

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف للمسييلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الإقتصاديات النامية

يومي 05/04 فيفري 2019

الأستاذ: نبيل حليمي

جامعة غرداية

الأستاذ: رشيد حفصي

جامعة قاصدي مرباح ورقلة

Rachid83h@gmail.com haliminabil72@gmail.com

مداخلة بعنوان:

دور السوق المالي في تمويل النمو الإقتصادي بالجزائر

المحور الأول: أهمية النظام المالي في الإقتصاديات الوطنية

- التمويل المباشر للإقتصاد الوطني من خلال الأسواق المالية

مقدمة:

تكتسي الأسواق المالية دورا بالغا الأهمية إذ تؤثر على النمو الإقتصادي في الدولة، ومن ثم على المؤسسات الإقتصادية، من خلال توفير السيولة النقدية للعديد من الإستثمارات التي تحتاج إلى رأس المال طويل الأجل، مما يتيح للمؤسسات التنوع في مصادر التمويل عوض الإكتفاء بالتمويل البنكي فقط، من أجل هذا كله كانت البورصة محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة، وتعتبر كذلك البورصة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة فالأسواق المالية عامة، والبورصة خاصة تمثل القناة التي تنساب فيها الأموال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد و قطاعات أخرى ، فهي جهاز تمويلي تقوم بدور رئيسي في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في مختلف القيم و الأدوات المالية..الخ. وفي ضمن هذا السياق نشأت الحاجة إلى إنشاء مؤسسات تخصص في عملية التمويل، وتسمح بتدخل وسطاء ماليين للتوفيق بين الطالبين و العارضين بصفة عامة. وباعتبار البورصة جزء من السوق المالي، فإن الكفاءة في البورصة تعتبر من أهم الجوانب الرئيسية لدراسة نشاط هذه السوق ، والذي ينطوي في مضمونه على التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة مما يستدل به على فعالية النشاط داخل البورصة من حيث حجم المعاملات، تسعير الأوراق المالية وتحقيق الأرباح.

وبناء على ما سبق تتجسد معالم إشكاليتنا في السؤال الرئيسي التالي: **ما هو دور البورصة في**

تمويل اقتصاديات الدول؟

وبندرج تحت هذه الإشكالية أسئلة فرعية التالية:

- ما المقصود ببورصة القيم المتداولة ؟
- ما هي القيم والأدوات المتداولة داخل البورصة ؟ ومن هم المتدخلون في النشاط المالي ؟
- ما هو واقع أداء بورصة الجزائر ؟

1- مفهوم الأسواق المالية:

وردت العديد من التعاريف لمفهوم الأسواق المالية إلى أن الكثير منها يشترك في نقاط معينة متعلقة بالدور الذي تقوم به هذه الأخيرة في الإقتصاد، ومن جملة التعاريف المقدمة نجد التعريف الذي قدمه الكاتب هوشيار معروف بأن "السوق المالية هي وسيلة ينتقي فيها شرط المكان، ينتقي خلالها المشترون، البائعون، الوسطاء، المتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الإهتمامات المادية أوالمهنية بالأدوات

الرأسمالية والنقدية بغرض تداول، توثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية، المالية والنقدية...) لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً ودولياً.¹

وتعرف السوق المالية بأنها: "عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.² وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أنه وجودها يكون افتراضياً".³

فمن خلال هذا التعريفين يتضح أن الأسواق المالية تضم نوعين من الأسواق هما أسواق رأس المال وسوق النقد على خلاف ما يعتقد بعض الباحثين والدارسين الذين يحصرّون مفهوم الأسواق المالية فقط في مفهوم سوق رأس المال وهو المفهوم الضيق لسوق المال والذي يختص فقط في تمويل طويل الأجل. يرى العديد من الباحثين أن نشأة البورصة لها جذور تاريخية كبيرة فقد كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم، كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ "بندر التاجر" وتمويلها والاتفاق لأجل عليها.⁴

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Amer في بلجيكا عام 1460 وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 أول نشر لتسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة Lyon بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1549 - 1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بورجو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1608 وفي بال عام 1683 وفي فيينا عام 1762 أمّ في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظراً لحجم التبادلات اليومية. و في نفس السياق تجدر الإشارة إلى أنه في القرن السابع عشر ميلادي قام العاملون في البستنة في هولندا بإبرام عقود آجلة بغية تغطية مخاطر انخفاض الأسعار.

2- أنواع الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأسواق المالية من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها سواء من حيث نوع الأدوات، كيفية الإصدار، تواريخ الإستحقاق... الخ، ويمكن أن نميز تبعاً لذلك الأنواع الأتية:⁵

¹ هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2003، ص58.

² حيان سلمان، "قراءة في سوق الأوراق المالية السورية". الاقتصادية، 17 أيار، 2009، ص17.

³ Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson. **Financial Management and Analysis**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2003.

⁴ شمعون شمعون: البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999، ص 23.

⁵ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، القاهرة، 2005، ص 7.

1- حسب الإصدار:

يمكن تمييز الأسواق المالية تبعاً لنوع الإصدار والمساهمة المباشرة في الإستثمار أو في التداول إلى:

أ- الأسواق المالية الأولية: Primary Markets

يتم في هذه الأسواق إصدار أوراق مالية لأول مرة من قبل المؤسسات من أجل تمويل مشروعاتها وقد تكون صادرة عن الشركات الخاصة أو العامة أو المختلطة، وكذا عن الدوائر والمصالح الحكومية التي تتوسط فيها البنوك المختلفة والشركات التجارية ومكاتب الوسطاء، وغالباً ما تتم خلف الأبواب المغلقة. وتعكس الأسواق المالية الأولية بصفة عامة كلا من:

- المناخ الإستثماري السائد في البلد؛
- النظام السوقي المعتمد؛
- واقع التغييرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للإستثمارات؛
- تطور الإستثمارات في الإقتصاد المعني.

