



# الموضوع

## سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل الإستثمارات (دراسة حالة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية  
تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

أ.د. مرغاد لخضر

إعداد الطالب (ة):

بعيرة دراجي

### لجنة المناقشة

الرقم	أعضاء اللجنة	الرتبة	الصّفة	مؤسسة الانتماء
1	خوني رابح	أستاذ	رئيسا	جامعة بسكرة
2	مرغاد لخضر	أستاذ	مشرفا	جامعة بسكرة
3	قريد عمر	أستاذ محاضر -أ-	ممتحنا	جامعة بسكرة



# إهداء

الحمد لله وحده

والصلاة والسلام على من لا نبي بعده

أما بعد:

أهدي ثمرة جهدي وعملي إلى والدي الكريمين

حفظهما الله ورعاهما

وإلى زوجتي الحبيبة ياسمينة

وإلى أولادي الأحباء: تيم الله، رويدنة

وإلى أصدقائي

وزملائي كل باسمه

وإلى كل من وقف معي

ودعمني من قريب أو بعيد

لتحقيق هذا النجاح بجهده ووقته و دعائه.

# شكر وتقدير

الحمد لله أولا وقبل كل شيء

وأخرا وبعد كل شيء

ودائما دوام الحي القيوم

أتقدم بالشكر الجزيل

وأسمى عبارات التقدير إلى:

الأستاذ المؤطر والمشرف: الأستاذ والدكتور مرغاد لخضر

كما أتقدم بالشكر إلى الذين أفادونا بالمعلومات القيمة أثناء إنجاز هذه

المذكرة

كما لا ننسى أن نشكر أساتذتنا الكرام

وعمال القسم

كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو بالكلمة الطيبة

إلى كل هؤلاء نتقدم بأخلص التحيات وأطيب الأمنيات.

المخلص

## الملخص

---

أصبحت سوق الأوراق المالية في العصر الحالي تمثل أداة فعالة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومن أهم الآليات التي تساعد الدول على جذب الاستثمار الأجنبي إليها، وربطها بالاقتصاديات العالمية.

تهدف الدراسة إلى التعرف على دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك غياب شبه تام لبورصة الجزائر في تمويل النشاطات الاستثمارية الوطنية، وأن التداول في بورصة أقتصر على 6 مؤسسات جزائرية دون تسجيل مؤسسات أجنبية وهذا خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية 2019، و خلصت إلى ضرورة التحول السريع نحو العمل المالي والمصرفي الإسلامي وهذا للاستفادة من الحجم الهائل للمدخرات غير المستثمرة التي يملكها الأفراد والمؤسسات على حدا سواء.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الاوراق المالية، التمويل، بورصة الجزائر، مؤشرات قياس الاداء.

The stock market in the current era has become an effective tool for financing economic and social development projects, and it is one of the most important mechanisms that help countries attract foreign investment to them, and link them to global economies.

The study aimed to identify the role of the stock market in financing investments, and the study found that there is an almost complete absence of the Algiers Stock Exchange in financing national investment activities, and that trading in a stock exchange was limited to 6 Algerian institutions without registering foreign institutions and this during the study period extending from the year 2015 Until 2019, we proposed a rapid shift towards Islamic financial and banking work, in order to benefit from the huge volume of uninvested savings that individuals and institutions have alike.

**Keywords:** Stock market, finance, Algiers stock exchange, performance indicators.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الإهداء

الشكر والعرفان

الملخص

فهرس المحتويات

فهرس الأشكال

فهرس الجداول

فهرس الملاحق

قائمة المختصرات

أ..... مقدمة عامة

### الفصل الأول: الجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية

2 ..... تمهيد

3 ..... المبحث الأول: المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية

3 ..... المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

3 ..... الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية

4 ..... الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية

5 ..... الفرع الثالث: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

6 ..... المطلب الثاني: خصائص وأقسام سوق الأوراق المالية

6 ..... الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

7 ..... الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية

11 ..... المطلب الثالث: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية وأهدافها

11 ..... الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية

13 ..... الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

14 ..... الفرع الثالث: الأهداف لسوق الأوراق المالية

## فهرس المحتويات

15	المبحث الثاني: الجوانب الفنية لسوق الأوراق المالية
15	المطلب الأول: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية
15	الفرع الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
17	الفرع الثاني: قواعد وإجراء التعامل
18	الفرع الثالث: الأوامر وطرق التداول في سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثاني: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
20	الفرع الأول: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية
21	الفرع الثاني: استخدام المؤشر في أسواق الأوراق المالية
23	الفرع الثالث: أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
23	المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية
24	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
25	الفرع الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية
25	الفرع الثالث: صيغ ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
29	المبحث الثالث: التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية
29	المطلب الأول: الإطار النظري للتمويل
29	الفرع الأول: مفهوم التمويل وأهميته
30	الفرع الثاني: وظائف التمويل وقراراته
31	المطلب الثاني: مصادر وطرق تمويل الإستثمارات
32	الفرع الأول المصادر الداخلية
34	الفرع الثاني: المصادر الخارجية
40	المطلب الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتمويل
41	الفرع الأول: إعتبارات الإختيار بين مصادر التمويل

## فهرس المحتويات

- 42 ..... الفرع الثاني: المخاطر المرتبطة بالتمويل
- 44 ..... الفرع الثالث: دوافع دخول الشركات إلى سوق الأوراق المالية
- 47 ..... خلاصة الفصل الأول

### الفصل الثاني: دور الأوراق المالية في تمويل الإستثمار في الجزائر

- 49 ..... تمهيد
- 50 ..... المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية بالجزائر
- 50 ..... المطلب الأول: الاطار التنظيمي والتشريعي لسوق الأوراق المالية بالجزائر
- 50 ..... الفرع الأول: أسباب إنشاء بورصة الجزائر
- 51 ..... الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر
- 52 ..... الفرع الثالث: أنظمة التعامل في بورصة الجزائر
- 54 ..... الفرع الرابع: تقديم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
- 56 ..... المطلب الثاني: الهيئات المسيرة لسوق الاوراق المالية بالجزائر
- 56 ..... الفرع الاول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
- 57 ..... الفرع الثاني: شركة تسير بورصة القيم المنقولة
- 58 ..... الفرع الثالث: وسطاء عمليات البورصة
- 59 ..... الفرع الرابع: المؤتمر المركزي للسندات "الجزائر للتسوية"
- 60 ..... المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر
- 60 ..... الفرع الأول: أسواق بورصة الجزائر
- 62 ..... الفرع الثاني: شروط القبول للإدراج في البورصة
- 63 ..... الفرع الثالث: عملية الإدراج في البورصة
- 66 ..... الفرع الرابع: تكاليف الإدراج في البورصة

## فهرس المحتويات

67	المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر .....
67	المطلب الأول: سندات الملكية .....
67	الفرع الأول: تعريف السهم .....
69	الفرع الثاني: خصائص الأسهم .....
70	الفرع الثالث: الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر .....
73	المطلب الثاني: سندات الدين .....
73	الفرع الأول: تعريف السند .....
74	الفرع الثاني: خصائص السندات .....
75	الفرع الثالث: أنواع السندات .....
77	المطلب الثالث: القيم المنقولة الأخرى .....
77	الفرع الأول: السندات القابلة للتحويل .....
79	الفرع الثاني: الأوراق المالية المختلطة .....
80	المبحث الثالث: دور بورصة الجزائر في تلبية المتطلبات الإستثمارية .....
80	المطلب الأول: تحليل أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر في الفترة 2015-2019 .....
80	الفرع الأول: تحليل مؤشر حجم السوق .....
84	الفرع الثاني: تحليل مؤشر سيولة السوق .....
90	الفرع الثالث: تحليل مؤشر درجة التمركز .....
91	الفرع الرابع: تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر محليا وعربيا خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019 .....
94	المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر .....
95	الفرع الأول: المعوقات السياسية، القانونية، الثقافية .....
96	الفرع الثاني: المعوقات التشريعية والتنظيمية .....
96	الفرع الثالث: المعوقات الاقتصادية .....

## فهرس المحتويات

---

98	المطلب الثالث: محاور تأهيل وتطور سوق الأوراق المالية الجزائري.....
98	الفرع الأول: الإستفادة من تجربة الأسواق الإسلامية.....
99	الفرع الثاني: تنشيط بيئة المؤسسات الإقتصادية.....
100	الفرع الثالث: تحسين سير الأسواق المالية وترقية الطلب على السندات.....
101	الفرع الرابع: تكريس التعاون الدولي.....
102	خلاصة الفصل الثاني.....
104	خاتمة عامة.....
108	قائمة المصادر والمراجع.....
120	الملاحق.....

# فهرس الأشكال

## فهرس الأشكال

- شكل 1 يمثل: هيكل سوق الأوراق المالية..... 8
- شكل 2 يمثل: كيفية تحقيق هذه أهداف من خلال الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية ..... 14
- شكل 3 يمثل: إجراءات إعطاء الأوامر..... 19
- شكل 4 يمثل: أشكال التمويل الذاتي..... 33
- شكل 5 يمثل: أشكال التمويل متوسط الأجل ..... 35
- شكل 6 يمثل: أشكال التمويل طويل الأجل ..... 40
- شكل 7 يمثل: ترتيب المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية..... 44
- شكل 8 يمثل: مسار حصة التداول ..... 53
- شكل 9 يمثل: عملية اقتناء أو بيع السندات في البورصة ..... 54
- شكل 10 يمثل: سلطات المكونة لـ Cosob..... 57
- شكل 11 يمثل: التنظيم الهيكلي لشركة بورصة القيم SGBV ..... 58
- شكل 12 يمثل: التسعيرة الرسمية لبورصة القيم ..... 61
- شكل 13 يمثل: تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر من 2015 إلى 2019 ..... 82
- شكل 14 يمثل تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر 2015-2019..... 83
- شكل 15 يمثل: تطور قيمة التداول في سوق الأسهم خلال الفترة 2015-2019 ..... 85
- شكل 16 يمثل تطور نشاط وحجم التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019 ... 87
- شكل 17 يمثل: تطور قيمة التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019..... 87
- شكل 18 يمثل: تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2015-2019 ..... 88
- شكل 19 يمثل: حجم التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2015-2019 ..... 88
- شكل 20 يمثل: تطور قيمة مؤشر دزاير أندكس وتركيبية المؤسسات التي يضمها خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019..... 92
- شكل 21 يمثل: وزن بورصة الجزائر ضمن مؤشرات البورصات العربية لآخر سنة في مجال الدراسة وهي 2019..... 94

# فهرس الجداول

## فهرس الجداول

---

- جدول 1 يمثل: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الوقت الراهن ..... 55
- جدول 2 يمثل: تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2015-2019) ..... 81
- جدول 3 يمثل: عدد الشركات في سوق بورصة الجزائر خلال الفترة 2015-2019 ..... 82
- جدول 4 يمثل: تطور حجم وقيمة التداول خلال الفترة 2015-2019 في سوق الأسهم ..... 84
- جدول 5 يمثل: تطور حجم وقيمة التداول خلال الفترة 2015-2019 في سوق السندات ..... 85
- جدول 6 يمثل: تطور قيمة وحجم التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019 ..... 86
- جدول 7 يمثل: تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 2015-2019 ..... 89
- جدول 8 يمثل: تطور بورصة الجزائر ضمن هذا المؤشر خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019 ..... 93

# فهرس الملاحق

## فهرس الملاحق

---

- الملحق 1 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2015 حسب تقرير صندوق النقد العربي ..... 120
- الملحق 3 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2016 حسب تقرير صندوق النقد العربي ..... 121
- الملحق 4 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2017 حسب تقرير صندوق النقد العربي ..... 122
- الملحق 5 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2018 حسب تقرير صندوق النقد العربي ..... 123
- الملحق 6 يمثل: مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض المؤشرات الأسواق الدولية (%) ... 124

# قائمة المختصرات

## قائمة المختصرات

---

**SGBV** ..... شركة تسيير بورصة القيم

**COSOB** ..... لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر

# مقدمة عامة

## مقدمة عامة

تعتبر سوق الأوراق المالية ذات أهمية بالغة ويتجسد هذا بشكل أساسي من خلال دورها الهام في توفير الموارد المالية بالاقتصاد ومن ربطها لجهات الفائض المالي بجهات العجز المالي، غير أن هذا الدور ما لبث أن تطور بشكل كبير في الوقت الحاضر وأصبحت تمارس أدوارا متعددة لتشمل جميع جوانب الاقتصاد وبت أدائها يؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي، ويتأثر بها في نفس الوقت، مشكلتا بذلك حلقة الوصل بين مختلف الأنشطة الاقتصادية "بنوك، مدخرين، مشاريع شركات" أين سمح لها ذلك بأن تمثل أحد أهم المؤشرات المستخدمة فيأخذ فكرة عن حركة النشاط الاقتصادي، ويرى التطور الحاصل في الحياة الاقتصادية وفق النظام الاقتصادي العالمي الجديد في التمويل عن طريق البنوك طريقة تقليدية، كما أن الاتجاه المتزايد نحو الغاء دور الدولة في الاقتصاد من خلال خوصصة القطاع العام، أدى إلى بروز أداة لذلك وهي سوق الأوراق المالية كأسلوب للخوصصة وطريقة جديدة لتمويل المنشآت و خططها التوسعية وحتى بناء استثمارات جديدة.

إن تعدد وتنوع مزايا الأسواق المالية لا يمكن القول أن كلها في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة والتنظيم وفعاليتها تختلف في الدول المتقدمة عنها من النامية حيث نجد أن الدول العربية في أغلبها حديثة العهد ببورصات الأوراق المالية ، وقد شهدت الدول العربية في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي موجة واسعة في إقامة بورصات للأوراق المالية.

كما أن الدول العربية عامة والجزائر خاصة من الدول التي سعت لاعتماد البورصة كأداة أملتها ودعت الظروف الاقتصادية التي عاشتها الجزائر في القرن الماضي، إضافة إلى جملة الإصلاحات في المجالات المالية و النقدية، حيث سعت لإيجاد مصادر تمويله مختلفة عن تلك المعتمدة عادة خاصة بعد الشروط القاسية المفروضة من طرف مؤسسات التمويل الدولي في إطار الاستدانة الخارجية.

إن الدور الذي يمكن أن تلعبه سوق الأوراق المالية في توفير التمويلات اللازمة للاقتصاد بصفة عامة والاستثمارات بصفة خاصة باعتبارها محرك النمو.

ومن هنا يمكن طرح الإشكالية التالية:

### ما دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار؟

ومن خلال هذا التساؤل الرئيسي يمكن طرح جملة من الأسئلة الفرعية كالتالي:

- ماهية سوق الأوراق المالية؟ وأهميته؟
- ماهي مختلف مصادر التمويل؟ وأنواعه؟
- كيف ساهمت بورصة الجزائر في تمويل الاستثمارات؟

### ❖ الفرضيات

- تعتبر سوق الأوراق المالية من بين الأساليب الفعالة في تمويل الاستثمارات.
- تعتبر المؤسسات الاقتصادية الخاصة على بورصة الجزائر لتمويل استثماراتها.
- ساهمت بورصة الجزائر في تمويل الاستثمارات.

### ❖ أهداف الدراسة

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية والدور الذي تلعبه في تمويل الاستثمارات.
- توضيح وإزالة الغموض الذي يكتنف التعامل في سوق الأوراق المالية الجزائري.
- إعطاء فكرة للأفراد الراغبين في الاستثمار ببورصة الجزائر والمؤسسات الوطنية خاصة الناشئة منها عن المزايا الضريبية والإمكانات التمويلية التي تمنحها بورصة الجزائر.
- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير بورصة الجزائر لتكون أداة فعالة في تمويل الاستثمار.
- الوقوف على النقائص والعراقيل التي حالت دون أن تتبوأ بورصة الجزائر المكانة اللازمة لها في الاقتصاد.

### ❖ أسباب اختيار الموضوع

- تناسب الموضوع مع تخصص الدراسة.
- الميل الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بالبورصات.
- اعتماد البورصة كمؤشر اقتصادي ووسيلة لقياس التطور المالي للدول.
- محاولة لفت انتباه القارئ على الشأن المالي بالجزائر بالإمكانات التمويلية للبورصة إذا ما تم تفعيلها.

### ❖ أهمية الدراسة

- تكمن أهمية البحث من خلال إعطاء رؤية عملية متكاملة من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبين الدور الذي تؤديه البورصة كونها من بين أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الأعوان الاقتصادية في نشاطها للنهوض بالاقتصاد القومي.
- تقييم تطور أهم مؤشرات أداء بورصة الجزائر.
- الظروف التي يمر بها الاقتصاد الوطني من نقص في الموارد المالية بسبب تراجع أسعار النفط وتوفر كم هائل من المدخرات الفردية التي يمكن استثمارها.
- إمكانية تجنب الآثار السلبية للتمويل غير التقليدي إذا ما تم استغلال البورصة في جلب الموارد المالية كحل بديل وهو التحدي الذي تواجهه الجزائر.

## مقدمة عامة

- تسليط الضوء على مثل هكذا دراسات لتعم الفائدة على الفرد والمجتمع.

### ❖ صعوبات البحث

- عدم توفر تقارير سنوية حديثة عن بورصة الجزائر فأغلبها يعود لسنوات سابقة.

### ❖ منهج الدراسة

من أجل دراسة إشكالية موضوع والإجابة على الأسئلة المطروحة وإثبات أو نفي صحة الفرضيات المتبناة في الدراسة قمنا:

- استخدام المنهج الوصفي وهذا قصد التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية للبحث.
- استخدام المنهج التحليلي لأنه الأنسب لتحليل العلاقة بين سوق الأوراق المالية وتمويل الاستثمارات إضافة إلى رصد التطورات وتحليل المعطيات الرقمية لأداء بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة المحددة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2019.

### ❖ حدود الدراسة

دراستنا محددة في مجال أسواق الأوراق المالية حيث سيتم إبراز مدى مساهمتها في تمويل الاستثمارات مع الإشارة إلى حالة بورصة الجزائر.

أما بالنسبة للاطار الزمني فالدراسة تناولت سوق الأوراق المالية بالجزائر في الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019.

### ❖ الدراسات السابقة

#### • الدراسة الأولى

- سامي مبارك، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات (دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب وتونس) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد التنمية لجامعة باتنة سنة 2004، هدفت الدراسة إلى فهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية و توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصاديات الدول المغاربية وأهم النتائج التي توصل إليها على مستوى الأسواق الثانوية تميز البلدان الثلاثة بصغر حجمها تدني رسمية البورصات و محدودية الإصدارات بسبب هيمنة القطاع المصرفي والدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر، وقد اقترح البحث دعم

## مقدمة عامة

الإصلاحات التشريعية و التنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين عل دخول البورصة.

### • الدراسة الثانية

- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات (دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2013/2008) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأوراق المالية والبورصات، هدفت هذه الدراسة إلى تجديد الإطار النظري للأسواق المالية ومقوماتها و أنواعها وتحديد معنى كل من التمويل و الاستثمار المالي ،وقد توصل البحث إلى أن سوق رأس المال نضام تجميع ،تحويل وتخصيص الموارد المالية،حيث يقوم بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفوائض المالية وتوزيعها على الوحدات الاقتصادية ذات العجز،ثم اقترح البحث تنمية الأدوات المالية المستحدثة حيث يستدعي تنشيط جانب العرض مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين و المصدرين مثل إدراج أوراق مالية تتماشى وضوابط الشريعة الإسلامية.

### • الدراسة الثالثة

- دراسة الباحثة أمينة بودريوة، مقالة ضمن المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي،العدد 01 سنة 2019 ،جامعة محمد بوقرة بومرداس، بعنوان واقع وأليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، دراسة حالة بورصة الجزائر الفترة الممتدة من 2011 الى 2017 هدفت الدراسة إلى تحليل واقع بورصة الجزائر وتبيين اليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري من خلال دراسة اهم مؤشرات قياس الأداء وبالأخص مؤشرات التداول واسقاط هذه الدراسة على بورصة الجزائر.

الملاحظ من الدراسات السابقة أنها تتقارب في الإطار النظري والفكرة العامة و أنها تقوم على دراسة سوق الأوراق المالية من ناحية نظرية ،وما نحاول الوصول إليه من خلال هذه الدراسة هو عرض للواقع التمويلي الذي يمكن أن تقدمه سوق الأوراق المالية وهذا بتقييم وتحليل بورصة القيم المنقولة بالجزائر من خلال أهم المؤشرات المتداولة فيها، تزامنت فترة الدراسة مع خيار الحكومة الجزائرية بطبع النقود والذي كان من الممكن تفاديه ،بالنكير في جلب التمويل اللازم لها من خلال سوق الأوراق المالية وهي ليست المرة الأولى.

### ❖ هيكل البحث

من أجل الإحاطة بالموضوع و إعطاء إجابة مقنعة للإشكالية المطروحة في هذا البحث ومحاولة اختبار صحة الفرضيات قمنا بتقسيم البحث إلى فصلين.

في الفصل الأول المعنون بالجوانب النظرية والفنية لسوق الأوراق المالية إظهار المفاهيم الأساسية لأسواق الأوراق المالية من حيث متطلبات تكوينها ووظائفها والأنواع المكونة لها و كذا مستويات الكفاءة المختلفة بالإضافة إلى تفصيل المصادر المختلفة للتمويل مع إظهار مزايا وعيوب كل نوع من أنواع التمويل ثم بينا الأسباب الرئيسية التي تدفع المؤسسات و الأفراد للإدراج في هاته الأسواق وأخيرا ملخص لأهم ما جاء في هذا الفصل.

الفصل الثاني بعنوان دراسة تطبيقية لسوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019 حاولنا من خلال هذا الفصل شرح المراحل التدريجية لإنشاء سوق الأوراق المالية الجزائري والهيئات المكونة لها، كما تطرقنا في المبحث الثاني لمختلف الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر من حيث الخصائص والتعريف وشروط الإصدار وذلك وفقا للمشرع الجزائري والقانون التجاري. تعرضنا كذلك إلى الأسواق المكونة لبورصة الجزائر والشروط المطلوبة لكي تدرج الشركات فيها ثم قمنا بتحليل أهم المؤشرات المالية للحكم على أداء بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة، ثم من خلال مضمون هذا الفصل حولنا إبراز أهم المعوقات التي تحول دون تطور بورصة الجزائر وحاولنا شرح أهم المقومات التي تساعد على تفعيلها ونموها لتحقيق أهدافها التنموية الاقتصادية المرجوة، وتختتم الدراسة بعرض أهم النتائج والتوصيات المتعلقة بالموضوع.

# الفصل الأول

الجوانب النظرية والفنية

لسوق الأوراق المالية

## تمهيد

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم في الحياة الإقتصادية، حيث تحضى هذه الأسواق بأهمية كبرى في الإقتصاديات المعاصرة، وهذا راجع لما تقوم به من دور هام في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الإقتصادية المقرضة "ذات الفائض" والمقرضة "ذات العجز" بهدف توجيه المدخرات نحو إستغلال الفرص الإستثمارية، بما يضمن تحقيق مصالح جميع الأطراف المتعاملة فيه، وهو السبب وراء نشوء وتطور الأسواق المالية.

لكن ليست كل أسواق المال تؤدي إلى تحقيق هذه الغاية بحكم إختلاف مستويات كفاءتها من بلد لآخر، ذلك أنها تعتبر كمؤشر لتطور البلد أو تخلفه في الجانب المالي. ولتحقيق التنمية المستدامة كان من الضروري توفير التمويل اللازم لإقامة المشاريع الإستثمارية وإختيار مصدر هذا التمويل ونوعه بما يكفل بقاء هذه المشاريع. ولتوضيح هذه الأفكار إرتأينا أن نعالج الجوانب النظرية والفنية في هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

**المبحث الأول:** المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية.

**المبحث الثاني:** الجوانب الفنية لسوق الأوراق المالية.

**المبحث الثالث:** التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: المفاهيم الأساسية حول سوق الأوراق المالية

يعد موضوع سوق الأوراق المالية من بين الموضوعات التي حظيت بإهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار، نظرا لتزايد أهميتها والوظائف التي تؤديها، و لدورها الإستراتيجي في عملية التنمية الإقتصادية خاصة في شقها التمويلي وفي جانب تخصيص الكفاء للموارد المالية وسنستعرض من خلال هذا المبحث ماهية سوق الأوراق المالية وخصائصها وأقسامها، وكذا الوظائف التي تؤديها بالإضافة إلى تبيين أهميتها من كل الجوانب.

## المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

## الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية

تعد فكرة إنشاء البورصة تعود إلى تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 567 ق.م بتبديل العملات للزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وظلت تتطور حتى وصلت إلى شمال إفريقيا بفضل المشرعون الرومانيون، حيث قاموا بوضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بالإيداع وتبادل النقود.

بالإضافة إلى تجارتها مع الشرق التي عرفت رواجاً كبيراً إلى أن تطورت وبدأت حركة رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، حتى على الصعيد الدولي.

ولقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية (المصرفيون)، بعد ذلك احتلت مدينة (بروج) البلجيكية في بداية القرن 14 المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال الصيرفة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثم كتابة بوليفات التأمين، إضافة إلى كل ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود.

أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله كان يدعى (فاندربورس)، ومنه أتى إسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات، بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة، وإسم (بورس) بالفرنسية يعني سوق الأوراق المالية، وفي اللغة العربية يعني البورصة.<sup>1</sup>

ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى عائلة (بورس)، ومن هنا بدأت عمليات الإتصال بين البائعين والمشتريين تزداد بشكل كبير مما استدعى إلى وجود وسطاء وأماكن لتتم فيها هاته العمليات وعقد الصفقات.

1- عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، (دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008)، ص8

وبدأت البورصات في الظهور حيث في عام 1595م ظهرت بورصة (ليون) الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، وبعدها بورصة لندن للأوراق المالية عام 1772م.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية

السوق المالية هو ما يتم فيه تلاقي العرض والطلب لتبادل الأموال بين الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع. "ونقصد بسوق الأوراق المالية في كامل البحث بالبورصة".

أما سوق الأوراق المالية\* فقد وردت لها عدة تعريفات منها:

- **التعريف الأول:** هو سوق مالية منظمة يتداول فيها مختلف الأصول المالية.
- **التعريف الثاني:** بورصة الأوراق المالية هي المكان الذي تعرض فيه الشركات والمؤسسات المالية أوراقها وصكوكها إلى جميع الراغبين في التعامل معها لتحقيق الفائدة للطرفين.<sup>2</sup>
- **التعريف الثالث:** هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات.
- **التعريف الرابع:** سوق الأوراق المالية "البورصة" هو مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الإستثمارية أو الوسطاء.<sup>3</sup>

وتوجد عدة أسماء عادة ما تطلق على بورصة الأوراق المالية أو تشير إلى مدلولها مثل:

"سوق الأسهم والسندات"، غير أن هذه التسمية وإن وصفت واقع البورصات إلا أنها حصرت أدوات التعامل داخل البورصة في الأسهم والسندات دون أدوات التعامل الجديدة، كما يطلق عليها تسمية "السوق المالية" أو السوق الإستثمارية، أي سوق الأموال طويل الأجل تميزا لها عن السوق النقدية والتي تمثل سوق الأموال قصيرة الأجل.

إلا أن مفهوم السوق المالي قد إمتد وإتسع لدى الإقتصاديين ليشمل كل المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية من مصارف وشركات تأمين وغيرهم.<sup>4</sup>

غير أن أكثر الأسماء شيوعا والتي تطلق على بورصة الأوراق المالية هي سوق الأوراق المالية ، وإن سعت بعض الدراسات إلى التفرقة بين اللفظين من خلال:

1 - عصام حسين، مرجع سابق، ص8-12.

2 - أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة"، (دار الكتاب الثقافية للنشر، مصر، 2012)، ص13.

3 - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)"، (مؤسسة شهاب الجامعية للنشر، مصر، 2003)، ص5.

4 - شنطاوي زكريا، سلامة عيسى، "الآثار الإقتصادية لأسواق المالية، من منظور الإقتصاد الإسلامي"، (دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009)،

إعتبار بورصة الأوراق المالية "هي السوق الرسمية للمال والتي لها نظامها التجاري والإداري ونظمها الخاصة بنشر المعلومات ويتعين على كافة المتعاملين داخلها الإلتزام بالقواعد التي تحكمها"، وتحتوي كل بورصة على مبنى به قاعة تتم بداخلها عمليات التداول.

أما سوق الأوراق المالية فهي مصطلح عام يشير إلى سوق منظم لتداول الأوراق المالية دون الحاجة لقاعة تداول أو مبنى مثل سوق ناسداك "Nasdaq" أو السوق الدولية للأسهم المالية لذلك فإن كل بورصة تدير سوقا للأوراق المالية بينما لا يحتاج سوق الأوراق المالية لوجود بورصة (مبنى للتداول).<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

تتقسم مقومات إنشاء بورصة إلى مقومات رئيسية ومقومات مساندة ترفع من فعاليتها وتعظم دورها داخل الإقتصاد:

#### أولاً: المقومات الأساسية

- توفر فلسفة إقتصادية واضحة تتبناه الدولة، تهدف أساس التنظيم وتطوير بورصتها ضمن رؤيا تؤمن بالحرية الإقتصادي كمنهج عمل ودورا أكبر للقطاع الخاص في قيادة التنمية ومن المهم أن تتفق هذه الرؤيا مع رغبة واضعي السياسات الإقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره.
- مناخ ملائم للإستثمار يتمتع بوضوح السياسات المالية والنقدية ويضم قوانين مشجعة للإستثمار.
- وجود مؤسسات متخصصة تؤدي دور الوساطة المالية.
- وجود حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى البورصة من خلال الأصول المالية المتنوعة.
- وجود عدد كافي من المتعاملين يضمن التنوع لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة صغيرة.<sup>2</sup>
- وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي والإجتماعي داخل الدولة.
- وجود نظام ظريبي مقبول ومناسب.<sup>3</sup>

#### ثانياً: المقومات المساندة

وجود هذه المقومات يرفع من فعاليتها وكفاءتها ويطور قدرتها ومن بين هذه المقومات:

<sup>1</sup> - برايان كويل (ترجمة خالد العمري)، "التمويل المالي للأسهم"، (دار الفاروق للإستثمارات الثقافية، مصر، 2007)، ص58.

<sup>2</sup> - بن دحان إلياس الأزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصاد العربي، دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، رسالة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2012/2013، صص6-7.

<sup>3</sup> - مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، (دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009)، ص33.

