشأة هذه السوق وضعف البيئة الاقتصادية ومنها ما يتعلق بمحيط البورصة والمتمثلة في ضعف الإطار التشريعي والتنظيمي، ضعف الإطار الرقابي والإشرافي على عمليات السوق غياب الكفاءة المعلوماتية وضعف الإفصاح والشفافية، محدودية عرض الأوراق المالية وعدم تنوعها وغياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار، ضيق السوق ومحدودية شركات الوساطة المالية ؛

- تحتاج سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى عملية تنشيط وتفعيل، وتحقيق ذلك مرهون بتهيئة الأجواء المناسبة خاصة في جوانبها السياسية من خلال خلق استقرار سياسي وأمني، ليتبعه في ذلك إعداد المناخ القانوني الكفيل بإنعاش الاستثمار من خلال قوانين الضرائب والجمارك، بالإضافة إلى تطوير جانبي العرض والطلب في سوق رأس المال بتحقيق عدة عوامل كرفع الكفاءة المعلوماتية وتوسيع عرض الأوراق المالية وتطوير المؤسسات العاملة بسوق الأوراق المالية؛

(3) التوصيات:

ما يمكن الخروج به من خلال الدراسة هو أنه بالرغم من الأداء الضعيف لبورصة الجزائر سواء على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد على النهوض بهذا السوق إلى مستويات تسمح لها بدعم الاقتصاد الوطني. وبعد استعراض المعلومات والبيانات وتحليلها، وفي ضل الفرضيات المطروحة،

وبناء على النتائج المتحصل عليها يمكن اقتراح جملة من التوصيات من شأنها تطوير سوق الجزائر المالي، وهي كما يلي:

- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام والاتصال، والاعتماد على التكنولوجيا الحديثة وطرق الاتصال المتطورة؛
 - زيادة الوعي الاستثماري ورفع معدل نمو الاستثمارات من خلال توفير مناخ جاذب للاستثمار مما يساعد على تشجيع الاستثمارات، لان مناخ الاستثمار على صعيد الاقتصاد الجزائري لا يوفر الارضية المناسبة لتواجد سوق مالي أو حتى بورصة للأوراق المالية؛
 - الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة، والعمل على تشجيع القطاع الخاص وحثه على دخول إلى البورصة، والاهتمام أكثر بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - على الشركات المدرجة في السوق المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف، وضرورة تشديد مراقبة أداء الشركات في السوق واتخاذ إجراءات صارمة بشأن الشركات الفاشلة حتى تحسن من وضعيتها؛
 - العمل على توفير المناخ المناسب من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي ومراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية، بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرين الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد؛
 - تخفيض تكاليف الصفقات، الذي يسمح بتنشيط عملية التداول بالسوق؛
 - تشجيع إنشاء مؤسسات الخدمات المالية واستخدام الأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات المالية لدى المستثمر. حيث يعتبر الجانب الإعلامي حول البورصة في الجزائر، العقبة الرئيسية لتحقيق التطور المنشود في السوق، ويستوجب على سلطات أن تعمل على ترقية هذا الجانب من خلال إعداد خطة مدروسة للتعريف بالبورصة والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية؛ بشكل يجعل من المستثمر الصغير يدرك مدى أهمية الاستثمار المالي وما هي العوائد والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات؛
 - العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الأخرى بهدف الاستفادة منها، لزيادة حجم الاستثمارات البنينة للدول مما يؤدي إلى خلق حركة نشيطة في الأسواق المالية لديها.
- وما يمكن قوله أن الواقع الذي تعيشه السوق المالية في الجزائر، انما هو نتاج لعديد من المعوقات أثرت على أدائها، سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما يتعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا لابد من العمل على تطويرها.

