

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الجزائر 03
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

المالية

تفعيل

تحليلية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية
-تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية-

تحت إشراف:

من إعداد الطالبة:

الأستاذ الدكتور: دبوب يوسف

الأغا تغريد

الأستاذ الدكتور: حشماوي محمد

أعضاء لجنة المناقشة

- مزار منصف.....رئيسا
- دبوب يوسف..... مقررأ أولا
- حشماوي محمد..... مقررأ ثانيا
- براق محمد..... عضوا
- ديب كمال..... عضوا
- بوكساني رشيد..... عضوا
- أبو موسى زياد..... عضوا

السنة الجامعية: 2015-2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذْنَا إِنْ نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلَا تَحْمِلْ عَلَيْنَا إصْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ
الَّذِينَ مِنْ قَبْلِنَا رَبَّنَا وَلَا تُحَمِّلْنَا مَا لَا طَاقَةَ لَنَا بِهِ طَوَّاعُ عَنَّا
لَنَا وَارْحَمْنَا أَنْتَ مَوْلَانَا فَانصُرْنَا عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ ﴾

صدق الله العظيم

(سورة البقرة الآية 286)

كلمة شكر وتقدير

الحمد لله على واسع فضله وتمام نعمته فبِعونه وكرمه وعطائه قمت بإتمام هذا العمل.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والامتنان إلى الأساتذة الكرام الدكتور "ديوب يوسف" والدكتور "حشاموي محمد" اللذان أمداني بنصائهما وتوجيهاتهما القيمة لإعداد هذا البحث، وحرصهما الدائم على إتمامه في أحسن الظروف.

وأتوجه بالشكر الجزيل والخالص إلى الأستاذ "قادة أقاسم"، الأستاذة "بن لعل نوال" والأستاذ "أبو موسى زياد" على ما قدموه لي من مساعدة، جزاهم الله عندي كل خير.

كما أشكر كل الموظفين ببورصة الجزائر ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على المعلومات القيمة التي زودوني بها.

وأخيرا أتقدم بالشكر والعرفان لكل من ساعدني من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا البحث.

إهداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما.....

إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما.....

"روح والدي الطاهرة" رحمه الله تعالى وأسكنه فسيح جناته.

"أمي العزيزة الغالية" أدامها الله تعالى وحفظها لنا.

إلى كل أفراد العائلة من كبيرهم إلى صغيرهم.

وإلى كل الزملاء في الدراسة والتدريس.

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة هذا الجهد.

المخلص:

تجسدت الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الجزائر في مطلع الثمانينات بإنشاء سوق الأوراق المالية في إطار الانتقال من نظام التخطيط المركزي إلى نظام الاقتصاد الرأسمالي.

غير أن إنشاء هذا السوق كان شكليا فقط، حيث تميز بالضعف الشديد خاصة في ظل العدد القليل جدا من الشركات المدرجة فيه، ضعف سيولة الأدوات المالية، غياب الدور الفعال لهيئات السوق وعدم توفر مناخ استثماري ملائم.

وبناء على ذلك، قررت الحكومة الجزائرية بالتعاون مع المهنيين في الساحة المالية (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمن المركزي للسندات، الوسطاء في عمليات البورصة)، وزارة المالية وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية بإدراج مشروع تفعيل السوق بهدف النهوض به وإبراز دوره في الاقتصاد.

لكن هل هذا المشروع سيكون له تأثيرا فعالا على سوق الأوراق المالية؟

من الصعب تأكيد ذلك، خاصة في ظل وجود عوامل أخرى تعتبر ضرورية ومكملة له لم يتم أخذها بعين الاعتبار.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الاقتصاد الجزائري، المعوقات، مشروع التفعيل.

Résumé:

Les réformes économiques adoptées par l'Algérie durant les années quatre-vingt ont prévu de mettre en place un marché des valeurs mobilières, dans un contexte visant la transition d'un système centralement planifié à un système régi par l'économie capitaliste.

Cependant, le développement de ce marché reste très faible, au regard du nombre insignifiant de sociétés cotées, du manque de liquidité des titres, de l'absence de mise à niveau des acteurs du marché et de l'environnement inapproprié.

Le gouvernement algérien a décidé, en collaboration avec des professionnels dans le domaine financier (COSOB, SGBV, DCT, IOB), le ministère des finances et le programme des nations unies pour le développement, de lancer un projet de dynamisation de ce marché afin de réactiver son rôle dans l'économie.

Mais, Ce projet va-t-il impacter véritablement ce marché?

Difficile de l'affirmer, surtout que d'autres facteurs pourtant nécessaire et complémentaire n'ont pas été pris en considération.

Les mots-clés: Le marché des valeurs mobilières, L'économie Algérienne, Les obstacles, Le projet de réforme.

الفهرس

كلمة شكر وتقدير

إهداء

الملخص باللغة العربية

الملخص باللغة الأجنبية

الفهرس

قائمة الجداول والأشكال

أ-و	مقدمة عامة
01	الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية: مفهومه، مكوناته، وظائفه وآلية تنظيمه
03	المطلب الأول: مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية
03	1- مفهوم سوق الأوراق المالية
04	2- خصائص سوق الأوراق المالية
04	المطلب الثاني: مكونات ووظائف سوق الأوراق المالية
05	1- مكونات سوق الأوراق المالية
07	2- وظائف سوق الأوراق المالية
08	المطلب الثالث: آلية تنظيم سوق الأوراق المالية
08	1- المتدخلون في سوق الأوراق المالية
11	2- أوامر البورصة
13	3- نظام التسعير في سوق الأوراق المالية
15	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
15	المطلب الأول: ماهية الأسهم
15	1- تعريف الأسهم، خصائصها وقيمتها
17	2- أنواع الأسهم
21	3- عوائد الأسهم

22	المطلب الثاني: ماهية السندات.....
22	1- تعريف وخصائص السندات.....
23	2- أنواع السندات
26	3- ضمانات السندات والمخاطر المرتبطة بها.....
27	4- إهلاك (سداد) السندات
30	المطلب الثالث: المشتقات المالية
30	1- العقود الآجلة
31	2- العقود المستقبلية
32	3- عقود الخيارات
33	4- عقود المبادلة
34	المطلب الرابع: تحليل الأدوات المالية
34	1- التحليل الأساسي
39	2- التحليل الفني
46	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها
46	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية: مفهومها، متطلباتها، أهميتها وأنواعها
46	1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
47	2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
48	3- أهمية سوق الأوراق المالية الكفاء
49	4- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
50	المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
50	1- الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
50	2- الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية
50	3- الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية
51	المطلب الثالث: ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية
51	1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية
52	2- استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية
53	3- كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
54	4- المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية
56	خلاصة الفصل الأول

57	الفصل الثاني: تجربة أسواق الأوراق المالية في مصر، المغرب وتونس
58	تمهيد
59	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في مصر
59	المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة
59	1- خصائص الأسواق المالية الناشئة
60	2- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
62	3- عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة
63	المطلب الثاني: تقديم سوق الأوراق المالية في مصر
63	1- نشأة سوق الأوراق المالية في مصر
64	2- تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر
66	3- شروط قيد الأوراق المالية في البورصة المصرية
68	4- المؤشرات البورصية
70	المطلب الثالث: أداء سوق الأوراق المالية في مصر
70	1- مؤشر عدد الشركات المدرجة
71	2- مؤشر القيمة السوقية (الرسملة البورصية)
71	3- مؤشر قيمة التداول
71	4- مؤشر السيولة
72	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في المغرب
72	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في المغرب
73	1- إصلاحات البورصة لسنة 1993
74	2- إصلاحات البورصة لسنة 1997
74	3- إصلاحات البورصة خلال الفترة 2004-2009
74	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في المغرب
75	1- الجهات الفاعلة في سوق الأوراق المالية بالمغرب
76	2- تقسيمات سوق الأوراق المالية بالمغرب
77	3- شروط قبول الشركات في بورصة الدار البيضاء
78	4- مؤشرات بورصة الدار البيضاء

79	المطلب الثالث: أداء سوق الأوراق المالية في المغرب.....
79	1- مؤشر عدد الشركات المدرجة.....
80	2- مؤشر الرسملة البورصية (القيمة السوقية).....
80	3- مؤشر قيمة التداول.....
81	4- مؤشر السيولة.....
81	المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية في تونس.....
81	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في تونس.....
82	1- إصلاحات سنة 1988.....
82	2- إصلاحات سنة 1994.....
82	3- إصلاحات سنة 1996 إلى الوقت الحالي.....
83	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في تونس.....
83	1- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية في تونس.....
85	2- تقسيمات سوق الأوراق المالية في تونس.....
85	3- شروط قبول الشركات للإدراج في بورصة تونس.....
86	4- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بتونس.....
87	5- مؤشرات سوق الأوراق المالية في تونس.....
88	المطلب الثالث: أداء سوق الأوراق المالية في تونس.....
88	1- مؤشر عدد الشركات المدرجة.....
88	2- مؤشر الرسملة البورصية.....
89	3- مؤشر قيمة التداول.....
90	4- مؤشر السيولة.....
91	خلاصة الفصل الثاني.....
92	الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية بالجزائر.....
93	تمهيد.....
94	المبحث الأول: تقديم سوق الأوراق المالية بالجزائر.....
94	المطلب الأول: المراحل التي مر بها الاقتصاد الجزائري في إطار تحوله إلى اقتصاد السوق.....
94	1- مرحلة الاقتصاد المخطط (1962-1988).....
96	2- مرحلة الإصلاحات الاقتصادية والانتقال إلى اقتصاد السوق.....

99	المطلب الثاني: مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر
99	1- المرحلة التقريرية (1990-1992)
101	2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)
102	3- مرحلة الانطلاقة الفعلية (من 1996 إلى حد الآن)
104	المطلب الثالث: الهيئات التنظيمية والمتدخلة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
104	1- الهيئات التنظيمية في سوق الأوراق المالية بالجزائر
109	2- الهيئات المتدخلة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
117	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
117	المطلب الأول: شروط وإجراءات قيد الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر
117	1- شروط إصدار الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر
119	2- إجراءات قيد الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر
120	المطلب الثاني: أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر والأوامر الصادرة عنها
121	1- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
122	2- الأوامر المصدرة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
123	المطلب الثالث: نظام تسعير وتسوية الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
123	1- نظام تسعير الأدوات المالية
124	2- تسوية الأدوات المالية
125	المبحث الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر
125	المطلب الأول: الشركات المسعرة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1998-2013
125	1- سوق الأسهم
135	2- سوق السندات
151	المطلب الثاني: تحليل نشاط سوق الأوراق المالية بالجزائر
151	1- تحليل سوق الأسهم
155	2- تحليل سوق السندات
160	المطلب الثالث: مقارنة أداء أسواق الأوراق المالية في الجزائر، مصر، المغرب وتونس
160	1- مؤشر عدد الشركات المدرجة
161	2- مؤشر الرسملة السوقية
162	3- مؤشر قيمة التداول

163	..... خلاصة الفصل الثالث
164	..... الفصل الرابع: أوجه القصور في سوق الأوراق المالية بالجزائر والعوامل الكفيلة بتطويره
165	..... تمهيد
166	..... المبحث الأول: عقبات تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر
166	..... المطلب الأول: العقبات السياسية والقانونية
166	..... 1- العقبات السياسية
167	..... 2- العقبات القانونية
167	..... المطلب الثاني: العقبات الاقتصادية
167	..... 1- الخصوصية
169	..... 2- سوق الاقتصاد الموازي
169	..... 3- النمط العائلي لشركات المساهمة
170	..... 4- التضخم
171	..... 5- ضعف القدرة الشرائية للفرد
171	..... المطلب الثالث: العقبات الاجتماعية، الثقافية والعامل الديني
171	..... 1- العقبات الاجتماعية والثقافية
171	..... 2- العامل الديني
172	..... المطلب الرابع: عقبات مرتبطة بسوق الأوراق المالية
172	..... 1- ضعف الإفصاح والشفافية
172	..... 2- غياب كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر
173	..... 3- قلة الشركات المدرجة
173	..... 4- عدم تنوع الأدوات المالية
174	..... 5- محدودية عمل بورصة الجزائر
174	..... 6- ضعف دور الوسطاء في عمليات البورصة
175	..... 7- غياب دور هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة
175	..... المبحث الثاني: دراسة مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر
176	..... المطلب الأول: التدابير المتخذة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
176	..... 1- شروط القبول لإعادة تنظيم جدول التسعيرة الرسمية
176	..... 2- فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
179	..... 3- تعديلات متعلقة بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

- 1794- جوانب أخرى عالجتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- المطلب الثاني: تقديم مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر 181
- 1- المتطلبات الأساسية لمشروع التفعيل 181
- 2- مراحل مشروع التفعيل 182
- المطلب الثالث: المحاور الرئيسية لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر 184
- 1- تطوير السوق المالية وتعزيز الهياكل الأساسية 184
- 2- إعادة تنظيم مهن سوق الأوراق المالية 186
- 3- عصرنة الإطار القانوني 188
- 4- عصرنة أنظمة المعلومات المرتبطة بالسوق المالية 189
- 5- التكوين والاتصال 190
- المطلب الرابع: الإجراءات المتخذة في إطار مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر 190
- 1- التقييم النهائي لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية 190
- 2- الانطلاق في أشغال العمل لتفعيل سوق الأوراق المالية 192
- 3- فتح تكوين للمهنيين في السوق المالية 192
- 4- تخفيض عمولات شركة تسيير بورصة القيم المنقولة 193
- المبحث الثالث: عوامل أخرى لتفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر 193
- المطلب الأول: تهيئة المناخ الاستثماري المناسب 194
- 1- ضمان الاستقرار السياسي 194
- 2- تعزيز القوانين الصادرة 194
- 3- محاربة سوق الاقتصاد الموازي 195
- المطلب الثاني: تعزيز العامل الاجتماعي والثقافي 195
- 1- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد 196
- 2- نشر الثقافة البورصية 196
- المطلب الثالث: تفعيل محيط عمل سوق الأوراق المالية 197
- 1- تعزيز الإفصاح والشفافية 197
- 2- إعادة النظر في سياسة التسعير 197
- 3- زيادة عدد جلسات التداول 198
- 4- تنويع الأدوات المالية 198
- 5- تشجيع اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة 198

200	..... خلاصة الفصل الرابع
202	..... الخاتمة
209	..... قائمة المراجع
225	..... الملاحق

أولاً: قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	تطور سيولة سوق الأوراق المالية بمصر خلال الفترة 2007-2013	71
2	رسملة بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013	80
3	تطور قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013	80
4	تطور سيولة بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013	81
5	الشروط الخاصة بإدراج الشركات في السوقين الرئيسية والبديلة لبورصة تونس	86
6	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة 2007-2013	88
7	تطور رسملة بورصة تونس خلال الفترة 2007-2013	88
8	تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة 2007-2013	89
9	تطور سيولة سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة 2007-2013	90
10	المعاملات المحققة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة في سنة 2013	112
11	حسابات السندات المفتوحة من قبل ماسكي الحسابات-حافظي السندات في الجزائر خلال الفترة 2013-2013	116
12	تطور وكالات البيع لشركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2012	130
13	تطور رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013	151
14	حجم الأوامر المقدمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013	153
15	حجم وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013	154
16	تطور حجم وقيمة التداول على السندات في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2006-2013	156

158	تطور حجم وعدد الأوامر المقدمة على السندات في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2006-2013	17
159	تطور أسعار السندات في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2006-2013	18
160	تطور عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب وتونس خلال الفترة 2007-2013	19
161	معدل نمو الرسملة السوقية في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب وتونس خلال الفترة 2007-2013	20
162	معدل نمو قيمة التداول في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب وتونس خلال الفترة 2007-2013	21
170	تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة 1999-2013	22

ثانيا: قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
28	استهلاك السندات بواسطة سلاسل متساوية	1
29	استهلاك السندات بواسطة أقساط سنوية ثابتة	2
36	دورة حياة الصناعة	3
44	خريطة الأعمدة	4
44	الشموع اليابانية	5
45	خريطة الرأس والكتفين	6
45	خريطة المستويات المساعدة والمقاومة	7
70	تطور الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بمصر خلال الفترة 2013-2007	8
79	الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب	9
89	تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة 2013-2007	10
108	المساهمون في شركة المؤتمن المركزي للسندات	11
142	تطور معدل الفائدة للقرض السندي "ماي 2005" لشركة سونلغاز	12
143	معدل الاكتتاب حسب طبيعة المكتتبين في القرض السندي "ماي 2005" لشركة سونلغاز	13
144	الاكتتاب حسب البنوك في القرض السندي "ماي 2005" لشركة سونلغاز	14
147	تطور معدل الفائدة للقرض السندي "جوان 2008" لشركة سونلغاز	15
152	تطور رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2013-1999	16
156	تطور حجم وقيمة التداول الإجمالي لسوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2013-2006	17

مقالة علمية

مقدمة عامة:

تعتبر التحولات المتسارعة نحو اقتصاد المنافسة وتداعيات العولمة على اقتصاديات الدول المتقدمة منها والنامية، وإزاء التحديات التي يشهدها الاقتصاد العالمي التي فرضتها البيئة الاقتصادية في إطار استراتيجيات تركز على تحرير الاقتصاد من العديد من القيود، من أهم أسباب تحول مختلف الدول من نظام الاقتصاد الاشتراكي إلى نظام الاقتصاد الرأسمالي باعتباره من أهم مقومات الاندماج في الاقتصاد العالمي.