- وجود إطار تنظيمي تقوده نظم إدارية وتشريعية متكاملة، تحت إشراف هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق تتمتع بالكفاءة والنزاهة والحياد.
- قوانين تنظم عمليات التداول داخل البورصة بشكل يضمن المنافسة العادلة ويمنع الإحتكارات.
- تشريعات واضحة تحمي حقوق المتعاملين من الغش والتلاعب ما يعزز من ثقة المستثمرين.
- توفر البورصة على أنظمة إفصاح مالي ذات كفاءة و وجود أجهزة رقابة فعالة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات.
- توفر شبكة إتصال متقدمة بين الأعضاء المتعاملين في السوق لضمان توفر المعلومة بالدقة والزمن المناسب، حيث تتيح هذه الوسائل إمكانية معالجة أكبر حجم من المعاملات وزيادة فرص ربطها مع الأسواق الدولية والإقليمية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: خصائص وأقسام سوق الأوراق المالية

#### الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

- تختص الأوراق المالية بطبيعة خاصة وهي أن التبادل يتم فيها بين النقود والأدوات (الأصول) المالية، فالمشتري يدفع نقود مقابل صكوك تتمثل في أوراق مالية، إلا أن المشتري لا يستلم أموالاً حقيقية.
- ويلاحظ أن الصكوك المتبادلة في الأسواق المالية تمثل حقوقاً للملكية أو ديوناً على الشركات وهذا يعني أن شراء الورقة المالية يؤدي إلى إنشاء نوعين من العلاقات الاقتصادية المهمة وهما:
- العلاقة بين مشتري الورقة المالية وبين المؤسسة أو الشركة التي قامت بإصدارها.
  - العلاقة بين المستثمرين أنفسهم.
- ومن بين خصائص سوق الأوراق المالية التي تميزها عن غيرها من الأسواق نذكرها كالتالي:
- يعبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة السلوك القطيعي الذي يمثل جمهور المستثمرين في مكان ووضوح معين.
  - سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى.
  - يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

<sup>1</sup> - بن دحان إلياس الأزهر، مرجع سابق، ص7.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها، يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة وبإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات.
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لإتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.<sup>1</sup>

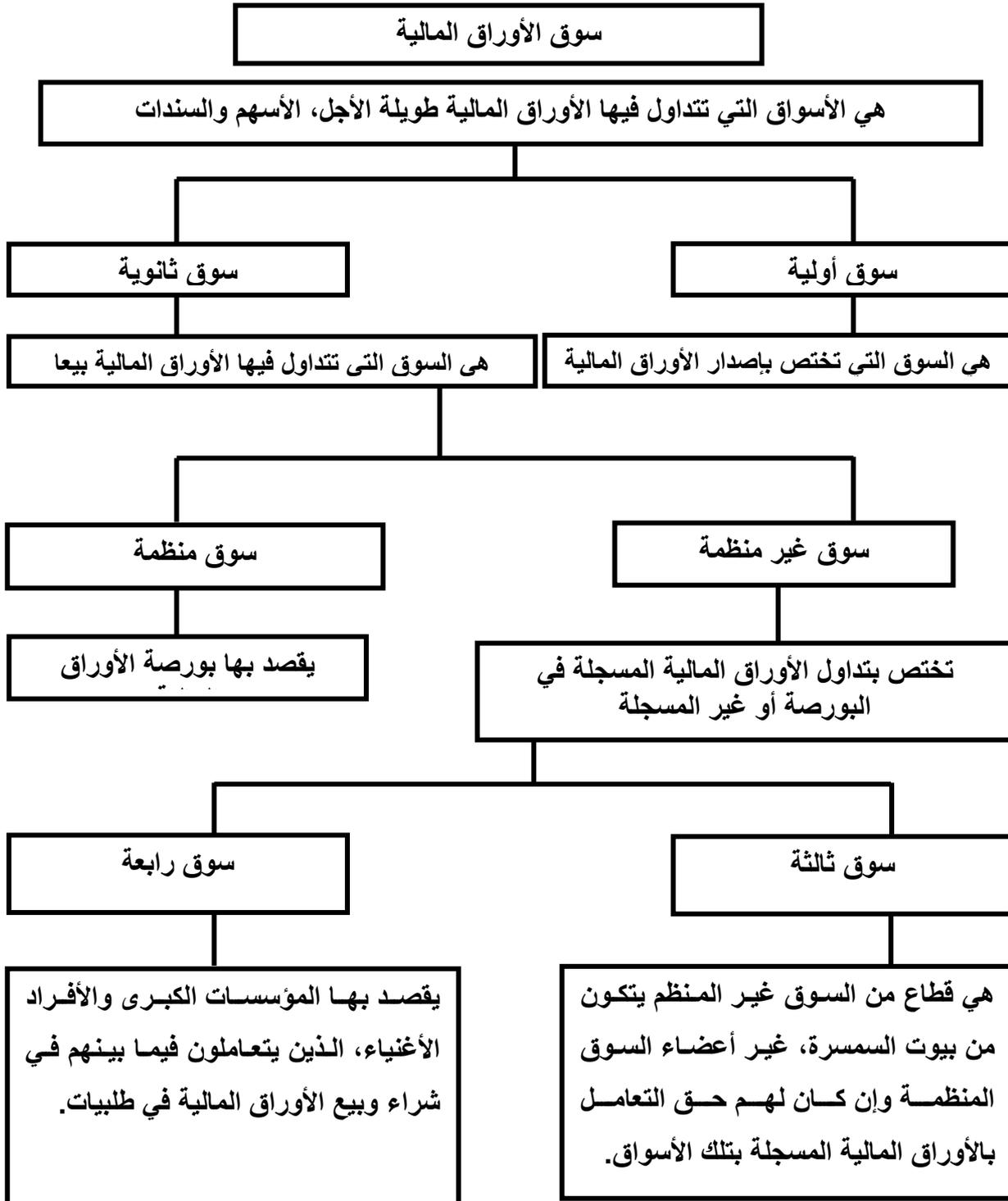
### الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية

إن ميكانيكية عمل أسواق الأوراق المالية يتم بداية عند قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المشترين، وهنا نحن على مستوى التعامل في السوق الأولي، كما أن بعض حاملي الأوراق المالية (المشترين) ويرغبون ببيع هذه الأوراق، إما بسبب حاجاتهم للسيولة النقدية أو لإعادة إستثمار أموالهم، وهذا يخلق دورة مالية ثانية (السوق الثانوي).

إن سوق الأوراق المالية (الفورية) يتكون من مرحلتين وهما: السوق الأولي والثاني ثم يتكون من نوعين: أسواق منظمة وغير منظمة، والشكل التالي يوضح هيكل رأس المال.

<sup>1</sup> - شريط صلاح الدين، "أصول صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2018)، ص، ص37-38.

شكل 1 يمثل: هيكل سوق الأوراق المالية



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص، ص25-26.

## أولاً: السوق الأولية

وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ عندها علاقات مباشرة بين مصدر الورقة وبين المكتب بها، وتعتبر هذه الأسواق بمثابة سوق جملة حيث تباع فيها الأوراق المالية بشكل حزم إلى الجمهور، وتلعب المؤسسات المالية الوسيط لمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيسياً في هذه الأسواق، لاسيما بنوك الإستثمار والبنوك التجارية إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها، إما لصالحها أو للجهة المصدرة لقاء عمولة طبقاً للاتفاقية المعقودة للإصدار.

تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والإستمرارية والعمق والإتساع للورقة المالية.<sup>1</sup>

## ثانياً: السوق الثانوية

تستمد هذه السوق أهميتها من كونها عنصر السيولة تحسباً للإصدارات الجديدة في السوق الأولية، وعليه فإن فاعلية السوق الثانوية وكفاءتها إمتداد لكفاءة وفعالية السوق الأولية.

والسوق الثانوية هي سوق الإصدارات القائمة وأية إصدارات لاحقة، فعن طريق هذه السوق تتحقق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، حيث يلعب صانعو السوق دوراً مهماً في السوق الثانوية، لذلك في غياب السوق الثانوية يصعب تصور سيولة الأوراق المالية وجاذبيتها للمستثمرين، فهذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تعرف بإستمرارية السوق حيث دائماً هناك بائع ومشتري للورقة المالية، وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.

فطالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى إستردادها قبل تاريخ إستحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين بإستبدال هذه الأوراق بالنقود قبل هذا التاريخ والعملاء الأساسيون في السوق الثانوية هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية، ويستطيع المستثمرون أن يتبايعوا الأوراق المالية الصادرة عن الشركات في بورصة الأسهم.

<sup>1</sup> - عصام حسين، مرجع سابق، ص 22.

وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم وليسوا إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية.

#### • السوق المنتظمة

هي السوق التي يتداول بها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايدة العلنية تتميز هذه الأوراق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم يدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة فتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء وعن الحكومة، وتتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم والمتاجرة بالأوراق المالية، والإشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول.<sup>1</sup>

ومن أمثلة هذه الأسواق سوق نيويورك وبورصة لندن، وفي الوطن العربي بورصة الإسكندرية وبورصة السعودية وغيرها من بورصات الخليج العربي، ويحقق الإدراج في السوق المنظمة المزايا الآتية:

- يعتبر الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فاعلية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها.
- الإدراج يعطي إنطباعاً إيجابياً عن المركز المالي والإقتصادي للشركة، مما يسهل حصولها على إحتياجاتها المالية بكلفة أرخص.
- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة لأغراض تقييم الأسهم.
- يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء في الغالب.<sup>2</sup>

#### • السوق غير المنظمة (السوق الموازية)

يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات، وعن طريق وسيط يطلق عليها المعاملات على المنضدة أو السوق الموازية، وترجع هذه التسمية تاريخياً إلى حقيقة أن البنوك كانت تتولى دور الوسيط في عمليات التداول التي كانت يتم فعلاً على منضدة مخصصة لها، وقد تم الإحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر، ويلاحظ أن غالبية السندات أو أسهم الشركات الصغيرة تتم بهذا الأسلوب. تدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة إتصالات قوية (هاتف أو حاسوب أو غيرها) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار، ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع للسوق للجملة والمفرد.

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، (كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005)، ص78

<sup>2</sup> - مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص78.

ويلاحظ أيضا أن السوق الموازية عالية الأوتوماتيكية، وغالبا ما ينتظم المتعاملون في السوق الموازية، جمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية وأهدافها

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف في الإقتصاد، وكما أنها تحقق العديد من الأهداف نظرا لأهميتها في تنمية المؤسسات الإستثمارية والتي تعود بالمنفعة على الإقتصاد الوطني.

### الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المتعددة والمتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له هذه الأسواق، وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتتلخص هذه الوظائف في الآتي:

#### 1. الوظيفة التمويلية

تقوم السوق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال.<sup>2</sup>

#### 2. أداة لتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب بأنها وظيفة أساسية في سوق الأوراق المالية باعتبار أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذا السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص، أيضا أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.

<sup>1</sup> - متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم صغير"، (دار الفكر، عمان، 2010)، صص 129-131.

<sup>2</sup> - محمد محمود منيب نصار وآخرون، "مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية"، رسالة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الدراسات العليا في الإدارة، أكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، مصر، 2018، صص 27-28.

### 3. تقديم المعلومات المالية

يتم تقديم المعلومات المالية للأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدراً من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة.

### 4. أداة تسهل تحويل العقارات إلى سيولة

يتميز الاستثمار في السوق المالية بالنسبة إلى باقي الاستثمارات لا سيما في الأصول الحقيقية، بقابليته للسيولة فحائز الورقة المالية المقيدة في تسعيرة البورصة يمكنه بيعها إلى مستثمر آخر في أقصر مدة ممكنة حيث أن هذه الأوراق المالية ما هي إلا عبارة عن صكوك تقابلها عقارات وأدوات ومعدات في المؤسسة وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة يعتبر مالك لجزء من العقارات فإذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع العقارات ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في السوق المالية.

### 5. وسيلة لقياس قيمة الأموال

يتم الإعلان يومياً في السوق المالية عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فالسوق المالية أداة لقياس قيمة المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع قيمة هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك.

فالسوق المالية تعتبر أحد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فإن الأسعار اليومية المعن عنها في البورصة Cotation Boursière بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين (تحليل الميزانيات، التحليل المالي والتجاري، أفاق المؤسسة في السوق)، تشكل منهجية لتقييم المؤسسات، معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد محمود منيب نصار وآخرون، مرجع سابق، ص 28.

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

1. الأهمية بالنسبة للإقتصاد الوطني

توجد العديد من المزايا للإقتصاد الكلي أو الوطني يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- تفعيل عمليتي الإدخار والإستثمار من خلال ما تسمح به هذه السوق من زيادة السيولة والوساطة وتنويع مصادر التمويل وتسهيل إرتقاء رؤوس الأموال الباحثة عن فرص الإستثمار، وتحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب لأنها تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الإقتصاد الوطني.
- تعبئة المدخرات من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الإستهلاكي لصالح الإدخار.
- التقليل من تكاليف تعبئة المدخرات عن طريق تسيير الإستثمار تسييرا أكثر عقلانية، فأجهزة الوساطة المالية تتيح للمدخرين والمؤسسات فرص الوصول إلى إمكانيات إستثمارية أكبر، كما تساعد تلك الأسواق على التخصيص الجيد للموارد المالية، وتحفيز التقدم التكنولوجي، لاسيما في مجال تكنولوجيا الإتصال.
- تعميق السوق المالية وفتح المجال بالإيداع المالي وتنويع الأوراق المالية المتاحة للمستثمرين، وذلك دون أن تكون للسوق الثانية علاقة قوية بعدد الشركاء بقدر ماهي حلقة في سلسلة أوراق رأس المال الفورية، حيث أن وجودها يخدم الإقتصاد بشكل كبير من حيث توظيف الموارد المالية والبشرية بطريقة أكثر كفاءة، كما تسمح بإستقطاب عدد كبير للشركات الجديدة مما يوسع من فرص الإستثمار المتاحة.
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية من أجل تحويلهم إلى مستثمرين فاعلين.<sup>1</sup>

2. الأهمية بالنسبة للأفراد والمؤسسات

حيث تقوم بدور كبير في خدمة الأفراد والمؤسسات وإجمالا يتمثل أهمها فيما يلي:

- توفر للمستثمر مكانا مناسباً لمدخراته.
- تعد البورصة أهم أداة لصغار المستثمرين الذين يقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين.
- تقلل من مخاطر الإستثمار في مكان واحد.<sup>2</sup>

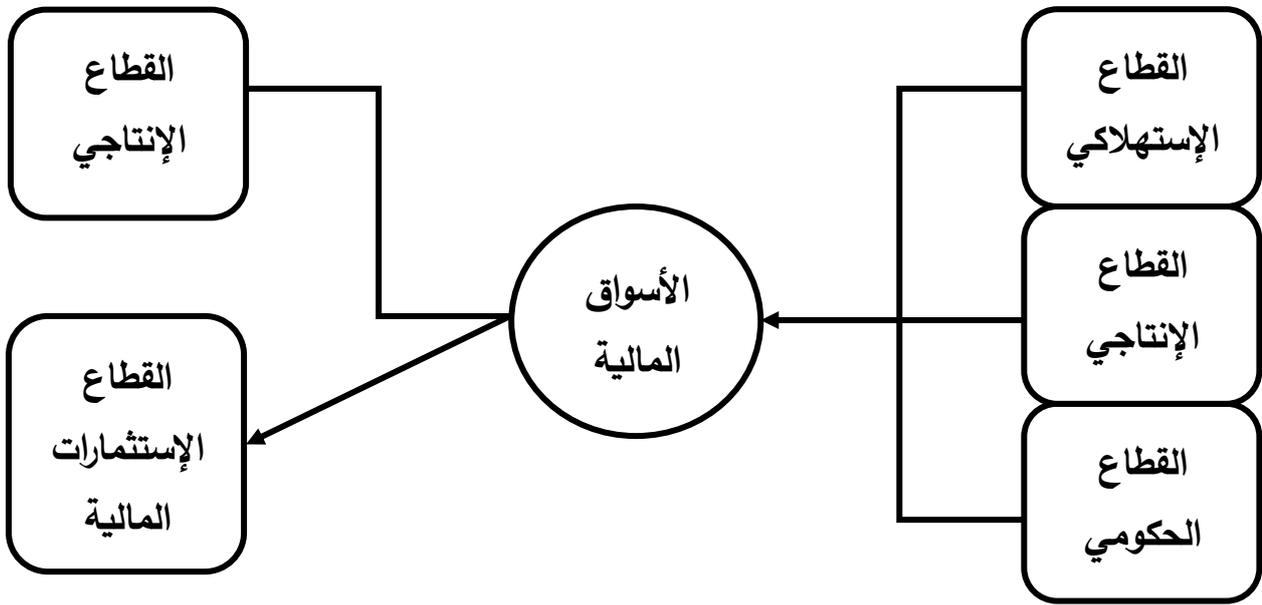
<sup>1</sup> - شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص33.

<sup>2</sup> - زويل أمين محمود، "بورصة الأوراق المالية (موقعها من السوق، أحوالها، ومستقبلها)"، (دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، مصر، 2000)، صص، 53-54.

الفرع الثالث: الأهداف لسوق الأوراق المالية

الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو التمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية من خلال ما توفره من مصادر تمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى إستثمارات. ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، والشكل التالي يوضح كيفية تحقيق هذه أهداف من خلال الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية:<sup>1</sup>

شكل 2 يمثل: كيفية تحقيق هذه أهداف من خلال الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية



المصدر: محمد مطر، "إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية"، جامعة البتراء، الأردن، 2004، الطبعة 3، ص185.

<sup>1</sup> - علاء النجار، حسانين أحمد، "دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية للدولة"، (دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، كلية الحقوق، جامعة أسيوط، مصر، 2020)، ص23.

## المبحث الثاني: الجوانب الفنية لسوق الأوراق المالية

تتجلى الجوانب الفنية لسوق الأوراق المالية في آليات التعامل فيها، وذلك من خلال تصنيفات المتعاملين وقواعد وإجراءات التعامل ومختلف الأوامر التي يصدرها العملاء في المطلب الأول، كما أن للمؤشرات دور في تقييم السوق في المطلب الثاني، كما تطرقنا في المطلب الثالث إلى كفاءة السوق ومختلف الصيغ.

## المطلب الأول: آلية التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق آليات وقواعد معينة، والعمل في هذه السوق بسيط وغير معقد، لكن الأمر يحتاج إلى معرفة تامة بأحوال السوق وتقنيات البيع والشراء.

## الفرع الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

هناك تصنيفات للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية:

## أولاً: تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

## 1. المضاربون المحترفون

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تقدير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق ، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تور داخل السوق.

## 2. المضاربون الهواة

وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسية مرنة تتفق مع دورات الهبوط والصعود لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أحمد صلاح عطية، "محاسبة الإستثمار والتمويل في البنوك التجارية"، (الدار الجامعية، مصر، 2003)، ص12

### 3. المتآمرون

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أنني من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء يتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.<sup>1</sup>

### 4. المستثمرون:

هناك نوعان من المستثمرين:

- **المستثمر الداخلي:** ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
- **المستثمر العادي:** ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.<sup>2</sup>

### ثانياً: تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

#### 1. الطالبون لرأس المال

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم يتقدم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين:

- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر و عدم التجانس.
- **الفئة الثانية:** تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

#### 2. العارضون لرؤوس الأموال

ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية و التجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات التمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات

<sup>1</sup> - أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص12

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص12

التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية ... الخ. بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق ويمكن تقسيمهم إلى:

- السماسرة ووكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار.

• المحكمون والمراقبون، بحيث يجب أن تكون في كل بورصة هيئة التحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و الوسطاء و المندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: قواعد وإجراء التعامل

تمثل قواعد وإجراء التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، لذلك فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الإتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

### أولاً: إستيفاء شروط القيد للمؤسسات التي يجري التعامل في أوراقها

فبالنسبة للمؤسسات لا يتم التعامل أو تداول أوراق أي مؤسسة إلا بعد إستيفاء لشروط القيد في البورصة بهدف التحقق من سلامة مركزها المالي لحماية المستثمرين.<sup>2</sup>

### ثانياً: عقد التفويض

يجب أن يكون هناك عقد مكتوب بين المستثمر والسماسر، وآخر بين العميل وأمين الحفظ\*، حتى تتمكن شركات السمسرة من تنفيذ أوامر العميل حيث تقوم بإدراج وتسجيل البيانات الأساسية للعميل على قاعدة بيانات المستثمرين بالبورصة وهو ما يطلق عليه "توكيد العميل"، أي إعطاء كودا خاصا للعميل من خلال قسم الرقمنة، وهناك كود يعرف به العميل على مستوى البورصة كلها، وكود آخر خاص يعرف به العميل لدى شركة السمسرة، وبعد إستيفاء شروط القيد في البورصة والتوقيع على العقود المطلوبة يتلقى السماسر تعليمات العميل ثم يقوم بتنفيذها (الأوامر).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص13.

<sup>2</sup> - المرجع فسه، ص13.

<sup>3</sup> - عصام حسين، مرجع سابق، ص87.

\* أمين الحفظ: هو من يقوم بمطابقة بيانات عمليات الشراء المتعلقة به وتخصيصها مع أوامر العملاء المشتريين لديه والمكان والمواعيد التي تحددها إدارة البورصة، ويجب عرض هذه الأوامر بطريقة تتكفل بسرية البيانات اللازمة للتعريف بالعملية.

### الفرع الثالث: الأوامر وطرق التداول في سوق الأوراق المالية

#### أولاً: الأوامر التي يصدرها العملاء

وهو أمر مكتوب أو شفهي أو أي وسيلة من وسائل الإتصال الحديثة يعطي من خلالها العميل الأمر للسمسار بعقد صفقة (بيع أو شراء) على نوع معين من الأوراق المالية أسهم أو سندات أو معا، ويتبع فيما بعد بخطابات منفصلة تؤكد هذا الأمر.

إن الضامن الأساسي لحسن تنفيذ هذا الأمر يقف على مدى وضوحه من خلال:

- تحديد نوع الورقة بدقة.
- الجهة المصدرة لها.
- السعر والكمية المطلوبة بدقة.

وفيما يلي نستعرض أشكال الأوامر التي يصدرها العملاء:

#### 1. الأمر بالسعر المحدد

ويقوم من خلال هذا الأمر العميل بتحديد سعر الشراء الذي يأمر به العميل هذا الحد الأعلى، أما سعر البيع الذي يأمر به العميل يمثل الحد الأدنى.

#### 2. أمر السوق

هو أكثر أنواع الأوامر إنتشاراً في البورصات، ويسمح هذا الأمر للسمسار بالشراء أو البيع وفق للأسعار السائدة في السوق ما يعطي للسمسار مجالاً لإستغلال خبرته في الحصول على أفضل الأسعار.

#### 3. الأوامر بالسعر الأول (سعر الإفتتاح)

يفرض هذا على السمسار تنفيذ الصفقة بسعر الإفتتاح على الورقة المالية ويكون هذا الأمر عادة في بداية الجلسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة"، (دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004)،

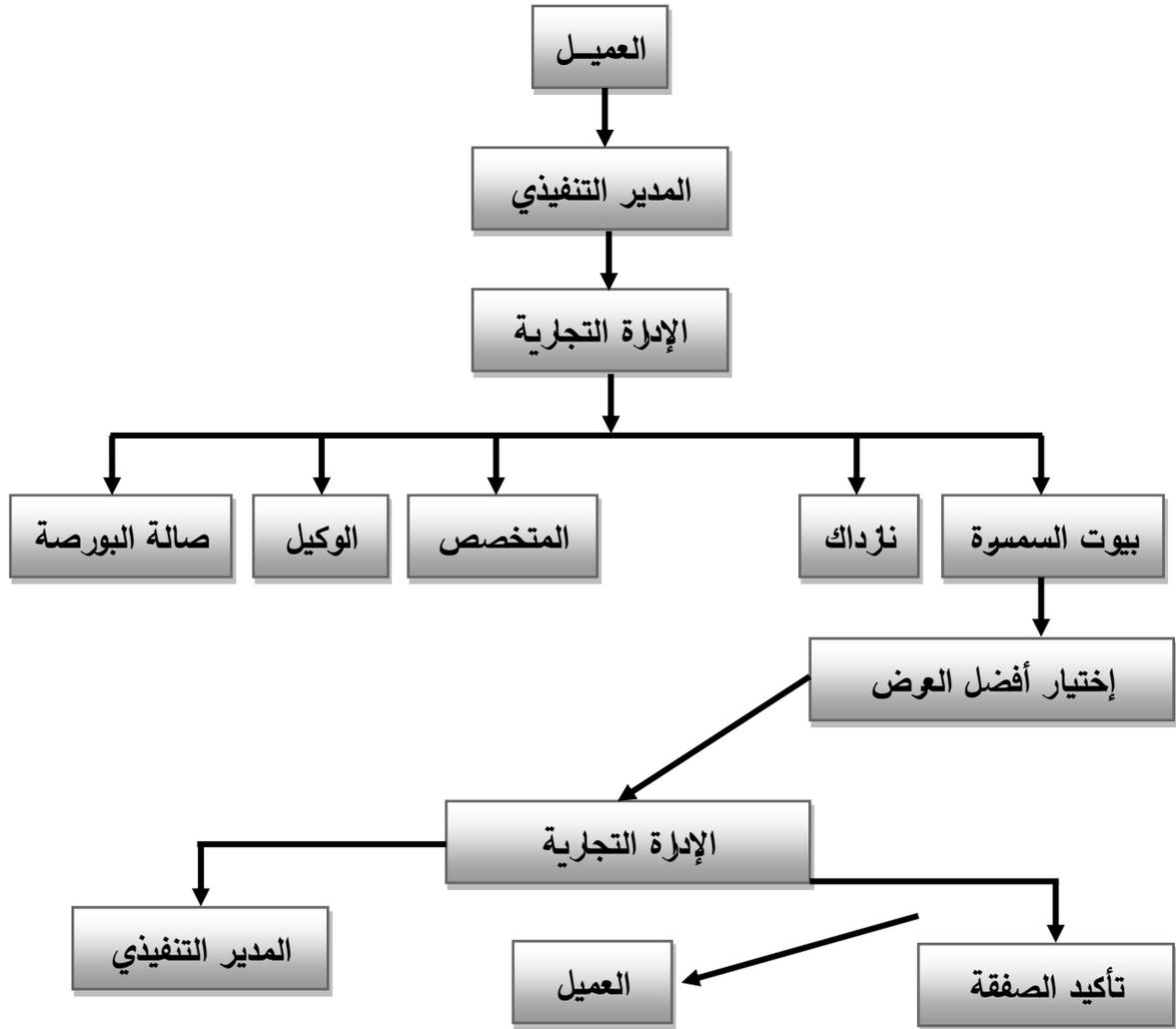
4. الأوامر بالسعر الأفضل

إن هذا الأمر يعطي للسمسار هامش كبير من المرونة في البحث عن السعر الأفضل، حيث يصدر الزبون للسمسار أمر شراء أو بيع (عدد معين من الأوراق المالية) بأفضل سعر في السوق.<sup>1</sup>

5. إجراءات تنفيذ الأوامر

يمثل الشكل التالي مثال عن كيفية إعطاء العميل الأوامر في البورصة عن شراء أوراق مالية تخص مؤشر نازداك:

شكل 3 يمثل: إجراءات إعطاء الأوامر



المصدر: منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص538.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، صص172-173.

### ثانياً: طريقة التداول في سوق الأوراق المالية

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:

#### • طريقة المفاوضة

وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع و أسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

#### • طريقة المزايمة

وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتعلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة، وأداة متوقع حركة الأسعار وتطورها مستقبلاً، حيث تعطي فكرة سريعة عن الأداء العام للسوق، وسنتطرق في هذا المطلب إلى كل من:

- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية وإستخداماتها.
- إستخدام المشر في أسواق الأوراق المالية.
- أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية.

### الفرع الأول: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعددت تعاريف مؤشرات أسواق الأوراق النقدية نذكر منها:

**التعريف الأول:** يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنتظمة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أزهرى الطيب الفكي، "أسواق المال"، (دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2017)، صص 45-46.

<sup>2</sup> - Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), 'Guide de l'investisseur', Novembre 1997, p21.

**التعريف الثاني:** تقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالإستناد على عينة من أسهم الشركات التي تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم إختبار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: إستخدام المؤشر في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية مقياس أساسي في درجة تطور إقتصاد الدول بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة في الإقتصاد، كما ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي، ويعكس حركة أسعار الأوراق المالية في السوق.

وفيما يلي سنستخلص أهم الإستخدامات لهذه المؤشرات.

المؤشرات أسواق الأوراق المالية إستخدامات عديدة:

#### أولاً: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة

القاعدة العامة أن حركة مختلف أسعار الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الإتجاه، وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم والتغير الذي يطرأ على مؤشر الأسعار، والذي هو انعكاس لحركة الاسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق، وعليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة الأوراق المالية إيجابا وسلبا بمجرد معرفته لإتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق.

#### ثانياً: الحكم على أداء المديرين المحترفين

أي أن المدير الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع ويكون لزاما عليه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص112.

### ثالثاً: التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق

إذ أنه بإمكان المحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الإقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وقد يمكنهم مقدماً التنبؤ بما سيكون عليه حالة السوق في المستقبل وهذا الأمر من شأنه أن يؤدي إلى إتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب.<sup>1</sup>

### رابعاً: تقدير مخاطر المحفظة

بحيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الإستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على المحفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق.<sup>2</sup>

### خامساً: قياس حجم سوق الأوراق المالية

حيث تقاس الرسملة السوقية بقيمة الأسهم المدرجة بالسوق إلى إجمالي الناتج المحلي الكلي للدولة وعدد الشركات المدرجة.

### سادساً: السيولة

وتحدد عن طريق نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي.<sup>3</sup>

### سابعاً: متابعة أداء المحافظ الإستثمارية المالية

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الإستثمارية المالية المتنوعة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عصران جلال عصران، "تقييم أداء صناديق الإستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، مدخل المقارنة"، (دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2010)، ص269.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، (المكتب العربي الحديث، مصر، 2009)، ص248.

<sup>3</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص114-115.

<sup>4</sup> - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر)، ص233.

الفرع الثالث: أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تبرز أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

أولاً: يعد المؤشر أداة للمقارنة المرجعية

يعد المؤشر بمثابة المعيار الذي يرجع له للمقارنة وتقييم أداء السوق والأسهم المتداولة فيه ومن ثم تحديد مواطن الخلل والانحراف ومعالجتها.

ثانياً: تحديد الإتجاه العام للسوق

لما كان المؤشر قد اعتمد على عدد كبير من أسهم السوق، فهو يمثل مرآة للسوق وإتجاهاتها الصعودية والنزولية.

ثالثاً: يعد المؤشر أداة للتنوع الجيد

وهو ما يتيح للمستثمر إعداد محفظة متنوعة تمكنه من تقليل المخاطر إلى حدها الأدنى.

رابعاً: يعمل المؤشر على إستقرار ثنائية العائد

الخطر: من أهم الوظائف التي يمارسها المؤشر قدرته على فصل سعر السهم عن القرارات التي تتخذها الشركة داخلياً، مما يعني أن التغيرات في سعر السهم ينبغي ألا تؤثر على قيمته، ومن الأمثلة على ذلك إنشطار الأسهم التي تمارسها بعض الشركات من عمليات الرسملة.<sup>1</sup>

المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

أضحى قيام سوق منظمة للأوراق المالية ضروريا وخاصة مع إتساع دائرة النشاط حيث يعمل المستثمرين على تعظيم أرباحهم من خلال تداولها داخل هذه السوق، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التعامل فيها، حتى يتصف هذا السوق بالكفاءة.

ونستعرض في هذا المطلب بشيء من التفصيل لمفهوم الكفاءة ومختلف ظروفها، بالإضافة إلى شرح

متطلبات السوق الكفؤ.

<sup>1</sup> - سرمد كوكب الجميل، "المدخل إلى الأسواق المالية"، (دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، العراق، 2015)، ص 91.

### الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

نستعرض من خلال هذا الفرع مفهوم الكفاءة السوقية، حيث أن تعريفها يستدعي تفريقها عن كل حالة من مفهوم الأداء والفعالية.

#### أولاً: الفرق بين كل من الكفاءة، الأداء، والفعالية.

تجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم الكفاءة مقترن بمصطلحين هامين في هذا المجال هم: الأداء، والفعالية، ونشير إلى أن الإشتقاق اللغوي لمصطلح الأداء مشتق من الكلمة الإنجليزية To Perform، حيث يعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل وهو ذلك الفعل الذي يقود إلى إنجاز الأعمال كما يجب أن تنجز وإذا فهو يعتبر المحدد للنجاح والبقاء والاستمرارية، أما الفعالية فهي معيار يعكس درجة تحقيق الأهداف المسطرة. يتداخل ويرتبط المفهوم العام للكفاءة وأيضاً مع المفهوم العام للفعالية وتعني في هذا السياق إمكانية تحقيق الأهداف والوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقاً، أما الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل الطرق الممكنة من حيث التكلفة، الوقت، والربحية. ومن هنا يتبين إختلاف بين المصطلحين، حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها، بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي تمكن بها البلوغ إلى هذه النقطة.<sup>1</sup>

#### ثانياً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة، وقد وردت في هذا المجال عدة تعاريف حيث يمكن تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية كمايلي:

- أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.<sup>2</sup>
- في سوق تتسم بالكفاءة تؤدي المنافسة بين المستثمرين إلى وضع تعكس فيه الأسعار الفعلية في جميع الأوقات تأثيرات المعلومات على الأحداث الماضية والأحداث التي من المحتمل أن تحدث في المستقبل.<sup>3</sup>

إذن مما سبق نستنتج أن تعريف الكفاءة هو توفر جميع المعلومات عن أسعار الأسهم والسندات حيث تتحرك وفق توقعات المستثمرين والوضع المالي لكل منشأة والأخبار التي ترد عنها.

<sup>1</sup> - الشيخ الداوي، "تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 7، 2009-2010، صص 218-219.

<sup>2</sup> - Charles P. Jones, "Investment analysis and management", John milg et Soms iuc, New york, 1996, P245.

<sup>3</sup> - Philippe Gillet, "L'efficacité des marchés financiers", economica, Paris, 1999, P11.

### الفرع الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

#### أولاً: الكفاءة الكاملة

لكي نطلق على سوق أنها كفؤة يقتضي توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهما على أسعار الأسهم.<sup>1</sup>

#### ثانياً: الكفاءة الإقتصادية

في ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: صيغ ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

#### أولاً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

##### 1. المستوى الضعيف

يعني هذا المستوى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة وبالتالي فإن تحليل هذه الأخيرة لا يمكن من التنبؤ بإتجاه الأسعار في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية، إذ لا يوجد إرتباط بين تلك الأسعار في الفترات المتتالية، مما يثبت فكرة الحركة العشوائية لها، ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه النظرية بنظرية الحركة العشوائية للأسعار وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك بصورة عشوائية بين لحظة وأخرى.

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيذر، بسكرة، 2009-2010، ص183.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، "الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003-2004)، ص185.

## 2. المستوى المتوسط للكفاءة

وتتم إذا عكس سعر الورقة المالية وبصورة كاملة جميع المعلومات المتاحة للعامة على الأوراق المالية متمثلة في الظروف الاقتصادية والمالية وحجم التداول ومحتويات الإئتمان في الإقتصاد،<sup>1</sup> ويعني توافر هذا الشرط أن وجود أي معلومات جديدة متاحة للعامة سوف تنعكس وبسرعة على سعر الورقة المالية.<sup>2</sup>

## 3. المستوى القوي للكفاءة

وتعني الكفاءة القوية للسوق أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة والمنشورة فحسب وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لم تنشر بعد، أو غير معروفة ويعني ذلك أن عملية الحصول على المعلومات غير المعروفة تتم ضمن منافسة قوية بين المحللين والمستثمرين، وعليه تقوم السوق بتسعير الأسهم المعنية بصورة فعالة، أي أن كل لمعلومات الواردة إلى السوق تنعكس بصورة مباشرة وسريعة على الأسهم.<sup>3</sup>

## ثانيا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفوا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر:

### 1. الدور المباشر

يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

### 2. الدور غير المباشر

يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

<sup>1</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد، "محافظة الأوراق المالية"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2017)، ص252.

<sup>2</sup> - يوسف مسعداوي، "كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 42، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، 2014، ص124

<sup>3</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، رسالة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص58.

ولتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل وهو ما نقدمه ضمن النقاط التالية:

### 1. كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية":

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمختصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتان السابقتان أسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.<sup>1</sup>
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص186

تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء...
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

## 2. كفاءة التسعير الخارجية "price efficiency":

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويعني بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير وهذا ما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وكذلك تصل المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، وهذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادية fair game marte فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وتحقيق أرباح غير عادية في هذا السوق أمر غير مستحيل، لذلك قد يتلقى مستثمر عديم الخبرة أو المستثمر الكسول بخسائر فادحة وذلك راجعا إلى دخوله للسوق دون تحليل للمعلومات المتاحة وهذا لا يعني أن السوق عديم الكفاءة بل يرجع ذلك لكسل وجهل المستثمر ذاته للمعلومات المتاحة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص، ص186-187.

<sup>2</sup> - مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص75.

### المبحث الثالث: التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية

يعد التمويل من أهم الأنشطة في أي مؤسسة وهذا نظرا للدور الذي يلعبه رأس المال في تحديد القرارات الإستثمارية وقدرة المؤسسة على توسيع نشاطها الإستغلالي، لذلك فإن عملية التمويل تحقق للمشروع قيامه والإستمرار فيه وديمومة الإمداد بالأموال وتحقق له الإستقرار، حيث يتميز التمويل عن طريق البورصة بمواجهة مباشرة بين المدخرين وبين المشروعات دون تدخل وسطاء ماليين، ومع تعدد مصادر التمويل وإختلاف أنواعه ومدة الحصول عليه وكذا تفاوت تكاليف كل طريقة من طرق التمويل كان من الضروري على كل منشأة أو جهة وضع دراسة مالية لإختيار أنسب طريقة لتلبية إحتياجاتها التمويلية من أجل بناء إستثماراتها، وسنتطرق في هذا المبحث إلى ما يلي:

**المطلب الأول: الإطار النظري للتمويل.**

**المطلب الثاني: مصادر وطرق تمويل الإستثمارات.**

**المطلب الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتمويل.**

### المطلب الأول: الإطار النظري للتمويل

قبل التطرق إلى معرفة الموضوع أعلاه لابد علينا أن نعرف التمويل وكذا ذكر أهميته في الفروع التالية:

### الفرع الأول: مفهوم التمويل وأهميته

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقود الأخيرة مما جعلنا نلاحظ تباينا بين تعاريفه عند الإقتصاديين، ومن بين هذه التعاريف نذكر ما يلي:

### أولاً: تعريفه

- الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط وهو جزء من الإدارة المالية.<sup>1</sup>
- ويعرف أيضا على أنه "البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال، والإختبار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية الإحتياجات والتزامات المؤسسة المالية."<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - حاج سعيد عمر، معراج هواري، "التمويل التأجيري، المفاهيم والأسس"، (دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013)، ص13.

<sup>2</sup> - هيثم محمد الزغبى، "الإدارة والتحليل المالي"، (دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000)، ص77.

ثانياً: أهميته

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها إستخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الإلتزامات، من هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني.
- يساهم في ربط الهيئات المحلية والمؤسسات المالية الدولية ويعد جزء من أشكال التمويل الدولي.<sup>1</sup>
- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الإقتصادية ذات العجز في أوقات حاجتها إليها.
- تحقيق النمو الإقتصادي والإجتماعي للبلاد مما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.

الفرع الثاني: وظائف التمويل وقراراته

أولاً: وظائف التمويل

للمويل عدة وظائف نذكر منها:

1. التخطيط المالي

هو نوع من أنواع التخطيط يساعد في الإعداد للمستقبل حيث أن تقديرات المبيعات والمصارف المستقبلية الرأسمالية توجه تفكير المدير المالي نحو المتطلبات المالية في المستقبل.

2. الرقابة المالية

وهي مقارنة أداء المنشآت بالخطط الموضوعية.

3. الحصول على الأموال

من خلال تبيان التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال الفترة التي تشملها الخطة.

<sup>1</sup> - حاج سعيد عمر، معراج هواري، مرجع سابق، ص16.

#### 4. إستثمار الأموال

بعد قيام المدير المالي بإعداد الخطة المالية والحصول على الأموال من مصادرها، عليه أن يتأكد من أن هذه الأموال تستخدم بحكمة وتستخدم إستخداما إقتصادية داخل المنشآت.<sup>1</sup>

#### ثانيا: قرارات التمويل

تؤثر قرارات التمويل على قيمة أسهم الشركة من خلال تأثيرها على حجم المكاسب الربحية وعلى درجة مخاطرة الشركة، وتؤثر القرارات المتعلقة بسياسة الشركة أي تخضع للقيود الحكومية في الربحية والمخاطرة وهذان العاملان يحددان معا قيمة المنشأة ويضمن سياسة الشركة الرئيسية لإختيار الصناعة التي سوف تقوم فيها بعمليات الإنتاج والتسويق، وبعد أن يتم هذا الإختيار فإن الربحية والمخاطرة تتحددان من خلال القرارات المتعلقة بحجم الشركة وأنواع المعدات المستعملة وحالات السيولة في الشركة.

وهذه القرارات بشكل عام تؤثر على ربحية ومخاطر الشركة مثل ذلك، إذا قررت الشركة تمويل المشروع من خلال قرض فهذا سيزيد من معدل العائد على رأس مال المساهمين، ولكن في الوقت ذاته ستزيد نسبة المخاطرة لأن المخاطرة تتناسب طرديا مع مقدار القرض، لذلك فإن المدير المالي يسعى إلى أن يتوصل إلى نقطة توازن بين العائد والمخاطرة التي تحقق أقصى ثروة لمساهمين الشركة وهذا ما يسمى التوازن بين العائد والمخاطر.<sup>2</sup>

كما يجب في إتخاذ قرار التمويل تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية وإستثمار الأموال المتاحة للمنشأة أو الموجودة تحت تصرفها بكفاءة عالية ولذلك أهمية كبيرة.<sup>3</sup>

#### المطلب الثاني: مصادر وطرق تمويل الإستثمارات

سنتناول من خلال هذا المطلب كل من المصادر الداخلية (الذاتية) والمصادر الخارجية للتمويل، بالإضافة إلى مزايا وعيوب كل منهم، لكن قبل هذا وذاك لابد علينا أن نتطرق إلى مفهوم مصادر التمويل والذي يقصد به تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل إستثماراتها ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل وهو

<sup>1</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد، "سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2017)، ص34

<sup>2</sup> - محمد الفاتح محمد بشير المغربي، "التمويل والإستثمار في الإسلام"، (الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2018)، ص75-76.

<sup>3</sup> - محمد إبراهيم عبد الرحيم، "إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص21.

ما يطلق عليه بالهيكل المالي، بحيث لا يمكن سد الحاجة إلى التمويل إلا باللجوء إلى مصادره،<sup>1</sup> هذه الأخيرة تنقسم إلى قسمين، تمويل داخلي (ذاتي) وآخر خارجي، فماذا نقصد بكل منها، هذا ما سنعرفه في الفروع الآتية.

### الفرع الأول المصادر الداخلية

يجب علينا أولاً التطرق إلى مفهوم المصادر الداخلية وماذا يقصد بها.

#### 1. مفهومها

المصادر الداخلية أو الذاتية لمؤسسة ما هي في الواقع إلا عبارة عن الفائض من الأموال التي حققته المؤسسة والتي يمكن لها التصرف فيه، فالتمويل الذاتي هو وسيلة تمويلية جد هامة و الأكثر إستعمالاً بحيث يسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف أخرى.<sup>2</sup>

وبهذا فإن للتمويل الذاتي مصدرين هما:

#### أولاً: أشكال التمويل الذاتي (الداخلية)

##### • الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة مصدراً داخلياً هامة يستخدم لتمويل الإحتياجات الطويلة الأجل للمنشأة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثانية التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).<sup>3</sup>

ويعكس حساب تكلفة التمويل الذاتي بإستخدام الفائض النقدي المنجز ككل وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل لذاتي} = \text{الربح المعلن} + \text{المخصصات المعفاة من الضرائب}^4$$

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، (توزيع منشأة المعاصر، مصر، 1998)، ص5.

<sup>2</sup> - عمار زيتوني، "مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة التمويل البنكي"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 9، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، مارس 2006، ص50

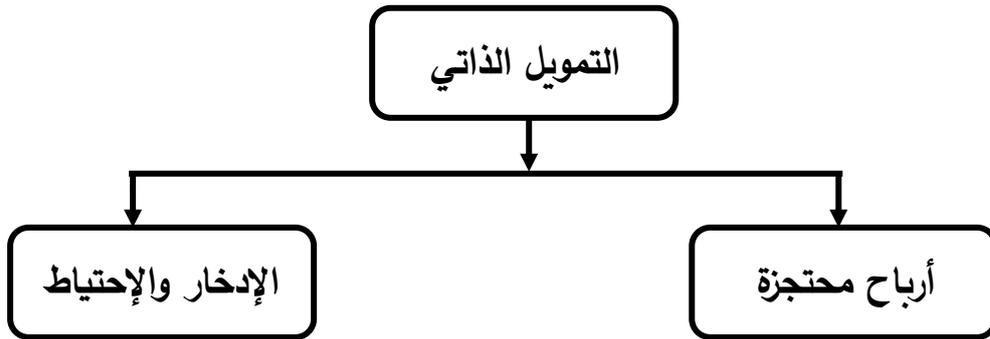
<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي وآخرون، "الإدارة المالية، مدخل إنجاز القرارات"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2004)، ص30.

<sup>4</sup> - علي عباس، "الإدارة المالية"، (إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008)، ص281.

• الإدخال والإحتياط

ويقصد به إقتطاع جزء من الدخل أو الإمتناع عن الإستهلاك أي أنه الفرق بين الدخل والإستهلاك يشمل هذا الإدخار الأفراد والمؤسسات وكذا الدولة، بحيث تلجأ المؤسسات إلى إدخار جزءا من دخلها الإستثمار مستقبلا في حين أن الدولة تعمل على تشجيع الأفراد والأسر على الإدخار عوض الإكتناز.<sup>1</sup>

شكل 4 يمثل: أشكال التمويل الذاتي



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على المرجع: عبد العزيز ميلودي، "محددات تمويل الإستثمار في البنوك الإسلامية، دراسة قياسية لحالة بنك البركة"، رسالة الماجستير في العلوم الإقتصادية، الإقتصاد الكمي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006، ص26

• عيوب ومزايا التمويل الذاتي

أ. المزايا

يعتبر التمويل الذاتي ضروري لعمليات الإقتراض، حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى الإقتراض حسب إمكانياتها على التسديد وحجم التمويل الذاتي الذي يبين لها نسبة التسديد.

البحث عن تمويل ذاتي بمستوى عال هو الهدف الأساسي للسياسة المالية، وهو دليل على إستقلالية المؤسسة في المحيط الذي تنشط فيه.

ب. العيوب

- حجم التمويل الذاتي عادة لا يكفي لتغطية كل حاجيات التمويل.
- قد يؤدي الإعتماد على التمويل الداخلي إعتمادا كليا إلى التوسع البسيط.

<sup>1</sup> - عبد العزيز ميلودي، "محددات تمويل الإستثمار في البنوك الإسلامية، دراسة قياسية لحالة بنك البركة"، رسالة الماجستير في العلوم الإقتصادية، الإقتصاد الكمي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006، ص26.

- قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة لدى المؤسسة كتلك المتحصلة عليها من الغير، مما يؤدي إلى إضعاف العائد.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: المصادر الخارجية

يتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية، ويتوقف حجم التمويل الخارجي عن حجم التمويل الداخلي وإحتياجات المؤسسة المالية، وبصفة عامة لا يكفي التمويل الداخلي لتغطية الحاجيات المالية للمؤسسة مما يجعلها تلجأ إلى مصادر خارجية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم أو الإقتراض أو الإئتين معا، وتنقسم المصادر الخارجية للتمويل كما يلي:

### أولاً: التمويل قصير الأجل

ويقصد به تلك الأموال التي تكون متاحة للمستثمر أو للمؤسسة قصد تمويل الفرص الإستثمارية المتاحة كونها تمثل إلتزاما قصير الأجل عن المؤسسة ويتعين الوفاء به خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة. لذلك فهو يستهدف توفير سيولة نقدية للمؤسسة لتواجه الإحتياجات الجارية، ومن ضمن مزاياه: سهولة الحصول عليه مقارنة بالقروض الأخرى، وذلك بسبب قلة المخاطر التي يتحملها المستثمرون المقرضون لأموالهم خلال فترة قصيرة. والنتيجة التي يمكن إستخلاصها بصفة عامة أنه كلما قصرت آجال إستحقاق ديون الشركة كلما كان الخطر أكبر والربحية أعلى. بجانب المزايا السابقة هنالك بعض العيوب للإقتراض قصير الأجل منها: أن المشروع يواجه مشكلة سداد الديون المستحقة بصفة مستمرة مما قد يهدد سلامة المشروع.<sup>2</sup>

### ثانياً: التمويل المتوسط الأجل

يرتبط التمويل قصير الأجل بتمويل إحتياجات المشاريع الموسمية أو الإحتياجات المؤقتة، أما التمويل المتوسط الأجل فيستخدم لتمويل حاجة دائمة للمشروع المقترضة كأن يكون لتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، ويتمثل التمويل المتوسط الأجل بـ:

- القروض المصرفية متوسطة الأجل.

<sup>1</sup> - حسن محمد القاضي، "الإدارة العمالية العامة" (الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2014)، ص273.

<sup>2</sup> - عبد الله بلعبيدي، "التمويل برأس مال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة"، رسالة الماجستير، تخصص إقتصاد إسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الإجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2008/2007، ص76.

- إستئجار الموجودات (الأصول).

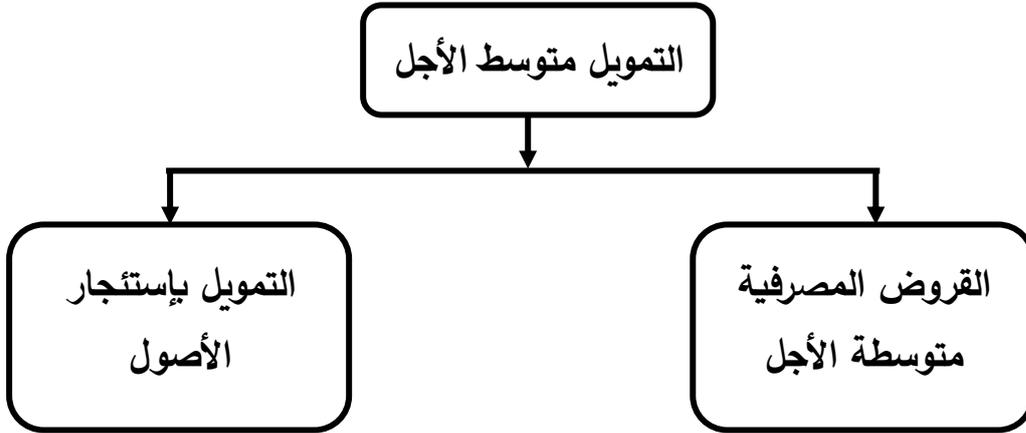
### 1. القروض المصرفية متوسطة الأجل

للبنوك التجارية دور كبير في هذا النوع من أنواع القروض، فبعد أن كانت تقتصر في التعامل المالي على التمويل قصير الأجل، إتجهت البنوك التجارية إلى تمويل المشروعات والمنشآت بقروض متوسطة الأجل، تزيد فترتها على السنة وتصل إلى خمس سنوات.

### 2. التمويل بإستئجار الأصول

ينظر إلى التمويل بإستئجار الأصول على أنه إستئجار تمويل يمثل شكلا من أشكال التمويل، وهو بذلك يحل محل أي شكل آخر يتطلبه المشروع للحصول على الأصول أين يكون بإمكانها الإقتراض للحصول على قيمة الأصول المطلوبة، ويمثل قسط الإستئجار وفوائده إلتزامات ثابتة على المشروع المستأجر يجب الوفاء بها. إلا أن المنشآت تلجأ للإستئجار لعدة أسباب منها: عدم توفر النقد الكافي للشراء، أو الشروط الموضوعية للحصول على مبلغ الشراء خاصة عندما يكون المبلغ كبيرا والحاجة للأصل المستأجر مؤقتة، إضافة إلى المزايا التي يوفرها الإستئجار والمتمثلة في المرونة وقلة القيود الموضوعية على المستأجر.<sup>1</sup>

شكل 5 يمثل: أشكال التمويل متوسط الأجل



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على المرجع: محمد فاتح محمود المغربي، "إدارة المنشآت المالية"، (دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2016)، ص، ص240-241

<sup>1</sup> - محمد فاتح محمود المغربي، "إدارة المنشآت المالية"، (دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2016)، ص، ص240-241

### 3. مزايا وعيوب التمويل متوسط الأجل

للتتمويل متوسط الأجل مزايا وعيوب نذكرها على النحو التالي:

#### أ. المزايا

تتحصل المؤسسة بلجوءها إلى التمويل عن طريق القروض متوسطة الأجل على مزايا نذكر منها ما

يلي:

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام إلى الجمهور.
- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الإصدار العام إلى الجمهور.

#### ب. العيوب

أما بالنسبة للعيوب التي تترتب عن اللجوء إلى التمويل عن طريق القروض المتوسطة نذكر منها ما

يلي:

- إن سداد القروض متوسطة وطويلة الأجل بأقساط سنوية طويلة المدة المحددة لإمتلاك هذه القروض يعرض المؤسسة إلى الإستنزاف النقدي المستمر.
- في العادة تتضمن إتفاقيات تقديم العروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق التأمين، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد.<sup>1</sup>

### ثالثا: التمويل طويل الأجل

هذا النوع من التمويل يعنى بإحتياجات المشروعات الكبيرة والتي يستغرق تنفيذها زمنا طويلا، لذلك يحتل أهمية خاصة لما يساهم له في عمليات تنمية حيوية كما أنه يلعب دورا أساسيا في تمويل المشروع.<sup>2</sup> ولكن قبل هذا وذلك لابد علينا معرفة مفهوم التمويل والذي يقصد به التمويل الذي يمنع المؤسسات ويمتد أكثر من سبع سنوات، حيث يكون الإستثمار في تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات طويلة بهدف الحصول على وسائل الإنتاج أو العقارات أو أراضي ومباني وغيرها،<sup>3</sup> ويمكن تقسيمه كالآتي:

<sup>1</sup> - الجوزي غنية، "أهمية إعتداد البورصة كوسيلة تقييم مردودية، المؤسسة وتمويل تطويرها، دراسة حالة مجمع صيدال"، رسالة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، صص13-14.

<sup>2</sup> - محمد الشحات الجندي، "القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية"، (المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996)، صص115.

<sup>3</sup> - عبد المعطي رضا الرشيد، محفوظ أحمد جودة، "إدارة الإئتمان"، (دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999)، صص104.

## 1. القروض الطويلة الأجل

هذا النوع من القروض تفوق مدته خمس سنوات، وتلجأ الدولة إليه من أجل إستعماله في تمويل مشاريع التنمية الإقتصادية أو من أجل تغطية النفقات الحربية أو الدفاعية.<sup>1</sup>

## 2. التمويل عن طريق الأسهم العادية

التمويل عن طريق الأسهم هو عملية زيادة رأس المال من خلال بيع الأسهم، وذلك في حالات بناء إستثمارات كبيرة أو التوسع، ويأتي من عدة مصادر مثل المستثمرون ورجال الأعمال حيث نجد مثلا أن شركة قووقل وفايسبوك جمعت رؤوس أموال ضخمة من خلال الإكتتابات الأولية العامة، وفي العادة يشير مصطلح التمويل عن طريق الأسهم إلى تمويل الشركات العامة المدرجة في البورصة.<sup>2</sup>

### أ. مزايا وعيوب التمويل عن طريق الاسهم

لها عدة مزايا وعيوب نذكر منها :

#### • المزايا

- تعد مصدرا دائما للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها ينتقل من ممول الى ممول اخر دون ادنى تاثير على الاصول المالية التي تقابلها لدى المستثمر او الشركة المصدرة .
- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونيا بتوزيع الارباح حتى لو تحققت لها الارباح لان ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاة التوزيع.<sup>3</sup>
- يجنب المؤسسة الالتجاء الى الاستدانة .
- لا يتم تسديد الاموال التي تم الحصول عليها.

#### • العيوب

- تتمثل اهم هذه السلبيات في اثر الذوبان والذي يتجلى في ثلاث مظاهر
- ذوبان رأس المال: تسمح زيادة رأس المال طرح اسهم جديدة للمساهمين الجدد حق مقاسمة الاحتياطات مع المساهمين القدامى الامر الذي تخفض القيمة الدفترية للسهم
- ذوبان الربح يؤدي ارتفاع عدد الاسهم بعد زيادة رأس المال الى انخفاض صافي ربح السهم الواحد.

<sup>1</sup> - لحسن دردوري، لقلبي الأخر، "أساسيات المالية العامة"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2018)، ص132.

<sup>2</sup> - Caroline Banton, "Equity Financing", Investopedia Academy, 2020, P1.

<sup>3</sup> - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص154.

- نوبان السلطة (القدرة على الرقابة) عند ارتفاع عدد اسهم المؤسسة تتقلص نسبة الرقابة الممنوحة لكل مساهم.<sup>1</sup>

- دخول المساهمين جدد وتشتت الاصوات في الجمعية العمومية.<sup>2</sup>

### 3. التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

#### أ. مفهوم الأسهم الممتازة

تعتبر الاسهم الممتازة نسخة من الاسهم العادية ولكن بشروط مميزة تجعل منها مصدرا مختلفا من مصادر التمويل الاسهم الممتازة قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية كتلك التي تقابلها في الاسهم العادية الا ان القيمة السوقية للاسهم الممتازة في دفاتر الشركة على عدد الاسهم المصدرة مع علم حامل السهم الممتاز انه ليس له حق في الاحتياطات والارباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية.<sup>3</sup>

#### ب. مميزات التمويل بالأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة تتميز بأنه أقل مخاطرة تختص دون غيرها من الاسهم ببعض المزايا فهي تمثل استثمار اقل مخاطرة من السهم العادي ويتحدد توزيع الارباح على حاملها بالنسبة لمئوية محددة مسبقا وتختلف الاسهم العادية عن الاسهم الممتازة في: لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة السهم عند التصفية قبل السهم العادي. ليس لحامل السهم الحق في التصويت إلا في الحالات القصوى. لإدارة المؤسسة الحق في شراء الاسهم الممتازة.<sup>4</sup>

#### ج. مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

من المزايا التي تحصل عليها الشركة باصدارها للأسهم الممتازة مايلي:

- تجنب المؤسسة دفع الالتزامات الثابتة أو الوفاء بها كفائدة مثل السندات، لذلك نجد أن إجماع المؤسسة عند دفع توزيعات على الاسهم الممتازة لا يعرضها لمخاطر الإفلاس عكس الفائدة على السندات التي قد تؤدي عدم منفعتها الى إفلاس المؤسسة.
- تستطيع المؤسسة من خلال إصدارها الاسهم الممتازة ارباح اضافية لحملة الاسهم العادية.

<sup>1</sup> - محمد ساحل، "التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية"، (مركز الكتاب الاكاديمي، الأردن، 2019)، ص72.

<sup>2</sup> - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص154.

<sup>3</sup> - محمد أحمد الجيزاوي، "اسواق الاوراق المالية"، (كلية إدارة الاعمال، جامعة الملك فيصل، السعودية، 2019)، ص27.

<sup>4</sup> - محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية، الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص138.

- يستطيع المدير المالي عن طريق بيع الأسهم ان يتجنب شرط المساهمة المتساوية في المكاسب والذي يتطلبه بيع اسهم عادية جديدة .

أما العيوب نوجزها فيما يلي:

- يجب ان تباع الاسهم الممتازة على اساس عائد اعلى من عائدات السندات اي ان تكلفتها تفوق تكلفة الاقتراض.
  - ان المخاطر التي يتعرض لها حملة الاسهم الممتازة اكبر من تلك التي يتعرض لها حملة السندات فليس هناك ما يضمن لهم عائدا فوريا.
  - ليس لحملة الأسهم الممتازة حق المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.<sup>1</sup>
- 4. التمويل عن طريق السندات**

ويقصد به لجوء المؤسسة إلى طرح سندات مباشرة للجمهور، ويعتبر ذلك إقراض لأن حامل السندات ليس مساهما في رأس المال وإنما يعتبر مقرضا لأن المؤسسة تتعهد برد قيمة السند (القيمة الإسمية) مضافا إليه فائدة ثابتة عند تاريخ الاستحقاق، وتلجأ المؤسسات إلى هذا النوع عندما تعاني من عجز مالي ولا ترغب في زيادة المساهمين إلا أن نجاح هذا النوع يعتمد على مدى إقبال المقرضين على اقتناء هذه السندات إضافة إلى تكاليف إصدارها، وهذا يجعل هذا المصدر التمويلي متاحا بشكل أكبر للمؤسسات الكبرى والتي تأخذ شكل شركات الأسهم.<sup>2</sup>

أ. مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات

#### • المزايا

- ثمة مزايا يمكن للمؤسسة أن تحققها من وراء الإعتماد على السندات كمصدر للتمويل أهمها:
- تتميز تكلفة التمويل بالسندات بالإنخفاض النسبي مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث يترتب عليها ميزة ضريبية نتيجة لجواز خصم فوائدها من وعاء ضريبة الدخل.
- يتيح التمويل بالسندات للمساهمين القدامى بالشركة ميزة الاحتفاظ بسيطرتهم على قرارات الشركة، الأمر الذي قد لا يتحقق منها لو تم التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية.

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التمويل واصلاح الهياكل المالية"، (مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 1998)، ص 64

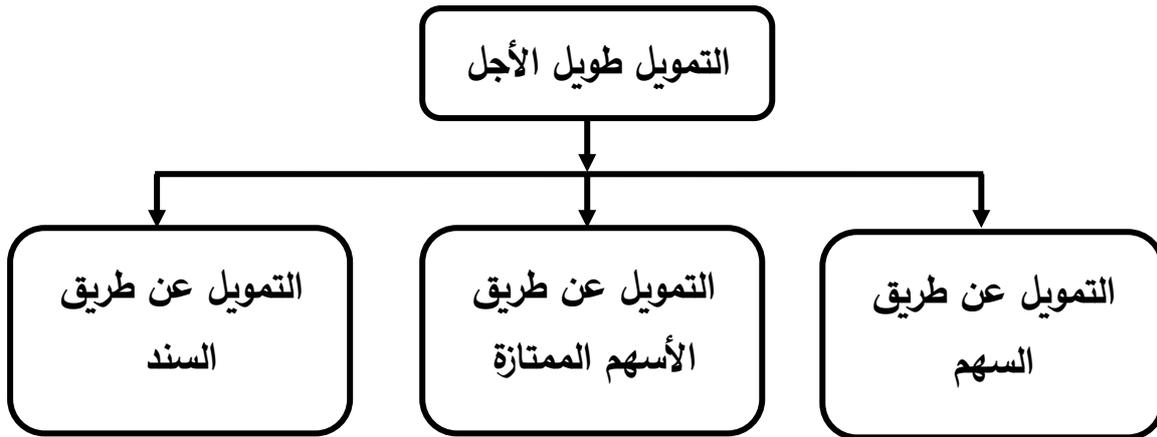
<sup>2</sup> - حليلة عطية، "دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات، دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)"، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأوراق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2015/2014، ص41.