4) آفاق الدراسة:

مهما بدلنا من مجهود وبالرغم من تعدد طرق الدراسة يبقى الجهد البشري ناقصا، ونفتح الآفاق لهذه الدراسة من خلال:

- تطور سوق الأوراق المالية واثرها على معدل النمو الاقتصادي - دراسة قياسية-؛
 - الاستثمار في الأوراق المالية وانعكاسها على النمو الاقتصادي "دراسة حالة"؛
 - دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر والبورصات العربية؛
 - فتح بورصة الجزائر أمام الاستثمارات الاجنبية -المعوقات والافاق -؛
 - مدى مساهمة المنتجات المالية الاسلامية في تطوير السوق المالي في الجزائر؛
 - أثر صناديق الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية.
- وبهذا يكون قد تم استكمال جوانب هذه الدراسة بالبحث والتحليل، أملا أن تساهم في توسيع آفاق البحث في مثل هذا الموضوع.

قائمة المراجع

I. المعاجم.

- 1- ابن منظور، لسان العرب، الطبعة الاولى، دار المعارف، القاهرة.
- 2- الشرباصي احمد، المعجم الاقتصادي الاسلامي، دار الجيل، دون ذكر الدولة، 1981.
- 3- الموسوعة العربية الميسرة، دار القلم ومؤسسة فرانكلين للطباعة والنشر، القاهرة، الطبعة الأولى، 1965م.
- 4- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، دون ذكر الدولة، 2004.
- 5- محمود عبد الرحمان عبد المنعم، معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية، الجزء الثالث، من حرف العين الى حرف الياء، دار الفضيلة، القاهرة.
- 6- مذكور إبراهيم، المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، مطابع شركة الإعلانات الشرقية دار التحرير، مصر، 1989.

II. الكتب.

- 1) البروراي شعبان محمد اسلام، بورصة الاوراق المالية من منظور اسلامي، دار الفكر، الطبعة الاولى، دمشق، 2002.
- 2) التميمي أرشد فؤاد، اسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة-، دار الميسر للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2004.
- 3) التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 4) الزرري عبد النافع، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، عمان، الأردن، 2001.
- 5) السريتي محمد، علي عبد الوهاب نجا، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- 6) السريتي محمد احمد، علي عبد الوهاب نجا، اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011.
- 7) السيد علي عبد المنعم، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2004.
- 8) السيدة عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار على حنفي، الاسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009.
- 9) العرييد عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، 2006.
- 10) الهندي منير إبراهيم، اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية " الاسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008.

- (11) الهندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف الإسكندرية، 1999.
- (12) بلعوز بن علي، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008.
- (13) حماد طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- (14) حميدات محمود، مدخل للتحليل النقدي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2000.
- (15) حنيني محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية " دراسة تطبيقية"، دار النفائس، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2010.
- (16) خريوش حسني علي وآخرون، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)، دار زهران، عمان، 1998.
- (17) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2009.
- (18) رضوان سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- (19) رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الرابعة، الاردن، 2008.
- (20) رمضان زياد، مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
- (21) زويل محمود أمين، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- (22) سحنون محمود، الاقتصاد النقدي المصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003.
- (23) شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2009.
- (24) شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005.
- (25) شموط مروان، كنجو عبود كنجو، اسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
- (26) صافي وليد، انس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان - الاردن، 2002.
- (27) صلاح الدين جودة، بورصة الاوراق المالية، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000.
- (28) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-، الطبعة الأولى، 2000.
- (29) ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.

- (30) عصام حسين، اسواق الاوراق المالية (البورصة)، دار اسامة، الطبعة الاولى، عمان الاردن، 2008.
- (31) غانم محمد، الاستثمار في الاقتصاد السياسي والاسلامي وتشريعات واتفاقيات الاستثمار، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011.
- (32) فريد مصطفى نهال، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- (33) فليح حسن خلف، الاسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، اريد، الاردن، 2006.
- (34) قابل محمد صفوت، نظريات وسياسات التنمية الاقتصادية، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2008.
- (35) قاس نايف علوان، ادارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2009.
- (36) قندوز عبد الكريم احمد، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان الاردن، 2014.
- (37) لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 4، الجزائر، 2005.
- (38) لعراف فائزة، مدى تكيف النظام المصرفي الجزائري مع معايير لجنة بازل وأهم انعكاسات العولمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.
- (39) مبارك بن سليمان ال فوزان، الاسواق المالية من منظور اسلامي (مذكرة تدريسية)، مركز النشر العلمي، الطبعة الاولى، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.
- (40) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2005.
- (41) محب خلة توفيق، الهندسة المالية الاطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الطبعة الاولى، الاسكندرية، مصر، 2010.
- (42) محروس حسن، الاسواق المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين شمس، مصر، 1993.
- (43) محفوظ جبار، اسواق رؤوس الاموال "الهيكل، الادوات، والاستراتيجيات"، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الجزء الاول، عين مليلة، الجزائر، 2011.
- (44) مستجير رمزي شاكور، دور سوق المال وبورصة الاوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010.
- (45) مطر محمد، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004.