يتم التعامل في هذه الأسواق عادة مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية بإحدى الطرق التالية:

- المزاد المفتوح حيث يرفع المستثمرون الأسعار، وهو الأسلوب الذي تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية، حيث يتم تقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراءها، وسعر الشراء ثم يتم المفاضلة بين هذه العطاءات.
- الإكتتاب بواسطة المصارف الإستثمارية أو المؤسسات الكبيرة التي تشتري هذا الأدوات، أي عن طريق جهة متخصصة يطلق عليها بنك الاستثمار والذي عادة ما يكون بنكاً تجارياً أو مؤسسة مالية متخصصة تلعب دور الوسيط بين الجهة المصدرة للأوراق المالية وجمهور المستثمرين.
- الإكتتاب العام الذي يقوم من خلاله المستثمرون الكبار بشراء الأدوات مباشرة أو من خلال المصارف والشركات وذلك مقابل عمولة محددة قانوناً.⁶

ب- الأسواق المالية الثانوية: Secondary Markets

يجري في هذا النوع من الأسواق تداول الأدوات المالية بين المتعاملين في هذا السوق ويتحقق فيها نقل الملكية من شخص لآخر ومن ثم فهي لا تضيف أي رأس مال لشركة عكس السوق الأولي الذي يمثل إصداره الإضافة الحقيقية لأصول هذه المؤسسات، ولكن هذا لا ينفي الدور الكبير الذي تقوم به هذا النوع من الإستثمارات خلال شراء وتخلي عن هذا الإستثمار عند تفضيل السيولة بالنسبة للمستثمرين، أما فيما يتعلق بالمؤسسات فهي وسيلة جد مهمة لتقييم نشاط المؤسسة الذي ينعكس بصفة مباشرة على حركة تداول أدواتها.

⁶ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 60.

ويمكن أن تتأثر عملية التداول بعدة عوامل؛ منها ما تعلق بعوامل سياسية وإجتماعية متعلقة بمستوى الإستقرار السياسي وعدم تدخل الحكومة في سير الأسواق المالية، وكذا وضعية ميزان مدفوعات الدولة الذي ينعكس بصفة مباشرة على أسعار الصرف، أسعار الفائدة وأسعار المستهلك، عرض النقد الذي يسهم في تأثير على الإصدارات الجديدة من خلال مستوى التضخم حيث كلما كان مستوى التضخم أكبر كلما كانت سعر الورقة المالية أعلى مما يحد من عملية التداول في السوق الثانوي.

1-1-2- حسب فترات التعاقد:

تبعاً لفترات التعاقد والإنجاز يمكن التمييز بين السوقين التاليين:⁷

أ- الأسواق المالية الحاضرة:

يتم في هذه السوق عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وعقد الصفقات لتنفيذ عادة بشكل فوري، فهي مقارنة بنظيرتها تتسم بنوع من التأكد اليومي لإجراء المعاملة حالا وذلك بغض النظر عن التقلبات التي تشهدها هذه الأسواق التي تعكس دوما الظروف الحالية أو الظروف الممتدة لفترات سابقة، وهي تضم في العادة أوراق مالية طويلة الأجل حيث تمثل محور النشاط الإستثماري في الأسواق الحالية غير أن هذا لا ينفي كذلك الصفقات النقدية قصيرة الأجل كشهادات الإيداع والقبولات المصرفية والتي تعد غالبا نشاطات مضاربية والتي تغذي الأسواق المعنية بالسيولة الضرورية.

ومما لاشك فيه أن هذا التقسيم لا يعني بالضرورة عدم وجود حالات إستثنائية تجعل من الأدوات المالية طويلة الأجل أدوات مالية قصيرة الأجل حيث تصبح قابلة للإستدعاء وتتوقف فترة الإحتفاظ بها لدى المستثمر على أوقات الإستدعاء وشروط التعاقد.

ب- الأسواق المالية المستقبلية:

يطلق عليها أيضا بالسوق المشتقات المالية، وقد جاءت هذه التسمية بناء على أن هذه الأخيرة تشتق أسعارها انطلاقاً من أسعار الأدوات المالية الأصلية ونجد في هذا الصدد عدة أنواع معروفة منها: عقود الخيارات، المبادلات (حقوق المتبادلة)، عقود المستقبل، المقايضات وسنتطرق بالتفصيل لهذه الأدوات في فصول متقدمة من هذه المحاضرات.

1-1-3- حسب تاريخ الإستحقاق:

يعتبر هذا التصنيف هو الأكثر شيوعاً في الأوساط المالية والباحثين، لذلك يمكن تصنيف الأسواق المالية تبعاً لنوع الأدوات وفترات استثمارها إلى:

أ- سوق رأس المال: Capital Markets

⁷ عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي الخامس حول إقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 25-27/04/2005، ص 4.

وتسمى سوق الأوراق المالية في بعض الدول أو البورصة، وتعرف بأنها سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح، وتختص هذه السوق بالتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل والتي يتم التعامل بها في الأسواق الحاضرة والأجلة.

ب- الأسواق النقدية: Monetary Markets

تختص هذه السوق على عكس سابقتها بالتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز فترات إستثمارها غالبا سنة واحدة، فهي سهلة التحول إلى سيولة، فهي تعتبر أسواق مفتوحة وتنافسية. ونظرا للخصائص التي تمتاز بها نتيجة قصر فترات الإستثمار فهي تعتبر أكثر أمانا للمستثمرين، ومن أهم الأدوات المستعملة في هذه الأسواق نجد أدوات الخزانة، أوراق التجارية، ودائع قابلة للتداول، قبولات مصرفية... الخ.

وتتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبيرة تقدر قيمتها بملايين دولارات بسبب عدد المتعاملين في هذه السوق الذي يكون كبيرا، ونتيجة لوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين تعد الأسواق النقدية أسواق عميقة Deep Markets ونظرا لتحول أدواتها السريع إلى السيولة فإنها تعتبر أسواق سائلة Liquid Markets.

1-1-4- حسب نظامية السوق:

فيما يتعلق بهذا النوع من التصنيفات المحدد الرئيسي لهذه الأسواق هي مدى وجود أو عدم وجود هيئة متخصصة تسهر على حسن سير هذه الأسواق، لذلك تجرى المعاملات المالية والنقدية في نوعين رئيسيين من الأسواق هما:⁸

أ- أسواق نظامية: Systematic Markets

فيما يتعلق بهذا النوع من الأسواق، فإن جميع المعاملات تتم تحت إدارة هيئة متخصصة تتولى الإشراف على جميع العمليات وتقوم بسن مجموعة من القواعد، الأنظمة، الأساليب والإجراءات التي يتم من خلالها تسيير عملياتها ونشاطاتها داخل هذه الأسواق وتكون هي في العادة البورصات الرئيسية لهذه الدول المتضمنة لمؤشر الرئيسي، والشرط الأساسي التي تمتاز به هذا النوع من المؤسسات هو وجود مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأدوات سواء كانت إصدارات جديدة أو قديمة.

ب- أسواق غير نظامية: Systematic Markets Non

⁸ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، دار الكتب العربية، القاهرة، 1993، ص 48.

هي أسواق مالية لا تخضع للمحددات والأساليب والتنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية لذلك غالبا ما تدعى بـ (OTC) وهي الأحرف الأولى لكلمات Over-The Counter ، ومن ثم فأن الإجراءات لا تجري وفق تشريعات البورصة الرسمية غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب إلزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة وتخضع في النهاية للرقابة الرسمية من قبل الدولة. وتظهر هذه الأسواق على أطراف الأسواق النظامية، حيث أن المتاجرين والمتعاملين في هذه السوق يتعاملون بصفة مباشرة عند الأسعار المعلنة والمتفاوضة عليها مباشرة بين المستثمرين والمتاجرين والتي لم تسجل في داخل البورصة الرسمية بسبب أن هذه الأوراق موضع التعامل في هذه السوق لم تستوفي متطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية، وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية.⁹

1-1-5- حسب محلية السوق:

في هذا الصنف من الأسواق يكون المحدد الأساسي هو طريقة تداول الورقة المالية إن كانت متاحة للتداول في السوق المحلية أو الدولية من جهة أو حتى في السوق المحلية ويمكن شراؤها من الأجنبي وهنا يوجد صنفين من الأسواق:

أ- أسواق محلية:

وهي تلك السوق يتم تداول أوراق محلية صادرة من مؤسسات داخل الدولة ويتم شراؤها من قبل المتعاملين داخل الدولة، وغالبا ما تكون تأثير التقلبات التي تحدث في هذه الأسواق قصير الأجل ومحلية المدى.

ب- أسواق دولية:

تكون هذه السوق في البلدان التي تتسم بأنظمة مالية متكاملة حيث تضم مجموعة متناسقة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والأنظمة التي يجري من خلالها تبادل الأسهم والسندات والأدوات الإستثمارية الأخرى، وتمتاز هذه الأسواق بتحملها لتكاليف إضافية متعلقة باختلاف القوانين والأنظمة السارية في كل بلد، وتخضع كافة معاملاتها لعلاقات شفافة ولرقابة إدارية ومالية معمقة مما يعزز من ثقة المقيمين وغير المقيمين في الدولة ومن أشهر هذه الأسواق نجد سوق نيويورك، سوق لندن، طوكيو... الخ.

1-1-6- حسب البيئة والزمان:

قام بعض الباحثين والمهتمين ونتيجة لتطورات التي عرفتها الساحة المالية بإضافة تصنيف آخر يعتمد على في تصنيفه لهذه السوق على عاملي البيئة والزمان من خلال الحيز المكاني والزمني للتداول لذلك تصنف تبعا لذلك إلى مايلي:

أ- أسواق القاعات:

⁹محروس حسن، مرجع سابق، ص 48.

يكون في هذا السوق قاعة مخصصة للتداول بحيث يتم التلاقي المباشر بين المستثمرين والبائعين وتكون بوجود وسيط أو عدمه وتحت إشراف هيئة متخصصة تسهر على السير الحسن لهاته المعاملات.

ب- أسواق التبادل الإلكتروني:

تتم هذه المعاملات من خلال نظام الكتروني يستطيع من خلاله المتعاملون إدخال طلبات الشراء والبيع عن طريق وسطاء معتمدين من قبل هيئة السوق المالي، وبالتالي لا يشترط حضور المتعامل للسوق بصفة شخصية.

3- أهمية الأسواق المالية وعوامل نجاحها:

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وبرغم من تناول العديد من الباحثين لوظائف الأساسية للبورصة إلا أنها وظائفها تبقى متنوعة و متعددة يمكن تلخيصها فيما يلي:

1 - تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية:

تؤدي تنمية الإدخار إلى توجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي من خلال جذب المدخرين الصغار الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، فيلجأون إلى الوسطاء الماليين الذين يتمثل دورهم في قيام بعملية البيع والشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير.¹⁰

2 - توفير فرص إستثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر:

وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جهة، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها من جهة أخرى، فالبورصة تقوم بإصدار نشرة خاصة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم من خلال مدرجة التعامل التي تبين حركة الأسعار، مساعدة المؤسسات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.