هنا برز السوق المالي كمصدر رئيسي لتدعيم هذا التحول، نظرا لما يحتلّه من دور هام في إنعاش الاقتصاد باعتباره مصدرا تمويليا غير تضخمي، تعمل على تنظيم العلاقة بين وحدات العجز المالي (أي العارضين للأدوات المالية) ووحدات الفائض المالي (أي الطالبين للأدوات المالية)، من خلال قيام هذه الأخيرة بعرض الأموال الفائضة عن احتياجاتها بغرض توظيفها، بينما تقوم وحدات العجز المالي بعرض الأدوات المالية التي أصدرتها بغرض بيعها والحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها، وبهذا يساهم السوق في توفير طاقات إنتاجية جديدة من شأنها تطوير الاقتصاد ككل.

في هذا الصدد، عرف الاقتصاد الجزائري فترة انتقالية من النظام الاشتراكي القائم على سيطرة القطاع العام في مختلف المجالات، إلى نظام اقتصاد السوق الذي يدعم بروز القطاع الخاص ويفعل دوره في الاقتصاد. وبناء على ذلك، تم تبني سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية والمالية منذ نهاية سنوات الثمانينيات في إطار استراتيجيات تركز على تحرير الاقتصاد الوطني، إعطاء قوى السوق دورا كبيرا في تخصيص الموارد المالية وتوظيفها في مجالات تهدف لتحقيق الأرباح، مع منح القطاع الخاص مكانة استراتيجية باعتباره المحرك الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية.

وفي خضم تلك الإصلاحات، تم إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر، من خلال إصدار العديد من النصوص التشريعية والتنظيمية ليتجسد على أرض الواقع في نهاية سنوات التسعينيات، ولكن على الرغم من مرور عدة سنوات على إنشائه ودخول وخروج العديد من المؤسسات العمومية والخاصة بإصدارات متنوعة منها ما يتعلق بحقوق الملكية ومنها ما يتعلق بسندات المديونية، إلا أنه لازال يعاني العديد من النقائص التي حالت دون تطويره والتحاقه بركب ما وصلت إليه الدول الناشئة إن لم نقل الدول المتطورة منها، وهذا ما يحد سوق الأوراق المالية بالجزائر على القيام بدوره التمويلي والتنموي الذي يصبو إليه.

ومن هنا تبرز إشكالية البحث في السؤال الرئيسي التالي:

ما هي معوقات تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر؟ وما هي السبل الكفيلة لتفعيله؟

ولمعالجة الإشكالية السابقة، نقوم بطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية تبرز كما يلي:

- ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟ وكيف يتم تنظيمه؟
- ما هو واقع سوق الأوراق المالية لكل من مصر، المغرب وتونس؟
- فيما يتمثل الإطار العام لسوق الأوراق المالية بالجزائر؟ وما مدى تطور أدائه مقارنة بأداء سوق الأوراق المالية في مصر، المغرب وتونس؟
- ما هي العقبات التي تعترض تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر؟ وما هي الإجراءات الكفيلة بتفعيله؟

فرضيات البحث:

بهدف الإجابة على إشكالية البحث ومختلف الأسئلة الفرعية، تم صياغة الفرضيات التالية:

- ضعف أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر مقارنة بسوق الأوراق المالية لكل من مصر، المغرب وتونس يعود أساسا إلى تأخر نشأته؛
- إن عدم تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر لا يعود إلى ضعف الإطار القانوني والتنظيمي الخاص به فحسب، وإنما يعود بالدرجة الأولى إلى الاختلالات الموجودة في البيئة المحيطة به؛
- يتطلب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر ضرورة قيام السلطات المعنية بإصلاحات اقتصادية شاملة، لأن تفعيل السوق يحتاج إلى إصلاحات داخلية وخارجية.

أهمية البحث:

انطلاقا مما سبق، تبرز أهمية البحث في المكانة التي يحتلها سوق الأوراق المالية سواء على الصعيد المحلي أو الدولي، نظرا للدور الكبير الذي يؤديه في حشد المدخرات وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تطوير وإنعاش الاقتصاد الوطني هذا من جهة، ومن جهة أخرى النهوض بسوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال تشخيص المعوقات التي تعترضه والبحث في آليات تفعيله، في ظل السعي الشديد من قبل السلطات المعنية والهيئات المتدخلة فيه خاصة في الآونة الأخيرة لإعطائه قوة دفع حتى يواكب متطلبات وتطلعات المتعاملين الاقتصاديين والمستثمرين المحليين منهم والأجانب.

أهداف البحث:

- بناء على ما تقدم، يمكن إبراز أهداف البحث في العناصر التالية:
- التعرف على كيفية عمل سوق الأوراق المالية بالجزائر من حيث نشأته، تنظيمه، شروط قبول الأدوات المالية، الهيئات الرقابية والتنظيمية للسوق، بالإضافة إلى تقييم أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر وتحديد موقعه مقارنة بسوق الأوراق المالية لكل من مصر، المغرب وتونس؛
 - محاولة الإلمام بمختلف الجوانب التي أعاقت تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر، سواء تلك التي تمس السوق في حد ذاته أو التي تمس البيئة المحيطة به؛
 - دراسة مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر المعتمد من قبل الحكومة الجزائرية بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة للتنمية، وتحديد مدى شموليته لتجاوز عقبات السوق.

منهج البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية تحقيق أهداف البحث، سنعتمد على المزج بين منهجين استنادا إلى ما يلي:

- المنهج الوصفي الذي يسمح بدراسة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، ومختلف الإصلاحات التي اعتمدها السلطات الجزائرية للانتقال من الاقتصاد المخطط إلى الاقتصاد الرأسمالي، فضلا عن دراسة واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- المنهج التحليلي من خلال تحليل المعطيات الإحصائية المتعلقة بمختلف المؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالجزائر.

الدراسات السابقة:

من أجل الإلمام بمختلف جوانب الموضوع، وإثراء البحث، قمنا بالإطلاع على عدة دراسات سابقة، سنتناول البعض منها فيما يلي:

- نوال بن لكحل: دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي- الجزائر، المغرب، تونس-الأبعاد والآفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر3، سنة 2014، تدور إشكالية الدراسة حول مدى مساهمة الأسواق المالية في كل من الجزائر، المغرب وتونس في تحقيق التنمية الاقتصادية.

شملت الدراسة على ستة فصول، ثلاثة فصول نظرية تعالج الإطار العام لسوق الأوراق المالية وعلاقة هذا الأخير بالتنمية الاقتصادية، فضلا عن تقديم لمحة عن الأسواق المالية الناشئة والمعوقات التي تواجهها، أما الفصول الثلاثة الأخرى خصصتها الباحثة لدراسة الجانب التطبيقي لبورصة كل من الجزائر، الدار

البيضاء وتونس، حيث تطرقت إلى إبراز مختلف الإصلاحات التي تضمنتها تلك البورصات ومدى تحقيقها لشروط الكفاءة، بالإضافة إلى مؤشرات نموها، تحليل أداءها والدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية، لتختتم الباحثة بتوضيح المعوقات المشتركة التي تواجه مختلف البورصات محل الدراسة وتقديم اقتراحات للنهوض بها.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أبرزها أن الأسواق المالية المغربية تفتقد لعامل الكفاءة أي وجود فارق زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على الأسعار، كما أنه وبناء على مجموعة من المؤشرات التي تحدد مساهمة الأسواق المالية المغربية في التنمية الاقتصادية، والتي تتمثل أساسا في الرسملة البورصية، الخصوصية عن طريق البورصة، تمويل الاستثمارات الوطنية عن طريق البورصة والاستثمار الأجنبي في قيم البورصة، توصلت الباحثة إلى أن بورصتي المغرب وتونس تساهم إلى حد ما في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال سعي السلطات المعنية جاهدة في هذا الصدد، أما بورصة الجزائر فليس لها أي تأثير في ذلك، وهذا ما يستدعي إضفاء المزيد من الإصلاحات عليها.

- مختار عيواج: بورصة الأوراق المالية ودورها في خصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية - حالة الجزائر -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر 3، سنة 2013، تبلورت إشكالية الدراسة حول مدى مساهمة بورصة الأوراق المالية بالجزائر في مساهمة المؤسسات الاقتصادية العمومية نحو الخصوصية.

حيث قسم الباحث دراسته إلى ثلاثة أبواب، أين تناول في الباب الأول الملامح الرئيسية لبورصة الأوراق المالية، أما الباب الثاني خصصه لدراسة تقييم المؤسسات لأغراض الخصوصية باستخدام مجموعة من النماذج، فيما تطرق في الباب الثالث إلى الخصوصية في الجزائر ودور بورصة الأوراق المالية في تفعيلها. وفي الأخير توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج من أبرزها أن عملية الخصوصية أصبحت خيارا ضروريا للاقتصاد الجزائري في ظل تدهور القطاع العام، خاصة منها تلك التي تتم عن طريق البورصة، الأمر الذي يسمح بتقييم المؤسسات المخصصة بعد عرض أسهمها للتداول هذا من جهة، ومن جهة أخرى النهوض ببورصة الجزائر التي تعاني من قلة المؤسسات المدرجة فيها، وعدم قدرتها على تعبئة المدخرات وكفاءة توجيهها للاستثمارات الواعدة.

- جمال الدين سحنون: شروط بروز أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر، سنة 2008، حيث تمحورت إشكالية الدراسة في محاولة تحديد الشروط التي تسمح ب بروز سوق الأوراق المالية، وما مدى تطبيقها على كل من مصر، تونس والجزائر، فضلا عن توضيح الطرق التي تسمح بتوفير تلك الشروط لتفعيل البورصة في هذه الدول.

وبناء على ذلك، عالج الباحث إشكاليته من خلال تقسيم الدراسة إلى ثلاثة أبواب، حيث بدأ بماهية أسواق الأوراق المالية في الباب الأول، ثم انتقل إلى إبراز عوامل تفعيل سوق الأوراق المالية في الباب الثاني، ليخصّص الباب الثالث لدراسة أسواق الأوراق المالية في كل من مصر، تونس والجزائر.

ومن بين النتائج الذي توصل إليها الباحث بأن عامل الثقة يعد من أهم الشروط الدالة على كفاءة السوق وشفافيته، فضلا عن ضرورة توفر الرقابة الفعالة التي تعتبر من شروط نجاح السوق.

وفيما يتعلّق بالبورصات محل الدراسة توصل الباحث إلى أن البورصة المصرية وصلت إلى مرحلة متقدمة من التطور، أين خلقت مناخا ملائما لجذب المؤسسات والمستثمرين، فضلا عن تقديم تسهيلات لتشجيع الاستثمار الأجنبي، غير أن ضعف الدخل الفردي المحلي دفع السلطات المصرية إلى العمل على استقطاب المدخرات الأجنبية أكثر منها المحلية. أما بالنسبة لبورصة تونس، فإن السلطات المعنية تولي اهتماما بالغا لتطويرها، حيث تم إنشاء سوق بديلة تسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالانضمام إليها بشروط ميسرة، وفيما يتعلّق ببورصة الجزائر فهناك العديد من المعوقات التي تحول دون انطلاقها الحقيقية لاسيما عدم الاستقرار السياسي الذي يعد العامل الأساسي لجذب المستثمرين إليها.

ويبقى عامل تفعيل البورصات السابقة قائما لكن بدرجات متفاوتة، حتى تستطيع الوصول إلى المستوى الذي وصلت إليه الأسواق المالية المتطورة.

- رشيد بوكساني: معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر، سنة 2006، حيث تدور إشكالية الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، وإبراز أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تطويرها قصد ترابطها. بدأ الباحث دراسته بعرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية في الباب الأول، ثم انتقل إلى دراسة واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها في الباب الثاني.

وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج من أبرزها أن العقبة الأساسية التي تحول دون تطوير الأسواق المالية العربية هي عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية لهذه الأسواق، بالإضافة إلى ضآلة الطلب الذي تعود أسبابه إلى انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية نظرا لضعف دخل الفرد، كما أشار إلى أن أسواق الأوراق المالية لا تزال في معظم البلدان العربية بدائية وفي البلدان الأخرى في طور الإنشاء على غرار سوريا واليمن.

ساهمت الدراسات السابقة في توفير قاعدة مهمة تسمح بتحديد المعالم الرئيسية لسوق الأوراق المالية، غير أنها لم تتعرض بالتفصيل إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر خاصة من حيث المعوقات التي تعترضه، والإجراءات اللازمة لتفعيله حتى يؤدي دوره في تطوير الاقتصاد، لهذا جاءت دراستنا كتكملة للدراسات

السابقة بهدف تسليط الضوء حول كل ما يتعلق بتطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر، بما في ذلك دراسة مشروع تفعيل السوق الذي اعتمده الحكومة الجزائرية بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة للتنمية.

هيكل البحث:

لمحاولة الإلمام بمختلف جوانب الموضوع، تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول تبرز كما يلي:

الفصل الأول يتناول الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، من خلال إبراز مفهومه، مكوناته، وظائفه، آلية تنظيمه، مختلف الأدوات المالية المتداولة فيه، فضلا عن تحديد كفاءة السوق ومؤشراته.

أما الفصل الثاني يهتم بدراسة تجربة أسواق الأوراق المالية في مصر، المغرب وتونس، بتوضيح نشأة وتطور كل سوق على حدى، تنظيمها وأدائها.

في حين يتم تخصيص الفصل الثالث لدراسة سوق الأوراق المالية بالجزائر، من خلال تقديم السوق، الأدوات المالية المتداولة فيه، وتقييم أدائه بإبراز مختلف الشركات المسعرة فيه، تحليل نشاطه اعتمادا على مجموعة من المؤشرات، ومقارنه أداءه بأداء أسواق الأوراق المالية لمصر، المغرب وتونس.

بينما يتعرض الفصل الرابع إلى أوجه القصور في سوق الأوراق المالية بالجزائر والعوامل الكفيلة بتطويره، من خلال إبراز مختلف العقبات التي تواجه السوق، دراسة مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، فضلا عن إدراج عوامل أخرى تعتبر ضرورية لتفعيل السوق.

الفصل الأول

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

يعتبر التطور الاقتصادي الذي يشهده العالم وتزايد الابتكارات المالية من العوامل المؤدية إلى زيادة الحاجة إلى سوق الأوراق المالية، الذي يعد بمثابة وسيلة تمويل تختلف تماما عن التمويل البنكي وما ينجر عنه من شروط صعبة للحصول عليه، ومع اللجوء الكبير للمستثمرين إلى هذا السوق كونه يسمح لمختلف طبقات المجتمع بالاستثمار فيه أصبح يحتل مكانة معتبرة في تنمية وإنعاش الاقتصاد الوطني.

وما يزيد من جاذبية سوق الأوراق المالية أنه منظم من طرف مجموعة من المتعاملين الذين يعملون على ضمان السير الجيد للسوق، حيث يتابعون كل ما يتعلق ببيع وشراء الأوراق المالية من خلال الأوامر المصدرة والممنوحة لهم من قبل المستثمرين، وبذلك يسعون لتحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب وما ينجر عنه من تحقيق توازن السوق في حد ذاته.

وقصد التعرف بدقة على سوق الأوراق المالية سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث نوجزها في العناصر التالية:

- سوق الأوراق المالية: مفهومه، مكوناته، وظائفه، وآلية تنظيمه؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراته.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية: مفهومه، مكوناته، وظائفه وآلية تنظيمه

يؤدي سوق الأوراق المالية أهمية بالغة في تطوير الاقتصاد، كونه ينظم العلاقة بين العارضين للقيم المنقولة (أصحاب العجز المالي) والطالبين لها (أصحاب الفائض المالي)، حيث تقوم هذه الأخيرة بعرض الأموال الفائضة عن احتياجاتها بغرض توظيفها، بينما تقوم وحدات العجز المالي بعرض القيم المنقولة التي أصدرتها بغرض بيعها والحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها.

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية سنحاول من خلال هذا المبحث تحديد مفهومه، مكوناته، الوظائف التي يؤديها والهيئات التي من شأنها تنظيم هذا السوق، وذلك من خلال ثلاثة مطالب:

- مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية؛
- مكونات ووظائف سوق الأوراق المالية؛
- آلية تنظيم وسير سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية

سنتناول فيما يلي سوق الأوراق المالية من حيث مفهومه وخصائصه:

1- مفهوم سوق الأوراق المالية

لقد تعددت المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية نذكر منها:

◀ **المفهوم الأول:** سوق الأوراق المالية هو "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية¹، مما يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد معين من الأسهم والسندات داخل السوق بتدخل شركات السمسرة التي تلعب دور الوسيط في العمليات البورصية²."