- (46) نجاح عبد العليم، عبد الوهاب ابو الفتوح، اصول المصرفية والاسواق المالية الاسلامية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، اربد، الاردن، 2014.
- (47) هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط التعامل بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر، الأردن، 2009.
- (48) هوشيار معروف، الاستثمار والاسواق المالية، دار الصفاء، الطبعة الاولى، عمان، الاردن، 2009.
- (49) يوسف كمال محمد، فقه الاقتصاد النقدي، دار الصابوني، دار الهداية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1993.
- III. الاطروحات والرسائل الجامعية.
1. ابن بوسحاقي فتيحة، بورصة الجزائر واقع وآفاق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2002-2003.
2. احمد محي الدين احمد حسن، سوق الاوراق المالية واثارها الانمائية في الاقتصاد الاسلامي، اطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، جامعة ام القرى، السعودية، 1989.
3. احمد محي الدين احمد حسن، سوق الاوراق المالية واثارها الانمائية في الاقتصاد الاسلامي، اطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، شعبة الاقتصاد الاسلامي، جامعة ام القرى، المملكة العربية السعودية، 1989.
4. الاسرج حسين عبد المطلب، دور سوق الاوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، بنها، مصر، 2002.
5. الزيدي اياد فلاح حسن، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، كلية الادارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، مارس 2009.
6. بابوش حميد، الاستثمارات العمومية ودورها في التنمية الاقتصادية دراسة تحليلية للبرامج التنموية في الجزائر خلال 2001-2014، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: التحليل الاقتصادي، 2016/2015.
7. بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
8. بلجبلية سمية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 2006-1996، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.

9. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
10. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الاوراق المالية دراسة في المقومات والادوات " من وجهة نظر اسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.
11. بن ثابت سعيدة، أثر كفاءة الاسواق المالية في ترشيد القرار الاستثماري من منظور العائد والمخاطرة "دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية 2008 - 2012"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: دراسات مالية، جامعة عمار تليجي، الاغواط، 2013-2014.
12. بن دحان الياس الازهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي "دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
13. بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
14. بن لخضر مسعودة، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
15. بن محياوي سميحة، دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية"، اطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
16. بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة" دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
17. بودخدخ عبد الكريم، اثر سياسة الانفاق العام على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 2001-2009"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علو التسيير، تخصص: نقود ومالية، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2009-2010.

18. بوزيد سارة، ادارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري" دراسة حالة بنك BNP PARIBAS"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، التخصص: ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007.
19. بوضياف عبيد، سوق الاوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص: مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
20. بوعاملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها" دراسة بعض التجارب المغاربية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: التحليل والاشراف الاقتصادي، جامعة قسنطينة، 2009-2010.
21. بوعبد الله علي، اثر الاسواق المالية الناشئة على الاستقرار اسعار الصرف في الدول العربية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.
22. بوكساني رشيد، معوقات اسواق الاوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
23. جمعون نوال، التمويل المصرفي ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004-2005.
24. حمداني محي الدين، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: تخطيط، جامعة الجزائر، 2008-2009.
25. حميدة مختار، الاسواق المالية وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في احداث التنمية " دراسة حالة بعض الشركات العربية"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
26. حوحو فطوم، سياسات تفعيل الاسواق المالية العربية" دراسة حالة السوق المالي السعودي"، اطروحة دكتوراه في العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015.
27. خزان عبد الحفيظ، تفعيل دور اسواق الاوراق المالية واثرها على النمو الاقتصادي" دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 الى 2013"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.
28. خضير عقبة،" أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة-قطر - للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2013"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