3 - تُعبر البورصة عن الحالة الإقتصادية للدولة:

تساعد البورصة في تحديد الإحتياجات العامة لعملية التنبؤ، فهي تعتبر مركز الذي يتم فيه تجميع مختلف التذبذبات الحاصلة في إقتصاد الدولة، حيث أن حجم المعاملات يدل على أهمية الأموال السائلة المتداولة، وتنبئ كذلك الأسعار عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة و ذلك من خلال جداول الأسعار التي تتم عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لاشك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر في الأوراق المالية.

4 - المساهمة في دعم الإئتمان الداخلي والخارجي:

تعد عمليات البيع والشراء التي تتم على مستوى البورصة مظهرا من مظاهر الإئتمان الداخلي من خلال المساهمة في تمويل خطط التنمية، و ذلك بطرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، وهذا ما ينتج

¹⁰ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 54.

عنه إزدياد إلتجاء الحكومات إلى إقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية.

5 - تعتبر البورصة هيئة رقابة خارجية ذات موضوعية، حيث تساهم في مراقبة أداء المؤسسات من خلال إعتقاد على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية يعتبر مؤشر جيد للأداء.

6 - تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات أكثر ربحية في الإقتصاد، وهو ما يصاحبه نمو وإزدهار إقتصادي، و هذا لا يتم إلا بتوافر مجموعة من الشروط أهمها: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، الأمان.

7 - إضفاء المزيد من الشفافية في المناخ الإستثماري من خلال إلتزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في داخل الأسواق من قبل هيئة السوق مما يعطي أمان إضافي للمتعاملين في هاته الأسواق.

أما فيما يتعلق بعوامل نجاح الأسواق المالية فيمكن تلخيصها فيما يلي:

- زيادة التوعية بدور الأسواق المالية في الإقتصاد الوطني؛
- تنشيط سوق السندات في الأسواق خاصة العربية؛
- زيادة عمق السوق من خلال تشجيع الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها وكذلك تشجيع الشركات الخاصة على التحول الى شركات مساهمة عامة، والتشجيع على قيام عمليات الخصخصة عن طريق الأسواق المالية؛
- التركيز على موضوع الشفافية والإفصاح بالنسبة للأوراق المالية المدرجة والمتداولة في الأسواق؛
- استكمال الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية العربية؛
- توفير الحماية للمتعاملين بالأوراق المالية؛
- إنشاء أسواق مالية في الدول التي ليس لديها أسواق مالية؛

4- أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة:

لما كانت البورصة عبارة عن سوق فإنها بالضرورة ستحتاج إلى أدوات للتعامل بها وقد سميت هذه الأدوات بالأوراق المالية، وتعرف هذه الأخيرة بأنها: " تمثيل قانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً." ¹¹ فهذه الورقة المالية تعتبر صكاً وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين بين حقوق ومطالب المستثمر، وبناء على ما سبق تتمثل الأدوات المالية المتعامل بها في السوق المالي في مايلي:

أ - الأسهم: Stocks

¹¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، دون سنة نشر، ص 5.

يعرف السهم العادي على أنه " وثيقة مالية تصدرها شركة مساهمة ما بقيمة إسمية معينة ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طريق الإكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، بحيث تخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.¹²

وعلى الرغم من أن القيمة الإسمية للسهم يحددها العقد التأسيسي إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال تجزئة قيمة السهم الواحد مع الإبقاء على الرأس المال الأساسي للمؤسسة دون تغيير مما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم المؤسسة وزيادة قاعدة الملكية وتسمى هذه الطريقة بإشتقاق الأسهم Stock Splits، ويقابل ذلك دمج الأسهم Stock Consolidation حيث ترفع القيمة الإسمية لكل سهم إلى الضعف مع بقاء الرأس المال الإسمي دون تغيير. ويتم التعامل بهذه الأسهم في السوق من خلال الإكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية في مرحلة أولى ثم تداولها بيعا وشراء في السوق الثانوية.

وتتمتاز الأسهم عن غيرها بمجموعة من الخصائص أهمها:

- ❖ حق الملكية حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات المؤسسة بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة؛
- ❖ يمتلك أصحاب الأسهم العادية الأولية في الأسهم الجديدة عند إصدارها والإكتتاب فيها ويتم ذلك غالبا من خلال تحويل جزء من الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى الأسهم التي بحوزتهم؛
- ❖ يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات المؤسسة وإجراءاتها الإدارية؛
- ❖ تتسم أسهم المؤسسات بمرونة عالية من حيث ملكية فقد يتم إصدارها وتسجل عليها أسماء مالكيها أو لأمر أي شخص أو تصدر حرة من حيث الملكية.

ب - الأسهم الممتازة: Preferred Stock

يمثل السهم الممتاز سند ملكية في المؤسسة شأنه في ذلك شأن السهم العادي، فالسهم الممتاز ليس له تاريخ إستحقاق ولكن من الممكن أن ينص العقد على إستدعائه في توقيت لاحق فهو يشبه إلى حد بعيد السندات في الحصول على العوائد المنتظمة في حال قررت المؤسسة توزيع الأرباح وله الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، ولكنها أقل ضمانا من أصحاب السندات، كما لا يحق لحاملي هذا النوع من الأسهم المشاركة في التصويت أو المشاركة في مجلس الإدارة أو التدخل في القرارات الإدارية المختلفة.

¹² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 92.

غير أن لحملة الأسهم الممتازة جملة من الحقوق أهمها:¹³

- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية، وذلك عندما يجد أصحابها أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عاليا نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها؛
- حق التراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم إستلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم.