◀ **المفهوم الثاني:** سوق الأوراق المالية عبارة عن "شبكة تمويل متوسطة وطويلة الأجل مبنية على أساس إصدار الأوراق المالية وتداولها، مما يسمح بتحريك الادخار الوطني الفردي³."

◀ **المفهوم الثالث:** سوق الأوراق المالية هو "الإطار الذي يجمع بائعي ومشتري الأوراق المالية، بشرط توفير قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق⁴."

¹ سليمة بوعويته، أسماء جدي: المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية، دفا تر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتببازة، الجزائر، ديسمبر 2013، ص 139.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 17.

³ Pierre Conso, La gestion de l'entreprise, 2ème édition, Dunod, Paris, 1989, P 387.

⁴ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص 45.

بناء على المفاهيم السابقة، نستنتج أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان أو فضاء يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وذلك بتدخل شركات السمسرة التي تؤدي دور الوسيط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية.

2- خصائص سوق الأوراق المالية

يتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

- **التنظيم والرقابة:** يخضع سوق الأوراق المالية للتنظيم والرقابة من قبل هيئات تشرف على السير الجيد للسوق، بالإضافة إلى تواجد شروط وقيود على تداول الأوراق المالية الذي يتم بتدخل الوسيط في العمليات البورصية الذين يتمتعون بدرجة كبيرة من التخصص والمهارة¹؛
- **الإفصاح والشفافية:** يوفر سوق الأوراق المالية المعلومات الضرورية حول أداء الشركات المصدرة، مما يمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم المتعلقة بحيازة الأوراق المالية من عدمها؛
- **كفاءة تخصيص الموارد:** أي إمكانية توزيع الادخارات والفوائض النقدية بين الفرص الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية المتاحة، من خلال توظيفها في الأوراق المالية المصدرة من قبل أصحاب العجز المالي والتي تهدف أساساً إلى تمويل مشاريع استثمارية متنوعة؛
- **إضفاء السيولة على الأوراق المالية:** يتم ذلك من خلال إمكانية المتاحة لتداول الأوراق المالية في البورصة وتحويلها إلى نقد سائل بكل سهولة، مما يمكن المستثمرين من تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد وأقل قدر من الخسائر، من خلال بيع أو شراء الأوراق المالية في حالة توقعاتهم بانخفاض أو ارتفاع قيمتها المستقبلية.

المطلب الثاني: مكونات ووظائف سوق الأوراق المالية

يؤدي سوق الأوراق المالية العديد من الوظائف سواء في السوق الأولي أو في السوق الثانوي، مما يكسبه أهمية معتبرة سواء على الصعيد المحلي أو الدولي، وبناء على ذلك سنتطرق في هذا المطلب إلى العناصر التالية:

- مكونات سوق الأوراق المالية؛
- وظائف سوق الأوراق المالية.

¹ عبد اللطيف مصيطفي، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية مع دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص132.

1- مكونات سوق الأوراق المالية

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين: السوق الأولي أو ما يعرف بسوق الإصدار والسوق الثانوي أو ما يسمى بسوق التداول، وكل سوق مكمل للآخر، فالأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي لن تكون مرنة إن لم تكن متوفرة سوق لتداول تلك الأوراق مما يضيف ميزة السيولة عليها، وفيما يلي سنتطرق إلى هاتين السوقين:

1.1- السوق الأولي: يسمى بسوق الإصدار، وهو سوق الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة لأول مرة من قبل الشركات¹، حيث يجمع هذا السوق بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تقوم بإصدار الأوراق المالية (الأسهم، السندات، ومنتجات أخرى)، والوحدات ذات الفائض المالي أي المدخرين المتمثلين أساسا في الأفراد والمؤسسات الذين يقومون بالاكتتاب في الأوراق المالية حسب نوعية الإصدار الذي يوجه إما للجمهور والمؤسسات معا، أو للمؤسسات فقط حسب رغبة الشركة المصدرة².

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب تتمثل فيما يلي:

1.1.1- الأسلوب المباشر: وفقا لهذا الأسلوب تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية بالاتصال مباشرة بالمستثمرين المحتملين لعرض إصدارها دون تدخل الوسطاء، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، ويترتب على اتباع هذا الأسلوب تحمل الشركة تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة إلى عدم توفر الخدمة التسويقية المناسبة.

2.1.1- الأسلوب غير المباشر: يتمثل هذا الأسلوب في قيام مؤسسة مالية متخصصة (وسيط في عمليات البورصة) نيابة عن الشركة بشراء إصدارات هذه الأخيرة من الأوراق المالية بصفة مسبقة لتعيد بيعها في السوق الأولي، وهنا لا تكون العلاقة بين الشركة والمستثمرين الطالبين للأوراق المالية مباشرة، وإنما تكون غير مباشرة نظرا لتدخل الوسطاء.

3.1.1- أسلوب المزايدة: يتمثل هذا الأسلوب في قيام المزايدين أي المستثمرين بتقديم عروضهم (أوامرهم) المتضمنة كمية السندات المرغوب شراؤها والسعر المرغوب فيه في ظرف مغلق قبل بداية المزايدة، ليتم بعدها فرز هذه الأوامر حسب الطريقة المتبعة والتي تتمثل في نوعين³:

✓ **المزايدة على الطريقة الفرنسية "المزايدة بالسعر المحدود":** حسب هذه الطريقة تقوم المؤسسة المصدرة بوضع الحد الأدنى للسعر الذي يحدد قبول الأوامر من عدمها، وبالتالي فكل الأوامر التي تكون تحت السعر المحدد لا يتم قبولها، وبعدها يتم وضع سعر ثابت يطبق على كل المستثمرين.

¹ Luc Bernet-Rollande, Philippe Chanoine, Pratique des marchés de capitaux, Dunod, Paris, 2010, P27.

² Juliette Pilverdier-Latrete, Finance d'Entreprise, 7^e édition, Economica, Paris, 1999, P328.

³ Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises, édition Dalloz, Paris, 1994, P169.

✓ **المزايدة على الطريقة الهولندية "المزايدة بالسعر المطلوب":** حسب هذه الطريقة تقوم المؤسسة المصدرة للسندات بقبول الأوامر التي تقدم أعلى سعر لتتنزل إلى السعر الأدنى منه، وهكذا إلى غاية الوصول إلى المبلغ الإجمالي للقرض السندي أين يتوقف قبول الأوامر، وتختلف هذه الطريقة عن الطريقة الفرنسية في أن السعر المدفوع من قبل المستثمرين ليس نفسه فكل مستثمر يدفع بالسعر الذي حدده مسبقا من خلال الأمر المقدم.

2.1- السوق الثانوي: هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي¹، حيث يؤدي هذا السوق دورا أساسيا في تنظيم سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل وتعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الأصول المنتجة، كما أنه سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، ويعتبر كوسيلة مراقبة دائمة لوضع المؤسسة المصدرة وتسييرها².

وينقسم هذا السوق إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة³:

1.2.1- السوق المنظم: يطلق عليه مصطلح البورصة، وهو سوق ينعقد في مكان معين وفي أوقات دورية (منتظمة) بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية المقيدة في السوق، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويخضع السوق المنظم للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية. وينقسم هذا السوق إلى السوق الأولي الذي يضم المؤسسات الكبرى، والسوق الثاني الذي يضم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ولكل سوق قيود خاصة به.

2.2.1- السوق غير المنظم: هو سوق المعاملات التي تتم خارج البورصة المنظمة ويدعى بالسوق الموازي أو سوق التراضي ♦ وليس له مكان محدد، حيث يتم التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، كما أن أسعار بيع وشراء تلك الأوراق تتحدد بالتفاوض من خلال شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والمصدرين والمستثمرين عكس ما هو الحال في البورصة المنظمة أين تتم مقابلة أوامر البيع والشراء على الأوراق المالية. ويتواجد داخل السوق غير المنظم الأسواق التالية:

- **السوق الثالث:** يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، الذين يؤدون دورا كبيرا في تقديم خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب التعامل

¹ مصطفى رشدي شبيحة، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي و البورصات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 1998، ص392.

² محمد براق، فتيحة نشنش: بورصة القيم المتداولة ودورها في تطوير أنشطة المصارف الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 05-06 ماي 2009، ص04.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص45.

♦ Marché de Gré à Gré.

في هذا السوق هو اعتقاد المتعاملين بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، بالإضافة إلى توفر إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية¹.

- **السوق الرابع:** يتضمن التعامل المباشر بين الشركات الاستثمارية الكبيرة المصدرة للأوراق المالية وأغنياء المستثمرين في بيع وشراء الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، ويساعد في ذلك وجود شبكة قوية من الاتصالات الإلكترونية والهاتفية الحديثة، وما يميز هذا السوق هو عدم وجود عمولات تدفع للسماسة نظرا لعدم تواجدهم، وفي حالة الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة فإن الأتعاب التي يتلقاها هذا الأخير تكون أقل بكثير من عمولة السماسة².

2- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن إبراز وظائف سوق الأوراق المالية في العناصر التالية:

- **توفير التمويل:** تتجلى هذه الوظيفة من خلال قيام سوق الأوراق المالية بتعبئة المدخرات من قبل الأعوان الاقتصاديين ذوي قدرات تمويلية، واستثمارها في شكل أوراق مالية مصدرة من قبل الشركات التي تعاني من عجز في التمويل³، مما يمكن هذه الأخيرة من تمويل برامجها الاستثمارية الهادفة لتطوير الاقتصاد الوطني.

- **توفير المعلومات:** يوفر سوق الأوراق المالية كافة المعلومات حول أداء الشركات من جهة، وحول الأصول المالية في حد ذاتها من جهة أخرى، فانخفاض سعر سهم شركة ما دون سواها دليل على انخفاض أدائها، وبالتالي فإن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتوفرة حول أداء الشركات المصدرة لها، مما يمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم عن قناعة بما يتلاءم مع متطلباتهم.

- **تحديد أسعار الأصول المالية:** يقوم سوق الأوراق المالية بتحديد أسعار البيع والشراء بناء على الأوامر المتلقاة من قبل البائعين والمشتريين.

- **توسيع قاعدة الملكية والمديونية:** يسمح سوق الأوراق المالية للشركات المساهمة الراغبة في توسيع قاعدة ملكيتها إما بإصدار أسهم ومن ثم جلب ملاك جدد يساهمون في التأثير على قراراتها، أو بإصدار سندات التي تساهم في توسيع مديونية الشركة.

¹ وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص52.

² عثمان لخلف، معمر حمدي: إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، دفاثر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتبليغ، الجزائر، ديسمبر 2013، ص241.

³ أحمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 10.

- **تنوع الأصول المالية:** يوفر سوق الأوراق المالية للمدخرين أنواع عديدة من الأصول المالية التي بإمكانهم الاستثمار فيها، وبالتالي يكون لديهم الفرصة لاختيار النوع الذي يتماشى مع متطلباتهم.

- **إضفاء السيولة على الأصول المالية:** يمكن سوق الأوراق المالية المستثمرين الحائزين على الأصول المالية من تسيلها، أي تحويلها إلى نقد سائلة، من خلال إمكانية بيعها في سوق التداول أو ما يعرف بالبورصة، وبالتالي إضفاء المزيد من المرونة عليها¹.

- **تخفيض المخاطر:** يؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما في تخفيض مخاطر الاستثمار، حيث يتيح للمستثمرين إمكانية تنويع محافظهم المالية قصد تقليل المخاطر التي قد تتجم عن انخفاض سعر أصل مالي معين.

- **تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي:** يساهم سوق الأوراق المالية في توفير التمويل للشركات بعيدا عن القروض المصرفية وما ينجر عنها من شروط صعبة للحصول عليها، الأمر الذي يؤدي إلى استقرار النظام المالي والاقتصادي للدولة وما ينجر عنه من استقطاب للاستثمارات الأجنبية التي سوف تعود بالفائدة على الصناعات الواعدة نظرا لما تجلبه من الخبرة والتكنولوجيا².

المطلب الثالث: آلية تنظيم سوق الأوراق المالية

يخضع سوق الأوراق المالية لآليات وقواعد تنظم تعاملاته بين الأطراف المتدخلة فيه، ولتوضيح آلية تنظيم سوق الأوراق المالية سنحاول البحث في العناصر التالية:

- المتدخلون في سوق الأوراق المالية؛
- أوامر البورصة؛
- نظام التسعير في سوق الأوراق المالية.

1- المتدخلون في سوق الأوراق المالية

يتدخل في سوق الأوراق المالية مجموعة من الأعوان الاقتصاديين الذي يعملون على ضمان السير الجيد للسوق ومن ثم ضمان استمراريته في أداء نشاطه، وتتمثل تلك الأعوان فيما يلي:

1.1- الحكومات: تعتبر الحكومات من بين المتدخلين الأساسيين في سوق الأوراق المالية وبالأخص في سوق السندات، كما تعتبر منافسا قويا لمختلف المتدخلين الآخرين نظرا لما تقدمه من سندات

¹ محمد بن علي العقلا: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص 17.

² أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية: تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013، ص 18.

متنوعة بمخاطر متدنية، ومن بين الأهداف التي تسعى من ورائها الحكومات لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية ما يلي:¹

- تغطية العجز في الميزانية العامة للدولة وتمويل المشاريع التنموية التي تهدف إلى تطوير الاقتصاد الوطني.

- التحكم في نشاط البنوك من خلال التأثير على سيولتها من جهة، وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة من جهة أخرى، ففي حالة ما إذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من حالة كساد، فإن السلطات النقدية والمالية تلجأ إلى زيادة حجم السيولة من خلال شراء السندات الحكومية، وبالتالي تحقيق انتعاش الوضع الاقتصادي.

- تطوير الوعي الادخاري للمجتمع بهدف ضمان الحصول على الموارد اللازمة لتمويل الاقتصاد.

- إعادة توزيع الموارد المالية في المجتمع بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية للدولة.

2.1- الشركات: تتدخل الشركات في سوق الأوراق المالية إما لتوظيف أموالها الفائضة عن

احتياجاتها من خلال قيامها بالاستثمار في الأوراق المالية التي تدر عوائد مرتفعة، وإما للقيام بعملية الإصدار في حد ذاتها للحصول على الموارد المالية.

3.1- المستثمرون المؤسسيون: هم عبارة عن هيئات مالية تعمل على تعبئة المدخرات طويلة

الأجل، وتوظيف جزء هام منها في شكل أوراق مالية لتمويل مشاريع متنوعة تدر عائدا للاقتصاد الوطني، ويعتبر هؤلاء المستثمرون من أكبر عارضي السيولة ومن أهم المتعاملين في البورصة، ومن بين العوامل التي أدت إلى انتشار المستثمرين المؤسسيين خاصة في الدول المتقدمة هو ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وتحسن المستوى المعيشي للأفراد مما أدى إلى زيادة ميلهم للادخار، فظهرت الحاجة الكبيرة لتدويل تلك المدخرات والاستفادة منها لتمويل مشاريع مجدية، ويأخذ المستثمرون المؤسسيون الأشكال التالية:²

1.3.1- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير^A (SICAV): هي عبارة عن هيئات التوظيف

الجماعي في القيم المنقولة التي تقوم على الإدارة المشتركة لرؤوس الأموال المستثمرة، وتهدف هذه الشركات إلى تلبية حاجيات المستثمرين الذين يتخوفون من الاستثمار المباشر في السوق، أو ليس لديهم الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم، فيساهمون في هذه الشركات قصد تخفيف العبء والاستفادة من المزايا الضريبية التي

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص ص 63-64.

² رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات مع دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2007، ص 34.

♦ Sociétés d'investissement à capital variable.

تمنح لهم، كما أن أسهم هذه الشركات تتميز بأنها قابلة للاسترداد والتحويل إلى أنواع أخرى من الأسهم التابعة لشركات أخرى من هذه الهيئات.

2.3.1- صناديق الاستثمار المشتركة: هي عبارة عن وعاء مالي يتكون من عدة مؤسسات مالية متخصصة ذات دراية وخبرة في مجال الاستثمارات، تعمل هذه الصناديق على تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة قصد تحقيق عوائد مرتفعة بأدنى مستوى من المخاطر.

3.3.1- شركات رأس المال المخاطر: تعتبر شركات رأس المال المخاطر صورة من صور الوساطة المالية، من خلال قيامها بتجميع رؤوس الأموال التي يرغب المدخرون سواء الجمهور أو المؤسسات (بنوك، شركات التأمين، السلطات العمومية) باستثمارها في مشاريع تتميز بمخاطر مرتفعة، لكن في نفس الوقت تتوفر على إمكانية كبيرة لتحقيق عوائد مرتفعة في المستقبل، وتوظيفها في شكل مساهمات لدى المؤسسات الممولة¹.