29. خلادي إيمان نور اليقين، دور الادخار العائلي في تمويل التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
30. دادن عبد الغفور، "تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي، دراسة حالة السوق المالي للإمارات العربية المتحدة (دبي، أبوظبي) والجزائر باستخدام نموذج متعدد العوامل 2001-2013"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016.
31. زايدى حسبية، فعالية إعادة تدوير الاموال البترولية في التنمية الاقتصادية" دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1970 - 2012"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ل. م. د، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 - 2015.
32. زيطارى سامية، ديناميكية اسواق الاوراق المالية في البلدان الناشئة " حالة الاسواق المالية العربية"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: القياسي الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004.
33. ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008-2009.
34. شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر (3)، 2011-2012.
35. شيرة امحمد مصطفى، أهمية نظام المعلومات المحاسبي في كفاءة سوق الأوراق المالية (عرض تجارب دولية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2011-2012.
36. صالحه هاني انور، شركات الوساطة المالية واثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية غزة، فلسطين، 2007.
37. صالحى هالة، آلية اندماج وتفاعل الاسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية" دراسة حالة سوقى ماليزيا والبرازيل 1995-2012"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014/2015.
38. طه سمور نبيل خليل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية-غزة فلسطين، 2007.

39. عوادي منير، دور سوق الاوراق المالية في تحسين الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010 - 2013)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الاسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
40. عيجولي خالد، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
41. عيساوي سهام، دور المشتقات المالية في تمويل اسواق راس المال " دراسة حالة سوق راس المال الفرنسي"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
42. غزال محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الاوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الاوراق المالية الماليزية، مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013.
43. فيجل عبد الحميد، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال " التجربة الماليزية أنموذج"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
44. قادة عبد القادر، متطلبات تأهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2008-2009.
45. قدوري طارق، مساهمة ترشيد الإنفاق الحكومي في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر دراسة تطبيقية للفترة (1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
46. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الاوراق المالية المعاصرة وسوق الاوراق المالية الاسلامية "دراسة مقارنة"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
47. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2009-2010.
48. لوصيف كميلية، معوقات البورصات العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2012.

49. مباركي سامي، تأثير الاسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، شعبة: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2014-2015.
50. مباركي سامي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2003-2004.
51. محمد نصار خالد، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.
52. مزهدية رفيق، كفاءة سوق الاوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الاسهم السعودية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العول الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006-2007.
53. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية واثرها في تطوير الاسواق المالية العربية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014-2015.
54. وعيل ميلود، المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها حالة: الجزائر، مصر، السعودية 1990-2010، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2013-2014.
55. ولد الشيخ موسى، البنوك التجارية ودورها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة موريتانيا، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2003-2004.
- IV. مجلات والدويات.
1. ابراهيم الكراسنة، ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2010.
2. ابو عمشة محمد كمال، الاستثمارات في اسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الاجنبية " دراسة حالة بورصة قطر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 21 و22 شتاء- ربيع 2013.
3. اسار فخيري عبد اللطيف، دور سوق الاوراق المالية في التنمية الاقتصادية، باحث احصائي في البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، قسم بحوث الائتمان.
4. الجوارى مناضل عباس حسين، محسن عبد الله الراجحي، الاسواق المالية على المستويين العربي والعالمى مع تعليق قياسي، ورقة بحثية مقدمة لمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، العراق، 2009.