هناك مجموعة من الأسباب التي أدت بالمؤسسات إلى إصدار هذا النوع من الأسهم من بينها:¹⁴

-زيادة موارد المتاحة للمؤسسة حيث أن مؤسسات التأمين تفضل عادة الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية، مما يمكن المؤسسة من أن تزيد مواردها المالية و تنويعها بغية الوصول إلى فئات أخرى من المستثمرين؛

-إستعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة؛

-تستطيع المؤسسة عند إصدار الأسهم الممتازة أن تحقق أرباحا إضافية لحملة الأسهم العادية، إذا قامت المؤسسة باستثمار الكفاء لحصيلة الأسهم الممتازة، ومن ثم الحصول على معدل ربح يفوق معدل الربح الموزع على هذه الأسهم؛

-المرونة: والتي نقصد بها إمكانية أن تؤخر المؤسسة سداد الفوائد إلى السنة الموالية في حالة عدم كفاية الأرباح بسداد الفوائد المتجمعة للسنوات السابقة إضافة إلى عائد سنة الجارية عند تحقق الأرباح دون التعرض للعقوبات.

ومع التطورات التي شهدتها الأسواق المالية والبورصات تم إستحداث أنواع جديدة من الأسهم الممتازة من ضمنها مايلي: الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، لأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

ت - السندات: Bonds

يعتبر السند الأداة الثالثة التي تلجأ لها المؤسسة عند تمويل إحتياجاتها المالية، وهي تتمثل في القروض طويلة الأجل تصدرها مؤسسات بغرض الحصول على أموال لتمويل نفقاتها، و يعرف السند على أنه: " ورقة مالية ذات دخل ثابت تتمتع بقابلية للتداول تلتزم بموجبها المؤسسة بدفع و تسديد دفعات دورية من الفوائد.¹⁵

ويتم إصدار السندات بواحد من الأسلوبين التاليين:

-أن يتولى بنك إستثمار أو مجموعة من البنوك عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب فيها بواسطة الإصدار العام؛

¹³ عدنان النعيمي، ياسين خرشة، الأساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 172

¹⁴ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 411-412.

¹⁵ عدنان النعيمي، ياسين خرشة، مرجع سابق، ص 176 .

-أوأن يقتصر دور بنك الإستثمار بالوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة من الإكتتاب، ويتم ذلك من خلال اتفاقية بين المؤسسة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات بناء على الشروط المتفاوض حولها ويسمى بالإصدار الخاص.

وتتميز السندات بخصائص متعددة أهمها:

1. تقوم السندات على أدوات تعاقدية و إلتزامات مالية بين المصدر والمستثمر يتم فيها تحديد العوائد الدورية، فترة التسديد، معدلات الفوائد، وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية؛
2. تتحرك عوائد السندات في إتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد؛
3. كلما كانت فترات السداد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر؛
4. تأخذ السندات نوعين من القيم هي: قيمة أدنى عند بيعها بخصم، وقيمة أعلى عند بيعها مع علاوة؛
5. قابلية الإستدعاء وفق الشروط المتفق عليها حيث سيحرم المحتفظ بالسند من أي تغير إيجابي قد يحدث في قيمته خاصة عند الإنخفاض سعر الفائدة؛
6. قابلية التحويل إلى الأسهم العادية و التي تسمح لحاملي السندات بالإستفادة من الفروق في العوائد وكذا قابلية التسديد الجزئي من خلال تعهد الجهات المصدرة للسندات بتسديد جزء من القيم السندات المعنية سنويا؛
7. كلما ارتفع السعر السوقي للفائدة فإن فترة تداول السند تكون أقصر.

وتصنف السندات إلى:السندات الحكومية ، السندات الحكومية الصادرة مقابل الضمانات ، سندات الهيئات المحلية، سندات الشركات المساهمة...الخ.¹⁶

ث - أدونات الخزينة: **Treasure Bills**

تقوم الخزينة المركزية بإصدار أدونات قابلة للتداول في الأسواق المالية، ولفترات قصيرة والتي تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر وإثني عشر شهرا على أساس الخصم مقابل الفوائد، وعادة ما تكون مضمونة من قبل جهة حكومية وبالتالي فهي تمتاز بالأمان، كما أنها تمتاز بجملة من الخصائص أهمها: سرعة التداول، إنخفاض التكاليف، مرنة في التعامل وهنا يمكن التمييز بين نوعين من أدونات الخزينة:

- أدونات الخزينة المنتظمة : وهي تلك التي تصدر بانتظام سواءا كانت اسبوعية، شهرية، أو سنويا وتباع بالمزاد العلني.

- أدونات الخزينة غير المنتظمة : وهي تلك السندات التي تصدرها الدولة في حالة إحتياجها للسيولة عند عجز ميزانياتها وهي أكثرها شيوعا مقارنة بسابقتها.

¹⁶محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية ، أطروحة دكتوراه ، الجزء 2 ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000.

ج - القبولات المصرفية: Bank s Acceptances

تستخدم هذه الأداة في تسهيل التجارة الدولية، وتعد من أقدم الأدوات المستخدمة والتي بدأ العمل بها في أوروبا منذ القرن الثاني عشر ولكنها لم تدخل أسواق الولايات المتحدة الأمريكية إلا في سنة 1913، ولم تصبح من الأدوات الرئيسية في الأسواق النقدية إلا في الستينات القرن الماضي، وذلك بعد التوسع الكبير الذي شهدته التجارة الدولية ومع دخول البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كأهم الأطراف الإستثمارية المهتمة بهذه السوق.

أصبحت اليوم القبولات المصرفية تدر عوائد كبيرة على البنوك الكبيرة التي تمول التبادلات الدولية قصيرة الأجل، ومما زاد من انتشار هذه الأداة هو إعفاء حاملها الأجانب من الضرائب كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، كما أنها تتمتع بالأمان وسريعة السيولة مع إمكانية خصمها عند البنك المركزي بالإضافة إلى تغطية قيم السلع المصدرة ما جعلها استثمار عالي النوعية للبنوك والشركات المهتمة بالتجارة والمتعاملين بالأدوات المالية.