وتهتم شركات رأس المال المخاطر بالمشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة، والمشروعات القائمة المتعثرة بسبب نقص في التمويل أو قصور في إدارتها، حيث تساهم هذه الشركات في تقديم الدعم المالي والفني للمشروعات من خلال اعتمادها على مبدأ المشاركة في رأسمال المؤسسات الممولة، وتتدخل من خلال ثلاث مراحل ألا وهي مرحلة الدخول، مرحلة النشاط، وأخيرا مرحلة تسهيل الاستثمار أو التصفية والخروج من المشروع من خلال بيع أسهمها في البورصة.

4.1- سمسرة الأوراق المالية: تعتبر السمسرة من أهم الفاعلين في سوق الأوراق المالية، حيث تؤدي دورا هاما في توفير السيولة والمحافظة على انتظام الأسعار وتغطية المخاطر، وتتمثل مهمتها في تنفيذ أوامر الشراء والبيع على الأوراق المالية المحددة من قبل المستثمرين مقابل عمولة تتلقاها، كما تتولى أيضا تقديم النصح والإرشاد للمتعاملين قصد جلب أكبر عدد منهم وتحفيزهم للاستثمار في البورصة، ومن بين أنواع السمسرة نجد ما يلي:²

1.4.1- السمسرة بالعمولة: يقتصر تعامل هذا النوع من السمسرة على الجمهور الراغب في شراء أو بيع الأوراق المالية، ويتم ذلك مقابل عمولة تحددها لائحة البورصة.

2.4.1- سمسرة الصالة أو المقصورة: يختص هؤلاء السمسرة بتنفيذ طلبات بيع وشراء للأوراق المالية مقابل عمولة يتلقونها.

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زواي: الهندسة المالية الإسلامية وسوق رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهنات، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص 06.

² عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2010، ص 56-61.

3.4.1- تجار الصالة: تتمثل مهمة تجار الصالة في تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص، وتحقيق أرباح اعتمادا على توقعاتهم بشأن اتجاهات الأسعار، فإذا توقع هؤلاء التجار انخفاض سعر ورقة مالية معينة فإنهم يقومون ببيع أكبر قدر ممكن منها قصد التخلص منها قبل انخفاض سعرها.

4.4.1- المتخصصون: يتخصص هذا النوع من السماسرة في التعامل بنوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها شركات معينة، وبذلك يتوسط المتخصصون بين عمل سمسار المقصورة وتجار الصالة، ولكن ليس لديهم الحق في التعامل مع الجمهور.

5.4.1- السماسرة في الصفقات الصغيرة: تهتم هذه الفئة من السماسرة بالطلبات الصغيرة التي تصل إلى 100 سهم على الأكثر، مقابل عمولة تتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، كما أنها لا تتعامل مع الجمهور بل تعمل لحساب بيوت السمسرة بالعمولة.

6.4.1- وكلاء بيوت السمسرة: هم سماسرة أعضاء بالبورصة، يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلبياتهم الكبيرة الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

2- أوامر البورصة

- أوامر البورصة هي عبارة عن تفويض أو طلبيات يمنحها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة قصد شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة¹، وتتضمن هذه الأوامر عادة العناصر التالية:²
- تحديد نوع العملية المراد القيام بها: هل هي عملية شراء أم عملية بيع للأوراق المالية.
 - تحديد طبيعة الورقة المالية المطلوبة: أسهم، سندات، منتجات مالية أخرى، بالإضافة إلى الكمية المطلوبة.
 - تحديد مدة صلاحية الأمر.
 - تحديد نوع الأمر.

¹ Mokdad Aggoun, Rôle et efficacité du marché financier dans le développement de l'économie: Cas du Maghreb, Mémoire pour l'obtention de magister, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université d'Alger, 2009, P53.

² Jean-François Susbielle, Comprendre la bourse sur internet, Edition d'Organisation, Paris, 2001, PP356-358.

تتعدد الأوامر باختلاف سعر ووقت التنفيذ ومن بينها ما يلي:

- 1.2- الأوامر اليومية: هي عبارة عن أوامر البيع أو الشراء الصالحة فقط ليوم التداول في البورصة، وتجدر الإشارة إلى أن كل أوامر البورصة هي أوامر يومية ما عدا في حالات استثنائية وقليلة¹.
- 2.2- الأوامر ذات الزمن المحدد: هي طلبات مشروطة بزمن تنفيذ محدد قد يكون يوماً واحداً أو أسبوعاً أو شهراً، وفي حالة عدم تنفيذها لغاية انتهاء المدة المحددة يعتبر الأمر ملغى أو غير صالح للتنفيذ.
- 3.2- الأوامر ذات الزمن المفتوح: تسمى كذلك الأوامر السارية حتى الإلغاء، هي طلبات ليس لها حدود زمنية في تنفيذها، ولكن يمكن إلغاؤها بناء على طلب من المستثمر.
- 4.2- أوامر محددة (Limit Orders): هذا النوع من الأوامر يعتبر السعر المحدد من قبل المستثمر (سعر التنفيذ) هو الأساس في تنفيذ الطلبية من عدمها، ففي حالة أمر الشراء يكون التنفيذ عندما تنخفض الأسعار تحت المستوى المحدد أو يساويه، والعكس في حالة أمر البيع أين يكون التنفيذ عندما ترتفع الأسعار إلى ما فوق السعر المحدد أو يعادله².
- لذلك، فإن السمسار المكلف بتنفيذ هذه الأوامر يتوجب عليه أن يكون على اطلاع دائم بتحركات أسعار الأوراق المالية محل الطلب، واغتنام فرصة ارتفاعها أو انخفاضها عن السعر المحدد لتنفيذ الأمر. وتكون هذه الأوامر محددة بفترة معينة من الزمن، مما يمكن السمسار من تسجيل طلبه لتنفيذه عند وصول الأسعار إلى المستوى المطلوب. أما في حالة عدم وصول سعر السوق إلى السعر المحدد فإن الصفقة لا يتم تنفيذها وتعتبر ملغاة.
- 5.2- أوامر السوق (Market Orders): تتمثل هذه الأوامر في قيام المستثمر بإعطاء تعليمات للسمسار قصد بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في السوق، بمعنى تنفيذ أمر الشراء عندما تصل الأسعار إلى أدنى مستوى لها، وتنفيذ أمر البيع في حالة وصول الأسعار إلى حالتها القصوى، ويختلف هذا الأمر عن الأمر المحدد في أن المستثمر لا يكون على دراية بالسعر الذي سوف يتم به تنفيذ الأمر إلا بعد إخطاره بذلك من طرف السمسار³.

¹ Sabiha Nait Kaci, Le marché financier algérien, Application, Automatisation de la négociation à la bourse d'Alger, Mémoire de magistère en Génie-Industriel, Ecole Nationale Polytechnique, El-Harrach, Alger, 2000, P32.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 127.

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص 191.

6.2- الأمر المتدرج: وفقا لهذا الأمر يحدد المستثمر مجموعة من المستويات لطلباته، حيث يحدد لكل مجموعة من الأوراق المالية سعرا معيناً إلى السمسار حتى يتولى تنفيذها.

7.2- الأمر المطلق أو الحر: يتمثل في ترك الحرية للسمسار في شراء أو بيع الأوراق المالية التي تحقق مصلحة المستثمر، وهذا النوع من الأوامر يتعلق بالصفقات التي تحتوي على كمية كبيرة من الأوراق المالية، حيث يتولى تنفيذها السمسار الذي يكون محل ثقة كبيرة لدى المستثمر.

3- نظام التسعير في سوق الأوراق المالية

يتبع سوق الأوراق المالية عدة طرق للتسعير بغرض تحديد أسعار الأصول المالية التي تتأثر بعوامل عديدة منها قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة المالية، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه، العائد المتوقع من الإصدار، وبصفة عامة يمكن تقسيم طرق التسعير إلى ما يلي:¹

1.3- التسعير بالمناداة (Quotation By Action): يعتمد التسعير بالمناداة على تسعير الأوراق المالية شفويا، بحيث يلتقي الوسطاء الحاملين لأوامر البيع والشراء في مقصورة البورصة، وينادون بأعلى أصواتهم بأنواع الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع، ويتم الاتفاق بالإعلان عن سعر البيع التوازني الذي يتم تسجيله على لوحة التسعيرة الرسمية.

ومن ميزة هذه الطريقة في التسعير أنها توفر الشفافية في التعامل من خلال تمكين كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

2.3- التسعير بالأدراج (Quotation By Racks): تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بكل نوع من الأوراق المالية على بطاقة وتوضع في درج معين الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، وفي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة التي لم تنته مدة صلاحيتها، ويحدد سعر التعامل وفقا لما تم تجميعه.

3.3- التسعير بالصندوق (Quotation By Box): تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع أو طلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بفرزها وتحديد سعر التوازن، علما أنه يخصص لكل نوع من الورقة المالية صندوق خاص بها.

¹ شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2001، ص76.

4.3- التسعير بالنسبة المئوية (Quotation By Percentage): حسب هذه الطريقة تظهر

الأسعار على جدول التسعيرة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للورقة المالية.

5.3- التسعير المستمر (Quotation By Continued): يسمح التسعير المستمر بسرعة تنفيذ

الأوامر ومتابعة تطورات السوق، ولدقة هذه الطريقة فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر في أي لحظة كانت، وذلك من خلال المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف الوسطاء في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي، وهذا النوع من التسعير يعطي القدرة على التداول المباشر، كما يتغير سعر التوازن تلقائياً بمجرد إدخال أوامر جديدة ويوضع على كل أمر تاريخ وساعة وصوله.

يمرّ التسعير المستمر بمرحلتين، مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة أين يتم تجميع الأوامر المحصل عليها وفرزها، ومرحلة ما بعد الافتتاح أين يتم تحديد السعر التوازني وتنفيذ الأوامر¹. وبعد اختيار طريقة التسعير الملائمة، تقوم البورصة بإصدار مجموعة من الأسعار حسب توقيت عملها، تتمثل فيما يلي:

- **سعر الافتتاح (Opening Price):** هو أول سعر يحدّد للورقة المالية بعد افتتاح البورصة، والذي يعبر عن سعر التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة، وعند احتساب هذا السعر يؤخذ بعين الاعتبار جميع الأوامر التي تم إدخالها إلى نظام التداول.
- **أعلى سعر (Higher Price):** هو أعلى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال جلسة التداول.
- **أدنى سعر (Lower Price):** هو أدنى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال جلسة التداول.
- **سعر الإقفال (Closing Price):** هو آخر سعر يسجل للورقة المالية في جلسة التداول، وهو عبارة عن معدل الأسعار التي نفذت خلال الجلسة لكل ورقة مالية، أي مجموع قيم الأوراق المالية التي تم تداولها مقسوماً على العدد الإجمالي لها.

¹ Bertrand Jacquillat & Bruno Solnik, Marchés Financiers: Gestion de portefeuille et des risques, 3ème édition, Dunod, Paris, 1997, P 29.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يتيح سوق الأوراق المالية للشركات التي تعاني من نقص في التمويل من إصدار أدوات مالية لتمويل مشاريعها الاستثمارية، وبالنظر لتعدد هذه الأدوات وتنوعها يتوجب على الشركات الاختيار بينها حسب ما تقتضيه احتياجاتها، ويتم ذلك من خلال القيام بتحليل تلك الأدوات للتمكن من اتخاذ القرار المناسب، ولتوضيح الأنواع التي تتخذها الأدوات المالية قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى أربعة مطالب:

- أدوات الملكية (الأسهم)؛
- أدوات المديونية (السندات)؛
- المشتقات المالية؛
- تحليل الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم من أبرز الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث تمكن الشركات من رفع رأسمالها وتجزئته إلى أسهم متساوية القيمة تثبت حقوق المساهمين في امتلاك جزء من رأسمالها، وسنتطرق فيما يلي إلى تعريف وخصائص الأسهم، أنواعها ومختلف عوائدها.

1- تعريف الأسهم، خصائصها وقيمتها

سنتناول فيما يلي تعريف الأسهم، خصائصها، بالإضافة إلى مختلف القيم التي يتخذها السهم:

1.1- تعريف الأسهم وخصائصها: السهم هو عبارة عن صك ملكية قابل للتداول يصدر من قبل الشركات المساهمة، ويثبت امتلاك حائزه لجزء من رأس المال¹، مع استفادته من كل الحقوق وتحمله لكل الأعباء التي تنتج عن امتلاكه لهذا الأصل².

كما يمكن تعريفه بأنه أداة من الأدوات المالية طويلة الأجل، التي تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأسمال الشركة المصدرة لها، بالإضافة إلى استفادته من جزء من توزيعات الأرباح التي تحققها الشركة كل حسب نسبة مساهمته، واستفادته من العضوية في الجمعية العامة للمساهمين.

واستنادا إلى ما سبق، يمكن إبراز أهم خصائص الأسهم فيما يلي:

- السهم هو ورقة مالية تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمة السهم، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو مساهم في المؤسسة.

¹ ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص44.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص82.

- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد يتمثل في ربح السهم، وبالموازاة يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق الشركة لخسائر.

- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير نتيجة ارتباطه بالنتائج التي تحققها الشركة.

- في حالة تصفية الشركة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفون حقوقهم باعتبارهم شركاء فيها.

2.1- قيم السهم: يأخذ السهم عدة قيم يمكن إبرازها فيما يلي:

1.2.1- القيمة الاسمية: هي قيمة السهم التي ينص عليها النظام الداخلي للشركة وتكون

مكتوبة على قسيمة السهم عند إصداره، وتحسب القيمة الاسمية بقسمة إجمالي رأسمال الشركة على العدد الإجمالي للأسهم¹.

2.2.1- القيمة الدفترية: هي عبارة عن قيمة السهم في الدفاتر المحاسبية للشركة، وتتمثل في

حقوق الملكية (مجموع رأس المال المساهم به بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح غير الموزعة) مقسمة على عدد الأسهم²، حيث يعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم}$$

3.2.1- القيمة السوقية: تمثل القيمة التي يبيع بها السهم في السوق الثانوية (البورصة)،

وتكون في تغير مستمر صعودا وهبوطا نظرا لتأثرها بعدة عوامل منها الظروف الاقتصادية، حجم العرض والطلب على السهم، توقعات المحللين الماليين والمركز المالي للمؤسسة³.

4.2.1- القيمة التصفوية: هي القيمة التي يتوقع صاحب السهم الحصول عليها في حالة تصفية

موجودات الشركة وتوزيع قيمتها على الدائنين أولاً، ثم أصحاب الأسهم⁴.

¹ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص90.

² طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص129.

³ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات مع دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص19.

⁴ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص90.

2- أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم حسب عدة اعتبارات تتمثل فيما يلي:

1.2- تصنيف الأسهم حسب شكل الإصدار: وفق هذا التصنيف نميز بين الأسهم لحاملها، الأسهم

الاسمية والأسهم لأمر:

1.1.2- الأسهم لحاملها: تصدر هذه الأسهم دون تدوين اسم مالكيها، فكل من يحمل هذه الأسهم

يعتبر مالكا لها، وميزة الأسهم لحاملها أنها سهلة التداول، ويتم التنازل عنها بتسليمها من يد إلى أخرى، لكن يعاب عليها أنها معرضة لمخاطر السرقة والضياع.

2.1.2- الأسهم الاسمية: تختلف هذه الأسهم عن الأسهم لحاملها في كونها تصدر بإسم

صاحبها الذي يدون كذلك في سجلات الشركة، وبالتالي فهذا النوع من الأسهم قليل التعرض للمخاطر، وتكمن ميزة الأسهم الاسمية في أن الشركة المصدرة تكون على دراية بهوية حاملي هذه الأسهم وبالتالي يسهل عليها استدعائهم للاجتماع ودفع الأرباح.

3.1.2- الأسهم لأمر: تصدر هذه الأسهم لأمر شخص معين، وتشتري فيها الشركة دفع كامل

قيمتها الاسمية، نظرا لإمكانية تداولها عن طريق التظهير دون الموافقة المسبقة للشركة المصدرة لها¹.

2.2- تصنيف الأسهم حسب طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم: نميز بين ثلاثة أنواع من

الأسهم:

1.2.2- الأسهم العينية: هي عبارة عن الأسهم التي تمثل حصة عينية في رأسمال الشركة،

حيث يتم الوفاء بقيمتها في شكل حصص عينية كالعقارات والآلات التي يشترط أن تكون مقدرة ومصادق عليها من قبل الجمعية العامة للمساهمين، ولا يتم تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها كما يجب أن تكون محررة بالكامل.

2.2.2- الأسهم النقدية: تختلف هذه الأسهم عن الأسهم العينية في كونها تلزم أصحابها

بتسديد قيمتها نقدا، ولا تكون قابلة للتداول إلا بعد صدور العقد التأسيسي للشركة التي أصدرتها.