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، حيث يعتبر سعر الفائدة من النفقات التي تأخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة.
- تتيح السندات أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.
- تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة.

• العيوب

- وفي مواجهة المزايا التي يحصل عليها حملة السندات ثمة عيوب تواجه حملتها لعل أهمها:
- ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العمومية.
  - ليس لحملة السندات حق التصويت داخل الجمعية العمومية.
  - غالبا ما تكون فوائد السندات ثابتة.<sup>1</sup>

شكل 6يمثل: أشكال التمويل طويل الأجل



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على المرجع: حليلة عطية، مرجع سابق، ص43.

المطلب الثالث: علاقة سوق الأوراق المالية بالتمويل

يوفر سوق الأوراق المالية بدائل تمويلية متعددة لما يستدعي كل منشأة دخول هاته السوق لتحقيق هذه المزايا وهذا سيستلزم إعداد دراسة مالية مسبقة لتحديد نوع ومصدر التمويل المناسب لها، ورغم ما توفره هاته السوق من إمكانيات مالية لإقامة المشاريع الإستثمارية إلا أنها لا تخلو من بعض المخاطر. وسنستعرض من خلال هذا المطلب النقاط التالية.

<sup>1</sup> - حليلة عطية، مرجع سابق، ص43.

- إعتبرات الإختيار بين مصادر التمويل في الفرع الأول.
- المخاطر المرتبطة بالتمويل في الفرع الثاني.
- دوافع دخول الشركات إلى سوق الأوراق المالية في الفرع الثالث.

### الفرع الأول: إعتبرات الإختيار بين مصادر التمويل

قمنا فيما سبق بتعداد المصادر المختلفة لتمويل إحتياجات المنشأة مع بيان مميزات وعيوب كل منها، والسؤال الذي يطرح نفسه هو: كيف يتم إختيار المصدر المناسب من مصادر التمويل؟ بالطبع فإن الجواب على هذا السؤال لا يمكن أن يكون موجبا لجميع المنشآت في كل الظروف، أي أن مصدر التمويل التالي يختلف من منشأة إلى أخرى ومن قطر لآخر، بل من وقت لآخر وهناك عوامل يمكن مراعاتها قبل إختيار مصدر التمويل وهي:<sup>1</sup>

#### أولاً: التكلفة

على المدير المالي إجراء مقارنات من حيث كلفة كل مصدر وإختيار المصدر الأقل كلفة.

#### ثانياً: أسعار الفوائد السائدة

إذا كانت الفوائد مرتفعة في السوق المالية من المستحسن تمويل الإحتياجات طويلة الأجل عن طريق الأسهم، لأن تكلفة السندات تكون مرتفعة.

#### ثالثاً: ربحية المنشأة

إذا كانت ربحية المنشأة عالية فمن المستحسن استخدام السندات لأن المنشأة تحقق أرباحاً تفوق نسبة العوائد المدفوعة على السندات.

#### رابعاً: تركيبة رأس المال

تقيد تركيبة رأس المال من الخيارات المطروحة أمام المنشأة، فمثلاً إذا كانت نسبة الديون مرتفعة فقد لا تستطيع المنشأة طرح السندات ولابد لها من بيع الأسهم ومن المهم أن تحتفظ المؤسسة بنسبة متوازية من مصادر التمويل المختلفة.

<sup>1</sup> - جميل أحمد توفيق، "إدارة الأعمال، مدخل وظيفي"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000)، ص116.

### خامسا: طبيعة عمل المنشأة

تقيد طبيعة العمل الذي تمارسه المنشأة خيارات التمويل، فمثلا هناك بعض المنشآت التي لا تملك الكثير من الموجودات الثابتة لرهنها أو لبيع السندات بضمانتها مثل البنوك وشركات التأمين والشركات المالية وبالتالي قد تكون مثل هذه المؤسسات مجبرة على إصدار الأسهم بدلا من السندات.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: المخاطر المرتبطة بالتمويل

هناك طرق عديدة لتقسيم المخاطر إحدى هذه الطرق هي التفريق بين مخاطر الأعمال ومخاطر المالية، فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المنشأة، وتتصل بعوامل تؤثر بمنشآت السوق، أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية.

وعليه سيتم تقسيم المخاطر إلى مجموعتين، المخاطر العامة ومكوناتها ومخاطر الأعمال ومكوناتها.

### أولاً: المخاطر العامة ومكوناتها.

#### 1. مخاطر سوء الإدارة

إن الأخطار الإدارية لها آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الإستثمار وإتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة، كما أن تكاليف المخاطر التشغيلية قد تفوق تكاليف الموظفين، وهو ما يشكل خسائر للشركة.

#### 2. مخاطر السوق

وهي المخاطر العامة التي تسري على أعمال الإستثمار في السوق، وتنشأ عن البيئة وتتعلق بالنشاط الإقتصادي.<sup>2</sup>

#### 3. المخاطر السياسية

أما هذا النوع من المخاطر فتتدرج تحتها الحروب والنزاعات الداخلية والتأميم والمصادرة والإبتزاز والتصفية وغيرها من صور المخاطر التي ترتبط بالدول الآخذة في النمو.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - حاج سعيد عمر، معراج هواري، مرجع سابق، ص107.

<sup>2</sup> - طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، (الحرمين للكمبيوتر، مصر، 1999)، ص327.

<sup>3</sup> - بن لخضر عيسى، "سياسة تمويل الإستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل تطورات العالمية الراهنة"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد مالي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبيلي اليايس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2018/2019، ص145.

#### 4. مخاطر قانونية

ترتبط هذه المخاطر بعدم وضع العقود المالية موضع التنفيذ، أي أنها ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تحكم الإلتزام بالعقود والصفقات، وقد تنشأ بسبب عدم الإلتزام بالضوابط والقوانين.

#### 5. الأوضاع الإقتصادية

تكتسي أهمية خاصة في الحالات التي تتطوع فيها الحكومة بدور الضامن لقروض تمويل المشروعات، لذلك لا بد من الإطمئنان إلى مقومات الأداء الإقتصادي.<sup>1</sup>

#### ثانياً: مخاطر الأعمال ومكوناتها

أما هذه المجموعة تتمثل فيما يلي:

##### 1. مخاطر أسعار الفائدة

وهي المخاطر التي تكمل في التغيرات المحتملة لأسعار الفائدة وقدرة البنك على تقييم أوضاعه في الوقت المناسب.

##### 2. مخاطر إنخفاض القوة الشرائية

وتعني إحتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لإرتفاع معدلات التضخم، فلو إرتفعت معدلات التضخم فإن القوة الشرائية للنقود التي تم شرائها إستثمارها اليوم، تختلف القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين، كذلك القيمة الحقيقية لعوائد الإستثمار مما يؤدي إلى إنخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الإستثمار على المعدل الإسمي لهذا العائد.<sup>2</sup>

##### 3. مخاطر صناعية

وهي مخاطر تتجم عن ظروف خاصة بالصناعة كصعوبة توفير المواد الخام اللازمة والخلافات المستمرة بين العمال والإدارة في المنشآت المكونة لتلك الصناعة.<sup>3</sup>

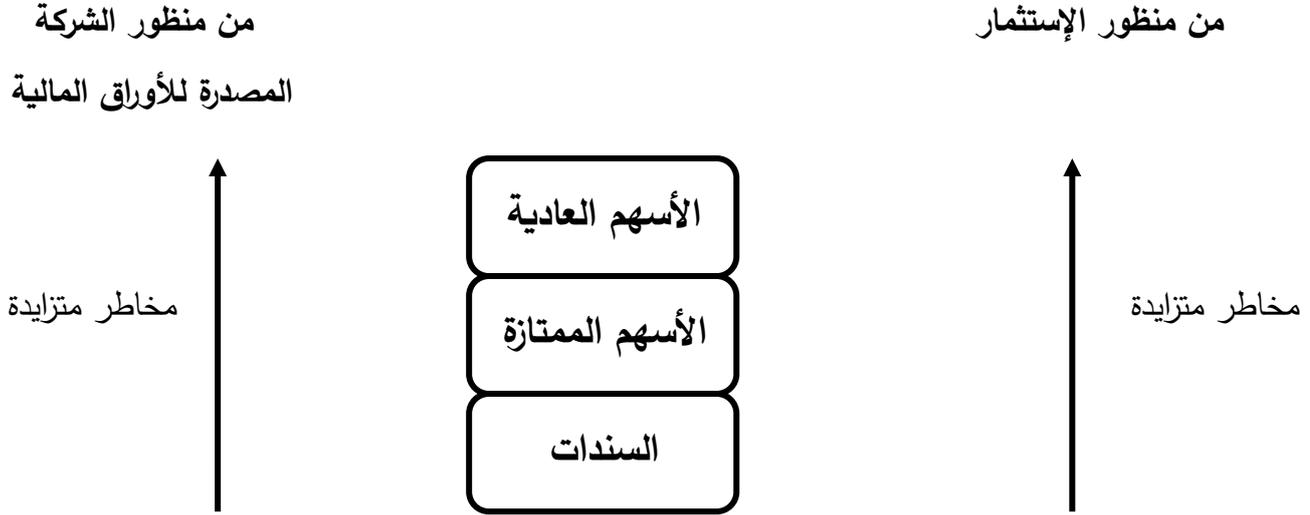
<sup>1</sup> - بن لخصر عيسى ، مرجع سابق، ص،ص63-64.

<sup>2</sup> - محروس حسن، "الأسواق المالية والإستثمارات المالية"، (كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1993)، ص،ص131-134.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص134.

وبصفة عامة يمكن ترتيب الأوراق المالية المختلفة من حيث المخاطر المرتبطة بها من منظور كل من المستثمر والشركة المصدرة لهذه الأوراق كما في الشكل التالي:<sup>1</sup>

شكل 7 يمثل: ترتيب المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية



المصدر: محروس حسن، "الأسواق المالية واستثمارات المالية"، كلية التجارة، جامعة شمس، مصر، 1993، ص 140

### الفرع الثالث: دوافع دخول الشركات إلى سوق الأوراق المالية

مما لا شك فيه أن سعي الشركات المساهمة العامة لإدراج أسهمها في سوق الأوراق المالية يحقق لها الكثير من المنافع، كما أنه لا يخلو كذلك من المساوئ نذكرها على النحو التالي:

#### أولاً: مزايا دخول الشركات إلى سوق الأوراق المالية

##### 1. الترويج والدعاية

إدراك الشركة لأسهمها في البورصة يتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها ونشاطها مما يجعلها على إتصال مباشر لجمهور المستثمرين والمتعاملين في البورصة.

##### 2. التقييم العادل

توفر السوق آلية العرض والطلب على أسعار الأسهم للشركات المرجحة في السوق مما يعكس القيم الحقيقية للسهم.

<sup>1</sup> - محمد الفاتح محمود المغربي، مرجع سابق، ص 272.

### 3. كفاءة نظام التداول والمقاصة والتسويقية الإلكترونية

حيث توفر البورصة نظاما للتداول والمقاصة يقدم أفضل الخدمات في هذا المجال بالإعتماد على الأنظمة الإلكترونية الحديثة لإتمام البيع والشراء ونقل الملكية.<sup>1</sup>

### 4. عامل لحشد الطاقات الداخلية للمؤسسة

تعبئة كل موظفي ومساهمي المؤسسة من إطارات وعاملين كما يمكن أن تتخذ إجراءات تهدف إلى إشراك الموظفين في رأس مال المؤسسة.

### 5. ضمان الحد الأدنى لرأس المال

حيث تفرض القوانين والتشريعات أن يبلغ رأس المال حدا معينا إذا ما رغبت المؤسسة في اللجوء إلى الإذخار العمومي وذلك بطرح أسهم في البورصة، ففي الجزائر مثلا يجب أن يبلغ رأس مال الشركة مساهمة خمسة ملايين دج عندما تلجأ إلى الإذخار العمومي من أجل تأسيسها.

### 6. زيادة إمكانية التمويل

إن الميزة الأساسية لدخول المؤسسة في البورصة تتمثل بإمكانيات التمويل وخاصة بالنسبة للمؤسسات التي تتميز بدرجة كبيرة حيث يسمح دخول المؤسسة في البورصة بإستغلال فرص النمو المتاحة أمامها وهو ما يمكن المؤسسة من:

- تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسة بالحد من الإستدانة وذلك بتسهيل عملية رفع رأس مالها.
- مضاعفة إمكانية التمويل، وتملك المؤسسة الداخلة في البورصة حرية واسعة لإختيار المنتجات المالية لتمويل تطورها.
- ضمان تحقيق التمويل عند صعوبة التنبؤ بمستقبل المؤسسة، بواسطة إصدار سندات قابلة لتحويل الأسهم أو ذات قسيمة الإكتتاب في الأسهم.
- يمكن للمؤسسة تجنب تقلبات معدلات الفائدة وهذا بإصدار سندات ذات سعر عالي.
- تحسين قدرتها التفاوضية: إن تنوع مصادر التمويل تحقق للمؤسسة إستقلالية أفضل إتجاه المتعاملين الماليين.

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سدور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص34.

### 7. زيادة ثروة المساهمين

يمكن أن يحقق المساهمون في المؤسسة فائدة كبيرة من خلال إنخراط المؤسسة في البورصة، وذلك من خلال زيادة القيمة السوقية للأسهم المتداولة وزيادة أرباح المؤسسة.<sup>1</sup>

### 8. تعزيز إمكانية الشركة

من خلال تنويع قاعدة المساهمين فإن ذلك يساهم في زيادة فرص إستمراريتها.

### 9. إتاحة الفرصة لعمليات الإدماج

تتم عملية الإدماج بطريقة أسهل في حال كانت الشركة مدرجة في البورصة وذات قيمة سوقية عادلة وشفافة، وهذا بدوره يزيد من فرص التوسع الإقليمي أو الدولي ويسهل عمليات الإمتلاك المحتملة.<sup>2</sup>

### ثانياً: مساوئ الدخول إلى سوق الأوراق المالية

من بين مساوئ الإدراج في سوق الأوراق المالية يمكن ذكر ما يلي:

- القيود التنظيمية والتشريعية أو التنظيمية والقانونية الصعبة التي يمكن أن تفرضها الدول على المؤسسات الراغبة في الدخول إلى البورصة.
- التقلبات المؤقتة والأسعار المفرطة التي لا تتماشى وفعالية المؤسسة.
- التكاليف المتعلقة بالدخول إلى البورصة والتسعير.
- الأزمات المالية وآثارها الكارثية الذي يمكن أن يؤدي إلى إفلاس الشركات المدرجة ضمن البورصات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص143.

<sup>2</sup> - الموقع الإلكتروني : <http://www.ase.com.jo/ar/print/pdf/node/79> تاريخ الزيارة يوم: 2020/08/08، على الساعة 20:43.

<sup>3</sup> - كروش نور الدين، "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر"، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قيم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، جانفي 2014، الجزائر، ص62.

## خلاصة الفصل الأول

- تتأول هذا الفصل الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، وإشتمل على ثلاث مباحث لتقديم فكرة شاملة عن ماهية سوق الأوراق المالية (البورصات) من حيث مفهومها وتقسيماتها، واستنتاجنا أن:
- سوق الأوراق المالية تؤدي وظيفة إقتصادية هامة تتمثل في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية إحتياجات الأنشطة المختلفة.
  - تتسم البورصة بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية للأسهم المتداولة فيها، مع الإشارة إلى مستويات الكفاءة ومتطلبات تحقيقها.
  - لا يمكن أن تؤدي سوق الأوراق المالية مهمتها التمويلية للإقتصاد وبشكل فعال ما لم تكن هاته السوق تتمتع بالكفاءة.
  - في المبحث الثالث تطرقنا إلى الإطار النظري للتمويل بعرض مفهومه وأهميته ثم ركزنا على المصادر المختلفة لتمويل الإستثمارات.
  - وفي الأخير حددنا دوافع دخول الشركات إلى سوق الأوراق المالية، والمزايا المحققة، بالإضافة إلى تعداد مساوئ الإدراج فيها.
  - إدراج الأوراق المالية في البروصة يحقق ميزة الحصول على التمويل بتكاليف أقل منها من القروض البنكية، كما تحقق عدة مزايا كالترويج والدعاية للشركة وتقييم مركزها المالي بشكل مستمر.

## الفصل الثاني

دور الأوراق المالية في تمويل

الإستثمار في الجزائر

**تمهيد**

أحضى موضوع سوق الأوراق المالية بإهتمام كبير من قبل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في هذه السنوات الأخيرة، ويرجع هذا الاهتمام إلى الدور الذي تلعبه الأسواق الأوراق المالية في حشد رؤوس الأموال وتحويلها إلى إستثمارات، كما أنها تعد المحور الرئيسي للنمو الإقتصادي لأي دولة، حيث يرتبط التطور الإقتصادي بوجود أسواق الأوراق المالية المتطورة، من خلال تزايد الأوراق المالية وتنوعها، وعدد الشركات المدرجة وإقبال الجمهور عليها لزيادة كفاءتها.

ولهذا قامت الدول النامية ومنها الجزائر بإنشاء سوق للأوراق مالية، بهدف إنعاش الإقتصاد الوطني، والاستفادة من الآليات الموجودة بها، وأهمها توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة، إلا أنها لاتزال هذه السوق تعاني من عدة صعوبات حالت بينها وبين تحقيق الأهداف المنتظرة منها.

ولتوضيح ذلك إرتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

**المبحث الأول:** ماهية سوق الأوراق المالية بالجزائر

**المبحث الثاني:** الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

**المبحث الثالث:** تقييم أداء بورصة الجزائر في الفترة 2015-2019

### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية بالجزائر

حاولت الجزائر مع مطلع التسعينيات زيادة قدرات الحكومة في دعم المشاريع الاستثمارية. وهو ما يقتضي تطوير النظام المالي السابق. ومن هنا سارعت الجزائر لإنشاء سوق للأوراق المالية لتوفير التمويل اللازم لمؤسساتها الاقتصادية. ونحاول من خلال هذا المبحث تبين ما يلي:

الاطار التنظيمي والتشريعي لسوق الأوراق المالية بالجزائر (المطلب الأول)، والهيئات المسيرة لسوق الأوراق المالية في (المطلب الثاني)، والادراج المالي في سوق الأوراق المالية بالجزائر في (المطلب الثالث).

#### المطلب الأول: الاطار التنظيمي والتشريعي لسوق الأوراق المالية بالجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية المعلنة في عام 1987، أما التحضير الفعلي لإنشاء البورصة فكان إبتداء من سنة 1990م، وقبل الحديث عن المراحل التي مرت بها عملية إنشاء البورصة كان من الضروري ذكر أهم الأسباب التي دفعت إلى إنشاء بورصة الجزائر.

#### الفرع الأول: أسباب إنشاء بورصة الجزائر

من بين أهم العوامل التي حثت على قيام سوق الأوراق المالية بالجزائر ما يلي:

- الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي قامت بها الجزائر تمهيدا للدخول إلى إقتصاد السوق والتوجه نحو خصوصية الشركات وإستقلاليتها.
- إستغلال الإدخارات غير الموظفة: حيث عرف الإقتصاد الجزائري ضعفا في الإدخار رغم وجود مدخرات هائلة قدرت في سنة 1997 بحوالي 363.5 مليار دينار، ومن هنا برزت الحاجة إلى إنشاء السوق المالية للإستغلال المباشر لها في تمويل الإقتصاد.
- ظروف المحيط الإقتصادي: عانت الجزائر في تلك الفترة من التراجع الإقتصادي والذي دام حتى سنة 1986 بسبب أزمة النفط، حيث بقي معدل النمو في تراجع، ولهذا كان من الضروري إعداد خطة جديدة للتمويل طويل الأجل لإنشاء ودعم الإستثمارات.
- زيادة إحتياجات المؤسسات العمومية للتمويل، حيث زادت نسبة القروض الموجهة للإقتصاد منها 325 مليار دينار جزائري سنة 1991، إلى 360 مليار دينار سنة 1992.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>- نوال بن لكحل، "واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويرها"، مجلة الإقتصاد الجديد، العدد 6، المجلد 11، جامعة خميس مليانة، ص 159.

### الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر

مرت هذه عملية تأسيس بورصة الجزائر بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:

#### أولاً: المرحلة التقديرية 1992/1990

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 101-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط. كما أوضح المرسوم رقم 102-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة 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" وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الظروف الممكنة، وبالرغم من رفع رأسمالها إلى أن انطلاقتها واجهت الكثير من الصعوبات.<sup>1</sup>

#### ثانياً: المرحلة الابتدائية 1996/1993

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 ويتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم. فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار 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 دج ليصل فيما بعد الى 10 ملايين دج ، وهذا عند اللجوء العرض العمومي للادخار. 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 الإستثمار سندات قابلة للتحويل الى أسهم، شهادات المشاركة.... الخ.

<sup>1</sup> - الجوزي غنية، مرجع سابق، ص 127.

إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار إدخال قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.<sup>1</sup>

### ثالثا: مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء البورصة حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة وأصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996،<sup>2</sup> 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 البورصية 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 لجلب الخبرات الأجنبية الكندية، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وهو ما يسمى بالسوق الأولي، ونشير أن هناك ثلاث شركات اخرى قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية وهي شركة الرياض سطيف و مجمع صيدال بالإضافة الى فندق الاوراسي.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: أنظمة التعامل في بورصة الجزائر

#### أولا: نظام المواقيت وطريقة التسعير

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة ايام في الاسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وبمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت.

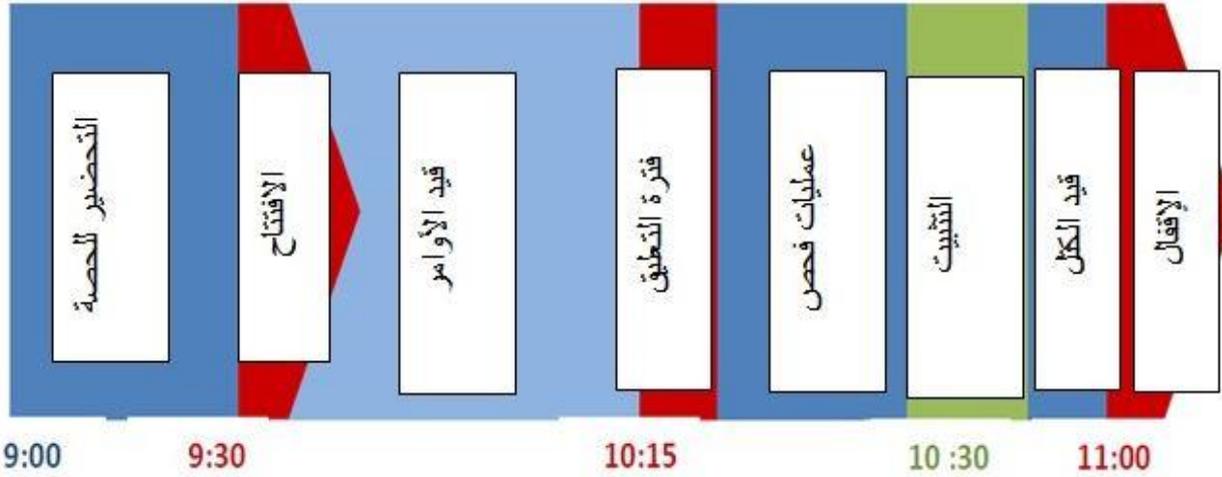
ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

<sup>1</sup> - مروشي يوسف، سلمان عادل، "واقع التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية مع الإشارة لحالة شركة اليانس"، مجلة إدارة الاعمال والدراسات الاقتصادية، العدد 1، المجلد 6، جامعة الجلفة، الجزائر، 2020، ص 372

<sup>2</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية رقم 34، المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

<sup>3</sup> - رجال إيمان، "تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الإقتصاد خلال الفترة 2005-2015"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2017، ص 238.

- تضخيم حجم السندات المتبادلة وتقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
  - تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.
- وفي ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق<sup>1</sup> ويمكن تلخيص مسار حصة التداول في بورصة الجزائر على النحو التالي:
- شكل 8 يمثل: مسار حصة التداول



المصدر: بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، تاريخ الاطلاع: 2020/08/20 في الساعة: 20:20.

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>

### ثانيا: نظام التسوية والتسليم

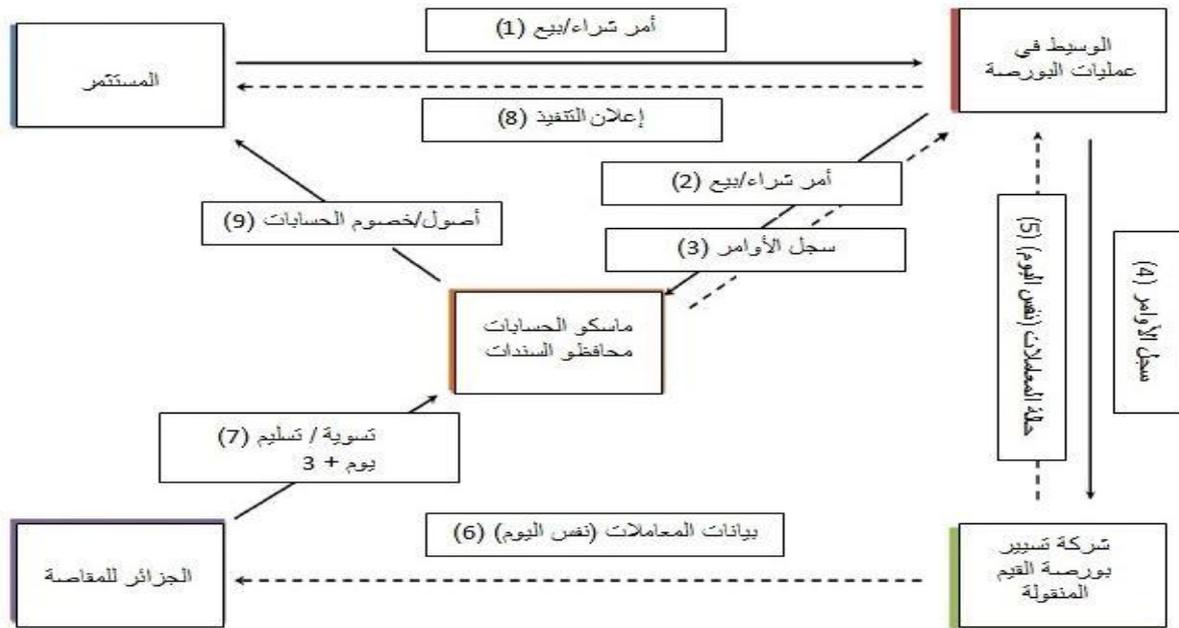
تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه. وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها. بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

<sup>1</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>، تاريخ الاطلاع: 2020/08/20، في الساعة: 20:20.

ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات ومن المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها، حيث يقوم بفتح حساب جاري أو أكثر من السندات لكل مؤسسة منخرطة فيه وإدارتها من خلال التنسيق الجيد بين عمليات البيع والشراء.

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 أو بيع السندات في البورصة.<sup>1</sup>

شكل 8 يمثل: عملية اقتناء أو بيع السندات في البورصة



المصدر: بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/08/29، في الساعة 21:12  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>

#### الفرع الرابع: تقديم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

تنقسم الشركات المدرجة في بورصة القيم الى فئتين وهما المؤسسات الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي الاتي:

<sup>1</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>، تاريخ الاطلاع: 2020/08/29 في الساعة

أولاً: الشركات المدرجة في السوق الرئيسية

- مجمع صيدال SAIDAL، الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مجمع بيوفارم الناشطة في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي El Ourassi الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات Alliance الناشطة في قطاع التأمينات.
- شركة روبية NCA الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

أما فيما يتعلق بحجم إصدارات الشركات الخمسة في السوق الرئيسية يمكن تلخيصها في الجدول التالي:<sup>1</sup>

جدول 1 يمثل: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في الوقت الراهن

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

المصدر: بورصة الجزائر، سندات رأس المال، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/08/30، في الساعة: 21:39

[http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe)

ثانياً: الشركات المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ويضم هذا السوق شركة OAM انفست، وهي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، وفي عام 2016 أدرجت الشركة أسهم عادية بحجم 5 ملايين دينار بسعر مرجعي يقدر بـ 297 دج للسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أمانة بودريوة، "واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل القصاد الوطني"، المجلة العلمية المستقبل الإقتصادي، العدد 7، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2019، ص195

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص195.

### المطلب الثاني: الهيئات المسيرة لسوق الاوراق المالية بالجزائر

كل هيئة لها هيكل منظمة تسييرها وسنحاول من خلال هذا المطلب التعريف بمختلف هيكل بورصة الجزائر ووظيفة ودور كل منها وذلك من خلال الفروع الاربعة التالية:

#### الفرع الاول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم.<sup>1</sup>

وتتولى اللجنة المهام الاساسية التالية:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.<sup>2</sup>

#### أولاً: سلطات اللجنة

لقد زوّد المشرّع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها، بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق.

#### 1. السلطة التنظيمية

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

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات.
- 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، والقواعد المهنية للوسطاء الماليين.
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات، وتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.

<sup>1</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة المؤرخ في 23 ماي 1993، جريدة رسمية عدد 27 الصادرة في 27 أفريل 1993، المادة 51.

<sup>2</sup> - بورصة الجزائر، مرجع سابق.

## 2. سلطة الاعتماد والتأهيل

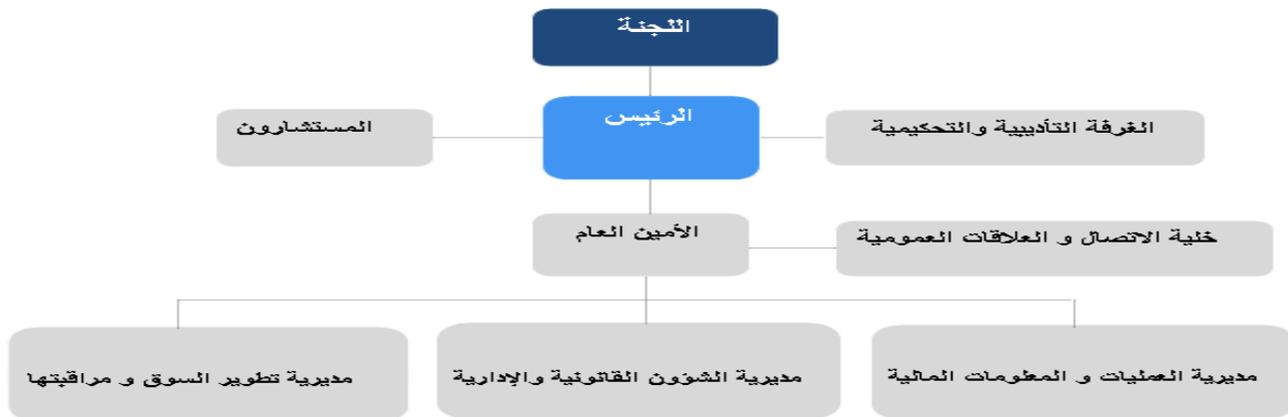
تعتمد اللجنة على:

- الوسطاء في عمليات البورصة وتأهل ماسكي الحسابات. (حاغظي السندات).
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.