يتم إصدار هذه القبولات المصرفية من طرف البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين ويتم إستخدامها كوثائق دفع أجله عند محاولة التجار في بلد ما إستيراد سلع معينة من بلد آخر، حيث تكون هذه القبولات ضماناً على قيمة هذه السلع التي يقوم بتصديرها التجار الأجانب لحين تسليمها إلى المستوردين.

ح - شهادات الإيداع قابلة للتداول: Negotiable Certificate Deposits

يتم إصدار هذه الوثائق من قبل البنوك التجارية بحيث تعطي الحق لحاملها (المستثمرين) في تداولها لفترة محددة تتراوح عادة ما بين شهر واحد وأربعة أشهر وتؤكد هذه الوثائق إيداع مبلغ معين والذي يتراوح مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية ما بين 100 ألف دولار ومليون دولار، وتحمل سعر فائدة قد يكون ثابتاً أو معوماً.

وتكون هذه الشهادات لصالح حاملها وبالتالي يتم تداولها بمجرد إنتقال الشهادة من شخص لآخر أو باسم مشتريها الأول (إسمية) وبالتالي فإن أول مشتري لهذه الشهادة هو نفسه الذي يجب أن يسترد قيمتها من البنك الذي أصدرها، وما تتمتع به هذه الشهادات بأن معدل الفائدة قابل للتفاوض والمساومة بين المصدر والمشتري وذلك حسب ظروف السوق النقدية من جهة، ومن جهة أخرى أنها تختلف عن الأدوات النقدية الأخرى في أنها تحمل الفائدة على المبالغ الأصلية، ويمكن لحاملي هذه الشهادات بيعها قبل موعد إستحقاقها مقابل خصومات معينة في الأسواق الثانوية.¹⁷

يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع القابلة للتداول وهما:

- يجري في هذا النوع طرح الوثائق على الجمهور للاكتتاب فيها، ويتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكنتبيها، وعند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها وتوثق في السجلات معينة كل هذه التغيرات، و الجدير بالذكر أن هذه الشهادات في هذا النوع تباع بقيم أدنى.
- أما في هذا النوع والذي يسمى بالطرح الخاص والذي يجري فيه التعامل مع مستثمرين محددين بالذات يمكن لشهادات الإيداع المعتمدة وفق هذا النوع تداولها في الأسواق الثانوية باسم الشخص الذي صدرت بإسمه هذه الشهادات ويتم استرداد قيمتها النهائية من البنك الذي قام بإصدارها لأول مرة وتباع هذه الشهادات في هذا النوع بقيم أعلى من سابقتها.

خ - الأوراق التجارية: Commercial Papers

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل، فهي عبارة عن كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات والمؤسسات التي تمتع بمركز مالي قوي وتصنيفاتها الائتمانية العالية وسمعتها الطيبة في السوق، وتتراوح فترة إستحقاقها بين ثلاثة أيام و 280 يوم، وهي غير مضمونة وتصدر بقيم كبيرة تبلغ مائة ألف دولار فأكثر، والهدف من إصدار هذه الكمبيالات هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري للمؤسسة أو كمصدر تمويل طويل الأجل ، ولكن في السنوات الأخيرة أصبحت الشركات التي تتسم بمراتب إئتمانية أدنى بإصدار هذا النوع من الأوراق التجارية بضمان الموجودات الحقيقية أو خطابات ائتمانية مصرفية.

تكون هذه الأوراق التجارية قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة تكون منخفضة عن حامل الورقة التجارية الذي ينتظر إلى حلول تاريخ الإستحقاق فيقوم بتقديمها للبنك الذي حددته المؤسسة المصدرة لهذه الورقة أو الوكيل الذي عينته للحصول على القيمة الإسمية كاملة في الحال.¹⁸

د - يورو دولار : Euro dollar

تعود تسمية هذا المصطلح لدلالة إلى الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو لفروع أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وقد ظهرت أول مرة عندما قام الإتحاد السوفياتي في بداية الخمسينات بتحريك أرصده الدولارية خارج الولايات المتحدة الأمريكية خوفا من حجزها من قبل السلطات الأمريكية، وقد قامت كذلك بعض البنوك الأمريكية بتحريك بعض ودائعها بالدولار إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية وكان الهدف من ذلك هو التجنب الترتيبات التقييدية التي انتهجتها السلطات الأمريكية آنذاك من خلال فرض الضريبة للحد من تدهور ميزان المدفوعات.

¹⁸J.Teulie et P.Topsacalian, Finance, Vuibert, Paris, 1994, p15.

وتتمتاز هذه الأداة بأنها شديد الحساسية لتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وعادة تتراوح مدتها ما بين يوم واحد إلى أيام قليلة في السنة لذلك تعتبر من الأدوات النقدية قصيرة الأجل، غير أن لا ينفى وجود نسبة صغيرة من هذه الودائع تمتد لفترات طويلة نسبياً تصل إلى حوالي خمسة سنوات.¹⁹

ذ - إتفاقيات إعادة الشراء: Repurchase Agreements

تعقد هذه الإتفاقيات على قروض قصيرة الأجل ويتم تقديمها بضمان حكومات الدول، وتتراوح فترة تسديدها عادة ما بين يوم واحد واسبوعين، وتستخدم عند قيام إحدى الشركات بتحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين من خلال شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً على شرط أن يوافق هذا المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء المؤسسة لها، ومن ثم يقوم المصرف بالتصرف في هذا المبلغ وتحفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان يجري تسديدها مع إضافة المبلغ المتفق عليه بين الطرفين.