5. المشيقع خالد بن علي، " المعاملات المالية المعاصرة"، ورقة بحث منشورة، مركز ابحاث فقه المعاملات الاسلامية. <http://www.kautakji.org/fikh/Economics.htm>
6. القدير خالد بن حمد عبد الله، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحثية مقدمة الى مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والادارة، المجلد الثامن، العدد الاول، جدة - المملكة العربية السعودية، 2004.
7. القريشي علي حاتم، المشتقات المالية وأثرها في عرض السيولة على الاقتصاد الكلي، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن كلية الادارة والاقتصاد - جامعة بابل، 2014.
8. حاكم محسن محمد، عدي عباس عبد الأمير، تحليل العلاقة بين كفاءة الأسواق المالية وقيمة الأسهم " دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 14 العدد 2، جامعة القادسية، العراق، 2012.
9. حسان خضر، تحليل الاسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، العدد السابع والعشرون، دون بلد، مارس 2004.
10. خبايا حسان، دور اسواق الاوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004.
11. ربحان الشريف، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، عدد 34، جامعة باجي مختار، عنابة، جوان 2013.
12. شرف سمير، اسماعيل شعبان، هدى اسبر، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 31، العدد 1، 2009، سوريا.
13. شمام عبد الوهاب، عمار زودة، طبيعة سوق الاوراق المالية في الجزائر: المشكلات والحلول، مجلة آفاق للعلوم، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد 1، العدد 2.
14. صاولي حفيظ، مجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية يفتح راس ماله، جريدة الخبر، تاريخ النشر: 23 فيفري 2016، متوفر على الرابط: <http://www.elkhabar.com>.
15. قمان مصطفى، شوقي جباري، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - مع الإشارة إلى حالة الجزائر -، مجلة التنظيم والعمل، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سيدي سعيد، معسكر، العدد 5.
16. كروش نور الدين، سوق الاوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر -، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، جانفي 2014.

17. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010.
18. موصلي سليمان، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 29 العدد الثاني، 2013.
19. نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد العاشر، ماي 2013.
20. هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون 2010.
- V. الملتيقيات.
1. العمراني عبد الله بن محمد، التلاعب في الاسواق المالية -دراسة فقهية-، الدورة العشرين للمجمع الفقهي الاسلامي المنعقد في مكة المكرمة، في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010.
2. بلعروز بن علي، كتوش عاشور، واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح، مداخلة مقدمة ضمن ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي-واقع وتحديات-،كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، يومي 14 و15 ديسمبر 2004.
3. بلغرسة عبد اللطيف، المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في ظل الإصلاحات المالية والمصرفية دراسة تحليلية ورؤية مستقبلية، الملتقى الوطني الأول حول " المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد 22/23 أبريل 2003.
4. بلمقدم مصطفى، راضية بوشعور، مداخلة بعنوان تقييم أداء المنظومة المصرفية الجزائرية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحول الاقتصادي-واقع وتحديات-،كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي، يومي 14 و15 ديسمبر 2004.
5. بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العلمية، جامعة سطيف ايام 21 22 - اكتوبر 2009.
6. زايدي مريم، متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربي دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية المعنون بـ " : اشكالية اندماج المنتجات المالية الاسلامية في السوق المالي الجزائري"، المنعقد يومي 12-13 افريل 2016، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر.

7. زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والافاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006.

8. شتام فاروق، الاستثمارات الاجنبية في الجزائر واثرها على التنمية الاقتصادية، الملتقى الوطني الاول حول الاقتصاد الجزائري في الالفية الثالثة، جامعة البليدة يومي 22-21 ماي 2002.

9. ناصر سليمان، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 05 و 06 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف.

10. وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، جامعة محمد خيضر، بسكرة.

.VI التقارير والمراسيم.

1. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

2. بنك الجزائر، التقارير السنوية، 1999، 2000، 2005، 2008، 2013، 2014، 2015.

3. صندوق النقد العربي، اداء الاسواق المالية العربية، النشرة الفصلية 2015.

4. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، سير البورصة 2004.

5. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: التقرير السنوي، 2005، 2007، 2006، 2008، 2009، 2010.

6. COSOB ,RAPPORT ANNUEL 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016.

.VII المواقع الالكترونية.

1. بورصة الجزائر، www.sgbv.dz.

2. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، www.cosob.org.

{ تم بحمد الله }