## 3. سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا من احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق من إمتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها من إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات، من حُسن سير السوق<sup>1</sup>. وتؤهل اللجنة من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة<sup>2</sup>. والشكل التالي يمثل مختلف السلطات المكونة للجنة Cosob:

شكل 10 يمثل: سلطات المكونة لـ Cosob



المصدر: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني، تاريخ الاطلاع 2020/08/27، في

الساعة 11:15

<https://www.cosob.org/ar/presentation-et-organigramme/>

## الفرع الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

هي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475.200.000 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم

التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993.

<sup>1</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، "التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، 2010، ص 10

<sup>2</sup> - ريم حيدر، "سلطة ضبط سوق القيم المنقول الجزائري"، مجلة الإجتهااد القضائي، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 210

تمثل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها.

#### أولاً: مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).<sup>1</sup>

#### شكل 11 يمثل: التنظيم الهيكلي لشركة بورصة القيم SGBV



المصدر: بورصة القيم SGBV، الموقع الإلكتروني: تاريخ الإطلاع: 2020/08/07، في الساعة 19:30  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144>

#### الفرع الثالث: وسطاء عمليات البورصة

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 القانون الأساسي لوسطاء عمليات البورصة حيث تسند لهم، وبشكل حصري، مهمة تداول القيم المنقولة في البورصة ويمثل وسطاء عمليات البورصة شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وحتى يتم اعتماد الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط الآتية:

<sup>1</sup> - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني: <https://www.cosob.org/ar/presentation-et-organigramme> ، تاريخ الإطلاع: 2020/08/27 في الساعة: 20:00.

- الحد الأدنى من رأس المال المقرر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- توفرهم على التنظيم والوسائل الفنية الملائمة لنشاطهم.
- تمتع العاملين في شركات الوساطة في عمليات البورصة بالكفاءة الضرورية.

وفي وسع وسطاء عمليات البورصة ممارسة نشاط تسيير الحافظة وتوظيف الأموال، ويتمثل نشاط التوظيف بالنسبة للوسطاء في البحث عن مكتبتين في الأوراق المالية لصالح مصدري تلك الأوراق عن طريق الاستدعاء العام للادخار. كما يمكن لهم ان يكونوا شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين. ويعمل في بورصة القيم المنقولة الجزائرية الوسطاء الأتي ذكرهم'الراشد المالي, الشركة المالية للنصح والتوظيف شركة توظيف القيم المنقولة,البنك المتحد للسمسة.<sup>1</sup>

#### الفرع الرابع: المؤتمر المركزي للسندات "الجزائر للتسوية"

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

المؤتمر المركزي على السندات هي شركة ذات أسهم ارتفع رأسمالها من 75 مليون دينار جزائري في سنة 2002 إلى 240 مليون دينار جزائري في سنة 2010، ويتكون الرأسمال من 240.000 سهم بقيمة 1.000.00 دينار من القيمة الاسمية وتحوزها ستة (6) بنوك عمومية وثلاث (3) شركات مسعرة في البورصة، وهي مجموعة صيدال ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي والرياض - سطيف.

ومع نهاية سنة 2010 كان التعداد الإجمالي لموظفي الجزائر للمقاصة قد بلغ 25 موظفا، من الإطارات وأعوان التحكم، ويقوم المؤتمر المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية :

#### 1. وظيفة الحفظ:

فهو يمك حسابات السندات باسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمر المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.

<sup>1</sup> - مفلح حسبية، خالدي وهيبية، "تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2017"، مجلة علوم الإقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 1، المجلد 22، جامعة الجزائر 3، 2019، ص9.

## 2. وظيفة حركة تداول السندات

وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب ويقوم البنك والشركات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات. ويراقب المؤتمن المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول. وبحلول تاريخ التسوية / التسليم يقوم المؤتمن المركزي بقيد حسابات السندات والأوراق النقدية في حساب الدائن والمدين.

## 3. وظيفة إدارة السندات

فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (الوضع قيدالدفء، زيادة رأس المال، ...) حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر

#### الفرع الأول: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

#### أولاً سوق سندات رأس المال

##### 1. السوق الرئيسية

الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي

- مجمع صيدال و بيوفارم الناشطان في القطاع الصيدلاني،
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات.
- أن سي -روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

##### 2. سوق 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 يناير 2012، المعدل

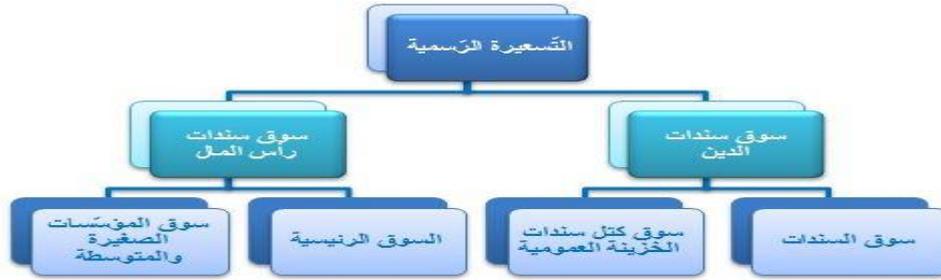
<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar>، تاريخ الإطلاع: 2020/08/25، في الساعة 21:30

والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)<sup>1</sup> ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، و AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق

**ثانياً: سوق سندات الدين**

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
  - سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المختصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.<sup>2</sup>
- ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

شكل 9 يمثل: التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: بورصة الجزائر، أسواق بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، تاريخ الزيارة: 2020/08/30، في الساعة: 22:44  
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

<sup>1</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، نظام رقم 12-01، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 12 يناير 2012، جريدة رسمية رقم 41، الصادرة بتاريخ 15 يوليو 2012.

<sup>2</sup> - بورصة الجزائر، "أسواق بورصة الجزائر"، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>، تاريخ الزيارة: 2020/08/30، على الساعة: 22:44.

الفرع الثاني: شروط القبول للإدراج في البورصة

أولاً: شروط القبول بالنسبة للسوق الرسمي

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA).
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب.
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب هيئة خلال السنة المالية التالية لقبول ادراجها.
- ضمان التكفل بعمليات التحويل للسندات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج. وينبغي أن توزع على (150) مساهماً كحد أدنى لايتجاوز تاريخ الادراج.<sup>1</sup>

ثانياً: شروط القبول في سوق السندات

- تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.
- باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار و ذلك يوم الادراج.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013، ص160

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص160.

### ثالثاً: شروط القبول في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيةها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة" وتفتح رأسمالها بنسبة 10 تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج .
- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار. وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: عملية الإدراج في البورصة

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

#### 1. مرحلة ما قبل الإدراج

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

#### • القرار بإجراء العملية

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

<sup>1</sup> - مروشي يوسف، سلمان عادل، مرجع سابق، ص372.

• الإعداد القانوني للشركة والأسهم

إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

• تقييم الشركة

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة به، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال<sup>1</sup>.

• إعداد مشروع المذكرة الإعلامية

يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة.

• إيداع ملف طلب القبول

يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة على: (طلب القبول، مشروع المذكرة الإعلامية.معلومات التمويل.الوثائق القانونية.تقرير لعملية الأصدار...الخ).

• تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها

تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

• الانضمام إلى المؤتمر المركزي

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

<sup>1</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع: 2020/08/25، في الساعة 00:30

• حملة التسويق

سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ... ) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية.

• بيع السندات

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

• كشف النتائج

في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة<sup>1</sup>.

• تسوية العملية

يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2. مرحلة الإدراج

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

3. مرحلة ما بعد الإدراج

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

• عقد السيولة

يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة.

<sup>1</sup> - بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع: 2020/08/26، في الساعة 10:30

• نشر المعلومات

ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتّى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإبلاغ الجمهور بأيّ تغيير أو حدث هام من شأنه تغيير الوضعية المالية للمؤسسة المدرجة في البورصة.<sup>1</sup>

الفرع الرابع: تكاليف الإدراج في البورصة

تتطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعاً لـ:

أولاً: حجم العملية و أسلوب الادراج

وتتضمن السوق المختارة للإدراج بالاطافة الى الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

ثانياً: لجنة تنظيم عمليات البورصة

تُقدّر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ب 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.

ثالثاً: شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة.

تقدّر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول، ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.

رابعاً: المؤتمر المركزي على السندات

مصاريف الانضمام إلى المؤتمر المركزي على السندات، حيث تقدّر نسبة المصاريف ب 0.01% من رأس المال الاجتماعي، ويكون الحد الأدنى للأموال المحصّلة هو 20000 دينار جزائري والحد الأقصى هو 200000 دينار جزائري.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد عدنان بن ضيف، عبير مزغيش، "الإستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق"، الملتقى الدولي الثالث عشر تحت عنوان: "الضمانات القانونية للإستثمار في الدول المغاربية"، يومي 22-23 فيفري 2016، بسكرة، الجزائر، ص224.

<sup>2</sup> - بورصة الجزائر، "التكلفة والجابة"، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=164>، تاريخ الإطلاع: 2020/09/01، في الساعة: 23:04.

### المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

تعتبر الأوراق المالية من الأوراق الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتمثل الورقة المالية صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرق المؤسسات الإقتصادية مهما كان طبيعة نشاطها.

كما يمكن للحكومات والمؤسسات المالية الدولية من إصدار الأوراق المالية وتأخذ هذه الأوراق عدة أشكال، وتختلف شروط إصدارها وتداولها من جهة لأخرى.

وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مختلف الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وفق القوانين والتشريعات التي نص عليها المشرع الجزائري.

#### المطلب الأول: سندات الملكية

يُعتبر السهم أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، إرتأينا تعريفه في الفرع الأول مع ذكر خصائص الأسهم في الفرع الثاني، ثم التعريف بأنواع الأسهم التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر، وهذا في ظل أحكام المشرع الجزائري ووفقا للقانون التجاري في الفرع الثالث.

#### الفرع الأول: تعريف السهم

##### أ. مفهوم السهم

هو عبارة عن صك يمثل حصصا متساوية في ملكية رأس مال الشركة المساهمة، ويقبل التنازل عنه، كما يمنح حامله حقوقا ويحمله إلتزامات وفق ما ينص عليه العقد الأساسي للشركة والنظام الثانوي الذي تخضع له كل مؤسسة.<sup>1</sup>

##### ب. قيم السهم

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

##### • القيمة الإسمية

هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة وهي عادة أقل من القيمة السوقية، أو هي القيمة التي تكون مبينة في السهم عند إصداره والتي يدفعها المساهم حصة لإشتراكه في تأسيس الشركة، ويحسب على أساسها مجموع رأس مال الشركة

<sup>1</sup> - عبد الله بن سلمان الجريش، "تداول الأسهم في الأوراق المالية، دراسة تأصيلية مقارنة"، (دار المنهال للنشر والتوزيع، السعودية 2018)، ص46.

• القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية

القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية، مطروحا منها قيم الالتزامات القيمة السوقية هي سعر السهم خلال التداول في الاسواق الثانوية الذي يخضع لظروف العرض والطلب.<sup>1</sup>

لقد قام المشرع الجزائري بتعريف السهم من خلال نص المادة 715 مكرر من القانون التجاري، حيث نصت على مايلي: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها".<sup>2</sup> من خلال هذا التعريف تبين لنا أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية تصدرها الشركات المساهمة ويتميز بقابلية للتداول.

وتعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة نظرا لأهميتها في المجال الإقتصادي والمالي، حيث تمثل سندات الملكية لشركات الأموال فهي أحد مصادر التمويل خاصة بالنسبة للمنشآت التي هي في حاجة إلى توسيع إستثماراتها.<sup>3</sup>

وتحتوي هذه الورقة على قيمة إسمية واحدة تطرح لإكتتاب العام، وعادة مايكون منصوص عليها في العقد التأسيسي وهو ما جاء في نص المادة 715: "تحدد القيمة الإسمية للسهم عن طريق القانون الأساسي"<sup>4</sup>، وتصدر الأسهم الجديدة إما بقيمتها الإسمية وإما بتلك القيمة مع زيادة علاوة الإصدار.<sup>5</sup> وعليه فإن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركة مساهمة، وقد حصر المشرع الجزائري إصدارها بهذا الشكل من الشركات فقط.

بين كذلك المشرع الجزائري حقوق والتزامات المساهمين من ضمن حقوقهم نذكر:

- نجد المادة 715 مكرر 42 تنص: "تتمتع الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح"، أي أن عامل السهم له الحق بقوة القانون للحصول على الأرباح إذا ما تحققت وذلك وفق قانون كل شركة.
- المادة 679 تنص: "أن للمساهم الحق في التصويت يمارسه بنفسه أو عن طريق ممثله، وخصهم بمجموعة من الإلتزامات منها:

<sup>1</sup>- محمد شاهين، "تحليل وتقييم محافظ الاوراق الماليه"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2017)، ص،ص182-184

<sup>2</sup>- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري الجزائري المعدل والمتمم، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، جريدة رسمية عدد 100، الصادر في 19 ديسمبر 1975، المادة 715 مكرر 40.

<sup>3</sup>-Paul-Jacques l'chmam, "Bourse et marches financiers, DU.U.OD", 2eme Edition, Paris,2005. P01

<sup>4</sup>- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 50.

<sup>5</sup>- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 690.

- حدد المشرع الجزائري نسبة الأسهم النقدية المدفوعة عند الإكتتاب بواحد على أربعة من قيمتها الإسمية، وذلك في مدة لا تتجاوز الخمس سنوات من تاريخ تسجيل الشركة لسجلها التجاري.<sup>1</sup>
- وعدد المشرع إلتزامات أخرى جاءت في العديد من المواد مثل الحرمان من حق التصويت المادة 715 مكرر 49، وإقصاء المساهم من الشركة في نفس نص المادة مكرر 47 فقرة 2.
- كما يمكن أن تصل لحد المتابعة القضائية في حالة إخلال المساهم بإلتزاماته إتجاه الشركة.

### الفرع الثاني: خصائص الأسهم

نتعرض في هذا الفرع إلى خصائص الأسهم بصفة عامة ثم نسلط الضوء عليها من خلال إسقاط هذه الخصائص على ما ورد منها في القانون التجاري الجزائري.

### أولاً: التساوي في القيمة

تتميز الأسهم في الشركة المساهمة بأنها ذات أنواع عدة، فمنها الأسهم العادية ومنها الأسهم الممتازة والتي تتنوع إلى أنواع أيضا، ومنها أسهم التمتع، فكل نوع من هذه الأنواع يتميز بتساوي قيمة الأسهم الداخلية فيه، فالأسهم العادية متساوية القيمة وهذا ما ينطبق على أنواع الأسهم الممتازة وهكذا.<sup>2</sup>

### ثانياً: الإشتراك في الجمعيات العمومية

أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة والحق في إنتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على عقود الشركة، وحقوق أخرى بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون.<sup>3</sup>

### ثالثاً: عدم قابلية السهم للتجزئة

يمثل السهم حق المساهم في الشركة، كما يمثل حصة في رأسمالها فيؤثر مصير ملكيته على ممارسة الحقوق الملازمة له، فلا يجوز أن يتعدد مالكو الأسهم أمام الشركة، فإذا آلت ملكية السهم إلى عدة أشخاص بسبب الوفاة أو بغير ذلك من الأسباب فإن السهم لا يتجزأ عليهم ولا يكون لأي منهم صوت في الجمعية العامة للمساهمين.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم في سنة 2007 مرجع سابق، المادة، 596.

<sup>2</sup> - خالد بن سعود الرشود، "العقود المبتكرة للتمويل والإستثمار بالـصكوك الإسلامية"، (الإمام للنشر والتوزيع، السعودية، 2013)، ص483.

<sup>3</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 01/42.

<sup>4</sup> - أحمد أبو الروس، "موسوعة الشركات التجارية"، (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2002)، ص188.

وقد نص المشرع الجزائري على هذه الخاصية في أحكام القانون التجاري من خلال المادة 715 مكرر 32: "تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعات تطبيق المواد المتعلقة بحق الإنتفاع وملكية الرقبة".<sup>1</sup>

#### رابعاً: قابلية السهم للتداول

يمتاز السهم بقابلية التداول بالطرق التجارية، إذا فهي من إحدى الخصائص العامة التي لا يقام بدونها لفكرة "السهم"، وتوفر هذه الخاصية مرونة كبيرة في السوق المالي، وتختلف طرق تداولها حسب طبيعة إنتقالها (تظهير، ميراث...)، ويبقى السهم قابل للتداول حتى بعد حل الشركة ولغاية التصفية،<sup>2</sup> حيث نص عليها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 40 على أن: "السهم هو سند قابل للتداول...".<sup>3</sup>

#### خامساً: خاصية الملكية

المساهمون شركاء أو ملاك الشركة لهم الحق في الإدارة والتصويت والحصول على الأرباح وتحمل الخسائر.<sup>4</sup>

#### الفرع الثالث: الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر

من خلال أحكام القانون التجاري الجزائري يمكن أن نميز القيم المنقولة التي يمكن إصدارها ومن ثم يمكن تداولها في بورصة الجزائر، وهي في الأصل قيمة مرتبطة برأس المال، ونميز أنواع الأسهم التالية:

#### أولاً: الأسهم العادية

هي صكوك ملكية وتعد منشآت الأعمال مصدر لخلق هذه الأسهم، بحيث يوضع كل صك إسم ونوع السهم وقيمه، ولا يتميز بأي أفضلية ويعرف السهم العادي بأنه أدلة ملكية.<sup>5</sup>

وقد عرفها المشرع الجزائري "الأسهم العادية هي لأسهم التي تمثل اكتتاب وفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة، والحق في إنتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع التصويت، يجوز بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون، وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 32.

<sup>2</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 51.

<sup>3</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، 715 مكرر 40.

<sup>4</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 42 (جديدة).

<sup>5</sup> - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)"، (دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005)، ص88.

تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أو جزء منها، وتتمتع الأسهم العادية بجميع الحقوق والواجبات".<sup>1</sup>

### ثانيا: الأسهم الممتازة

هي صكوك ملكية ذات قيمة إسمية وقيمة دفترية وسوقية شأنها شأن السهم العادي، يتمتع حاملها بحق الأولوية عند توزيع الأرباح أو الحصول على قيمة السهم عند التصفية، وتعرف بأسهم الأصوات المتعددة الممنهجة.

وقد أوردها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 44 من القانون التجاري، لكن إستعمل مصطلحات لا تتطابق مع معناها ومدلولها، حيث يشير إلى وجود إمتيازات معينة، من خلال تقسيم الأسهم إلى فئتين تتمتع إحداها بالأولوية في الإكتتابات الجديدة.<sup>2</sup>

### ثالثا: أسهم التمتع

هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركات تعويضا للمساهمين القدامى عند إستهلاك أسهمها الأصلية، ويكون منصوص على هذا المنح في القانون الأساسي للشركة حتى يبقى المساهم على صلة بالمؤسسة.<sup>3</sup> تم النص عليها في القانون التجاري حيث عرفها: "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن طريق الإستهلاك المخصص، إما من الفوائد أو الإحتياطات، ويمثل هذا الإستهلاك دفعا مسبق من المساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل".<sup>4</sup>

### رابعا: الأسهم النقدية والأسهم العينية

#### 1. الأسهم النقدية

هي الأسهم الرئيسية التي تشكل قيمة نقدية من رأس مال الشركات، كما تقبل التداول في السوق المالي لأن النقود هي وحدة قياس وحساب قيم رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 42.

<sup>2</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 44 (جديدة).

<sup>3</sup> - محمد مطر، "إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، الطبعة 2، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 1993)، ص411.

<sup>4</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 45.

## 2. الأسهم العينية

هي الحصص التي يقدمها بعض المساهمين للشركات، ولكن بشرط أن تكون قيمتها مساوية للقيمة النقدية.<sup>1</sup>

وقد عرف المشرع الجزائري هذا النوع من الأسهم في ظل الأمر رقم 75-59 حيث أورد ما يلي:  
تعتبر أسهم نقدية الأسم التي تم وفاؤها نقداً أو عن طريق المقاصة، والأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس مال الإحتياطي أو الأرباح المحتجزة أو علاوة الإصدار، وكذلك الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه إلى الإحتياطي وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً، أما جميع الأسهم الأخرى فتعد من الأسهم العينية.<sup>2</sup>

وجاء في المادة 715 أن السهم النقدي يبقى إسمياً إلى أن يدفع كاملاً.<sup>3</sup>

### خامساً: الأسهم الخاصة بالدولة (السهم النوعي)

وقد تم إنشاء هذا النوع من الأسهم من خلال الأمر 95-22 المحدد لشروط تنازل الدولة عن أسهم المؤسسات العمومية للخواص في إطار توجه الجزائر نحو الخصومية وإقتصاد السوق، حيث حددت المادة 07 بالسهم النوعي بأنه "سهما من رأس مال الشركة التي تنشأ عن طريق خصومية مؤسسة عمومية وتفيد بحقوق خاصة يحددها القانون الأساسي للشركة وتحفظ الدولة بواسطتها بحق التدخل من أجل المصلحة الوطنية".<sup>4</sup>  
فالسهم المميز يمثل إحتفاظ الدولة مؤقتاً بجزء من رأس مال المؤسسة تم إنشاؤها من خلال خوصصة مؤسسة عمومية وذلك حماية للمصلحة العليا الوطنية، وذلك لمدة لا تتجاوز الخمس سنوات.<sup>5</sup>

### سادساً: الأسهم الخاصة بالأجراء

تم إنشاء هذا النوع من الأسهم كذلك الأمر 95-22 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية، حيث أنه نص على أنه يخصص مجاناً في إطار خوصصة مؤسسة عمومية 10% من أقصى رأس مال الشركة القابلة للخوصصة إلى جميع الأجراء بعنوان إشتراكهم في نتائج المؤسسة العمومية المعنية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> - عبد الجابر السبهاني، "الأسهم والتسهيم الأهداف والمآلات" المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد 2، المجلد 5، 02 ديسمبر 2008، ص 95.

<sup>2</sup> - الأمر 75-59، مرجع سابق.

<sup>3</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 52 (جديدة).

<sup>4</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة 7 من الأمر 95-22، الصادر في 26/08/1995، الجريدة الرسمية العدد 48، المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية.

<sup>5</sup> - محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 143.

<sup>6</sup> - الأمر 95-22، المتضمن خوصصة المؤسسات العمومية مرجع سابق، المادة 36.

وهذه الحصة ممثلة بأسهم بدون الحق في التصويت ولا تمثيل في مجلس الإدارة ولكن لديها الحق في الحصول على العوائد ويتم تسديدها من طرف صندوق مشترك للتوظيف، حيث أن تنظيم وتوظيف هذا الصندوق بواسطة الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10/01/1996، حيث نصت المادة 14 من هذا القانون بأن حصة الصندوق المشترك للتوظيف هي قيم منقولة ويجب أن تكون موضوع قبول للتسعيرة في بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها اللجنة التنظيمية ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: سندات الدين

تمثل السندات حصة كبيرة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، من خلال هذا المطلب سنستعرض أولاً تعريف السند كفرع أول، ثم خصائص السندات كفرع ثاني، ومن ثم أنواع السندات التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر كفرع ثالث.

### الفرع الأول: تعريف السند

يعرف السند بأنه إلزام مالي تعاقدى مكتوب بتعهد بموجبه المقترض (المصدر نفسه) تقديم مدفوعات إلى المقرض المحتفظ بالسند، والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السندات، وفي تسديد القرض في وقت مستقبلي بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الإسمية.<sup>2</sup>

يمثل هذا العقد المستند القانوني الذي بمقتضاه تتحدد إلزامات الشركة المصدرة وحملة حقوق حملة السندات من أهم البنود التي يشملها هذا العقد مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة المصدرة والإجراءات القانونية واجب إتخاذها في حالة الإخلال بأي بند من بنود العقد ومن ضمنها مثلاً:

- القابلية للتحويل: في بعض الاحيان يمكن ان تتضمن اتفاقية السند بندا يستطيع حامل السند بمقتضاه ان يقوم بتحويل ما يملكه من مستندات الى اسهم عادية.
- القابلية للإستدعاء: ان استدعاء السندات يعطي الشركة المصدرة للسندات الحق في استردادها ويشير الاستدعاء عموماً الى ان الشركة يجب ان تدفع لحامل السند مبلغاً أكبر من قيمته الاسمية.

<sup>1</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة 14 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10/01/1996، الجريدة الرسمية، العدد 03، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

<sup>2</sup> - محمد عوض عبد الجواد، إبراهيم الشتيقات، "الإستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)"، (دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006)، ص106.

أ. حقوق حملة السندات

تتمثل حقوق حملة السندات في الأمور التالية:

• الحق في الحصول على فائدة ثابتة

لحامل السند الحق في الحصول على فائدة ثانية في المواعيد المتفق عليها وتعتبر الفائدة جزء من الدين.

• إستيفاء قيمة السند عند حلول الأجل

الشركة ملزمة برد قيمة السند لمالكه عند دخول الأجل المتفق عليه، ولا يجوز للشركة أن تدفع قيمة السند قبل حلول الأجل المتفق عليه، كما لا يجوز للحامل أن يطالبها بالدفع قبل حلول الأجل.<sup>1</sup> وفي نفس المضمون عرفت السندات أنها:

Une obligation est un titre négociable représentatif d'une créance du sous cripteur.<sup>2</sup>

بعدما كان المشرع الجزائري يمنع من إصدار السندات في ظل القانون التجاري، أي الأمر رقم 59-75

أصبح بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 يسمح بإصدارها من طرف شركات مساهمة.<sup>3</sup>

لقد تبنى المشرع الجزائري سندات المساهمة وعرفها كما يلي: "تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد، وجزء صغير يحسب إستنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، وتقوم على القيمة الإسمية للسند، يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة".

كذلك عرف سندات الإستحقاق على أنها: "سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة

للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة للقيمة الإسمية".<sup>4</sup>

الفرع الثاني: خصائص السندات

إن لسندات القرض خصائص تتميز بها عن أوراق القروض العادية وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

• إن قرض السندات هو قرض جماعي حيث أن الشركة تتعاقد مع مجموعة من المقترضين عن طريق الإكتتاب العام.

• القروض التي تتمكن طريق السندات تكون عادة طويلة الأجل مما يؤدي إلى تغيير مركز حاملها.

• إن السند يكون له قابلية للتداول وتنتقل ملكيته بطريقة التقيد في السجلات أو التظهير.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - محمد بن براك الفوزان، "الأحكام العامة للشركات، دراسة مقارنة"، (مكتبة القانون والإقتصاد، السعودية، 2014)، ص276.

<sup>2</sup> - J-L, Bailliyet, G.C aire, "Economie monétaire et financière", Collection Grand amph, 2eme Edition, Italy, 2006, P189

<sup>3</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التنفيذي رقم 93-08، المؤرخ في 1993/04/25.

<sup>4</sup> - الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> - فراس كريم شيعان، "سندات القرض، دراسة مقارنة"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل، العراق، العدد 1، 2008، ص34.

وبالإسقاط على تعريف المشرع الجزائري نجده حدد للسندات الخصائص التالية:

- القيمة الإسمية للسندات متساوية حيث تصدر السندات بقيمة إسمية متساوية كما تجدر الإشارة أن المشرع الجزائري لم يحدد قيمة معينة لكل سند وهو الحكم نفسه مع السهم، والسندات تعبر عن فرض جماعي معروض من الشركة للجمهور من خلال الإكتتاب العام أو الخاص وهو ما يؤدي ألى تساوي كل من تقدم للحصول على سندات في ذات الإصدار الواحد.
- القابلية للتداول وهذا ما نصت عليه المادة 715 مكرر "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول".<sup>1</sup>
- عدم القابلية للتجزئة: حيث نصت المادة 715 أن "القيم المنقولة تجاه المصدر للسندات غير قابلة للتجزئة".<sup>2</sup>
- كما نصت كذلك أن "السندات هي أوراق مالية قابلة للتفاوض، فهي تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المتتبيين عند إصدارها وبنفس القيمة الإسمية، بحيث من الضروري أن تتكون هناك مساواة بين جميع المقرضين إتجاه القرض السندي.
- إن السندات وفقا للقانون الجزائري هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية، ومن خلال هذه المادة نستنتج أن السندات تصدر بقيمة إسمية"، وللاشارة أن المشرع لم يحدد قيمة معينة لكل سند.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: أنواع السندات

أقر المشرع بإصدار سندات من القانون التجاري الجزائري حيث تعتبر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وتختلف حسب الجهة المصدرة لها ومزاياها المختلفة.

أولاً: من حيث جهة الإصدار نميز:

#### 1. سندات حكومية

وتصدرها الخزينة العمومية، أي أن الدولة هي المدينة والدائنون هو البنوك، الشركات العمومية والخاصة لتغطية العجز في الميزانية العامة والتحكم في الأزمات وتشجيع الإدخار لدى الأفراد.

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 30.

<sup>2</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 81.

<sup>3</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 32.

## 2. سندات خاصة

وهي السندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات المالية لتمويل إستثماراتها بدل اللجوء إلى أسهم جديدة، وتعتبر هذه أكثر مخاطرة من السندات الحكومية لأن الشركات تكون عرضة للإفلاس في حالة عدم قدرتها على تسديد الدين.

### ثانيا: من حيث طبيعتها

#### 1. السندات العادية (Les Obligations Ordinaires)

وهي السندات الصادرة بالقيمة الإسمية أي بالقيمة المبينة عليها والتي يجب على المكتتب أن يدخلها بالكامل عند الإكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.<sup>1</sup>

#### 2. السندات ذات المعدل الثابت (Les Obligations à Taux Fixe)

هذا النوع من السندات يقدم عائدا ثابت سنويا ومحدد عند الإصدار إلى نهاية حياة القرض، حيث يزداد الطلب عليه في حالة إنخفاض الفائدة، وهو ما لمح إليه المشرع في نص المادة 715 حيث أورد أن سندات الإستحقاق تكون حسب كل حالة مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الإستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب.<sup>2</sup>

#### 3. السندات المشاركة

يعطي هذا النوع من السندات ليس فقط الفوائد الدورية، إنما أيضا في جزء من الأرباح حيث يعتبر هذا النوع من الإتجاهات الحديثة للسندات، وهو ما جاء في مضمون نفس المادة حيث ورد أنها قابلة للتحويل إلى رأسمال.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - سعيد توفيق عبيد، "الإستثمار في الأوراق المالية"، (مكتبة عين الشمس، مصر، 1998)، ص52.

<sup>2</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 83 (جديدة).

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، وسمية قرياص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، (مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1999)، ص274.