3.2.2- الأسهم المختلطة: هي تلك الأسهم التي يتم الوفاء ببعض من قيمتها عند الاكتتاب

نقدا والبعض الآخر عينا.

¹ محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 80.

3.2- تصنيف الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها أصحابها: وفقا لهذا التصنيف نجد الأسهم

العادية والأسهم الممتازة، وسنتطرق إلى كل منهم فيما يلي:

1.3.2- الأسهم العادية: هي عبارة عن وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية،

تتضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها وي طرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ولا يستحق الدفع في تاريخ محدد¹.

وتصدر الأسهم عادة عند تأسيس الشركة، ولكن قد يلجأ إلى إصدارها في مراحل أخرى لزيادة رأسمال الشركة المكتتب فيها.

وتنظم القوانين الموجودة في مختلف الدول حقوق المساهمين كما يبرزها القانون الأساسي للشركة المصدرة لهذه الأسهم، وبصفة عامة تتمثل هذه الحقوق فيما يلي:

- الحق في التصويت: يحق لحملة الأسهم العادية حضور الاجتماعات السنوية التي تعقدتها

الشركة، والإدلاء بأصواتهم في جميع الموضوعات الهامة التي تؤثر عليها مثل التغيرات في النظام الأساسي للشركة، انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، اتخاذ قرارات رفع رأس المال وغيرها، ويكون التصويت إما بحضور المساهمين شخصيا أو بالبريد أو بتفويض صوتهم لمساهمين آخرين².

- الحق في الأرباح الموزعة: يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة³،

لأن الغرض من استثمارهم هو تحقيق عوائد إلى جانب المخاطر التي يتعرضون لها، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا فقد تحتفظ بجزء من الأرباح المحققة أو كلها.

- حق الأولوية في الاكتتاب: لحملة الأسهم العادية الأولوية في شراء الأسهم الجديدة المصدرة،

حيث بمجرد قيام الشركة بإصدار أسهم عادية جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يملكونه من أسهم قديمة⁴، وميزة هذا الحق هو تمكين المساهمين العاديين من المحافظة على حقهم في التصويت، ونصيبهم في الاحتياطات والأرباح غير الموزعة.

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص92.

² محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص222.

³ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص83.

⁴ Philippe Monnier & Sandrine Mahier-Lefrançois, Les Techniques bancaires: Pratiques et Applications corrigées, Dunod, Paris, 2008, P244.

- حق نقل ملكية السهم العادي: يتم هذا الحق من خلال قيام المساهمين العاديين بنقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم من خلال بيعها في السوق الثانوي للأوراق المالية¹.
- وللأسهم العادية عدة مزايا توفرها للشركة بوصفها مصدر للتمويل من أهمها:
- لا توجد التزامات قانونية على الشركة بإجراء توزيعات على المساهمين، إذ يخضع ذلك لتقدير إدارة الشركة وسياستها الخاصة بتوزيع الأرباح.
- تعتبر الأسهم العادية مصدرا للتمويل الدائم وطويل الأجل إذ ليس لها تاريخ استحقاق، لكن يمكن لحائزها استرداد قيمتها من خلال نقل ملكيتها للغير، وذلك ببيعها في السوق الثانوي.
- إن إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى زيادة قدرة الشركة على الاقتراض لأنه يؤدي إلى زيادة الأموال الخاصة.

ومتلما للأسهم العادية مزايا فلها عيوب أيضا، من أبرزها:

- يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى السيطرة على قرارات الشركة، غير أنه يمكن التغلب على ذلك بمنح قدامى المساهمين حق الأولوية في شراء الأسهم الجديدة.
- الأرباح الموزعة على المساهمين لا يتم إعفاؤها من الضريبة لأنها لا تعتبر تكاليف وبالتالي لا يترتب عليها وفرات ضريبية، مما يؤدي إلى زيادة الوعاء الضريبي للشركة من جهة وانخفاض العائد على السهم من جهة أخرى.

2.3.2- الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية² شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تحسب بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة³، إذ لا يتم إضافة الاحتياطات والأرباح غير الموزعة لأنها لا تعد حقوقا لحملة الأسهم الممتازة، كما ليس لها تاريخ استحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن حملة الأسهم الممتازة يتمتعون بحق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة مقارنة بحملة الأسهم العادية، كما أن عائدها يحدّد سنويا وغالبا ما لا تتمتع بحق التصويت⁴.

¹ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 89.

² عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 377.

³ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 545.

⁴ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار ابن الجوزي، السعودية، 2005، ص 55.

ومن بين أنواع الأسهم الممتازة ما يلي:¹

- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح (المتراكمة): هي تلك الأسهم التي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لم تعلن عن توزيعها لسبب معين، وذلك قبل توزيعها على حملة الأسهم العادية.

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: هي الأسهم التي تمنح لحاملها حق مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح التي توزع عليهم، بعد الحصول على حقهم من الأرباح إثر عملية التوزيع الأولي.

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل: هي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية بعد فترة محددة، وبالتالي يوفر هذا النوع من الأسهم الممتازة ميزتين لحاملها: حق الأفضلية في الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل المساهمين العاديين من جهة، وحق تحويلها إلى أسهم عادية بعد فترة زمنية محددة إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

- أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء: هي الأسهم التي تعطي الحق للشركة المصدرة في استرجاعها من قبل حاملها مقابل سعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، وعادة ما يكون ذلك عند ارتفاع أسعارها السوقية، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة بأن يكون لها الحق في استهلاكها إذا ما شعرت بأن لديها فائضا في الأموال.

وللأسهم الممتازة عدة مزايا توفرها للشركة من أهمها:

- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات على حملة الأسهم الممتازة في كل سنة تحقق فيها أرباحا، نظرا لإمكانية تراكم أرباحها سنة تلو الأخرى والحصول عليها عندما تقرر الشركة توزيعها.

- التمويل بالأسهم الممتازة لا يؤدي إلى السيطرة على إدارة الشركة نظرا لانعدام حق التصويت.²

- إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو ما يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

- عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت بنسبة معينة من القيمة الاسمية، مما يجنب الشركة تحقيق شرط المساواة في العائد الذي يتمتع به حملة الأسهم العادية.

¹ عمار صايقي، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية مع دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009، ص32.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص479.

وإذا كان للأسهم الممتازة المزايا السابقة الذكر فإنها لا تخلو من العيوب أيضاً، ومن أبرزها أن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي إعفاء ضريبي كونها لا تعتبر من التكاليف، كما يجب أن تتضمن عائداً أعلى من عائد السندات حتى تتمكن الشركة من بيعها.

3.3.2- أسهم التمتع: هي عبارة عن الأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو من الاحتياطات¹، ونجد هذا النوع من الأسهم في الشركات التي لها حق الامتياز بالإضافة إلى شركات المناجم والمحاجر التي تنتهي موجوداتها بانتهاء مدة الامتياز، حيث تعمل هذه الشركات على استهلاك أسهم رأسمالها تدريجياً انطلاقاً من المخصصات الخاصة باستهلاك الأسهم المكونة لهذا الغرض، والناجئة عن حجز جزء من صافي أرباحها، وفي هذه الحالة تصدر الشركة أسهم التمتع قصد منحها للمساهمين الذين استهلكوا أسهمهم لتتيح لهم الاشتراك في صافي أرباح الشركة الموزعة.

3- عوائد الأسهم (Stocks Yields)

تتمثل هذه العوائد فيما يحصل عليه المستثمر من جراء استثماره في سوق الأسهم، حيث تتم عملية الشراء إذا ما كان معدل العائد الذي يطلبه المستثمر أقل أو يساوي من معدل العائد المتوقع من السهم المعروف، بينما يلجأ المستثمر إلى بيع الأسهم في حالة ما إذا كان معدل العائد المطلوب أعلى من معدل العائد المتوقع، وتتنوع عوائد السهم كالتالي:²

1.3- عائد التوزيعات (Dividends Yield): هو عبارة عن العائد الذي يحصل عليه المستثمر من جراء تحقيق الشركة المصدرة للأسهم أرباحاً، ويتم احتساب هذا العائد وفقاً للعلاقة التالية:

$$\text{عائد التوزيع} = \frac{\text{الربح المقرر لحملة الأسهم} \times \text{نسبة التوزيعات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

2.3- العائد الرأسمالي (Capital Yield Gains): هو عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند الشراء والقيمة السوقية له عند البيع، بعبارة أخرى يمثل العائد الرأسمالي ارتفاع القيمة السوقية للسهم مع الأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم، ويحتسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية عند البيع} - \text{القيمة السوقية عند الشراء}}{\text{القيمة السوقية عند الشراء}}$$

¹ وزارة العدل، القانون التجاري الجزائري، منشورات بيري، الجزائر، 2007، المادة 715 مكرر 45، ص 198.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 94-95.

3.3- العائد الإجمالي (Gross Yield): يتمثل في مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي، ويشمل إجمالي عائد التوزيعات والعائد الرأسمالي، بالإضافة إلى العائد الإضافي المحتمل تحقيقه من قبل المستثمر عند استثمار التوزيعات الدورية لأسهمه، وبالتالي فالعائد الإجمالي يظهر حسب العلاقة التالية:

$$\frac{\text{عائد التوزيعات} + \text{العائد الرأسمالي} + \text{العائد الإضافي}}{\text{القيمة السوقية عند الشراء}} = \text{العائد الإجمالي للسهم}$$

المطلب الثاني: ماهية السندات

تشكل السندات أداة من الأدوات المالية طويلة الأجل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية والحكومات للحصول على التمويل، وللتعرف أكثر على هذا النوع من الأوراق المالية سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف وخصائص السندات، أنواعها، ضماناتها ومخاطرها، وأخيرا كيفية إهلاكها (أي تسديدها).

1- تعريف وخصائص السندات

يمكن تقديم بعض المفاهيم والخصائص المتعلقة بالسندات:

1.1- تعريف السندات: لقد تعددت المفاهيم المتعلقة بالسندات، نذكر منها:

❖ **التعريف الأول:** السند هو عبارة عن "صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من مال كقرض للمؤسسة المصدرة¹، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة واقتضاء دينه في التاريخ المحدد لانتهاء مدة القرض"².

❖ **التعريف الثاني:** السند هو عبارة عن "عقد أو أداة دين طويلة الأجل تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض (مصدر السند) بأن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند"³.

❖ **التعريف الثالث:** يعرف السند بأنه "وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من النقود (القيمة الاسمية) إلى حامله مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية في تواريخ معينة"⁴.

¹ Pascal Barneto & Georges Gregorio, DSCG2 Finance Manuel et Application, 2^e édition, Dunod, Paris, 2009, P30.

² Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarv'h, DSCG2 Finance Manuel, 4^e Edition, Edition Foucher, Paris, 2010, P214.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 61.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 252.

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السند هو "أداة تمويل متوسطة وطويلة الأجل، تلجأ إليها الدولة والشركات لجمع الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها، ويعرّف على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض (مصدر السند) بدفع مبلغ معين من النقود إلى حامله في تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفوائد المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين".

2.1- خصائص السندات: تتميز السندات بخصائص متعددة نذكر منها:

- تمثل السندات ديون في ذمة الجهة المصدرة لها، وحاملها يكون دائنًا لتلك الجهة.
- السندات هي صكوك متساوية القيمة الاسمية، وهي قابلة للتداول.
- يتحصل أصحاب السندات على فائدة سنوية بالمعدل المحدد في السند، سواء حققت الشركة أرباحًا أو تحملت خسائر.
- تسدد قيمة السندات في تاريخ الاستحقاق المحدد من قبل الشركة المصدرة.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، على اعتبار أن هذه الفوائد تدخل ضمن التكاليف التي تتحملها الشركة.
- عند تصفية الشركة لحملة السندات الأولوية في الحصول على حقوقهم¹.
- توفير المرونة التمويلية للشركة من خلال خاصية الاستدعاء التي تمكن من استردادها قبل تاريخ الاستحقاق².

2- أنواع السندات

تتخذ السندات عدة أنواع حسب معايير متعددة، نذكر منها:³

1.2- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: نميز بين السندات الحكومية أو العامة والسندات

الخاصة كالتالي:

1.1.2- السندات الحكومية أو العامة: هي سندات صادرة عن الخزينة العمومية تمثل الدولة

فيها الطرف المدين، أما الدائنون فهم البنوك، مؤسسات القطاع العام ومؤسسات القطاع الخاص، وعموماً يكون الهدف من إصدار السندات الحكومية هو تغطية العجز في الميزانية العامة للدولة أو تخفيض معدلات

¹ Thierry Bechu, *Économie et Marchés financiers*, Edition Eyrolles, Paris, 2010, P227.

² محمود صبح، *الإدارة المالية طويلة الأجل*، الطبعة الأولى، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2000، ص246.

³ محمد حشماوي، تغريد الأغا: أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز-، مجلة المؤسسة، العدد الأول، مخبر إدارة التغيير في المؤسسة الجزائرية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص ص39-41.

التضخم، وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر كونها مضمونة من قبل الدولة وتمتعها بدرجة عالية من السيولة¹.

2.1.2- السندات الخاصة: هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص بهدف تمويل مشاريعها الاستثمارية، وتتميز هذه السندات بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، ولكنها أكثر تعرضاً للمخاطر المترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية، وعادة ما تكون هذه السندات مضمونة.

2.2- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: نميز بين السندات المضمونة والسندات غير المضمونة كالتالي:

1.2.2- السندات المضمونة: هي تلك السندات التي تقوم الجهة المصدرة لها برهن بعض أصولها لضمان حقوق حملة السندات، ففي حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تاريخ الاستحقاق، يتم استيفاء الديون من خلال بيع الأصول المرهونة.

2.2.2- السندات غير المضمونة: تكون هذه السندات غير مضمونة بأي أصل من أصول المؤسسة المصدرة، باستثناء مركزها المالي والائتماني، وغالبا ما تصدر هذه السندات من قبل الشركات القوية وذات السمعة الجيدة.

3.2- أنواع السندات حسب القابلية للاستدعاء: تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى سندات قابلة للاستدعاء وسندات غير قابلة للاستدعاء:

1.3.2- السندات القابلة للاستدعاء: هي السندات التي تتضمن شرط الاستدعاء، حيث تتمكن المؤسسة المصدرة من استدعائها وطلبها وسداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق، مقابل تعويض يدفع لصاحب السند يسمى "علاوة الاستدعاء"، وتكمن الدوافع الرئيسية من إصدار هذا النوع من السندات هو الاستفادة من انخفاض معدلات الفائدة السوقية بشكل يمنح للمؤسسة ميزة استبدال السندات القائمة ذات الفائدة المرتفعة بسندات ذات فائدة منخفضة، وتكون أسعار هذه السندات منخفضة عن السندات غير القابلة للاستدعاء نظرا للمخاطر التي يتحملها المستثمر.

2.3.2- السندات غير القابلة للاستدعاء: هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها إلى غاية حلول تاريخ استحقاقها، ولا يجوز للمؤسسة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

¹ صبرينة طكوش، تحرير حركة رؤوس الأموال في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، فرع التحليل الاقتصادي، المعهد الوطني للتخطيط والإحصاء، الجزائر، 2007، ص42.

4.2- أنواع السندات حسب الحقوق والالتزامات المقدمة لمالكها: نميز بين السندات القابلة

للتحويل، السندات غير القابلة للتحويل والسندات ذات علاوة:

1.4.2- السندات القابلة للتحويل: هي سندات تعطي لصاحبها الحق في طلب تحويلها إلى

أسهم عادية بعد مرور فترة زمنية معينة وبسعر محدد للسهم الواحد، وتتمتع هذه السندات بالمرونة حيث تتيح لصاحبها الحصول على فوائد ثابتة في فترات الركود من جهة، والحصول على حصة من الأرباح في فترات الراج بعد استبدال السندات بأسهم عادية من جهة أخرى¹.

2.4.2- السندات غير القابلة للتحويل: هي السندات التي لا تعطي لصاحبها حق التحويل إلى

أوراق مالية أخرى، وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

3.4.2- السندات ذات علاوة: هي سندات تعطي لصاحبها الحق في التعويض بمبلغ يفوق

سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لصاحب السند عند تاريخ الاستحقاق إضافة إلى مبلغ إصدار السندات².

5.2- أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز بين السندات ذات معدل العائد الثابت والسندات

ذات معدل العائد المتغير:

1.5.2- السندات ذات معدل العائد الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا في كل

السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب عليها في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك.

2.5.2- السندات ذات معدل العائد المتغير: هي تلك السندات التي يتغير معدل فائدتها حسب

معدل الفائدة السائد في السوق أو حسب معدل التضخم، وغالبا ما يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

6.2- أنواع السندات حسب الملكية: نميز بين السندات لحاملها والسندات الاسمية كالتالي:

1.6.2- السندات لحاملها: هي السندات التي لا يقيد فيها اسم صاحبها، ويعتبر حامل السند هو

مالكه، وبالتالي فإن ملكية هذه السندات يتم نقلها من يد إلى أخرى دون الحاجة إلى قيدها في أي سجل، كما يستطيع من يحمل السند أن يقبض قيمة الفائدة بمجرد تقديم القسيمة المرفقة بالسند إلى البنك الوسيط للجهة المصدرة.