ويتم العمل بالإتفاقيات هذه من قبل متاجرين الكبار في أذونات الخزينة الحكومية كمنشآت رئيسية لهم ولتمويل أعمالهم، ويتم ذلك من خلال قيام التاجر بشراء هذه الإتفاقية بالمبلغ المخصص ليعاد بيعها بقيمتها الإسمية طبقاً لإتفاق المبرم بين الطرفين.

5- تسعيرة البورصة و أوامر التنفيذ.

يقصد بالتسعير في البورصة الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة ، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة ، ونشره ، و الذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد، وهناك أربع طرق لتحديد سعر الورقة المالية داخل البورصة:²⁰

- أ - **تسعيرة المناذاة** : وتتم باجتماع جميع ممثلي العروض والطلبات حول مقصورة البورصة، حيث ينادون بأعلى أصواتهم بقرارات البيع و الشراء للكميات ، وحدود الأسعار المقدمة ،حتى يتم التوازن فينشر السعر التوازني على اللوح الالكتروني ، ونشير إلى انه يتم إعلان الجلسة بسعر افتتاحي، وتنتهي الجلسة بسعر إقفال توازني. ونظراً للفوضى الناجمة في مجالس البورصة، فانه يتم التعامل بالإشارات بين الوسطاء للإشارة على اقتراحاتهم من مزايا هذه الطريقة هو ضمان الشفافية لتسعير الأوراق المعروضة وعليه تماختيارها كتقنية تسعير لأكثر القيم حيوية وتداول.
- ب - **تسعيرة الدرج** : لا يختلف تسعير الأوراق المالية عن الطريقة السابقة ، إلا انه يتم في هذه

¹⁹شهاب حمد النعيمي، إدارة المعرفة المالية - تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية-، ورقة بحثية مقدمة قسم إدارة الأعمال، جامعة الزيتونة، الأردن، 2004، ص ص 11-12.

²⁰شهاب حمد النعيمي، مرجع سابق، ص 25.

الطريقة تجمع العروض والطلبات في أدرج خاصة بكل نوع من الأوراق المالية حتى يسهل عملية فرزها، وبعد عملية الفرز يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع العروض و الطلبات.

ج- **تسعيرة الصندوق**: يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء كثيرة و متنوعة ، وهي طريقة كثيرة الشبه بتسعيرة الدرج ، يتم تجميع العروض والطلبات في أدرج خاصة ، وتتدخل لجنة البورصة (لجنة التسعيرة) في تجميع كل الأوامر في صندوق واحد ومن ثم تحديد سعر التوازن.

د- **تسعيرة المعارضة والمقابلة** : تجمع هذه الطريقة بين تسعيرة المناذاة ، وتسعيرة الدرج كونها الأوامر تسجل بشكل عام كما هو في حالة الدرج ، إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تحقق طلباتهم، وذلك عن طريق المناذاة.

وتمر عملية التسعير للأوراق المالية على مرحلتين:

- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: و يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل الافتتاح الرسمي للجلسة، وتتضمن الأوامر بالسعر الأفضل، و السعر المحدد، وهي أوامر تساعد في تحديد سعر الافتتاح النظري.

- مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تتم الصفقات ابتداء على أساس السعر النظري السابق الذي حققه التوازن عنده تلاقي العرض والطلب و يتم تنفيذ الأوامر وفق قاعدة معينة.

6- واقع بورصة الجزائر ودورها في تمويل الإقتصاد:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

أ المرحلة التمهيدية (1990-1992)

بصدور المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 والذي ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية الإقتصادية فقط ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، واتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " ، وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، تم رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية. و بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن

تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

ب - المرحلة الإبتدائية (1993-1996)

تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين:²¹

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

ت - مرحلة الإنطلاق والتجسيد (1996- إلى وقتنا الحالي)

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

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.²²

وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ثم الأوراق المالية لشركة رياض سطيف، مجمع صيدال وفندق الأوراسي بنسبة 20% لتصبح عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حاليا 5 شركات تضم كل من إيلانس للتأمينات، أن سي رويبة، مجمع صيدال، بيوفارم، فندق الأوراسي بقيمة إجمالية بلغت 302 261 260,00 دج سنة 2017.²³

²¹ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

²² نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة ، الجريدة الرسمية ، العدد 36 ، الصادر في 01 جوان 1997.

²³ تقرير لجنة تسيير القيم المنقولة لسنة 2017 والموجود على الرابط التالي: www.sgbv.dz تاريخ التصفح: 2018/12/12.

7 أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر:

لدراسة أداء بورصة الجزائر لابد أن نعتد في ذلك على المؤشرات التالية:

1- نسبة رأس مال السوق Marketcapitalisation

تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.²⁴

الجدول رقم (01): تطور نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة [2013 - 2017]

السنوات	رأس مال السوق مليار دج	التغير %	PIB مليار دج	رأس مال السوق / PIB%
2013	49.116	-	2098	2.34
2014	41.410	-15.69	2138	1.93
2015	125.195	+202.33	1659	7.54
2016	80.550	-35.67	1590	5.06
2017	30.261	-62.43	1704	1.77