#### 4. السندات ذات المعدل المتغير (Les Obligations à Taux Variable)

وهي خلاف للأولى حيث يحصل حاملها على عائد متغير حسب معدل الفائدة المتغير في السوق أو تبعا لمؤشرات إقتصادية معينة،<sup>1</sup> وهو ما جاء في المادة 715 حيث أوردت ما يلي: "يمكن أن يكن سند الإستحقاق دخلا دائما يسمح بدخل متغير".<sup>2</sup>

#### المطلب الثالث: القيم المنقولة الأخرى

بالإضافة إلى الأسهم والسندات هناك أوراق مالية أخرى يتم تداولها في البورصة والذي بدوره المشرع الجزائري تناول هاته الأنواع في القسم الفرعي السادس من القانون التجاري، وهي أوراق مالية حديثة أملتتها الظروف الإقتصادية والمعاملات المالية التجارية التي تتطلب تعامل بمثل هاته الأوراق، وتختلف التشريعات المبينة لخصائص ومزايا هاته الأنواع من دولة لأخرى، وذلك حسب ما يتماشى مع قدرة كل بلد من الناحية الإقتصادية والتكنولوجية ومدى تطور أسواقها المالية، أما تقسيم المشرع الجزائري فاعتمد على التقسيم الثنائي.

#### الفرع الأول: السندات القابلة للتحويل

هذا النوع من السندات يمنح مزايا لحاملها بإمكانية تحويلها إلى أسهم، وبذلك يصبح من المساهمين العاديين، وتتم عملية التحويل وفقا لشروط محددة مسبقا، ونميز صنفين من السندات.<sup>3</sup>

#### أولا: سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

وهذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عادية وخلال فترة معينة تحقق فيها المؤسسة أرباحا مما يشجع المستثمرين الإقدام عليها.

وقد سمح التشريع الجزائري بإصدار سندات إستحقاق قابلة إلى التحويل إلى أسهم من طرف الشركاء المساهمين في نص المادة 715 "يجوز للشركات المساهمة المستوفية للشروط المنصوص عليها في المادة 715 إصدار سندات إستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم".<sup>4</sup>

وقد جاء في المادة 715 أنه لا يجوز أن يكون سعر إصدار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الإسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب سندات الإستحقاق في حالة إختيار التحويل.

<sup>1</sup> - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2010، ص18.

<sup>2</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 83 (جديدة)، الفقرة 2.

<sup>3</sup> - عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر)، ص15.

<sup>4</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 114.

في حالة تخفيض رأس المال بسبب الخسائر أو التقليل إما في مبلغ الأسهم وإما في عددها تخفض تبعاً لذلك حقوق أصحاب سندات الإستحقاق الذين يختارون تحويل سنداتهم.

### ثانياً: سندات الإستحقاق ذات قسيمة إكتتاب بالأسهم

هي السندات التي تمنح حق الإكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركات في حالة الزيادة في رأس المال، حيث تتم الزيادة عن طريق قسيمة الإكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا تم الإتفاق على غير ذلك.

وهو ما جاء في نص المادة 715 "يجوز للشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات إستحقاق أن تصدر سندات إستحقاق ذات قسيمة إكتتاب بالأسهم، ويجوز لشركة ما إصدار سندات إستحقاق ذات قسيمة إكتتاب بالأسهم، تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأس مالها.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: الأوراق المالية المختلطة

تجمع الأوراق المالية المختلطة بين بعض خصائص السندات الدين والأسهم، ومثال ذلك الأوراق المالية المختلطة بأوامر وأسهم وهي الخيارات التي تصدرها الشركة نفسها والتي تمنح المساهمين الحق في شراء الأسهم خلال فترة زمنية محددة وبسعر محدد، كذلك السندات القابلة للتحويل والتي يمكن تحويلها إلى أسهم الشركة المصدرة.

وهناك نوع آخر والمتمثل في أسهم التفضيل وهي أسهم الشركة التي يمكن منح مدفوعات الفائدة وأرباح الأسهم من عائدات رأس المال.<sup>2</sup>

### أولاً: شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت

حسب نص المادة 715 من القانون التجاري "تصدر شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس المال وتجزأة الأسهم الموجودة".

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المواد (117-120).

<sup>2</sup> - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، "قيد الأوراق المالية في البورصة، دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي"، (المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018)، ص93

وتخضع في تنظيمها إلى أحكام المواد 715 مكرر 61، 62، 63، 64، 67، 69 إلى غاية المادة

715 مكرر 71 من نفس القانون.<sup>1</sup>

#### ثانيا: سندات المساهمة

تنص المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري "يجوز لشركات المساهمة أن تصدر سندات مساهمة

وبالتالي فهذه السندات أيضا تصدر عن شركات المساهمة دون غيرها، حيث يتحصل أصحابها على عائد من

جزء ثابت والآخر متغير حسب طبيعة نشاط الشركة"، وقد أقر المشرع الجزائري بإصدار سندات مساهمة من

قبل شركات المساهمة ودون أن يفوق بين الشركات العمومية والخاصة وتخضع لأحكام المواد 715 مكرر 73

إلى 715 مكرر 80 من نفس القانون.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 61.

<sup>2</sup> - أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري مرجع سابق، المادة 715 مكرر 73.

### المبحث الثالث: دور بورصة الجزائر في تلبية المتطلبات الإستثمارية

يعتبر وجود البورصة متطورة قادرة على التشخيص الأمثل للموارد المالية أداة فعالة في إنعاش المشاريع الإستثمارية، وسنحاول من خلال هذا المبحث تحليل أداء بورصة الجزائر وذلك خلال الفترة الممتدة من (2015-2019) لتقييم حجم نشاطها وتقييم دورها الفعلي في تعبئة الأموال لدعم وتمويل الإستثمار، كما سنتطرق إلى أهم العوائق التي تواجهها والحلول الممكنة لتفعيلها وذلك من خلال المطالب التالية:

#### المطلب الأول: تحليل أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر في الفترة 2015-2019

يتفق الإقتصاديون على مجموعة من المعايير لتقدير درجة تقدم ونضج السوق، وكذلك نسبة لمبادئها ومدى فعاليتها في التمويل ولقياس هذا الأداء نطبق المؤشرات التالية على سوق الأوراق المالية في الجزائر وذلك من خلال الفروع الآتية:

#### الفرع الأول: تحليل مؤشر حجم السوق

ويتضمن هذا المعيار المؤشرين التاليين:

#### أولاً: تحليل نسبة رأس مال السوق (رسمية البورصة)

**تعريف:** تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى إجمالي الناتج المحلي<sup>1</sup> ويفترض المحللون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، "أداء بورصة الجزائر، الواقع والآفاق"، مجلة علوم الإقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 7، جامعة سطيف، الجزائر، 25 جوان 2005، ص21.

<sup>2</sup> - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، "بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الإقتصادية"، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، العدد 34، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2013، ص52.

جدول 2 يمثل: تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2015-2019)

السنوات	رأس مال السوق	PIB مليون دولار	رأس مال / PIB %
2015	90.6	165000	0.054
2016	88.0	160000	0.055
2017	84.6	167000	0.050
2018	369.4	174000	0.21
2019	371.6	170000	0.21

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على تقارير صندوق النقد العربي لسنوات 2015، 2016، 2017،

2018، 2019، رابط الموقع: [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

والبيانات السنوية للشكل الدولي، الموقع الإلكتروني: تاريخ الإطلاع 2020/09/02، في الساعة 19:30.

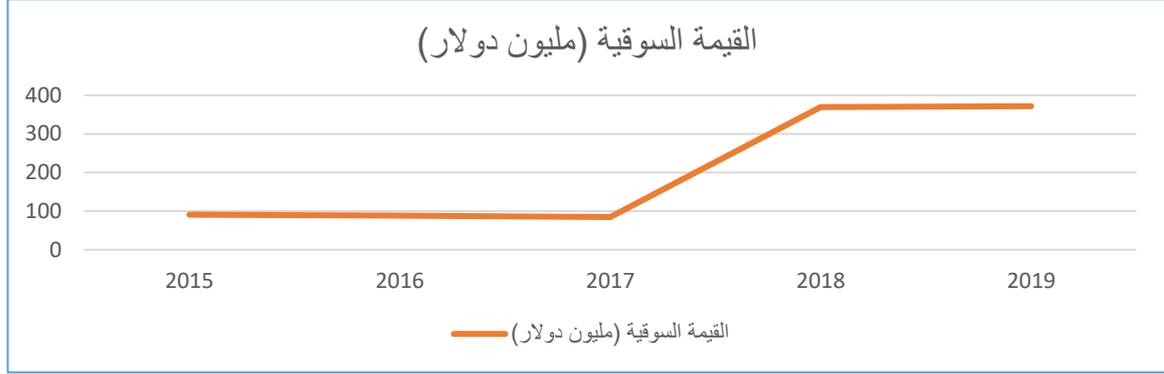
<http://Data.albankaldawli.org/contry/algeria?view=chart>

من خلال الجدول أعلاه نجد أن دور البورصة في تمويل الإقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغت هذه النسبة 0.05% عام 2005، وهذا يدل على صغر حجم هذه البورصة نسبة لإقتصاد الجزائر، لتسجل القيمة السوقية إنخفاض لسنتين على التوالي 2016، 2017، من 90.6 إلى 84.6 مليون دولار وهذا رغم دخول شركة أن سي أ رويبة للمشروبات لسوق الأسهم سنة 2015، إذ يعتبر هذا الأمر إيجابيا لبورصة الجزائر لما يمكن أن يزيد من حركة السيولة، إلا أن ذلك لم يتحقق نتيجة إنتهاء تواريخ إستحقاق سنداتها، حيث إنخفض متوسط التداول اليومي لبورصة القيم من 8.47 ألف سهم سنة 2016 إلى 6.64 سهم سنة 2017، ومع دخول شركة بيوفارم و OAM للمنتجات الصيدلانية، إرتفعت القيمة السوقية للبورصة لتصل إلى 369.4 مليون دولار سنة 2018، ثم 371.6 مليون دولار سنة 2019، ورغم كل هذا الإرتفاع إلى أن نسبة مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد بقيت في تراجع لتصل إلى الحد الأدنى لها سنة 2019 بنسبة 0.21%، وهذا راجع إلى التراجع الكبير الذي ساد حصص التداول، إضافة إلى قلة الشركات المدرجة وبالتالي عدم تنوع فرص الإستثمار وإعتماد الحكومة على السياسة النقدية بطبع النقود في هذه الفترة دون خيار التمويل عن طريق البورصة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - الطاوس حمداوي، "الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة حالة الجزائر"، (دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2017)، ص 367

وبهذه المعطيات نجد أن سوق الأوراق المالية بالجزائر لا يزال يحتل المراتب الأخيرة من بين الأسواق العربية في تمويل الإستثمارات، حيث لم تتجاوز نسبة الرسملة البورصية 0.21% من الناتج سنة 2019، وهذا يدل على أن دور البورصة في تمويل الإقتصاد يبقى ضعيفا.

شكل 13 يمثل: تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر من 2015 إلى 2019



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم 2

ثانيا: مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية

يسمح عدد الشركات المدرجة في البورصة بتوسيع هذه الأخيرة وزيادة الإستثمار في الأوراق المالية،<sup>1</sup> حيث أن زيادة عدد الشركات المدرجة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق، وفعاليتها في تمويل المؤسسات الإستثمارية.<sup>2</sup>

جدول 3 يمثل: عدد الشركات في سوق بورصة الجزائر خلال الفترة 2015-2019

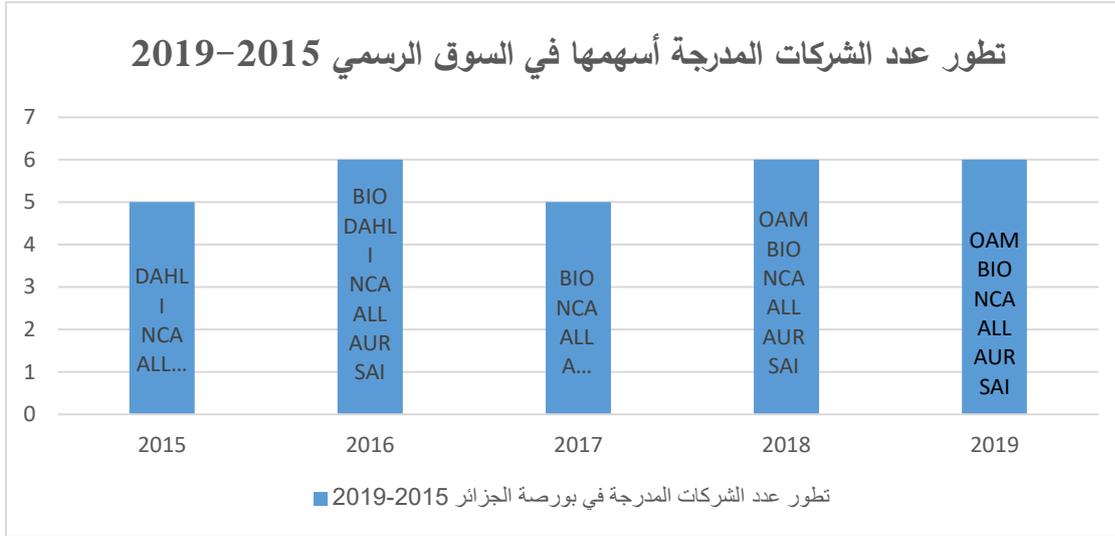
السنوات	2015	2016	2017	2018	2019
عدد الشركات المدرجة	5	6	5	6	6

المصدر: من إعداد الطالب إعتمادا على بيانات التداول لبورصة الجزائر لسنوات 2015، 2016، 2017، 2018، 2019، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/05، في الساعة: 12:11.  
<http://www.sgbv.dz/ar/page=bilan.doc>

<sup>1</sup> - الطاوس حمداوي، مرجع سابق، ص 367.

<sup>2</sup> - بصيري محفوظ، "المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الإقتصادية، دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)", مجلة المعارف، العدد 21، جامعة البويرة، ديسمبر 2016، ص 89.

شكل 14 يمثل تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر 2015-2019



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع 2020/09/09، على الساعة: 21:33

<http://www.sgbv.dz/ar/bilan.doc>

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالجزائر 5 شركات في سنة 2015، 4 منها في سوق الأسهم هي: (الأوراسي، مجمع صيدال، أليانس للتأمينات، أن سي رويية للمشروبات)، وواحدة في سوق السندات هي (شركة دحلي)، ليزداد عدد الشركات في سنة 2016 إلى 6 شركات مدرجة حتى شهر مارس من نفس العام أين إنخفض إلى 5 شركات مدرجة بعد إنتهاء أجل إستحقاق شركة دحلي وإدراج شركة بيوفارم للمنتجات الصيدلانية للتسعيرة الرسمية سنة 2016، ليستقر بعدها عند 5 شركات إلى غاية سنة 2017، حيث إرتفع إلى 6 شركات في سنة 2018 أين عرفت هذه السنة دخول شركات من صنف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق المخصص لها هي شركة OAM أنفست للسياحة، بينما أكد المدير العام لبورصة الجزائر بأن 85% من الشركات الخاصة في الجزائر لا يسمح لها إطارها القانوني ونمط تسييرها بإدراجها في البورصة، مضيفا بأن قوة البورصة من قوة الشركات، وبأن هناك وعيا بأهمية سوق البورصة لتفعيل الإقتصاد الوطني، وكشف من جانب آخر عن وجود برنامج هام يخص تحديث البورصة من خلال تحسين شروط التداول والرفع من سيولة القيم، بالإضافة إلى وضع صندوق لضمان الإستثمار وآخر لضمان إستقرار السوق.<sup>1</sup>

وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة سواء على مستوى العالم العربي أو على المستوى الدولي ككل.

<sup>1</sup> - Algérie Presse Services, Site web : <http://www.aps.dz/ar/economie/89262-2020-07-07-12-29-55> , Consulté le 16/09/2020, à l'heur 22 :00

وبالتالي يعتبر هذا العدد ضئيل وغير كافي لتطوير بورصة الجزائر ما يؤدي إلى ضعف حجمها وعدم كفاءتها، كل هذا يحول دون أن تؤدي البورصة الدور المنوط بها في تمويل الإقتصاد.

### الفرع الثاني: تحليل مؤشر سيولة السوق

ويقصد بها القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها، وتقاس سيولة السوق من خلال المؤشرات التالية:

#### أولاً: حجم نشاط وقيمة التداول

#### 1. تقييم حجم وقيمة التداول في سوق الأسهم

يبين الجدول أدناه تطور حجم وقيمة التداول خلال الفترة 2015-2019 في سوق الأسهم.

جدول 4 يمثل: تطور حجم وقيمة التداول خلال الفترة 2015-2019 في سوق الأسهم

السنة	الحجم المتداول	القيمة المتداولة (مليار دج)	عدد الصفقات
2015	2.213.143	1.251.956.825	259
2016	788.860	805.500.430	339
2017	468.145	302.261.260	438
2018	226.505	206.127.271	444
2019	249.696	248.990.023	437

المصدر: من إعداد الطالب بناء على بيانات التداول لبورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 22:13 في الساعة 2020/09/05

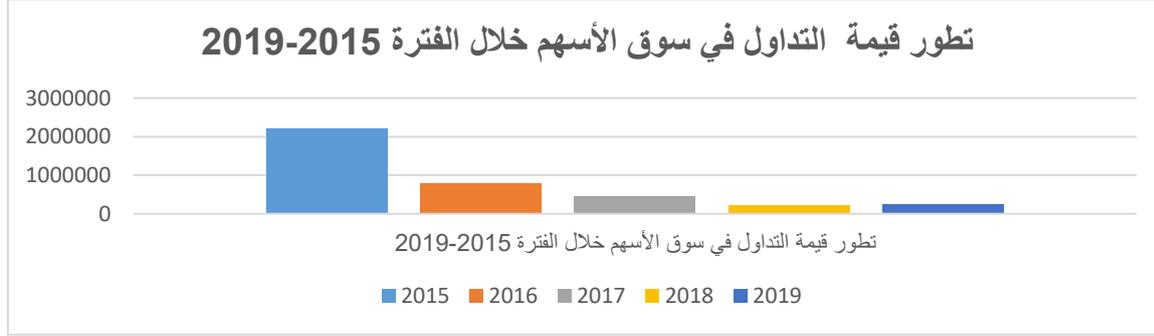
<http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan-bloc>

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن سنة 2015 سجلت أعلى قيمة حجم تداول خلال فترة الدراسة بقيمة 1.251 مليار دج ما يعادل 2.213 743 سهم متداول، وهذا راجع إلى تداول 148 2.073 سهم لشركة أليانس بقيمة 1.192.060.060 دج ما يمثل 96% من مجموع القيم المتداولة في السوق، ليتراجع بعدها نشاط التداول بدءاً من سنة 2016 إلى غاية سنة 2019، حيث إنخفض حجم التداول سنة 2019 بنسبة 88.71% مقارنة بنسبة 2015 ويعود ذلك إلى تدني المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 0.0014% سنة 2015 إلى 0.0013% سنة 2019 وإقتصار عدد أيام التداول على يومين في الأسبوع، وتبرز هذه الأرقام وجود حركة متزايدة في تداول الأسهم في بورصة الجزائر تقوم بها مؤسسات جزائرية كبيرة الحجم غالباً بحيث أنه خلال فترة الدراسة إنضمت شركتين إلى سوق الأسهم هما: بيوفارم و OAM للمنتجات الصيدلانية،

إلا أن هذه الأرقام كذلك تظهر أيضا ضعف إقبال المؤسسات الجزائرية قبل الأجنبية اللجوء إلى البورصة من أجل التمويل، حيث بقي عدد المؤسسات والصفقات المبرمة جد ضئيل مقارنة بالبورصات الأخرى.

**شكل 15 يمثل: تطور قيمة التداول في سوق الأسهم خلال الفترة 2015-2019**

الوحدة = مليون دينار



المصدر: من إعداد الطالب بناء على جدول تطور حجم وقيمة التداول خلال الفترة 2015-2019 في سوق الأسهم.

## 2. تقييم حجم ونشاط سوق السندات

**جدول 5 يمثل: تطور حجم وقيمة التداول خلال الفترة 2015-2019 في سوق السندات**

السنة	الحجم المتداول	القيمة المتداولة	عدد الصفقات
2015	758	7580 000.00	19
2016	-	-	-
2017	-	-	-
2018	-	-	-
2019	-	-	-
المجموع	758	7580 000.00	19

المصدر: من إعداد الطالب بناء على بيانات التداول لبورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/05 في الساعة: 22:42

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan-boc-creance>

شهدت بورصة الجزائر في مارس 2016 إنتهاء آجال إستحقاق سند دحلي بعد أن بلغ حجم التداول في سنة 2015 758 بقيمة 7580 000.00، ولم تشهد السنوات الثلاث التالية حتى نهاية سنة الدراسة 2019 دخول أي شركة إلى سوق السندات، وهو ما يبين ضعف بورصة الجزائر في إستقطاب رؤوس الأموال.

3. تقييم حجم وقيمة التداول في سوق سندات الخزينة الجزائرية

تحصي حاليا سوق كتل الخزينة العمومية (OAT) 51 سند للخزينة العمومية يتم تداولها في البورصة، وتتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 سنة من خلال الوطاء في عمليات البورصة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.<sup>1</sup>

جدول 6 يمثل: تطور قيمة وحجم التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019

الوحدة = مليار دينار جزائري

السنة	الحجم المتداول (سند)	القيمة المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات
2015	16 822	16 878	29
2016	11 835	11 604	26
2017	26 263	23 746	46
2018	40 972	37 504	56
2019	44 658	40.432	51

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات التداول لبورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/06، في الساعة: 00:00

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan-oat>

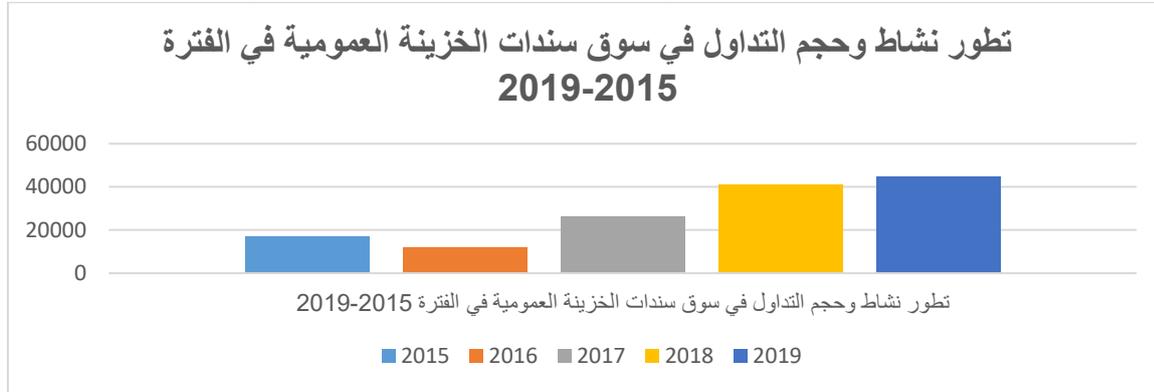
نلاحظ أن سوق السندات عرف تذبذبا في التداول، حيث تراجعت القيمة المتداولة من 16 978 مليون دينار سنة 2015 إلى 11 604 مليون دينار سنة 2016، لتعاود الإرتفاع مع بداية سنة 2017 حيث وصلت إلى أعلى قيمة لها سنة 2019 بحوالي 44 658 سند و 51 صفقة بقيمة 40 432 مليون دينار، وهي أعلى قيمة منذ 2015، والملاحظ أن سوق سندات الخزينة تمثل نسبة 90% من حجم التداول في بورصة الجزائر، ويعود سبب ذلك لكون هذه السندات مضمونة من طرف الدولة، أي لا ينطوي الإستثمار فيها على أية مخاطر وكذلك بسبب إرتفاع معدلات الفائدة عليها، حيث تصل حتى 6.5% للسندات التي يمتد تاريخ إستحقاقها إلى 15 سنة.

وهي سندات سيادية تصدرها الدولة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة، لتمويل الميزانية العمومية ومخططات التنمية.

<sup>1</sup> - بليقرة عبلة، بن حمودة محبوب، مقال بعنوان "القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مجلة دراسات في الإقتصاد والتجارة المالية، المجلد 8، العدد 1، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، 2019، ص505.

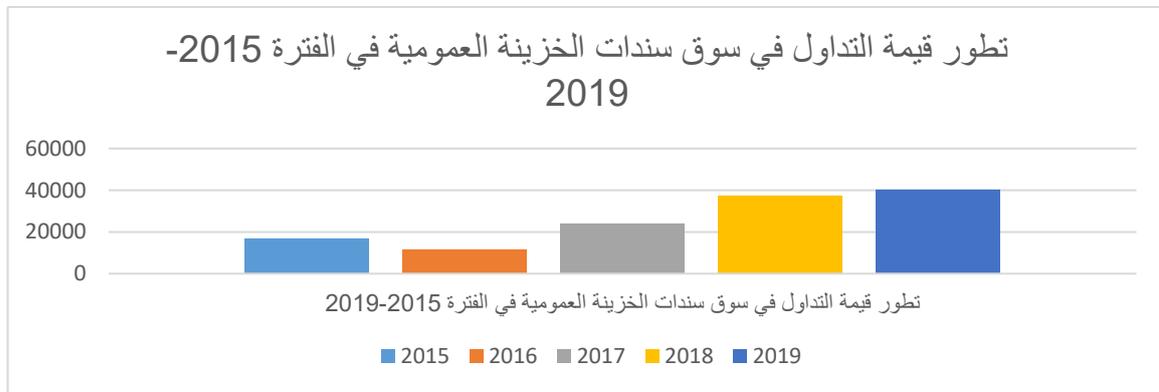
و من خلال ما سبق يمكننا إستنتاج الشكل البياني لتطور نشاط التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019.

شكل 16 يمثل تطور نشاط وحجم التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/10، على الساعة: 11:59  
<http://www.sgbv.dz>

شكل 17 يمثل: تطور قيمة التداول في سوق سندات الخزينة العمومية في الفترة 2015-2019  
الوحدة = مليار دينار جزائري



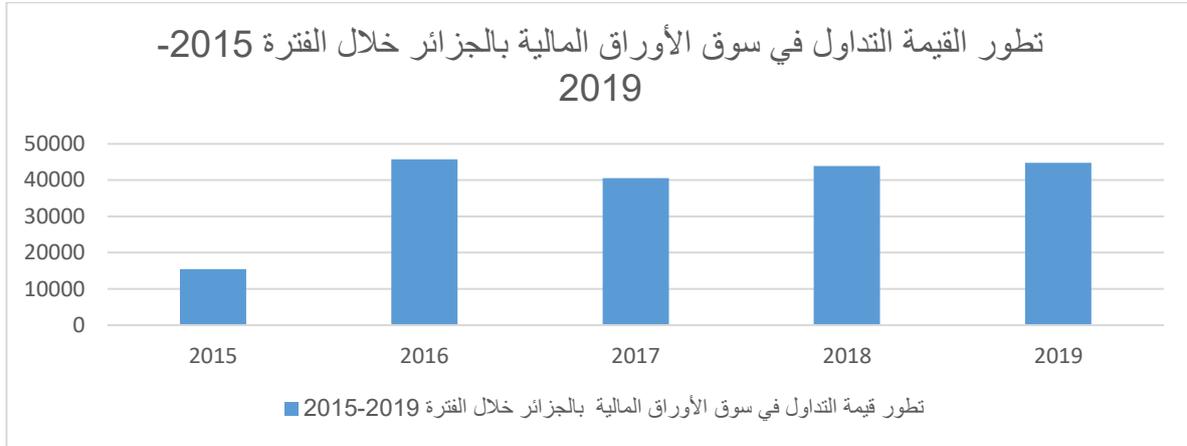
المصدر: من إعداد الطالب بناء على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/10، في الساعة: 12:30

<http://www.sgbv.dz>

في هذا الصدد سنحاول تتبع تطور نشاط التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر من سنة 2015 إلى غاية سنة 2019، والتي تعكس النشاط الإجمالي لمختلف الأسواق المكونة لسوق الأوراق المالية في الجزائر، ولتحقيق ذلك سنعتمد على تطور حجم التداول والقيمة السوقية لهاته الأسواق خلال فترة الدراسة الممتدة من 2015-2019.

شكل 18 يمثل: تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2015-2019

الوحدة = مليار دينار جزائري

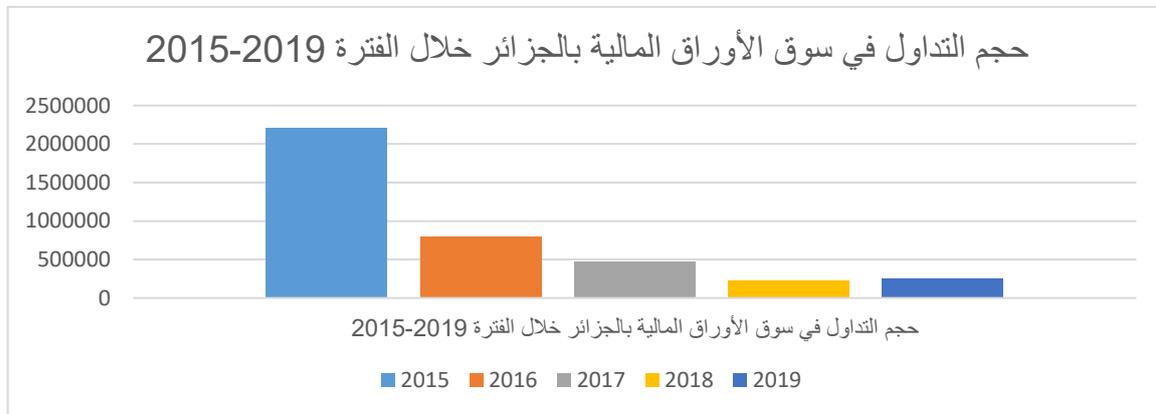


المصدر: من إعداد الطالب بناء على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/10، في الساعة:

15:34

<http://www.sgbv.dz>

شكل 19 يمثل: حجم التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2015-2019



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/10، في الساعة:

15:46

<http://www.sgbv.dz>

من خلال الشكلين السابقين نلاحظ أن حجم النشاط في بورصة الجزائر بلغ ذروته سنة 2015 بأزيد من مليوني ومائتا ألف سهم وسند بقيمة مالية تقدر بأكثر من 1260 مليون دينار وهي أعلى قيمة يصل إليها سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال فترة الدراسة، وهذا راجع بالأساس إلى إرتفاع معتبر في تداول أسهم شركة أليانس للتأمينات حيث قدر حجم التداول بأكثر من مليوني سهم بقيمة 1202 مليون دينار، وهو ما يمثل 96% من مجموع القيم المتداولة في السوق، ليتراجع بعدها نشاط التداول وتحديدا في شهر مارس 2016 أين إنتهت آجال

إستحقاق سندات شركة دحلي، وإنخفضت قيمة التداول إلى 805 مليون دينار سنة 2016 رغم دخول أسهم شركة بيوفارم للمنتجات الصيدلانية، "تواصل هذا التراجع في سنة 2017 و 2018 حيث قدر بـ 6.89% وهذا بسبب تراجع حجم التداول بنسبة 51.61%، أي من 468145 ورقة إلى 226505 سنة 2018، وهو ما يعادل أكثر من نصف حجم التداول في السوق، وكل هذا في ظل إدراج شركة أخرى من صنف الشركات الصغيرة والمتوسطة وهي OAM إنفست للسياحة بقيمة 33 مليون دينار.