2.6.2- السندات الاسمية: هي السندات التي يبين فيها اسم صاحبها، ولا يتم نقل ملكية السندات

الاسمية إلا بعد تغيير البيانات المثبتة في السجل، كما أن فوائد هذه السندات لا تدفع إلا لأصحابها أو لمن ينوب عنهم قانونا.

¹ Georges Legros, Mini manuel de Finance d'entreprise, Dunod, Paris, 2010, P168.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص63.

3- ضمانات السندات والمخاطر المرتبطة بها

1.3- ضمانات السندات: تتوفر السندات على ضمانات لحاملها ترتبط بشكل كبير بأهمية الجهة المصدرة لها، وتتخذ تلك الضمانات أحد الأشكال التالية:

- **الضمان العيني:** هو أن تكون السندات مضمونة بأصل من أصول الشركة.

- **الضمان الشخصي:** هو أن تكون السندات مضمونة إما من قبل الشركة الأم إذا كان المصدر فرع لهذه الشركة، أو من قبل الدولة، أو من قبل أحد البنوك؛

- كما قد تلتزم الشركة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة كضمان لحاملي السندات.

2.3- المخاطر المرتبطة بالسندات: على الرغم من تمتع السندات بميزة ثبات التدفق النقدي وضمان استرداد أصل الدين، إلا أن المستثمرين في هذا النوع من الأدوات المالية يتعرضون إلى المخاطر، منها ما يتعلق بالبيئة الاقتصادية العامة مثل التوقعات التضخمية وتغيير أسعار الفائدة، ومنها ما يتعلق بالمؤسسة المصدرة نفسها، ومن بين هذه المخاطر نذكر ما يلي:

1.2.3- مخاطر أسعار الفائدة: تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقاً لعدة عوامل منها قوى العرض والطلب على الأدوات المالية المختلفة، معدلات التضخم السائدة، ووضعية الاقتصاد (انتعاش أو انكماش)، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة العكسية بين القيمة السوقية للسندات وأسعار الفائدة السوقية، ومن هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية.

2.2.3- مخاطر التضخم: تعد السندات من الأدوات المالية الأكثر تأثراً بمخاطر التضخم لأنها ذات دخل ثابت، حيث يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى انخفاض القدرة الشرائية للدخل الثابت المتأتي من السندات نتيجة الارتفاع في المستوى العام للأسعار.

3.2.3- مخاطر ائتمانية (مخاطر التوقف عن السداد): هي تلك المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة الشركة المصدرة على سداد الفوائد وأصل الدين في التاريخ المنفق عليه¹.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص50.

4.2.3- مخاطر ضعف السيولة: يقصد بها عدم إمكانية التصرف في السندات من خلال بيعها بسرعة وسهولة دون أن يتعرض حاملها لأية خسائر، وتظهر هذه المخاطر في حالة تقلب أحوال السوق¹.

5.2.3- مخاطر استدعاء أو إعادة شراء السندات: قد يتعرض حملة السندات لمخاطر الاستدعاء عند قيام الشركة المصدرة برد وإعادة شراء السندات التي أصدرتها بعد فترة زمنية معينة تكون عادة عندما ينخفض سعر الفائدة السوقي، وهو ما يعرض حملتها إلى المخاطر خاصة إذا لم يكن لديهم دراية بتضمين السندات التي قاموا بالاستثمار فيها بخاصية الاستدعاء والتي تكون محددة عادة في نشرة الاكتتاب.

4- إهلاك (سداد) السندات

بعد أن يتم الاكتتاب في السندات، تقوم الشركة المصدرة بإدارة دينها حتى يتحقق تسديده بالكامل، ويتضمن هذا التسديد كلا من الفوائد وأصل الدين، ويوجد عدة طرق لتسديد السندات من بينها:

1.4- التسديد عند الاستحقاق (Remboursement in Fine):

يعتمد التسديد عند الاستحقاق على قيام الشركة المصدرة بسداد القيمة الإجمالية للقرض السندي عند حلول أجل الاستحقاق إلى كل حاملي السندات، بينما يتم سداد الفوائد المترتبة على هذه السندات سنوياً، وميزة هذه الطريقة أنها تتيح للشركة المصدرة استثمار المبلغ الكلي للقرض طيلة أجله، وعادة لا تلجأ إليها إلا الشركات التي تتوقع تحسناً في تدفقاتها النقدية عند الاستحقاق².

2.4- التسديد بواسطة الاستهلاك (Remboursement par Amortissement):

يعني أن يتم تقسيط التسديد على امتداد أجل القرض السندي من خلال إجراء عملية السحب بالقرعة لتحديد السندات التي تسدد سنوياً³، وبالتالي ففي كل سنة يتم تسديد عدد معين من السندات حيث يتوافق السحب الأخير مع استحقاق القرض السندي⁴.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 289.

² Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Gunther Capelle-Blancard, *Finance d'entreprise*, Pearson Education, Paris, 2008, P149.

³ وسام ملاك، *البورصات والأسواق المالية العالمية*، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003، ص 287.

⁴ Corynne Jaffeux, *Bourse et financement des entreprises*, Op.Cit, P253.

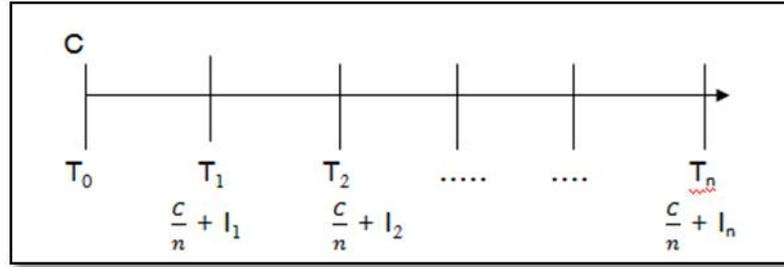
ويوجد عدة طرق لاستهلاك القروض السنوية تتعدد كالتالي:¹

1.2.4 - الاستهلاك بواسطة سلاسل متساوية: يسدد المقترض نفس المبلغ من رأس المال سنويا

الذي يمثل قيمة القرض السنوي مقسوم على عدد السنوات، وتختلف فقط قيمة الفوائد المدفوعة لأنها تحتسب على أساس رأس المال المتبقي الواجب التسديد.

ويمكن توضيح هذه الطريقة من خلال المخطط التالي:

الشكل رقم (1): استهلاك السندات بواسطة سلاسل متساوية



المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 288.

حيث:

C: المبلغ الإجمالي للقرض السنوي؛

$\frac{C}{n}$: الاستهلاك السنوي، حيث n تمثل مدة القرض؛

I_1 : قيمة الفائدة للسنة الأولى (المبلغ الإجمالي للقرض \times معدل الفائدة)؛

I_n = رأس المال المتبقي الواجب التسديد \times معدل الفائدة، علماً أن:

رأس المال المتبقي الواجب التسديد (ن) = رأس المال المتبقي للسنة (ن-1) - الاستهلاك السنوي؛

$(\frac{C}{n} + I_n)$: قسط السنة n.

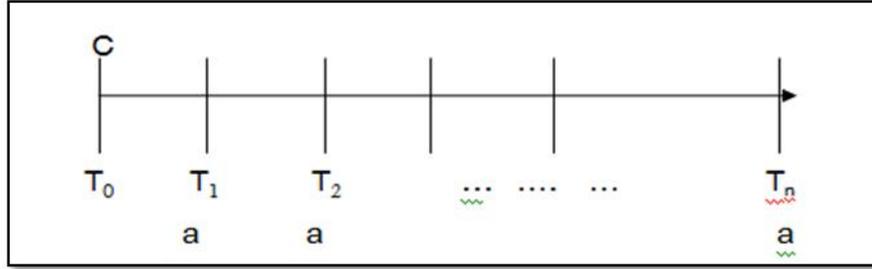
2.2.4 - الاستهلاك بواسطة أقساط سنوية ثابتة: حسب هذه الطريقة تكون الأقساط التي تلتزم

الجهة المصدرة بسدادها سنويا متساوية طوال مدة القرض السنوي، ويتكون كل قسط من الفوائد المستحقة عن السنة وجزء من رأس المال.

¹ وسام ملاك، ، البورصات والأسواق المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 288-291.

يمكن توضيح هذه الطريقة من خلال المخطط التالي:

الشكل رقم (2): استهلاك السندات بواسطة أقساط سنوية ثابتة



المصدر: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 288.

حيث تتلقى المؤسسة بتاريخ "T₀" رأسمال "C"، وتسدّد حتى الاستحقاق "n" مبلغاً ثابتاً "a" الذي يتم احتسابه وفق العاقد التالية:

$$a = C \times \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}}$$

حيث:

a: القسط السنوي الثابت؛

C: رأس المال أي المبلغ الإجمالي للقرض السندي؛

i: معدل الفائدة؛

n: مدة استحقاق القرض السندي.

3.4- التسديد المسبق (Remboursement anticipé): يقصد بالتسديد المسبق أن تقوم

الشركة المصدرة بتسديد السندات قبل تاريخ استحقاقها، غير أنه لا بد من إدراج النصوص الخاصة به في متن عقد الإصدار، وتقوم الشركة بالتسديد المسبق إما استناداً لبند وارد في العقد ينص على التسديد المسبق، أو إعادة الشراء في البورصة، أو تحويل القرض، وسيتم التطرق للحالات الثلاثة كالتالي:¹

1.3.4- التسديد استناداً لبند وارد في عقد الإصدار: تأخذ الشركة المصدرة للسندات المبادرة

بالتسديد عندما تتغير معدلات الفائدة بشكل غير ملائم، مؤدية إلى زيادة النفقات المالية التي تتحملها المؤسسة وبالتالي تقليص الأرباح، ففي حالة انخفاض معدلات الفائدة تقوم الشركة باستبدال إصداراتها التي تحمل معدل فائدة ثابت بإصدار جديد يحمل معدل فائدة أدنى، مما يسمح لها بتسديد حاملي السندات ذوي الإصدار السابق.

¹ Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises, Op.Cit, PP257-258.

2.3.4- التسديد من خلال إعادة الشراء في البورصة: هذه الحالة تتيح للشركة المصدرة بإعادة شراء سندات المسعرة في البورصة عندما تسعر بسعر أدنى من سعر التسديد، والهدف من ذلك هو التوفير في تسديد السندات أي التقليل من عدد السندات التي تلتزم الشركة بتسديد قيمتها.

3.3.4- التسديد بواسطة التحويل: يتعلق الأمر بقيام الشركة المصدرة بتحويل قرض سندي قليل السيولة مقابل قرض سندي آخر أكثر سيولة.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

ظهرت المشتقات المالية كنتيجة حتمية أملت التطورات الاقتصادية والمالية التي شهدها العالم، والتي أسفرت عن ابتكار أدوات تشق قيمتها من قيمة أصل مالي يسمى الركييزة قد يكون أسهم أو سندات أو أدوات أخرى، وتعد هذه المشتقات من أهم ملامح تطور السوق المالية حيث أنها تستخدم لأغراض متعددة كالتحوط والمضاربة والمراجعة؛

فالتحوط يهدف إلى تخفيض المخاطر الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، أما المضاربة تعمل على تحقيق مكاسب كبيرة في فترة قصيرة من جراء تنبؤاتهم المستقبلية لأسعار الأصول المالية، بينما المراجعة تعمل على اغتنام فرصة عدم توافق الأسعار بين الأسواق من خلال اتخاذ قرار الشراء من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها في سوق آخر مرتفع الأسعار، محققا بذلك ربح يتمثل في الفرق بين السوقين. ومن أبرز أشكال المشتقات المالية نجد العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلة، وسنتطرق إلى كل منها فيما يلي:

1- العقود الآجلة (Forward Contracts)

العقد الآجل هو التزام بشراء أو بيع أصل مالي أو عيني (يسمى الركييزة) في تاريخ آجل محدد وبسعر محدد، حيث يتم الاتفاق على السعر الآجل يوم إبرام العقد على أن يتم اعتماده في وقت آجل متفق عليه قد يكون شهرا، ثلاثة أشهر، تسعة أشهر، أو سنة، ويحدد في العقد نوعية الأصل المالي، كميته، السعر الآجل، المدة المتفق عليها وطريقة تسديده¹، كما يتم تداول هذا النوع من العقود في الأسواق غير المنظمة أين يأخذ الطرف المشتري وضعية تسمى بالمركز الطويل (Long position)، بينما يأخذ الطرف البائع وضعية تسمى بالمركز القصير (Short position)، ويتمثل الربح في الفرق بين السعر الآني يوم التسليم والسعر الآجل المتفق عليه.

¹ Aimé Scannavino, Les Marchés Financiers Internationaux, Dunod, Paris, 1999, P P62-64.

ففي حالة ما إذا كان سعر الأصل المتفق عليه أقل من السعر الآني في يوم التسليم فإن المشتري سيحقق ربحاً يتمثل في الفرق بين السعرين، أما إذا كان السعر المتفق عليه أكبر من السعر الآني ففي هذه الحالة فإن البائع هو الذي سوف يحقق أرباحاً على حساب المشتري.

2- العقود المستقبلية (Future Contracts)

يعرف العقد المستقبلي بأنه اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في تاريخ لاحق وبسعر محدد شأنه في ذلك شأن العقد الآجل، إلا أن الاختلاف يكمن في أن العقد المستقبلي يتم تداوله في الأسواق المنظمة (البورصات) حيث لا يعرف أطراف العقد بعضهم البعض، كما يلتزم الطرفان بإيداع هامش مبدئي في حساباتهم قصد إجراء تسوية يومية لتذبذبات سعر الأصل محل العقد بواسطة بيوت التسوية أو ما يسمى غرفة المقاصة، ففي حالة انخفاض سعر الأصل يتم نزع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر الآني من حساب البائع وإيداعه في حساب المشتري، والعكس صحيح فعند ارتفاع سعر الأصل يتم نزع الفرق بين السعرين وتزويده في حساب البائع، وتتم هذه العملية يومياً، وعند وصول رصيد أي من الطرفين إلى سقف معين محدد مسبقاً من طرف غرفة المقاصة يتم نداء الطرف المعني قصد إعادة تغذية حسابه، وهو ما يسمى النداء بالهامش[♦].

وهناك مجموعة من العناصر لا بد من مراعاتها عند إبرام العقود المستقبلية تتمثل فيما يلي:¹

- **حجم العقد:** هو عبارة عن كمية الأصل التي تتوفر في العقد الواحد ويتم الاتفاق عليها من قبل طرفي العقد، وفي حالة ما إذا كان الأصل عبارة عن مواد أولية يجب تحديد نوعيتها في العقد، وغالباً ما يصاحب النوعية تعديل في السعر حسب الطلب والعرض عليها في السوق؛
- **مكان التسليم:** عادة ما يكون مكان تسليم الأصل هو البورصة، إلا في حالة المواد الأولية أين تقوم هيئات السوق بتحديدته نظراً لتكاليف النقل، ويعدل السعر حسب مكان التسليم؛
- **مدة التسليم:** تختلف مدة تسليم الأصل من عقد إلى آخر حيث يمكن أن تكون شهراً كاملاً، أو النصف الأول أو الثاني من الشهر، أو الأسبوع الأخير من الشهر، وبالتالي فالعقود المستقبلية تختلف عن الآجلة التي تعتمد على تاريخ التسليم وليس مدة التسليم؛
- **حدود تقلبات الأسعار:** تعمل هيئات السوق على تحديد التغيرات المقبولة لأسعار الأصول المحددة في العقود المستقبلية، حيث تفرض يومياً حداً أدنى وحداً أقصى للسعر الذي يختلف حسب العقد محل التعاقد، فعند وصول سعر الأصل للذروة المحددة صعوداً أو نزولاً يتوقف تسعير الأصل لغاية اليوم الموالي، والهدف

♦ Margin Call.

¹ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 135-137.

من ذلك هو التصدي للمضاربة المفرطة، وبالنسبة للعقود المستقبلية على مؤشرات السوق فتسعر بنقاط المؤشر حيث كل نقطة في المؤشر تعادل قيمة مالية معينة؛

- **نظام الهوامش:** إن التعامل بالعقود المستقبلية يفرض على الطرفين (البائع والمشتري) إيداع هامش مبدئي لدى إحدى بيوت السمسرة الذي يتعاملون معه، وتتم تسوية هذا الهامش يوميا بناء على تقلبات أسعار الأصول، والهدف من ذلك هو تقليل مخاطر عدم القدرة على الوفاء.