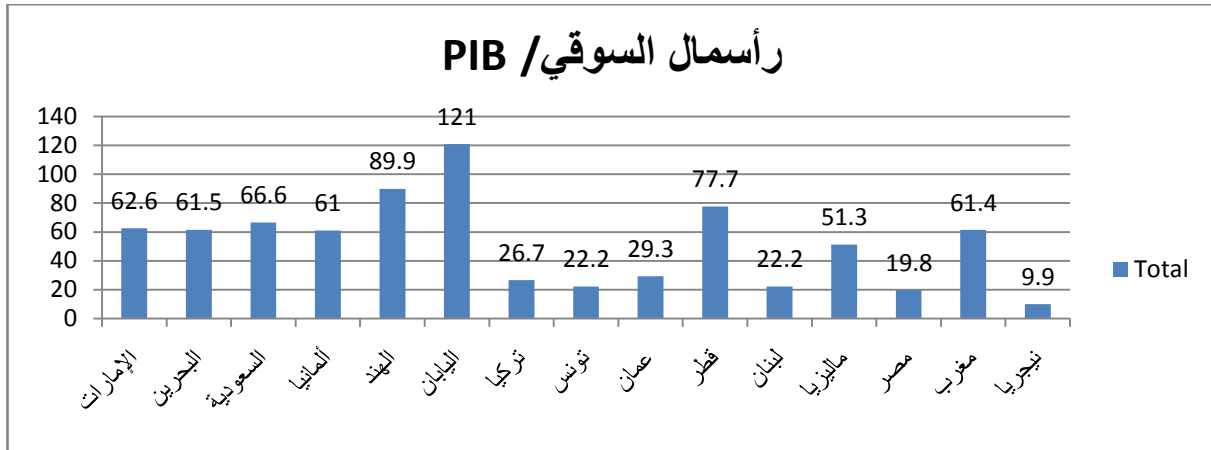
المصدر: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وبيانات البنك الدولي، 2018/12/12.

من خلال الجدول نجد أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد يعتبر دورا محتشما من خلال نسبة رأس مال السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث بلغت هذه النسبة 2.34% عام 2013 ثم أخذت في الإلتخفاض إلى أن وصلت 1.93% عام 2014، لترتفع بعد ذلك لتصل إلى 7.54% عام 2015 بسبب زيادة الطلب على سهم مؤسسة إيلانس للتأمينات.

أما ما تعلق بمدى مساهمة البورصة في تمويل بعض الإقتصاديات العربية والدولية ملخصة في الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم 01: يوضح نسبة مساهمة نسبة رأس مال السوق في بعض البورصات العالمية خلال سنة 2017.

²⁴ عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 100.



المصدر: بيانات البنك الدولي والموجودة على الموقع التالي:

<https://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=CM.MKT.L>

[CAP.GD.ZS](https://www.cap.gd.zs) تاريخ التصفح: 2018/12/12.

من خلال النتائج الواردة في الشكل البياني أعلاه نجد مساهمة رأس مال السوق في ناتج الحلي الإجمالي كبيرة جدا في بعض البلدان على غرار اليابان التي وصلت قيمة المساهمة في سنة 2017 إلى 121%، وقطر بنسبة 77.7%، السعودية 66.6%، الإمارات 62.6% وحتى في الدول المغاربية فنسبتها كبيرة مقارنة بالجزائر ففي المغرب وصلت إلى 61.4%، تونس 22.2% وبالتالي على السلطات الإهتمام أكبر بالبورصة كمصدر تمويلي حديث عوض الإكتفاء فقط بالتمويل البنكي.

2 - حجم التداول

تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد القومي وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني . و الجدول التالي يوضح لنا ذلك :

الجدول رقم (02) : تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة [2013 - 2017]

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات دج
2013	3987	120681	49116990
2014	3402	90111	41410340
2015	2717	2213143	1251956825
2016	2037	788860	10945785
2017	3150	468145	302261260

المصدر: شركة إدارة بورصة القيم المنقولة ، الجزائر ، 2018/12/12.

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم (02) إرتفاع عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر خلال عام 2013 إذ وصل عددها إلى 3987 و يعزى هذا الارتفاع إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على أسهم

أليانس للتأمينات و كذا الإدراج الجديد لأسهم مؤسسة رويبة، لكن بعد هذا العام شهدت انخفاضا شديدا إذ وصل عدد المعاملات خلال عام 2016 إلى 2037 معاملة أي بانخفاض نسبته 49.00%، وذلك بسبب الأزمة التي عرفت الجزائر في هذه الفترة نتيجة انخفاض أسعار النفط مما أدى إلى تباطؤ النمو الإقتصادي والذي انعكس بدوره في نشاط البورصة.

الخاتمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية و ذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات.

ولما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي باشرت الجزائر مطلع الثمانينات. و قد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها و ذلك بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم. لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها ، فلا يزال دورها في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي التي بلغت في سنة 2004 ما مقداره 0.22% ليرتفع سنة 2015 إلى 7.54% ثم يعاود الإنخفاض إلى 1.77 % سنة 2017 بسبب تباطؤ الإقتصاد الجزائري وضعف نموه.

وما يمكن قوله أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعدد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام. ومن التوصيات التي يمكن إقترحها في هذا المجال ما يلي:

✓ الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.

✓ مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج و كذا شركات الوساطة المالية.

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

✓ العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الاستفادة منها.

قائمة المراجع:

1. تقرير لجنة تسيير القيم المنقولة لسنة 2017 والموجود على الرابط التالي: www.sgvb.dz تاريخ التصفح: 2018/12/12
2. حيان سلمان، " قراءة في سوق الأوراق المالية السورية". المجلة الاقتصادية، 17 أيار، 2009.
3. شمعون شمعون: البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999.
4. شهاب حمد النعيمي، إدارة المعرفة المالية - تطور وسائل بناء وإدارة المحفظة المالية-، ورقة بحثية مقدمة قسم إدارة الأعمال، جامعة الزيتونة، الأردن، 2004.
5. عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية "، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
6. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، القاهرة، 2005.
7. عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي الخامس حول إقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 2005/04/27-25.
8. عدنان النعيمي، ياسين خرشة، الأساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007.
9. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2003.
10. محروس حسن، الأسواق المالية والإستثمارات المالية، دار الكتب العربية، القاهرة، 1993.
11. محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه، الجزء 2، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999-2000.
12. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، دون سنة نشر.
13. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
14. نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.
15. Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson. Financial Management and Analysis. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2003.
16. <https://databank.worldbank.org/data>.