شهدت سنة 2019 إرتفاع طفيف في حجم التداول قدر بـ 230191 ورقة مالية بقيمة 42.8 مليون دينار<sup>1</sup>، ومنه نستنتج أن حجم سيولة بورصة الجزائر ضئيل مقارنة بسيولة الإقتصاد حيث بلغ 0.0074% وبالتالي ضعف التنوع في عملية تمويل الإستثمارات، وبشكل عام فإن بورصة الأوراق المالية بالجزائر تعاني من غياب تام لدورها المفترض ضمن الهيكل المالي ولا تمارس أي تأثير يذكر على النشاط الإقتصادي مما يجعلها تشهد تأخر كبير جدا قياسا بباقي البورصات العربية.

#### ثانيا: مؤشر معدل الدوران

تمثل هذه النسبة القيمة الإجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسوما على قيمة رأس مال السوق وهي توضح درجة نشاط سوق الأوراق المالية، فقد يكون سوق الأوراق المالية صغير ونشط ويشير كذلك إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، وتعد درجة التركز المرتفعة أمر غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

وتتميز البورصات الناشئة عموما بإرتفاع درجة التركز بسبب إنتشار الشركات الحكومية حيث بلغ نصيب أكبر 10 شركات كمتوسط في البورصات الناشئة سنة 1995 بنسبة 42%، فيما بلغ نفس الفترة في الدول المتقدمة 12%<sup>2</sup>.

#### جدول 7 يمثل: تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 2015-2019

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019
معدل الدوران	0.14	0.23	0.19	0.1	0.1

المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات صندوق النقد العربي، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/05 على الساعة: 16:46

<http://www.amf.org-ae>

<sup>1</sup> - Rapport de gestion SGBV, 2018, P12

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، "محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أداءها"، مجلة مراجعة الإصلاحات الإقتصادية والتكامل في الإقتصاد العالمي، العدد 4، جامعة بومرداس، 2008، صص 11-13

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل الدوران بلغ ذروته في سنة 2016 نسبة 0.23%، بعد دخول شركة بيوفارم لتسعيرة البورصة وهذا واضح من خلال إرتفاع متوسط التداول اليومي من 5.15 ألف إلى 8.47 ألف في سنة 2016، وإستمر معدل الدوران في الإنخفاض سنة 2017 حيث بلغ 0.19% وهذا مع إنخفاض متوسط التداول اليومي من 8.47 ألف إلى 6.60 ألف سهم سنة 2017، ليستمر في الإنخفاض إلى غاية نهاية فترة الدراسة حيث بلغ 0.1% سنة 2018 و 2019 على التوالي وهي أدنى قيمة منذ سنة 2015، وهو ما يعني بطء عملية التداول ويعود هذا إلى صغر عدد البائعين والمشتريين في السوق، حيث لا يمكنهم بيع الأوراق المالية وشراءها بسهولة، وإلى محدودية الأوراق المالية المتداولة في السوق نتيجة وجود عدد ضئيل من الشركات المدرجة، كل هذا يؤثر سلبا على أداء البورصة.

### الفرع الثالث: تحليل مؤشر درجة التمركز

ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس مال السوق،<sup>1</sup> وبالتركيز على بورصة الجزائر فإن عدد الشركات المدرجة هو 6 حاليا. وبالإعتماد على التقارير السنوية لصندوق النقد العربي فقد تركزت التداولات سنة 2017 بين أسهم شركة بيوفارم وأليانس للتأمين وبنحو 58.4 و 39.5% على التوالي، وفي سنة 2018 تركز نشاط التداول على شركة بيوفارم بأكثر من 83.1% من القيمة الإجمالية للتداولات، لتستمر ذات الشركة خلال الربع الرابع من عام 2019 بالسيطرة على تعاملات المستثمرين بنحو 67.0% من القيمة الإجمالية للتداولات.<sup>2</sup> إن نشاط بورصة الجزائر يظهر أن عدد الشركات المدرجة وهو حاليا 6 جد ضئيل مقارنة مع بورصات عربية أخرى.

هذه الوضعية تبين أن فرص المستثمر لتنوع الأصول المالية داخل محفظته الإستثمارية عملا بمبدأ ماركوينز القائل بأن التنوع من شأنه تخفيض المخاطر العامة، وتجنب المخاطر الخاصة يصبح محدود جدا، وهو ما ينعكس سلبا على سيولة السوق، ويؤدي إلى خلل في التوازن بين العرض والطلب نتيجة وجود عدد محدود من الأسهم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - الطاوس حمداوي، "الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر حالة الجزائر"، مرجع سابق، ص364.

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، التقارير السنوية للسنوات 2017، 2018، 2019، الموقع الإلكتروني: <http://www.amf.alg.ae>، تاريخ الإطلاع: 2020/09/05 في الساعة: 16:46.

<sup>3</sup> - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، مرجع سابق، ص57.

الفرع الرابع: تطور مؤشر أسعار بورصة الجزائر محليا وعربيا خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2019

أولاً: تعريف مؤشر بورصة الجزائر

إنطلقت بورصة الجزائر في إستخدام مؤشر مرجعي أطلقت عليه تسمية "دزاير أندكس Dzair Index"، يضم إجمالي المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي من مختلف القطاعات، ويفترض أن يعكس الإتجاه العام للسوق، وتتم عملية تسيير وحساب مؤشر دزاير أندكس من قبل رسمي المقصورة لشركة تسيير بورصة القيم، ويتم حسابه بإتباع مبدأ ترجيح الرسملة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة، ويتم حساب المؤشر إعتقاداً على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول على أساس (1000) نقطة إبتداء من تاريخ 03 جانفي 2008،<sup>1</sup> ويحسب بالطريقة التالية:

$$\text{مؤشر T} = \text{رسملة بورصية العائمة للعينة T} / \text{رسملة بورصية العائمة للعينة المعدلة x 100}^2$$

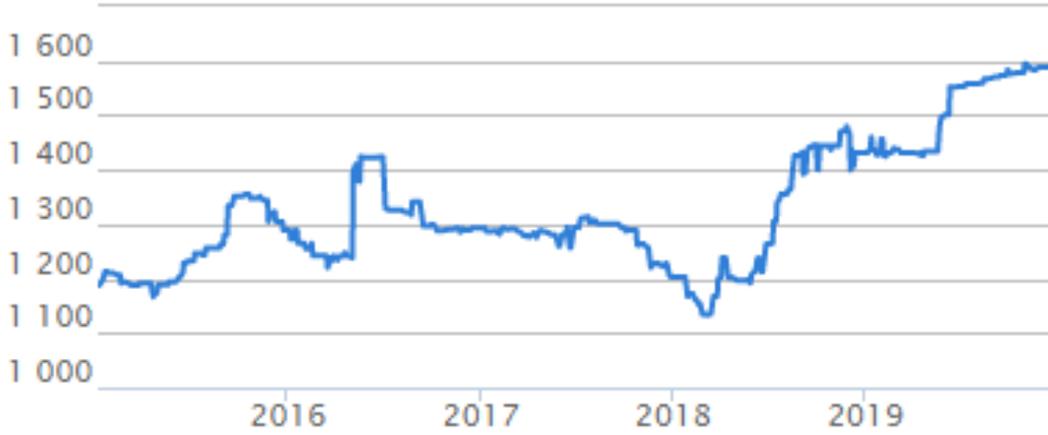
وسنقيس من خلال هذا المؤشر أداء بورصة الجزائر من خلال أسعار أسهم الشركات الأربعة المتداولة في البورصة والشكل التالي يوضح تطور قيمة مؤشر دزاير أندكس وتركيبه المؤسسات التي يضمها خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019.

<sup>1</sup> - ريمة بلفيطح، "إختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر، تحليل سلوك المؤشر Dzair Index للفترة 2008-2015"، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص6.

<sup>2</sup> - مفلح حسبية، خالقي وهبية، "تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2017"، مجلة علوم الإقتصاد والتجارة، المجلد 22، العدد 1، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2019، ص130

شكل 20 يمثل: تطور قيمة مؤشر دزايير أندكس وتركيبه المؤسسات التي يضمها خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019

الوحدة = 1 نقطة



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع يوم: 2020/09/14، على الساعة 22:37

<http://www.sgbv.dz/ar/index.php>

إرتفع مؤشر بورصة الجزائر خلال سنة 2015 بنسبة 8.52% بسبب إرتفاع أسعار أسهم فندق الأوراسي وشركة صيدال، حيث إرتفع من 1187.39 نقطة بداية السنة إلى 1288.52 نقطة في آخر يوم التداول في نفس السنة، تواصل هذا الإرتفاع في سنة 2016 أين إنتقل مؤشر دزايير أندكس إلى 1293.29 نقطة مرتفعا بذلك بنسبة 0.37% عن العام السابق، وسجل بعدها مؤشر بورصة الجزائر إنخفاضا بقيمة 65.06 نقطة، وهذا راجع إلى تدني حجم الأوامر بنسبة 58.56%، إرتفع بعدها هذا المؤشر في سنة 2018 بنسبة مئوية تقدر بـ 18.97% وهذا بعد إنتقال قيمة الصفقات بنسبة 8.25% ما يعادل 3.35 مليار دينار في بداية هاته السنة، واصل مؤشر بورصة الجزائر إنتعاش الذي عرفه حيث سجل إرتفاعا بنسبة 0.3% ليغلق عند مستوى 1545.4 نقطة مع نهاية ديسمبر سنة 2019، ويعود ذلك إلى الإرتفاع المسجل في عدد الأوامر لشركة أليانس من 451 إلى 511 أمر رافقه ذلك إرتفاع في حجم الصفقات من 61 صفقة في 2018 إلى 82 صفقة في 2019.

وعموما لاحظنا أن تغير مؤشر بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة كان محصور بين 1000 و 1500 نقطة، أين إرتفع بمقدار 299.62 نقطة أي بنسبة 0.1% في الفترة الممتدة ما بين سنة 2015 إلى غاية سنة 2019، وهو ما يعكس ضعف حجم تداول وقلة الطلب على الأوراق المالية في السوق الجزائرية.

ثانيا: مكانة سوق الأوراق المالية بالجزائر ضمن البورصات العربية (المؤشر المركب للصندوق)

تعريف:

يقوم صندوق النقد العربي بإحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة، كما يقوم الصندوق بإحتساب مؤشر خاص بكل لكل سوق، وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية، وتحسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات معدلة لإستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أسهم من المؤشر.<sup>1</sup>

وارتأينا من خلال هذه الفترة أن نبين ولو بشكل موجز مكانة سوق الأوراق المالية وحجمها ضمن البورصات العربية مع دراسة ترتيبها ضمن المؤشر المعتمد من قبل صندوق النقد العربي خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2019م، والجدول التالي يبين تطور بورصة الجزائر ضمن هذا المؤشر خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019.

جدول 8 يمثل: تطور بورصة الجزائر ضمن هذا المؤشر خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019
القيمة	66.3	64.40	61.88	59.65	65.50
نسبة التغير المئوي في المؤشر	-0.84	0.7	-1.40	-0.5	+0.09

المصدر: ملاحق صندوق النقد العربي سنوات 2015، 2016، 2017، 2018، 2019، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2020/09/12، على الساعة: 20:05.

[www.amf.ae](http://www.amf.ae)

تراجع مؤشر بورصة الجزائر خلال الربع الرابع من 2015، هذا التراجع بدأته منذ ما يزيد عن 20 شهرا، فقد إنخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 0.8%، تواصل إنخفاض هذا المؤشر مع نهاية سنة 2016 لهذه البورصة بنسبة 0.7 في المائة مقارنة بالارتفاع الذي كان قد سجله خلال الربع الرابع من 2015، واصلت المؤشرات السعرية للصندوق إنخفاضها حيث تراجعت بنسبة 4.3 في المائة مع نهاية الربع الأخير لسنة 2017، وإستمر هذا الإنخفاض في 2018 ليلبغ قيمة 0.5، في بداية 2019 شهدت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بالارتفاع من 1431.5 نقطة إلى 1540.7 نقطة صاحبه بالتوازي إرتفاع طفيف في المؤشر المركب للصندوق بنسبة 0.1%.<sup>2</sup>

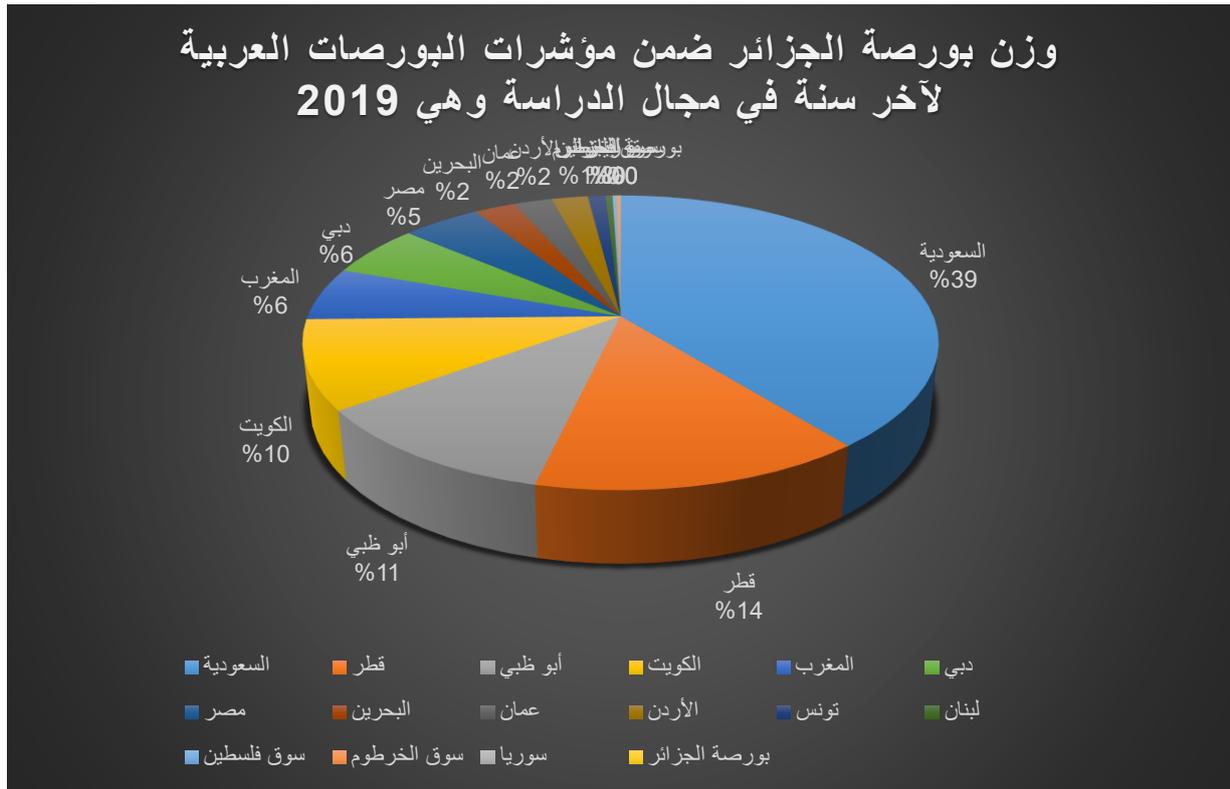
<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي، الموقع الإلكتروني: [www.amf.ae/ar/page](http://www.amf.ae/ar/page)، تاريخ الإطلاع: 2020/09/12، على الساعة 19:20

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، "النشرات الفصلية لسنوات 2016، 2018، 2019"، الموقع الإلكتروني: [www.amf.ae](http://www.amf.ae)، تاريخ الإطلاع: 2020/09/12،

على الساعة 19:20

وتعكس هذه الأرقام كذلك مدى مساهمة سوق الأوراق المالية بالجزائر في تطور هذا المؤشر الذي يشمل قاعدة بيانات كل الدول العربية المشاركة فيه.<sup>1</sup> والشكل البياني يوضح وزن بورصة الجزائر ضمن مؤشرات البورصات العربية لآخر سنة في مجال الدراسة وهي 2019، والتي تعد الأضعف من بين الأسواق العربية.

شكل 21 يمثل: وزن بورصة الجزائر ضمن مؤشرات البورصات العربية لآخر سنة في مجال الدراسة وهي 2019



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على صندوق النقد العربي، الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع 2020/09/05 على الساعة: 21:00

[www.amf.ae](http://www.amf.ae)

### المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى مستوى جيد، حيث كان السبب وراء إنشائها ضرورة لتحقيق متطلبات الإقتصاد وتوفير التمويل اللازم لدعم الإستثمار، وبالتالي دفع عجلة التنمية، إلا أنه من خلال دراسة أدائها الذي أشرنا إليه سابقا، نجد أن هناك معوقات حالت دون وصولها إلى الفعالية المرجوة منها، وسندرس ذلك من خلال الفروع التالية.

<sup>1</sup> - أنظر ملاحق صندوق النقد العربي لسنة 2019.

### الفرع الأول: المعوقات السياسية، القانونية، الثقافية

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات في مختلف المجالات منها السياسية والثقافية وأخرى قانونية نتناولها في النقاط التالية:

#### أولاً: المعوقات السياسية

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فالعامل الأمني جد مهم بالنسبة للمستثمرين للحفاظ على ممتلكاتهم، وفيما يتعلق بسوق الأوراق المالية بالجزائر فقد تأسست في مناخ سياسي غير مستقر في فترة التسعينات من القرن الماضي، حيث تعاقبت في تلك الفترة عدة حكومات وشهدت هجرة العديد من المشروعات الأجنبية ومها من تعطل بالكامل.<sup>1</sup>

#### ثانياً: المعوقات القانونية

طبقاً للقانون المنظم شروط القيد لبورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص ذات الشخص في الجزائر ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات الشخص الوحيد.

#### ثالثاً: المعوقات الثقافية والدينية

ويتعلق الأمر هنا بغياب ثقافة الإستثمار المالي لدى العائلات أو حتى لدى مديري الشركات والمستثمرين أنفسهم، حيث تم توجيه الإدخار نحو البنوك وتحديد العمومية منها كما يتم إكتناز قدر هام من الموارد المالية بعيداً عن أي وجه إنفاق إستثماري.

إن التعامل في البورصة من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترتها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات، إذ تعد الفوائد المحصلة من السندات بمثابة ربا والتي هي محرمة في الدين الإسلامي، الشيء الذي يؤثر على القرارات الإستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، مرجع سابق، ص 280

<sup>2</sup> - رزيق كمال، بن عمو سمير، "تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخصخصة"، الملتقى الوطني الثاني بعنوان "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الإقتصاد الجزائري"، الجزائر، البلدة، يومي 24-25 أبريل 2007، ص 330

### الفرع الثاني: المعوقات التشريعية والتنظيمية

#### أولا المعوقات التشريعية

عدم إستجابة الجزائر للتطورات الحاصلة في الجوانب القانونية ومعايير المحاسبة الدولية تقف حاجزا مباشرا أمام تطور سوق الأوراق المالية، إضافة إلى عدم التأني والدراسة المعمقة والشاملة قبل إصدار القوانين الأساسية، ومن أهمها قانون الإستثمار مثلا يجعل المستثمرين الأجانب خاصة وحتى المحليين في إرتباك وعروض عن المبادرات الإستثمارية الجديدة، بل إن المشكل كثيرا ما يكون في ضعف تطبيق التشريعات الموجودة فعلا وليس في نقصها.<sup>1</sup>

#### ثانيا: العوائق التنظيمية

وتتمثل في العوائق الخاصة بالبورصة نفسها وهي من ضمن أهم أسباب تأخر البورصة وتخلفها

- تحديد جلسات التداول بواقع مرتين في الأسبوع الإثنين والأربعاء، وهذا غير كاف لتنشيط التعامل.
- إختلال كبير في جهة أوامر العرض بالبيع على حساب أوامر الشراء ما يؤدي إلى ضالة الأوامر المنفذة ويزيد عدد الجلسات غير المجدية مما يضعف السوق ويجعل أسعار الأسهم لا تعبر عن حقيقة المركز المالي للشركات المصدرة.
- ضعف الشفافية: وهذا في ظل عدم وجود إفصاح كافي ومنظم يعرض بصفة دورية ومنظمة المركز المالي للشركات المدرجة والتي لا تزال تتحفظ على نحو بالغ على المعلومات المفصلة الخاصة بوضعيتها ونشاطها وربما يخالف أحيانا حتى القوانين الموجودة.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: المعوقات الإقتصادية

في الجانب الإقتصادي يقف أمام تطور الجزائر العديد من المعوقات في مقدمتها الخوصصة وسوف نتطرق إليها على شكل نقاط بالتفصيل من خلال هذا الفرع.

#### أولا: عائق التضخم

يكون ذلك من خلال تأثيره على حجم المدخرات، وإرتفاع معدلات التضخم من شأنها أن تؤدي إلى تخفيض العميل لإدخاره بسبب تناقص قيمة النقد، إضافة إلى ذلك فإتخاذ القرارات الإستثمارية يكون على أساس

<sup>1</sup> - طارق خاطر، بلقاسمي سمية، "تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، جهود الإصلاح وأهم المعوقات"، مجلة الإقتصاد الصناعي، العدد 11، جامعة باتنة، ديسمبر، ص 211

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 365-365

حساب العائد والتكلفة وذلك بناء على أسعار حقيقية وليست إسمية، فالحالة التضخمية تستدعي من البنك المركزي رفع أسعار الفائدة الأمر الذي يؤدي إلى إيداع مدخراتهم بالبنوك أو بهروب رؤوس الأموال نحو أسواق أجنبية بدلا من توجيه المدخرات إلى السوق الوطنية.

### ثانيا: السوق الموازية

وهي ظاهرة تتعايش جنباً إلى جنب مع الإقتصاد الوطني والتي تمتص جزء كبير من الناتج الداخلي الخام، فالأرباح المحققة على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجودها لا يشجع إطلاقاً على توجيه المدخرات نحو الإستثمار في البورصات.<sup>1</sup>

### ثالثا: ضعف القدرة الشرائية

تتميز الجزائر بضعف سلم الأجور بصفة عامة، وذلك لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم إستقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد وتضعف من حجم الطلب على سوق الأوراق المالية، وهذا من منطلق أن وفرة المدخرات الفردية هي التي تدفع المستهلك إلى التفكير في إنشاء إستثمارات سواء حقيقي أو مالي.<sup>2</sup>

### رابعا: ضيق نطاق السوق

تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الإستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات على المصادر التقليدية كالبنوك والمساهمات الشخصية رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة ما يحول دون دخول مستثمرين أجنب إلى البورصات المحلية، وبالحدوث على الجزائر فإن سوق الأوراق المالية بها يعتبر من أضيقتها عربيا ودوليا.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - نسرين معياش، "إشكالية تطوير بورصة القيم، دراسة مقارنة للمعوقات الإقتصادية والغير الإقتصادية"، مجلة التواصل في الإقتصاد والإدارة والقانون، المجلد 24، العدد 2، جامعة قلمة، أكتوبر 2018، ص228.

<sup>2</sup> - عبد الوهاب شمام، عمار زودة، "الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 4، ص22

<sup>3</sup> - منصور الزين، "تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الإقتصادية"، (دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012)، ص156.

### خامسا: عائق الخصخصة

يمثل الاستمرار في عملية الخصخصة في الجزائر بوتيرتها الحالية وفق التصور الذي رسم لها عقبة حقيقة أمام تطوير سوق رأس المال، سواء تعلق الأمر بسوق الإصدار، أو بسوق التداول بالنظر لطبيعة المؤسسات التي تستهدفها العملية، ولعددتها، ولكيفيات الخصخصة التي تتم وفقها، فالمتتبع لمجريات العملية يجدها تتم في قطيعه شبه تامة مع سوق رأس المال، وكأن تطوير هذه الأخيرة لا يشكل هدفا ضمن أهداف الخصخصة في الجزائر، فيما تمت خصصتها عبر السوق المالية لا يمثل شيئا مما يمكن تحقيقه إن توفرت النية والإرادة الكافيتان، فالجزائر اليوم أمامها فرصة حقيقية لتنشيط سوق الإصدار، وتفعيل نشاط سوق التداول، بما يؤهلها مستقبلا للعب دور أكثر أهمية على صعيد تنمية الاقتصاد الوطني، فتكون بذلك آلية كفيلة باستقطاب مدخرات المجتمع الخدمة التنموية، ويجعلها كفيلة باستقطاب الرأسمال الأجنبي، وإتاحة فرصة أكبر أمام تفعيل مشاريع الشراكة الجزائرية الأجنبية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: محاور تأهيل وتطور سوق الأوراق المالية الجزائري

#### الفرع الأول: الإستفادة من تجربة الأسواق الإسلامية

رغم عدم توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يراعي خصوصيات الصناعة الإسلامية في الجزائر إلا أنه يمكن الإستفادة من تجربة بعض البلدان التي حققت نجاح ملحوظ في هذا المجال، وذلك لإقامة سوق أوراق مالية إسلامي بالجزائر، وسنتطرق بهذا من خلال ما يلي:

#### أولاً: التحول نحو المصرفية الإسلامية

ويتطلب هذا سن قوانين خاصة بالبنوك الإسلامية أولاً، ثم وضع إستراتيجية للتحول نحو النظام الإسلامي.

#### ثانياً: تكوين صناديق إستثمار إسلامية

تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية وسيلة هامة لتجميع المدخرات خاصة من صغار المستثمرين، وتوظيفها في إستثمارات حقيقية منتجة، ويتطلب هذا تحقيق أقصى إستفادة من هذه الصناديق، بحيث يجب سن قوانين ملائمة تراعي خصوصيتها وتمكن من إدارتها في سوق الأوراق المالية الإسلامية كمعاملاتها بإعتبارها شركة مساهمة كما تفعل السعودية وغيرها من دول أخرى.

<sup>1</sup> - خياطة حسان، "دور الخصخصة وبورصة الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد، دراسة حالة الإقتصاد الجزائري"، رسالة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004/2005، ص376.

### ثالثا: جانب الصكوك الإسلامية

حاولت بورصة الجزائر في سنة 2010 من خلال وضع إطار ملائم لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية، لكن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رفضت إيراد الصكوك الإسلامية، بحجة إختلافها عن السندات التقليدية وغياب الإطار القانوني المنظم لها، وهذا ما يتطلب إعادة سياسة كبيرة وتعاون بين الحكومة والمختصين في شؤون الصناعة الإسلامية والإقتصاد الإسلامي.

### رابعا: جانب تدريب وتأهيل العنصر البشري

تمثل الموارد البشرية المؤهلة والمدرّبة على ممارسة الصناعة الإسلامية والمحيطة بحديثاته الفقهية والشرعية وكيفية عملها أهم مطالب تنفيذ المعاملات المالية الإسلامية في السوق المالية الجزائرية، كفتح معاهد متخصصة لتكوين ممارسي الصناعة الإسلامية، وتبادل الخبرات مع الدول.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: تنشيط بيئة المؤسسات الاقتصادية

#### أولا: تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن تفعيل بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحقيقة لا يمكن فصله عن الشروط العامة لتفعيل بورصة الجزائر وتطويرها، ووضع هيكل تنظيمي وتشريعي لضم كل الشركات التي استفادت من تسهيلات صناديق الإستثمار، والدعم المقدم في إطار ENSAJ, CNAC ... إلخ، حيث تمثل هاته المؤسسات بعددها الذي يقدر بمليون مؤسسة قوة إقتصادية وإستثمارية هائلة لسوق الأوراق المالية، إذا ماتم إدراجها في سوق الجزائر، حيث من الممكن أن ترفع من القيمة السوقية لها وتزيد حجم التداول بالبورصة.<sup>2</sup> وتتزايد أهمية هذا الصنف من المؤسسات في دعم سوق الأوراق المالية تم إنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا بموجب تعديل النظام لبورصة الجزائر، وتنشط هذه الشركات في السوق الثانية غير الرسمية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجدول الرسمي وتتميز الأحكام المطبقة على هذا السوق بالمرونة والبساطة مقارنة بالسوق الرسمي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - براق محمد، فيجل عبد الحميد، "المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية إستفادة بورصة الجزائر منها"، مجلة المعيار، مجلد 22، العدد 44، كلية أصول الدين، قسنطينة، 2018، ص، ص486-487

<sup>2</sup> - بن دكاس زهير، "واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ومتطلبات تفعيلها"، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 5، العدد 1، جامعة سطيف، الجزائر، ديسمبر 2008، ص111.

<sup>3</sup> - النظام رقم 01-12 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 12 جانفي 2012، جريدة رسمية، عدد 41، الصادر في 15 جويلية 2012.

### ثانيا: خصخصة شركات القطاع العام

تجمع الخصخصة والبروصة علاقة مزدوجة فوجود سوق نشطة للأوراق المالية، يكون واضحا فعلا لبرنامج الخصخصة التي تسمح بالنمو والتوسع، حيث تلعب سوق الأوراق المالية دورا أساسيا كآلية من آليات الخصخصة، بحيث تسمح الدولة بإنتقال جزء من أصول الشركات إلى المستثمرين الخواص، وهذا من خلال إنتقال الأموال النقدية من المدخرين إلى الدولة البائعة، وهذا يسمح للمؤسسات بالحصول على تمويل مباشر من سوق الأوراق المالية عن طريق طرح الأسهم أو السندات أي بتوسيع قاعدة الملكية.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: تحسين سير الأسواق المالية وترقية الطلب على السندات

ويكون ذلك سواء على مستوى السوق الأولي أو الثانوي من خلال التدابير التالية:

- تقليص الزمن اللازم لمعالجة طلبات الدول إلى البورصة.
  - متابعة إجبارية ومستمرة من قبل وسطاء عمليات البورصة للمؤسسات المدرجة لمدى سنتين على الأقل بعد القبول.
  - إعادة النظر في طريق توزيع السندات لتوظيف أفضل.
  - تحديث معايير وطرق التفاوض خارج السوق الرئيسي.
  - تطوير الإعلام المالي من قبل المؤسسات المصدرة والسوق المالية.
  - وضع آليات لزيادة سيولة وعمق السوق.
  - إنشاء صناديق ضمان تسيير من قبل شركة إدارة البورصة.
  - تدعيم إجراءات صك حسابات حافظي السندات على مستوى كل بنك، وصك محاسبات خاصة بالسندات.
- أما في ما يخص ترقية الطلب على السندات فهو يمكن من زيادة عدد المستثمرين وجذب المؤسسات والأفراد من خلال:

- الإعفاءات الضريبية على القيم المنقولة لصالح المستثمرين الأفراد.
- خلق صناعة التحليل المالي وتكوين كفاءات جامعية في هذا المجال.
- التكوين في مجال تسيير المخاطر خاصة بمؤسسات التأمين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد زرقون، "العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية، دراسة حالة مؤسسات إقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر"، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة ورقلة، 2012، ص107.

<sup>2</sup> - نسرین معياش، مرجع سابق، ص، ص246-247.

### الفرع الرابع: تكريس التعاون الدولي

التعاون الدولي هو الصيغة التبادلية التي من خلالها يتم الإستفادة من تجارب الآخرين وتسهيل عملية الإلتقاء بين المدخرين والمتعاملين الوسطاء. بالإضافة إلى التعاون مع هيئات الضبط في الخارج، وهذا التعاون يدخل في إطار الإستئناس بالتجارب الموجودة على مستوى هيئات الضبط سواء في دول البورصات الناشئة أو دول البورصات المتقدمة.<sup>1</sup>

### أولاً: المنظمة الدولية للجان القيم OICV

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

- تقييم مدى تطبيق المعايير الدولية لأعداد التقارير المالية على مستوى الأسواق الناشئة ومدى فعالية التدخلات فيها.
- تبادل المعلومات.
- بالإضافة إلى المشاركة في الملتقى السنوي للإتحاد العربي لضبط القيم المنقولة.<sup>2</sup>

### ثانياً: المعهد الفرنكفوني للضبط المالي

هي لجنة تقييم مجال التعاون الدولي في شؤون الأسواق المالية، وهذا المعهد ينظم دورات سنوية حيث يبحث الآليات والترتيبات التي تسبق وقوع الإختلالات والصعوبات أمام الوسطاء والمصدرين.