3- عقود الخيارات (Options Contracts)

عقد الخيار هو التزام بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار على شراء أو بيع أصل معين (قد يكون أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات البورصة) في تاريخ مستقبلي ويسعر محدد¹، وبموجبه يكون للطرف الأول (المشتري) الحق وليس الإلزام في تنفيذ الخيار مقابل عمولة يتوجب عليه دفعها، بينما يلتزم الطرف الثاني (البائع) بتنفيذ الخيار دون إمكانية الرجوع في قراره في حالة عدم تراجع المشتري عن تنفيذ خياره، ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي الذي يعطي الحق لحامله في تنفيذه في أي وقت حتى تاريخ الاستحقاق، والخيار الأوروبي الذي لا ينفذ إلا في التاريخ المحدد المتفق عليه.

ويتضمن عقد الخيار مجموعة من الأركان تتمثل فيما يلي:²

- **مشتري الخيار:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار من بائع أو محرر الخيار، ويدفع مقابل ذلك مبلغا معيناً يسمى علاوة كتعويض للبائع عن الحق الذي يملكه في إمكانية التراجع عن تنفيذ خياره؛
- **بائع الخيار:** هو الشخص الذي يقوم بتحرير عقد الخيار لصالح المشتري مقابل علاوة يتلقاها، ويكون بائع الخيار ملزماً بتنفيذ الخيار في حالة عدم تراجع المشتري عن خياره؛
- **سعر التنفيذ:** هو سعر الأصل الذي يتم الاتفاق عليه بين الطرفين عند إبرام العقد، ويتم تنفيذ العقد على أساسه؛
- **تاريخ التنفيذ:** هو تاريخ إبرام عقد الخيار والذي يعتبر أول يوم لسريان العقد؛
- **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد، أي تسليم واستلام الأصل؛
- **العلاوة:** هو المبلغ المتفق على دفعه من قبل مشتري الخيار لبائعه كتعويض عن الحق الذي يكتسبه في تنفيذ العقد من عدمه.

¹ Pascal Barneto & Georges Gregorio, DSCG2 Finance Manuel et Application, Op.Cit, P130.

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 332-333.

تتقسم عقود الخيارات إلى الأنواع التالية:¹

- خيار الشراء (Call Option): يعطي لصاحبه الحق ولا يلزمه بشراء الأصل محل العقد وفقا للسعر المحدد مسبقا، ففي حالة انخفاض سعر الأصل عن السعر المحدد يقوم صاحب الخيار بالتنازل عن خياره ويخسر فقط العلاوة التي يدفعها لمحرر الخيار، وفي حالة ارتفاع سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار يكون له الحق في الشراء بالسعر المنخفض المتفق عليه مسبقا وبالتالي تنفيذ خياره؛
- خيار البيع (Put Option): يلزم صاحبه (بائع أو محرر الخيار) بتنفيذ العقد إذا لم يتنازل المشتري عن خياره، وينتقل نظير ذلك علاوة تمثل تعويضا عن مقدار المخاطر والخسائر التي قد يتعرض لها في حالة انخفاض سعر الأصل عن سعر التنفيذ مستقبلا.

4- عقود المبادلة (Swap Contracts)

عقد المبادلة هو التزام تعاقدى بين طرفين أو أكثر على مبادلة نوع معين من التدفقات النقدية أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد، ويتم تسوية هذه العقود على فترات دورية قد تكون شهرية، فصلية، أو نصف سنوية.²

وتتضمن عقود المبادلات عدة أنواع تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، ومن أبرزها ما يلي:

- عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي عبارة عن ترتيبات بين طرفين يتم بموجبها الاتفاق على مبادلة دفعات ذات معدلات فائدة ثابتة بدفعات ذات معدلات فائدة متغيرة خلال فترة زمنية معينة.³
- عقود مبادلة العملات: تتضمن هذه العقود مبادلة عملة بعملة أخرى في السوق الحاضرة من خلال عمليتي الشراء والبيع، وفي نفس الوقت تجري عملية أخرى متزامنة في السوق الآجلة، وذلك من خلال شراء العملة التي سبق بيعها أو بيع العملة التي سبق شراؤها، والهدف من ذلك هو تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات.⁴
- عقود مبادلة البضائع: يتم بموجبها قيام أحد طرفي العقد بالشراء الآني من الطرف الآخر لبضائع معينة بالسعر السائد ويتم التسديد فورا، وفي نفس الوقت يبرم معه عقد آجل لبيع تلك البضاعة بسعر متفق عليه مسبقا ويتم تسديده على فترات حسب ما يقتضيه العقد.

¹ محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص90-105.

² هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 86.

³ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 375.

⁴ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 408.

المطلب الرابع: تحليل الأدوات المالية

حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم للاستثمار في الأدوات المالية يتوجب عليه جمع مختلف المعلومات حول الورقة المالية في حد ذاتها، وحول الشركة المصدرة لها والقطاع الذي تنتمي إليه، وذلك بهدف التنبؤ بالعوائد المستقبلية التي قد يحصل عليها مقارنة بالمخاطر التي قد يتعرض لها.

ويعتبر التحليل الأساسي والتحليل الفني من أبرز الأساليب التي يعتمد عليها الاستثمار المالي في التحليل، حيث يعتمد الأسلوب الأول على دراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف الشركة في حد ذاتها، أما التحليل الفني فيرتكز على دراسة تحركات أسعار الأوراق المالية في الماضي قصد التنبؤ بالأسعار المستقبلية.

1- التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)

يهتم التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة من جهة، والتعرف على حجم المخاطر التي قد تلحق بها من جهة أخرى، كما يعمل على إيجاد القيمة الحقيقية للأوراق المالية¹.

ويرتكز التحليل الأساسي على ثلاثة مراحل، حيث يعتمد في المرحلة الأولى على تحليل الظروف الاقتصادية للدولة وتأثيرها المحتمل على سوق الأوراق المالية، يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة لمحاولة معرفة الصناعات الواعدة التي يحتمل أن تسود في المستقبل نظرا للتطورات التكنولوجية الحاصلة في مختلف المجالات، وفي الأخير تحليل ظروف الشركة بهدف تحديد أفضلها داخل الصناعات الواعدة، وسنتناول كل منهم فيما يلي:

1.1- تحليل الظروف الاقتصادية: يعتمد المحللين الأساسيين عند تحليلهم للظروف الاقتصادية على دراسة كل من السياسة المالية، السياسة النقدية، معدل التضخم والناتج الوطني الخام.

1.1.1- السياسة المالية: تعني مختلف الوسائل التي تستخدمها الدولة بهدف التحكم في النشاط الاقتصادي وتوجيهه بما يتماشى مع تطور الاقتصاد الوطني، ففي حالة الكساد تلجأ الدولة ويهدف إنعاش الاقتصاد إلى تخفيض الضرائب أو زيادة الإنفاق الحكومي، ففي حالة تخفيض الضرائب بما فيها الضريبة على أرباح الشركات فإن الأرباح الصافية لها سوف تتأثر بصفة إيجابية مؤدية إلى ارتفاع أسعار الأسهم، غير أن الاستمرار في هذه الوضعية يؤدي إلى حدوث موجات تضخمية من شأنها التأثير سلبا على القيمة

¹ عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب: التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص 40، الموقع الإلكتروني <http://www.kantakji.com/media/2646/42016.pdf>

الحقيقية لتلك الأرباح¹، وهنا يتجلى دور التحليل الأساسي في التنبؤ بالتأثير النهائي المتوقع لتخفيض أو رفع معدل الضريبة على أرباح الشركات.

كما أن استخدام الإنفاق الحكومي لتعديل الأوضاع الاقتصادية من شأنه التأثير على سوق الأوراق المالية، ففي حالة ما إذا قررت الحكومة تخفيض الإنفاق على الشركات الصناعية مثلاً فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض إيراداتها وأرباحها، وبما أن ربحية الشركة هي المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، وهنا يتمثل دور المحلل الأساسي في تحديد القطاعات التي تأثرت شركاتها بقرار تخفيض الإنفاق حتى تكون مجالاً للتحليل والتقييم في مرحلة تحليل الظروف القطاعية².

2.1.1- السياسة النقدية: هي مجموعة من التدابير التي تتخذها السلطات النقدية للتأثير على الاقتصاد من خلال التحكم في عرض النقود³، وتتوثر هذه الإجراءات على سوق الأوراق المالية سواء تعلق الأمر بالسياسة النقدية الانكماشية أو السياسة التوسعية.

ففي حالة قيام السلطات النقدية بزيادة عرض النقود من خلال تخفيض معدلات الفائدة فإن تكلفة الائتمان سوف تنخفض، مما يؤدي إلى التوسع في منح القروض وتشجيع الاستثمار، ومنه زيادة الناتج وزيادة المعروض النقدي الذي يؤثر إيجابياً على أرباح الشركات، وبالتالي فهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية (في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها)، ولهذا يستخدم المحلل الأساسي السياسة النقدية كونها تساعده في عملية التنبؤ باتجاه تحركات الأسعار.

3.1.1- معدل التضخم: إن تغيرات معدلات التضخم تؤثر بشكل كبير على تحركات أسعار الأوراق المالية، حيث أن الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، وذلك لأنه إذا كان هذا الارتفاع متوقع فإن معدل العائد المطلوب يكون مرتفعاً، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية⁴.

4.1.1- الناتج الداخلي الخام: إن حجم الناتج الداخلي الخام يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأوراق المالية، كما يمكن أن يكون له أثر سلبي أيضاً، لذلك فالمحلل الأساسي يولي اهتماماً كبيراً لمعرفة الاتجاه المتوقع للتأثير، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي قد تؤدي إلى مزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل بالأوراق المالية وبالتالي ارتفاع أسعارها، كما قد

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص288.

² رفيع مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات مع دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مرجع سبق ذكره، ص48.

³ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص53.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص295.

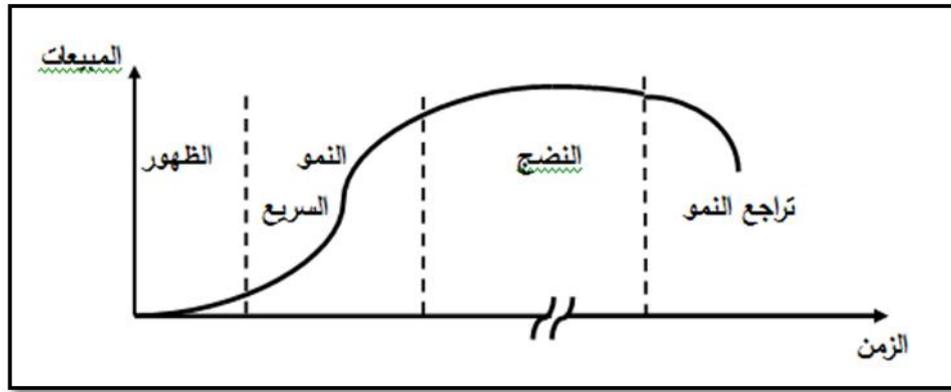
يؤدي إلى حدوث حالة من التشاؤم بشأن المستقبل إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة المعروض النقدي بشكل يؤدي إلى حدوث تضخم، مما ينجر عنه ارتفاع معدلات الفائدة وبالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية¹.

2.1- تحليل ظروف الصناعة: بعد التعرف على كيفية تأثير الظروف الاقتصادية على حركة أسعار الأوراق المالية، ننتقل الآن لتحليل الصناعة أو ما يعرف بالتحليل القطاعي، لأن التأثير الذي تحدثه الظروف الاقتصادية قد يشمل كل القطاعات كما قد يمس البعض منها فقط، وبما أن درجة التأثير تختلف من قطاع لآخر فقد توجب تحليل ظروف كل قطاع على حدى، وتكمن أهمية هذا التحليل في التباين الحاصل بين أداء الصناعات المختلفة، فلو أن كل الصناعات لها نفس المستوى لما كان لهذا التحليل أهمية.

ومن بين الأدوات التي تستخدم لتحليل ظروف الصناعة نجد تحليل دورة حياة الصناعة والتنبؤ بالطلب على منتجاتها، ويمكن توضيح هاتين الأدوات فيما يلي:

1.2.1- دورة حياة الصناعة: يقصد بها تلك المرحلة التي وصلت إليها الصناعة في القطاع محل الدراسة، حيث يعتمد عليها المحلل الأساسي لتسهيل عملية التنبؤ بالمبيعات، ويتم ذلك من خلال تتبع تطور الصناعة عبر الزمن، ويمكن توضيح مراحل الدورة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3): دورة حياة الصناعة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 333.

من خلال الشكل السابق يتضح أن تحديد دورة حياة الصناعة لقطاع ما يساعد على معرفة تصنيفه بين الصناعات القوية أو الصناعات الهشة، مما يسمح للمحلل الأساسي بإعداد إستراتيجية استثمارية تأخذ بعين الاعتبار مستويات العائد والمخاطرة وتحدد الصناعات التي يمكن الاستثمار فيها².

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، نفس المرجع، ص ص 296-297.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص 244-245.

فالصناعات التي تنتمي لمرحلة الظهور هي التي تكون حديثة النشأة وتتطوي على مخاطر كبيرة، حيث تكون مبيعاتها في أدنى المستويات نظرا لعدم تلائم منتجاتها مع رغبات المستثمرين، أو لعدم التأكد من المنتج وانتظار إدخال تحسينات عليه، وغالبا ما تتعرض الشركات المنتمية لهذه المرحلة إلى الخسائر على الأقل في المدى القصير.

أما الصناعات التي تنتمي لمرحلة النمو السريع فتتميز بتزايد حجم مبيعاتها وبالتالي تزايد الأرباح المتولدة عنها، مما يؤدي إلى إصدار المزيد من الأسهم قصد تمويل مشاريع استثمارية جديدة وتوسيع نشاطها، وهذه المرحلة يجذبها بكثرة أصحاب التحليل الأساسي إلا أنه يجب توخي الحذر لأن أسعار أسهمها عادة ما يكون مبالغ فيها.

وبالنسبة لتلك التي تدخل ضمن مرحلة النضج، يكون نموها مرهون بأحداث معينة مثل تغير إيجابي في أذواق المستهلكين، وتتميز هذه المرحلة عموما باستقرار كل من المبيعات وهامش الربح، مما يؤدي إلى وجود معدلات نمو ثابتة في المتوسط، وهذه المرحلة مناسبة للمستثمرين ذوي خبرة قليلة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية.

أما الصناعات التي تدخل ضمن مرحلة تراجع النمو (أو ما يعرف بمرحلة الهبوط)، تتميز بانخفاض أرباحها إلى درجة تحقيق خسائر، ويكون ذلك نتيجة تراجع الطلب على منتجاتها نظرا لظهور منتجات بديلة ومنافسة.

2.2.1- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يتم ذلك من خلال تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) التي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع)، وتعتمد عملية التنبؤ بالطلب الفعلي على العديد من الأساليب أهمها أسلوب الانحدار المتعدد الذي يضمن إيجاد علاقة بين حجم المبيعات (المتغير التابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة)، وذلك من خلال توفر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات لسلسلة زمنية متتالية، وتبرز العلاقة في صورة معادلة خط الانحدار بالصيغة التالية:¹

$$D_x = a + b_1 P_x + b_2 Y + b_3 P_z$$

حيث:

D_x : الكمية المطلوبة من السلعة X؛

a : قيمة ثابتة؛

P_x : سعر الوحدة الواحدة من السلعة X؛

Y : دخل المستهلك؛

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 337-338.

P_z : سعر الوحدة الواحدة من السلعة Z؛

b_1, b_2, b_3 : معاملات النموذج أو معاملات خط الانحدار للمتغيرات المستقلة.

ويركز المحلل الأساسي على تحديد الاعتبارات الأساسية لكل صناعة من خلال العناصر التالية:¹

- **التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:** يقوم المحلل الأساسي بدراسة التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر لمعرفة مدى استقراره عبر الزمن، وكذا التحليل التاريخي للربحية، مما يمكنه من التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة، ومدى قدرة الصناعة من الاستعادة من فترة الرواج ومواجهة فترة الكساد.

- **تقدير حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة:** من خلال هذا العامل يقوم المحلل الأساسي بالتعرف على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو تناقص أو ثابت، ومعرفة ما إذا كانت الطاقة الإنتاجية للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب، وفي حالة عدم قدرتها فهذا يؤثر سلباً على ربحية المؤسسة الموجودة داخل الصناعة ومن تم على أسعار أسهمها.

- **تحليل ظروف المنافسة:** يتم ذلك من خلال قيام المحلل الأساسي بالبحث عن ظروف المنافسة في المستقبل، ومدى إمكانية دخول منافسين جدد، أو ظهور منتجات جديدة، أو وجود قدرات تفاوضية أعلى لدى بعض الشركات داخل الصناعة الواحدة.

- **تأثير التدخل الحكومي:** يسعى المحلل الأساسي لمعرفة مدى تدخل الحكومة وتأثيرها على سير الصناعات، فقد تؤثر تأثيراً سلبياً عليها عند قيامها برفع معدلات الضرائب أو إضافة ضرائب جديدة، كما قد يكون لها تأثيراً إيجابياً عندما تمنح مساعدات مالية أو تقديم إعفاءات ضريبية بهدف تشجيع الاستثمار، أو فرض رسوم جمركية لحماية الصناعات الوطنية.