### ثالثاً: صندوق الودائع الفرنسي

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

- آليات حماية المستثمرين من عمليات الإحتيال.
- دور السلطة الإحترازية وكيفية تدخلها.
- طريقة مساهمة المنتسبين إلى صندوق الودائع.

<sup>1</sup> - تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2010، ص، ص100-101.

<sup>2</sup> - Rapport annuel de COSOB, 2012, P71.

## خلاصة الفصل الثاني

- من خلال دراستنا لدور سوق الأوراق المالية في عملية تمويل الاستثمارات وكذا تقييم أداء بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة تبيننا لنا مجموعة من النتائج
- نشأة بورصة الجزائر جاء بعد توجه الجزائر نحو التخلي التدريجي عن المنهج الاشتراكي ، والملاحظ أن تأسيس سوق الأوراق المالية ببلادنا، مر بمراحل اتسمت بالتردد سواء من طرف الهيئات المسيرة أو البنوك والشركات ، ويعود هذا لحدثة هذا النوع من الأسواق في الجزائر.
  - اقتصر إصدار الأوراق المالية في بورصة الجزائر على شركات المساهمة فقط، وهو ما عطل بشكل كبير دخول المؤسسات فيها.
  - نقص الأدوات المالية المستحدثة والإسلامية منها خاصة أدى إلى عزوف كبير عن استثمار الجمهور فيها.
  - تزامنت انطلاقة بورصة الجزائر مع المشاكل السياسية و الأمنية مما أدى إلى تأخر المؤسسات للأدراج فيها.
  - حجم الرسملة البورصية ضعيف مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي ، وهذا يدل على أن سوق الأوراق المالية في الجزائر غير قادرة على تعبئة الأموال اللازمة للقيام بعملية الاستثمار وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.
  - انخفاض كل من حجم التداول ومعدل الدوران نتيجة قلة عدد المتدخلين و بالتالي انخفاض السيولة المتداولة.
  - حجم سيولة بورصة الجزائر ضئيل مقارنة بسيولة الاقتصاد ،وبالتالي ضعف التنوع في عملية تمويل الاستثمارات.
  - ضيق السوق بسبب تدني عدد الشركات المدرجة فيه الأمر الذي يؤثر في انخفاض السيولة وحجم النشاط الكلي.
  - مؤشر بورصة الجزائر ( دزائر انداكس) يعبر عن قلة الطلب على الأوراق المالية بالسوق الجزائرية حيث بلغت نسبة التغير فيه 0.1 بالمائة ،خلال فترة الدراسة المقدره بخمسة سنوات وهو ضئيل جدا.
  - لازالت بورصة الجزائر تعاني من تأخر في النصوص القانونية والتشريعية ،وتواجه العديد من العراقيل المختلفة.

خاتمة عامة

## خاتمة عامة

نظرا لأهمية الأسواق المالية قامت الجزائر في فترة التسعينات من القرن العشرين بإصلاحات شاملة في القطاع المالي و الهدف منها إعطاء الأسواق المالية دفعة جديدة نحو تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة حيث تم في هذا الإطار إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر. و لكن رغم الجهود المبذولة من طرف السلطات المعنية لتطوير البورصة إلا أن هذه الأخيرة مازالت تعرف ركودا في أداءها.

### اختبار الفرضيات

بعد الدراسة ظهرت النتائج كالتالي:

#### • الفرضية الأولى

تقوم أسواق الأوراق المالية بتكوين رؤوس الأموال للمشروعات الاستثمارية لتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي، ويتم هذا عن طريق جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأولى.

#### • الفرضية الثانية

تسيطر الشركات العمومية على سوق الإصدار في بورصة الجزائر حيث قدر عددها في نهاية فترة الدراسة بأربعة شركات مدرجة، مقابل شركتين من القطاع الخاص واجدة في السوق الرئيسي وهي شركة بيوفارم للمنتجات الصيدلانية، والأخرى في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، وهذا ينفي صحة الفرضية الثانية.

#### • الفرضية الثالثة

قدر حجم رسملة بورصة الجزائر في نهاية سنة الدراسة بحوالي 0.21 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يدل على أن دور سوق الأوراق المالية الجزائري في تمويل الاستثمارات غير كافي، وهو ما يدعم صحة الفرضية الثالثة.

### النتائج

- تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تعبئة المدخرات و توجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة، و في أدائها لهذه الوظيفة تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد.
- لاحظنا أن النسق التشريعي كان حاضرا وان كان غير كافيا، خاصة من خلال تأسيس المؤتمن المركزي على السندات، الذي سهل حركة الأوراق المالية بين الوسطاء.

## خاتمة عامة

- قامت بورصة الجزائر بإنشاء سوق ثانية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لرفع القيمة السوقية للبورصة وتسهيل شروط الإدراج على المؤسسات إلا أنها لازالت تضع شرطا مقيدا هو وجوب أن تكون في شكل شركات مساهمة.
- جمود نشاط البورصة يعود أساسا إلى نقص الإعلام وانعدام ثقافة الادخار و الاستثمار لدى الفرد الجزائري.
- تظهر كل مؤشرات بورصة الجزائر التي قمنا بدراستها، أنها لا تقوم بدورها المتمثل أساسا في جذب الاستثمارات.
- تركز حجم النشاط الكلي لبورصة الجزائر في سوق الأسهم العادية، وانعدام أي إصدارات في سوق سندات الدين.
- يميل مؤشر بورصة الجزائر (دزائر انداكس) إلى الانخفاض التدريجي في ظل ضعف التداول فيها، وبالتالي عدم قدرتها على توفير السيولة بحيث تعتبر هذه الأخيرة من بين العوامل المحفزة على الاستثمار.
- بلغ وزن مؤشر بورصة الجزائر ضمن المؤشر المركب للصندوق العربي لأسواق رأس المال نسبة 0.01 في المائة وهي النسبة الأضعف من بين البورصات العربية.
- تواجه بورصة الجزائر مجموعة من العراقيل حالت دون وصولها إلى الأهداف التي أنشأت من أجلها، من أهمها المعتقدات الدينية التي تحرم التعامل في السندات.

## الإقتراحات

- التعاون مع هيئات دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصندوق الوطني للاستثمار من اجل إيجاد صيغة تمويلية لهاته المؤسسات عن طريق بورصة الجزائر.
- إنشاء نوافذ حقيقية على مستوى البنوك وحتى مراكز البريد لتعميم الثقافة البورصية لدى المؤسسات والمواطن.
- تحسين هيئات التوظيف الجماعي لتشمل إنشاء صناديق لصغار المدخرين والأفراد وخلق وتطوير أوراق مالية تتناسب إمكانياتهم المالية .
- إدراج الأوراق المالية الإسلامية والتي في نظرنا هي من أهم أسباب عزوف المؤسسات الأسرية والأفراد على توظيف أموالهم ومدخراته في البورصة، بسبب شبه الربا التي تكتنف التعاملات بهاته الاسوق.

### آفاق الدراسة

- الأوراق المالية الإسلامية ودورها في تعبئة الادخار ببورصة الجزائر.
- دور السوق المالي الإسلامي بالجزائر في تمويل صيغ المشاركة.
- الدراسة التطبيقية لدور البورصة في تمويل الاستثمار دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2015-2019.
- سوق الاوراق المالية ودورها في التمويل دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2015-2019.

# قائمة المصادر والمراجع

i. المراجع العربية

الكتب

1. أحمد أبو الروس، "موسوعة الشركات التجارية"، (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2002).
2. أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة"، (دار الكتاب الثقافية للنشر، مصر، 2012).
3. أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر).
4. أحمد صلاح عطية، "محاسبة الإستثمار والتمويل في البنوك التجارية"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003).
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة"، (دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004).
6. أزهرى الطيب الفكي، "أسواق المال"، (دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2017).
7. برايان كويل (ترجمة خالد العمري)، "التمويل المالي للأسهم"، (دار الفاروق للإستثمارات الثقافية، مصر، 2007).
8. جميل أحمد توفيق، "إدارة الأعمال، مدخل وظيفي"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000).
9. حاج سعيد عمر، معراج هوارى، "التمويل التاجيري، المفاهيم والأسس"، (دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013).
10. حسن محمد القاضي، "الإدارة العمالية العامة"، (الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2014).
11. خالد بن سعود الرشود، "العقود المبتكرة للتمويل والإستثمار بالصكوك الإسلامية"، (الإمام للنشر والتوزيع، السعودية، 2013).
12. زويل أمين محمود، "بورصة الأوراق المالية (موقعها من السوق، أحوالها، ومستقبلها)"، (دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، بمصر، 2000).
13. سرمد كوكب الجميل، "المدخل إلى الأسواق المالية"، (دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، العراق، 2015).
14. سعيد توفيق عبيد، "الإستثمار في الأوراق المالية"، (مكتبة عين الشمس، مصر، 1998).
15. سمير محمد عبد العزيز، "التمويل واصلاح الهياكل المالية"، (مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 1998).

16. شريط صلاح الدين، "أصول صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2018).
17. شنطاوي زكريا، سلامة عيسى، "الآثار الإقتصادية لأسواق المالية، من منظور الإقتصاد الإسلامي"، (دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009).
18. ضياء مجيد الموسوي، "البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)"، (مؤسسة شهاب الجامعية للنشر، مصر، 2003).
19. طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، (الحرمين للكمبيوتر، مصر، 1999).
20. الطاوس حمداوي، "الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة حالة الجزائر"، (دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2017).
21. عبد الغفار حنفي، "الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003-2004).
22. عبد الغفار حنفي، وسيمة قرياص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، (مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1999).
23. عبد القادر أحمد محمد الصباغ، "قيد الأوراق المالية في البورصة، دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي"، (المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018).
24. عبد الله بن سلمان الجريش، "تداول الأسهم في الأوراق المالية، دراسة تأصيلية مقارنة"، (دار المنهال للنشر والتوزيع، 2018).
25. عبد المعطي رضا الرشيد، محفوظ أحمد جودة، "إدارة الإئتمان"، (دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999).
26. عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر).
27. عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، (دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008).
28. عصران جلال عصران، "تقييم أداء صناديق الإستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية، مدخل المقارنة"، (دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2010).
29. علاء النجار، حسانين أحمد، "دور سوق الأوراق المالية في التنمية الإقتصادية للدولة"، (دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، كلية الحقوق، جامعة أسيوط، مصر، 2020).

## قائمة المصادر والمراجع

30. علي عباس، "الإدارة المالية"، (إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008).
31. لحسن دردوري، لقليطي الأخضر، "أساسيات المالية العامة"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2018).
32. مبارك بن سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، (كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005).
33. متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم صغير"، (دار الفكر، الأردن، 2010).
34. محروس حسن، "الأسواق المالية والإستثمارات المالية"، (كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 1993).
35. محمد إبراهيم عبد الرحيم، "إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي"، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008).
36. محمد أحمد الجيزاوي، "اسواق الاوراق الماليه"، (كلية إدارة الاعمال، جامعة الملك فيصل، السعودية، 2019).
37. محمد الشحات الجندي، "القرض كأداة للتمويل في الشريعة الإسلامية"، (المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996).
38. محمد الفاتح محمد بشير المغربي، "التمويل والإستثمار في الإسلام"، (الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2018).
39. محمد بن براك الفوزان، "الأحكام العامة للشركات، دراسة مقارنة"، (مكتبة القانون والإقتصاد، السعودية، 2014).
40. محمد ساحل، "التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية"، (مركز الكتاب الاكاديمي، الأردن، 2019).
41. محمد شاهين، "تحليل وتقييم محافظ الاوراق الماليه"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2017).
42. محمد صالح الحناوي وآخرون، "الإدارة المالية، مدخل إنجاز القرارات"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2004).
43. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، (الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2002).
44. محمد عبد الله شاهين محمد، "سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2017).

## قائمة المصادر والمراجع

45. محمد عبد الله شاهين محمد، "محافظ الأوراق المالية"، (دار حميثرا للنشر والترجمة، الجزائر، 2017).
46. محمد عوض عبد الجواد، إبراهيم الشتيقات، "الإستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)"، (دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006).
47. محمد فاتح محمود المغربي، "إدارة المنشآت المالية"، (دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2016).
48. محمد مطر، "إدارة الإستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، الطبعة 2، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 1993).
49. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)"، (دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005).
50. مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، (دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009).
51. منصور الزين، "تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الإقتصادية"، (دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012).
52. منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، (المكتب العربي الحديث، مصر، 2009).
53. منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، (منشأة المعارف، مصر، 2003).
54. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، (توزيع منشأة المعاصر، مصر، 1998).
55. هيثم محمد الزغبى، "الإدارة والتحليل المالي"، (دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000).

### الرسائل الجامعية

#### أ. أطروحة دكتوراه

56. بن عمر بن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012.

57. بن لخضر عيسى، "سياسة تمويل الإستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل تطورات العالمية الراهنة"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد مالي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجبالي الياوس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2019/2018.
58. بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006-2005.
59. رحال إيمان، "تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات تمويل الإقتصاد خلال الفترة 2005-2015"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، قسم العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017/2016.
60. محمد بوشوشة، "تأثير السياسات التمويلية، الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015.
61. مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014.

ب. رسائل الماجستير

62. بن دحان إلياس الأزهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصاد العربي، دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي"، رسالة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد دولي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013/2012.
63. بن عزوز عبد الرحمان، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، رسالة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012-2011.

## قائمة المصادر والمراجع

64. الجوزي غنية، "أهمية إعتدال البورصة كوسيلة تقييم مردودية، المؤسسة وتمويل تطويرها، دراسة حالة مجمع صيدال"، رسالة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011/2012.
65. حليلة عطية، "دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات، دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)"، رسالة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الأوراق المالية والبورصات، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015.
66. خبابة حسان، "دور الخصوصية وبورصة الأوراق المالية في تمويل الإقتصاد، دراسة حالة الإقتصاد الجزائري"، رسالة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004/2005.
67. عبد العزيز ميلودي، "محددات تمويل الإستثمار في البنوك الإسلامية، دراسة قياسية لحالة بنك البركة"، رسالة الماجستير في العلوم الإقتصادية، الإقتصاد الكمي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2007.
68. عبد الله بلعدي، "التمويل برأس مال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة"، رسالة الماجستير، تخصص إقتصاد إسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الإجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2007/2008.
69. محمد محمود منيب نصار وآخرون، "مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية"، رسالة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الدراسات العليا في الإدارة، أكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، 2018.
70. نبيل خليل طه سدور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.

## المجلات

71. امينة بودريوة، "واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل القصاد الوطني"، المجلة العلمية المستقبل الإقتصادي، العدد 7، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2019..

72. براق محمد، فيجل عبد الحميد، "المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية، حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية إستفادة بورصة الجزائر منها"، مجلة المعيار، مجلد 22، العدد 44، كلية أصول الدين، قسنطينة، 2018.
73. بصيري محفوظ، "المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الإقتصادية، دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)"، مجلة المعارف، العدد 21، جامعة البويرة، ديسمبر 2016.
74. بلبقة عبلة، بن حمودة محبوب، مقال بعنوان "القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مجلة دراسات في الإقتصاد والتجارة المالية، المجلد 8، العدد 1، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، 2019.
75. بن دكاس زهير، "واقع بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ومتطلبات تفعيلها"، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 5، العدد 1، جامعة سطيف، الجزائر، ديسمبر 2008.
76. بوكساني رشيد، "محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أداءها"، مجلة مراجعة الإصلاحات الإقتصادية والتكامل في الإقتصاد العالمي، العدد 4، جامعة بومرداس، 2008.
77. ريم حيدر، "سلطة ضبط سوق القيم المنقول الجزائري"، مجلة الإجتهد القضائي، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
78. ريمة بلفيطح، "إختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر، تحليل سلوك المؤشر Dzair Index للفترة 2008-2015"، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017.
79. الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، "بورصة الجزائر رهانات وتحديات التنمية الإقتصادية"، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، العدد 34، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2013.
80. الشيخ الداوي، "تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 7، 2009-2010.
81. طارق خاطر، بلقاسمي سمية، "تحليل نشاط بورصة الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، جهود الإصلاح وأهم المعوقات"، مجلة الإقتصاد الصناعي، العدد 11، جامعة باتنة، ديسمبر.

## قائمة المصادر والمراجع

82. عبد الجابر السبهاني، "الأسهم والتسهيم الأهداف والمآلات" المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، العدد 2، المجلد 5، 02 ديسمبر 2008.
83. عبد الوهاب شمام، عمار زودة، "الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور"، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 4.
84. عمار زيتوني، "مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة التمويل البنكي"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 9، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، مارس 2006.
85. فراس كريم شيعان، "سندات القرض، دراسة مقارنة"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل، العراق، العدد 1، 2008.
86. كروش نور الدين، "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر"، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قيم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 11، جانفي 2014.
87. محفوظ جبار، "أداء بورصة الجزائر، الواقع والآفاق"، مجلة علوم الإقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 7، جامعة سطيف، الجزائر، 25 جوان 2005.
88. محمد زرقون، "العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية، دراسة حالة مؤسسات إقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر"، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة ورقلة، 2012.
89. مروشي يوسف، سلماني عادل، "واقع التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية مع الإشارة لحالة شركة أليانس" مجلة إدارة الأعمال والدراسات الإقتصادية، العدد 1، المجلد 6، جامعة الجلفة، الجزائر، 29/06/2020.
90. مروشي يوسف، سلماني عادل، "واقع التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية مع الإشارة لحالة شركة أليانس"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الإقتصادية، العدد 1، المجلد 6، جامعة الجلفة، الجزائر، 2020.
91. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة نواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.

92. مفلح حسيبة، خالدي وهيبة، "تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2017"، مجلة علوم الإقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 1، المجلد 22، جامعة الجزائر 3، 2019.
93. مفلح حسيبة، خالقي وهيبة، "تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2017"، مجلة علوم الإقتصاد والتجارة، المجلد 22، العدد 1، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2019.
94. نسرین معياش، "إشكالية تطوير بورصة القيم، دراسة مقارنة للمعوقات الإقتصادية والغير الإقتصادية"، مجلة التواصل في الإقتصاد والإدارة والقانون، المجلد 24، العدد 2، جامعة قالمة، أكتوبر 2018.
95. نوال بن لكحل، "واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويرها"، مجلة الإقتصاد الجديد، العدد 6، المجلد 11، جامعة خميس مليانة.
96. يوسف مسعداوي، "كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد 42، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، 2014.

#### الملتقيات والمحاضرات والندوات

97. رزيق كمال، بن عمو سمير، "تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخصخصة"، الملتقى الوطني الثاني بعنوان "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الإقتصاد الجزائري"، الجزائر، البليدة، يومي 24-25 أفريل 2007.
98. محمد عدنان بن ضيف، عبير مزغيش، "الإستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق"، الملتقى الدولي الثالث عشر تحت عنوان: "الضمانات القانونية للإستثمار في الدول المغاربية"، يومي 22-23 فيفري 2016، بسكرة، الجزائر.

#### المراسيم

99. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية رقم 34، المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 23 مايو سنة 1993، المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.
100. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التنفيذي رقم 93-08، المؤرخ في 1993/04/25.

### الأنظمة

101. النظام رقم 01-12 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المؤرخ في 12 جانفي 2012، جريدة رسمية، عدد 41، الصادر في 15 جويلية 2012.

### الأوامر

102. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 59-75، المؤرخ في 26/09/1975 الذي يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، الصادر في 2007.

### التقارير

103. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، "التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، 2010.

104. تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2010.

105. التقرير السنوي لتسيير بورصة الجزائر 2017.

106. التقرير السنوي لتسيير البورصة في الجزائر 2012

### المواد

107. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة 14 من الأمر 96-08 المؤرخ في 10/01/1996، الجريدة الرسمية، العدد 03، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

108. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة، 596 من الأمر رقم 59-75، المؤرخ في 29/09/1975.

109. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة 36 من الأمر 95-22 المتضمن خوصصة المؤسسات العمومية.

110. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المادة 7 من الأمر 95-22، الصادر في 26/08/1995، الجريدة الرسمية العدد 48، المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية.

المواقع الإلكترونية

111. Algérie Presse Services, Site web : <http://www.aps.dz/ar/economie/89262-2020-07-07-12-29-55>
112. بورصة الجزائر، الموقع الإلكتروني: <http://www.sgbv.dz/ar>
113. صندوق النقد العربي، الموقع الإلكتروني: <http://www.amf.org-ae>
114. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني: <https://www.cosob.org/ar/presentation-et-organigramme>
115. الموقع الإلكتروني : <http://www.ase.com.io/ar/print/pdf/node/79>
116. البيانات السنوية للبنك الدولي، الموقع الإلكتروني: <http://Data.albankaldawli.org/contry/algeria?view=chart>

ii. المراجع الأجنبية

117. Caroline Banton, ‘**Equity Financing**’, Investopedia Academy, 2020.
118. Charles P.Jones, ‘**Investment analysis and management**’, John milg et Soms iuc, New york, 1996.
119. Commission d’organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), ‘**Guide de l’investisseur**, Novembre 1997.
120. J-L,Baillyet, G.C aire, ‘**Economie monétaire et financière**’, Collection Grand amphi, 2eme Edition, Italy, 2006.
121. Paul-Jacques l’ehmam, ‘**Bourse et marches financiers, DU.U.OD**’, 2eme Edition, Paris,2005.
122. Philippe Gillet, ‘**L’efficacité des marchés financières**’, economica, Paris, 1999.

الملاحق

## الملاحق

### الملحق 1 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2015 حسب تقرير صندوق النقد العربي

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2015 الربع الرابع Q4	2015 الربع الثالث Q3	2014 الربع الرابع Q4	
عدد الشركات المدرجة	58	58	58	58	58	58	سوق الخرطوم للأوراق المالية
القيمة السوقية	10,577.99	10,587.88	10,645.22	10,577.99	10,566.88	10,788.34	بالجنبيه السوداني (مليون) *
	1,641.02	1,642.55	1,651.45	1,641.02	1,825.43	1,876.62	بالدولار الأمريكي (مليون)
أحجم التداول	506.11	506.44	507.33	1,519.88	1,524.66	1,544.00	بالجنبيه السوداني (مليون)
	78.52	78.57	78.70	235.79	263.39	268.58	بالدولار الأمريكي (مليون)
	10.12	10.28	10.35	30.75	30.48	34.47	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
	20	21	19	60	61	62	عدد ايام التداول
	3.93	3.74	4.14	3.93	4.32	4.33	متوسط التداول اليومي
	4.78	4.78	4.77	14.37	14.43	14.31	محل دوران السهم (%)
الاصدارات الأولية							عدد الاصدارات
							قيمة الاصدارات (مليون دولار)
المؤشرات المحلية	2,688.91	2,721.55	2,745.33	2,688.91	2,739.33	2,775.33	مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية
	(1.20)	(0.87)	0.219	-1.841	-0.793	2.210	نسبة التغير في المؤشر (%)
							مضاعف السعر الى العائد
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة النظرية الربع (%)
مؤشر صندوق النقد العربي	21	21	21	21	21	21	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
	1,402.76	1,433.27	1,494.28	1,402.76	1,443.13	1,487.36	القيمة السوقية (مليون دولار)
	112.47	114.92	119.81	112.47	115.71	119.25	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
	(2.13)	-4.08	3.54	-2.80	-1.50	3.89	التغير في مؤشر الأسعار (%)
أسعار الصرف	6.45	6.45	6.45	6.45	5.79	5.75	أسعار الصرف في نهاية الفترة
	0.00	0.00	-11.35	-11.35	-0.69	4.84	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

## الملاحق

الملحق 1 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2016 حسب تقرير صندوق النقد العربي

	2016			2015			
ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع		
Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4		
							عدد الشركات المدرجة
48	48	48	48	49	49		سوق فلسطين للأوراق المالية
							القيمة السوقية
2,398.4	2,365.2	2,348.2	2,398.4	2,344.9	2,364.0		بالدينار الأردني (مليون)
3,387.1	3,340.2	3,316.2	3,387.1	3,307.8	3,334.3		بالدولار الأمريكي (مليون)
							أحجام التداول
24.8	13.6	25.4	63.7	68.5	83.1		بالدينار الأردني (مليون)
35.0	19.2	35.9	90.0	96.7	117.2		بالدولار الأمريكي (مليون)
7.4	8.8	26.2	42.4	55.8	4,661.3		عدد الأسهم المتداولة (مليون)
19	21	21	61	57	63		عدد أيام التداول
1.8	0.9	1.7	1.5	1.7	1.9		متوسط التداول اليومي
1.0	0.6	1.1	2.7	2.9	3.5		معدل دوران السهم (%)
							الإصدارات الأولية
-	-	-	-	-	-		عدد الإصدارات
-	-	-	-	-	-		قيمة الإصدارات (مليون دولار)
							المؤشرات المحلية
530.2	522.7	518.9	530.2	518.6	532.0		مؤشر القنس
1.43	0.73	0.06	2.23	2.94	9.76		نسبة للتغير في المؤشر (%)
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		مضاعف السعر إلى العائد
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		الربع (%)
							مؤشر صندوق النقد العربي
21	21	21	21	21	21		عدد الشركات المدرجة في المؤشر
1,871.6	1,842.9	1,815.5	1,871.6	1,799.9	1,812.7		القيمة السوقية (مليون دولار)
186.92	184.05	181.32	186.92	179.76	181.04		مؤشر الأسعار ديسمبر 2004=100
1.56	1.51	0.86	3.98	3.97	8.52		التغير في مؤشر الأسعار (%)
							أسعار الصرف
0.7081	0.7081	0.7081	0.7081	0.7089	0.7090		أسعار الصرف في نهاية الفترة
0.0000	0.0000	0.1129	0.1129	-0.1130	-0.1130		نسبة للتغير في أسعار الصرف (%)

## الملاحق

الملحق 2 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2017 حسب تقرير صندوق النقد العربي

ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	2017 الربع الرابع	2017 الربع الثالث	2016 الربع الرابع	
Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
						عدد الشركات المدرجة بورصة الجزائر
2	2	2	2	2	2	
						القيمة السوقية
9,698	9,700	9,659	9,698	9,710	9,716	بالدينار الجزائري (مليون)
84.6	84.8	84.0	84.6	85.9	88.0	بالدولار الأمريكي (مليون)
						أحجام التداول
6,090	5,980	6,100	18,170	18,229	22,440	بالدينار الجزائري (الف)
53.1	52.3	53.0	158.5	161.2	203.3	بالدولار الأمريكي (الف)
29.0	28.2	28.8	86.0	92.9	121.6	عدد الأسهم المتداولة (الف)
8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
6.64	6.54	6.63	6.60	6.72	8.47	متوسط التداول اليومي (الف)
0.06	0.06	0.06	0.19	0.19	0.23	معدل دوران السهم (%)
						الاصدارات الأولية
-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
						المؤشرات المحلية
-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف لسعر الى العائد
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف لسعر الى القيمة النظرية
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربع (%)
						مؤشر صندوق النقد العربي
2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
84.6	84.8	84.0	84.6	85.9	88.0	القيمة السوقية (مليون دولار)
61.9	62.1	61.7	61.9	62.8	64.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
-0.3	0.6	-1.7	-1.4	-4.3	-0.7	التغير في مؤشر الأسعار (%)
						أسعار الصرف
114.7	114.4	115.0	114.7	113.1	110.4	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-0.2	0.5	-1.7	-1.4	-4.4	-0.7	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

## الملاحق

### الملحق 3 يمثل: أداء بورصة الجزائر سنة 2018 حسب تقرير صندوق النقد العربي

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	2018 الربع الرابع Q4	2018 الربع الثالث Q3	2017 الربع الرابع Q4	
عدد الشركات المدرجة سوق قسطين للأوراق المالية	48	48	48	48	48	48	
القيمة لسوقية							
بالدينار الجزائري (مليون)	2,642.6	2,637.6	2,623.4	2,642.6	2,631.2	2,757.2	
بالدولار الأمريكي (مليون)	3,724.5	3,717.5	3,697.6	3,724.5	3,708.6	3,891.0	
أحجام التداول							
بالدينار الجزائري (مليون)	12.6	7.1	9.2	28.9	49.2	96.7	
بالدولار الأمريكي (مليون)	17.7	10.0	13.0	40.7	69.4	136.5	
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	8.0	8.4	8.2	24.7	40.9	79.2	
عدد أيام التداول	21	19	22	62	61	63	
متوسط التداول اليومي	0.8	0.5	0.6	0.7	1.1	2.2	
معدل دوران السهم (%)	0.5	0.3	0.4	1.1	1.9	3.5	
الاصدارات الأولية							
عدد الاصدارات	-	-	-	-	-	-	
قيمة الاصدارات (مليون دولار)	-	-	-	-	-	-	
المؤشرات المحلية							
مؤشر القدس	529.4	527.1	522.8	529.4	528.8	574.6	
نسبة التغير في المؤشر (%)	0.42	0.82	-1.13	0.10	-2.19	1.19	
مضاعف السعر الى العائد	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
مضاعف السعر الى القيمة الدفترية	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
الربح (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
مؤشر صندوق النقد العربي							
عدد الشركات المدرجة في المؤشر	21	21	21	21	21	21	
القيمة السوقية (مليون دولار)	1,958.7	1,889.4	1,892.9	1,958.7	1,956.1	2,098.7	
مؤشر الأسعار ديسمبر 2004=100	195.6	188.7	189.1	195.6	195.4	209.6	
التغير في مؤشر الأسعار (%)	3.67	-0.18	-3.23	0.13	-3.22	3.42	
أسعار الصرف							
أسعار الصرف في نهاية الفترة	0.7095	0.7095	0.7095	0.7095	0.7095	0.7086	
نسبة التغير في أسعار الصرف (%)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

## الملاحق

الملحق 4 يمثل: مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم ونسب تغير بعض المؤشرات الأسواق الدولية (%)

### مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم

ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)

### AMF Indices and other Market Indices (% change)

الربع الرابع 2019      الربع الرابع 2019

الربع الثالث 2019      الربع الرابع 2018

Market			السوق
Abu Dhabi	5.41	0.23	ابوظبي
Jordan	-5.80	-2.72	الاردن
Bahrain	16.88	3.92	البحرين
Saudi	6.49	2.41	السعودية
Kuwait	12.48	1.14	الكويت
Morocco	4.96	5.00	المغرب
Algeria	9.79	8.29	الجزائر
Tunis	-6.94	-3.31	تونس
Dubai	8.85	-0.85	دبي
Syria	-6.21	1.20	سوريا
Sudan	22.41	7.58	السودان
Palestine	-0.72	1.33	فلسطين
Oman	-8.19	2.57	عمان
Qatar	1.15	1.80	قطر
Lebanon	-19.31	-3.80	لبنان
Egypt	9.26	-2.64	مصر
AMF Index	17.90	2.14	المؤشر المركب
Nikkei	18.11	8.61	نيكاي
CAC 40	26.21	5.16	كاك 40
S&P 500	28.89	8.48	ستاندرد و بورز
FT-SE 100	7.43	1.28	فوتسي