3.1- تحليل ظروف الشركة: يهدف المحلل الأساسي من جراء قيامه بتحليل ظروف الشركة إلى

تحديد ربحيتها ومدى نموها وتطورها، بالإضافة إلى تحديد مدى قدرتها على منافسة غيرها من الشركات، مستخدماً في ذلك تحليل المؤشرات المالية اعتماداً على القوائم المالية للشركة، مما يمكن المستثمرين من التعرف بصفة مبكرة على كل التغيرات الإيجابية أو السلبية التي قد تطرأ على أوضاع الشركة والتي من شأنها التأثير على قيمة أسهمها.

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية مع دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2012، ص ص 94-95.

ويهتم المحلل الأساسي بمؤشر الربحية الذي يعتبر من أهم المؤشرات التي تساعد على اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يقيس قدرة الشركة على توليد الأرباح إما من المبيعات أو من الأموال المستثمرة سواء تلك التي ساهم بها الملاك أو تلك التي دفعها المقرضون¹.

2- التحليل الفني (Technical Analysis)

يعتبر التحليل الفني من أقدم المداخل التي يستخدمها المستثمرون للمفاضلة بين الأوراق المالية، حيث يركز على معلومات سابقة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية مستقبلاً، بالتالي تحديد التوقيت المناسب لعمليات البيع والشراء.

1.2- تعريف التحليل الفني: تعددت التعاريف المتعلقة بالتحليل الفني، يمكن أن نذكر أهمها فيما يلي:

يعرف التحليل الفني بأنه "دراسة المعلومات السابقة لحركة أسعار الأوراق المالية، حجم تداولها واتجاهات السوق، للتوقع المستقبلي باتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب عليها"².

كما يعرف التحليل الفني بأنه ذلك "الأسلوب الذي يعمل على تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية للأوراق المالية في شكل خرائط ورسوم، من خلال متابعة التحركات الماضية لأسعارها وحجم معاملاتها، ثم التنبؤ بحركتها مستقبلاً"³.

ويعرف أيضاً بأنه "التحليل الذي يهتم بدراسة المعلومات الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية، بهدف التنبؤ بحركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء"⁴. ومن خلال التعاريف السابقة، نستنتج بأن "التحليل الفني يهتم أساساً بالأسعار التاريخية للأوراق المالية، ويجسدها في شكل رسومات بيانية لتتبع كيفية تطورها مستقبلاً، ثم تحديد الوقت المناسب لعملية البيع والشراء في حالة توقع المحلل الفني بانخفاض أو ارتفاع أسعارها على التوالي".

2.2- افتراضات التحليل الفني: يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الافتراضات حددها كل من

إيدوارد وماجي في سنة 1958 تتمثل فيما يلي:⁵

- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية بناء على تفاعل قوى العرض والطلب؛

¹ لطفى أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 109.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 162.

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 136.

⁴ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 47.

⁵ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 220.

- على الرغم من وجود تقلبات صغيرة في السوق تستمر لفترة قصيرة من الزمن، إلا أن سعر الورقة المالية يميل للتحرك باتجاه محدد ولفترة زمنية طويلة؛

- ترتبط تغيرات اتجاه السوق بتغيرات العرض والطلب على الأوراق المالية؛

- بعض أنماط الاتجاهات التي حدثت في مرحلة سابقة يمكن أن تكرر نفسها في المستقبل.

وعلى ضوء الافتراضات السابقة، فإن المحلل الفني يعتمد على دراسة ظروف السوق ودوراته في الماضي لأغراض التنبؤ باتجاهاته المستقبلية في مرحلة مبكرة، مستخدماً في ذلك مصادر البيانات المتمثلة أساساً في أسعار الأوراق المالية، حجم التداول، عدد الصفقات وسلوك المستثمرين.

3.2- نظريات التحليل الفني: سنتطرق فيما يلي إلى أبرز نظريات التحليل الفني المتمثلة أساساً

في نظريتي داو وويليام قان.

▪ **نظرية داو (Dow Theory):** قدمت هذه النظرية من قبل تشارلز داو (أحد مؤسسي شركة داو جونز وأول من حرر صحيفة وول ستريت)¹ وتعتبر من أقدم وأشهر الأدوات الفنية، حيث تشير إلى أن السوق يتضمن ثلاث تحركات سعرية تحدث في نفس الوقت، تتمثل في التحركات الرئيسية، التحركات الثانوية والتقلبات اليومية.

فالتحركات الرئيسية تمثل خط الاتجاه الواسع للسوق وتمتد لمدة تزيد عن السنة، حيث ينتج عنها ارتفاع أو انخفاض عام في قيمة الأوراق المالية يشار إليها بالسوق الصاعد أو بالسوق الهابط، وتمثل التغيرات السعرية جميعاً لآثار سلسلة من التحركات التي تستمر لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه معاكس. أما التحركات الثانوية فهي عبارة عن ردود أفعال تصحيحية تتحكم بها الأحداث الجارية وأسلوب التعامل مع المستثمرين في السوق، حيث تعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوقين الصاعد والهابط من خلال توحيد ردود فعل المتعاملين في السوق، وتقوم هذه التحركات من ثلاثة أسابيع إلى عدة شهور وتساهم في استرجاع بعض من الأرباح أو الخسائر التي تحققت في الاتجاه السابق.

أما التقلبات اليومية فهي عبارة عن تغيرات سعرية تحدث من يوم لآخر، وعلى أساسها يقوم المحلل الفني برسم التقلبات اليومية لأسعار الأوراق المالية التي تشمل سعر الإغلاق، سعر الافتتاح، أعلى سعر، أدنى سعر، أو متوسط أسعار السوق بهدف تتبع الاتجاهات الرئيسية والثانوية².

▪ **نظرية ويليام دلبيرت قان (William Delbert Gann Theory):** تركز هذه النظرية

على أن حركة الأسعار لا تتم بطريقة عشوائية بل تتم وفق نظام معين يمكن تحديده مسبقاً، بمعنى أن هناك

¹ James Chen, Essentials of technical analysis for financial markets, John wiley & sons, United States of American, 2010, P14.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص ص 224-225.

علاقة سببية بين أسعار الماضي والأسعار المتوقع تحقيقها في المستقبل، مستخدماً في ذلك الرسوم البيانية التي تساعد على التكهن بالأسعار المستقبلية¹.

كما أولت هذه النظرية أهمية معتبرة لأدنى سعر وأعلى سعر باعتبارهما يلعبان دوراً كبيراً في تشكيل حركة الأسعار المستقبلية، فأعلى سعر يمثل الذروة التي يمكن أن تصل إليها الأسعار وبالتالي لا يمكن تجاوزها فهو يمثل نقطة مقاومة، بمعنى أن الأسعار المستقبلية قد تكون أدنى من السعر الأعلى أو تساويه، أما أدنى سعر فيمثل حاجزاً لتدهور الأسعار إلى مستويات أدنى فهو عبارة عن نقطة دعم، وبالتالي كل الأسعار المستقبلية تكون أعلى من السعر الأدنى أو تساويه².

4.2- أدوات التحليل الفني: يستخدم المحلل الفني عدة أدوات تمكنه من القيام بعملية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية ومن ثم تحديد التوقيت المناسب لعملية البيع والشراء، حيث يبدأ المحلل الفني بتحليل أسعار السوق بصفة عامة، ثم الانتقال لتحليل أسعار الأوراق المالية، وسوف نتناول أدوات كل من التحليلين فيما يلي:

1.4.2- أدوات تحليل أسعار السوق: تتمثل هذه الأدوات في مجموعة من المؤشرات يتم من خلالها قياس تحركات الأسعار في السوق، وتشمل ما يلي:

- **مؤشر بارون للثقة:** يستخدم هذا المؤشر لتحديد نقاط التحول في سوق السندات وعلى وجه التحديد سندات الشركات، حيث يعتمد أساساً على الثقة التي يضعها المستثمرون في السوق للتمكن من تحديد اتجاهات الأسعار في المستقبل، فكلما كانت هذه الثقة كبيرة كلما دل ذلك على حالة التفاؤل في المستقبل، وبالتالي يزداد الطلب على السندات ذات المخاطر الكبيرة مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح، فإذا انخفضت ثقة المستثمرين في السوق فإن أسعارها سوف تنخفض في المستقبل نتيجة قلة الطلب على السندات، ويحسب مؤشر بارون للثقة وفق الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر بارون للثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}}$$

ونتيجة العلاقة السابقة هي التي تحدد ظروف السوق واتجاهاته، فكلما كانت النسبة مرتفعة كان ذلك مؤشراً للحالة الاقتصادية الجيدة الدالة على أن السوق في اتجاه صاعد وهي حالة التوقيت الملائم للشراء، أما إذا كانت النسبة منخفضة فهي حالة السوق الهابط وهنا يكون التوقيت ملائم للبيع³.

¹ James Chen, *Essentials of technical analysis for financial markets*, Op.cit, P20.

² عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة السادسة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2007، ص 196.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 233-234.

- مؤشر اتساع السوق: يعتمد هذا المؤشر على حركة السوق ككل من خلال تغطية كل حركات التداول اعتمادا على التسجيل اليومي لحركة الأسعار، حيث يقوم بقياس عدد الإصدارات التي ارتفعت أو انخفضت قيمتها يوميا، مما يساعد على توضيح التغير الذي يحدث في اتجاه مؤشرات السوق، وبالتالي التنبؤ بالاتجاهات العامة للأسعار، وبحسب هذا المؤشر بناء على الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر اتساع السوق} = \frac{\text{عدد الأسهم الصاعدة} - \text{عدد الأسهم الهابطة}}{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}$$

يبين هذا المؤشر التقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم ومدى تماشيها مع حركة المؤشرات المماثلة، فإذا اتجه المؤشر نحو الارتفاع وفي نفس الوقت اتجهت المؤشرات المماثلة إلى الارتفاع أيضا، فإن ذلك يدل على أن الاتجاه الصعودي للأسعار سوف يستمر بدرجة عالية من اليقين، والعكس صحيح ففي حالة الانخفاض المماثل للمؤشرات فإن ذلك يدل على أن الاتجاه الهبوطي للأسعار سوف يستمر في المستقبل¹.

- مؤشر توازن الكميات الكسرية: أو ما يعرف بنظرية المستثمر الصغير، يقصد بالكميات الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز كميتها عن مائة سهم والتي يبرمها المستثمرين الصغار، ويعطى هذا المؤشر بالعلاقة التالية:

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}} \times 100$$

وفقا لهذا المؤشر، إذا كانت النسبة أكبر من الواحد الصحيح فهذا يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، و يدل ذلك على أن السوق يسوده حالة من التشاؤم، وبناء عليه يتخذ الفنيون المحترفون الجانب العكسي لتمثيل قرار الشراء، ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمر الصغير لا تصل إليه المعلومات في الوقت المناسب مما يجعله يتخذ قرار خاطئ في أغلب الأوقات، وقد يكون قراره معاكس لما يتخذه المستثمر المحترف.

2.4.2- أدوات تحليل أسعار الأوراق المالية: حتى يتمكن المستثمر من تحديد نوع الورقة المالية

التي ينبغي عليه شراؤها أو بيعها والتوقيت المناسب لذلك، عليه القيام بتحليل أسعار الأوراق المالية المتواجدة في السوق لمعرفة نمط تغيرها، ومن تمّ تسهل عليه عملية الانتقاء فيما بينها حسب ما يتوافق مع متطلباته

¹ خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية مع دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر، 2012، ص47.

وأهدافه، ويتم ذلك من خلال استخدام الأدوات التي يتيحها التحليل الفني لتحليل أسعار الأوراق المالية، والتمثلة فيما يلي:

- **مؤشر القوة النسبية للسهم:** يستخدم هذا المؤشر لتحديد حالة الأسهم إذا ما كانت تمر بمرحلة شراء مغالى فيه أو مرحلة بيع مغالى فيه، وبالتالي فهو يساهم في تحديد تقلبات الأسعار، ويتم احتساب المؤشر وفقا للصيغة التالية:¹

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = \frac{100}{1 + \left(\frac{\text{التغيرات الموجبة لسعر الإقفال}}{\text{التغيرات سالبة لسعر الإقفال}} \right)}$$

إذا ارتفع المؤشر فوق 70 درجة فإن الأسهم تدخل في مرحلة الإفراط في الشراء، وهذا يعني أن عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي من المتوقع أن تأخذ الأسعار اتجاهها هبوطيا في المستقبل ومن تم فالقرار الملائم هو بيع الأسهم، أما إذا انخفض المؤشر إلى أقل من 30 درجة فهذا يدل على أن الأسهم تدخل في مرحلة البيع المغالى فيه، وبالتالي يكون من المتوقع أن تأخذ الأسعار اتجاهها تصاعديا في المستقبل، ومن تم فالقرار الملائم هو شراء الأسهم.

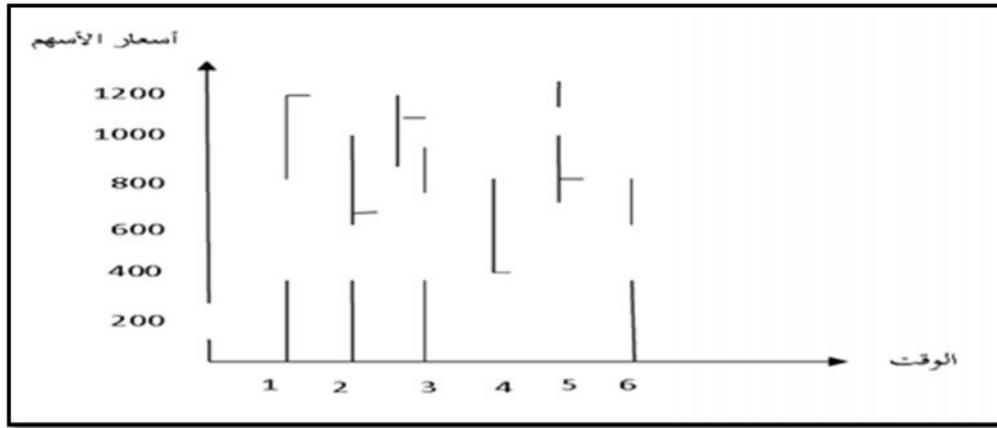
- **الرسوم البيانية:** يستخدم المحلل الفني أنواع متعددة من الرسوم البيانية للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية، وذلك من خلال تتبع حركة الأسعار وحجم التداول للأوراق المالية، ومن بين تلك الرسوم ما يلي:

▪ **خريطة الأعمدة:** توضح هذه الخريطة أعلى وأدنى سعر للسهم، إذ يتم ربط السعرين رأسيا لتشكيل عمود ورسم خط أفقي صغير عليه لكي يشير إلى سعر الإغلاق، ويمكن توضيح خريطة الأعمدة من خلال الشكل التالي:²

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فؤاد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 122-123.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 227.

الشكل رقم (4): خريطة الأعمدة

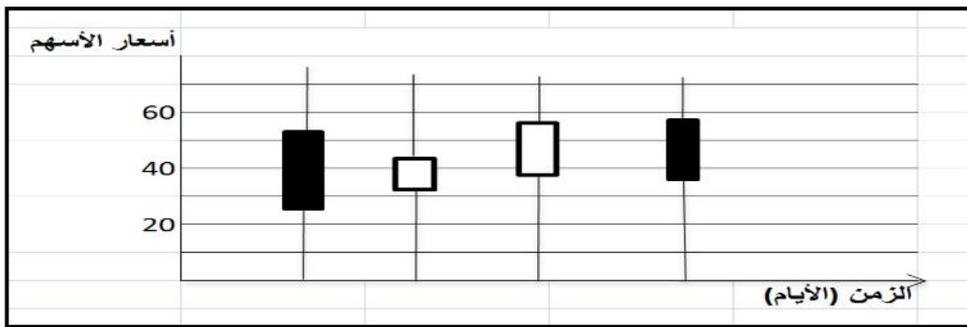


المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 227.

كما يمكن أن يرفق المحلل الفني خريطة الأعمدة بحجم التداول للتعرف على مدى الدعم الذي يقدمه للتحركات السعرية للسهم خلال الوقت الزمني المحدد.

■ **الشموع اليابانية:** تقوم فكرة الشموع اليابانية على رسم بيانات الأسعار المرتبطة بالسهم والمتمثلة في سعر الافتتاح، سعر الإغلاق، أعلى سعر، وأدنى سعر، إما ليوم واحد أو لأسبوع واحد حسب الفترة المرغوب دراستها، وتأخذ البيانات شكل الشمعدان وتكون محددة بلونين الأبيض والأسود، فالأبيض يكون في حالة ارتفاع سعر الإغلاق عن سعر الافتتاح، أما الأسود يكون في حالة انخفاض سعر الإغلاق عن سعر الافتتاح، ويمكن إبراز الشموع اليابانية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (5): الشموع اليابانية



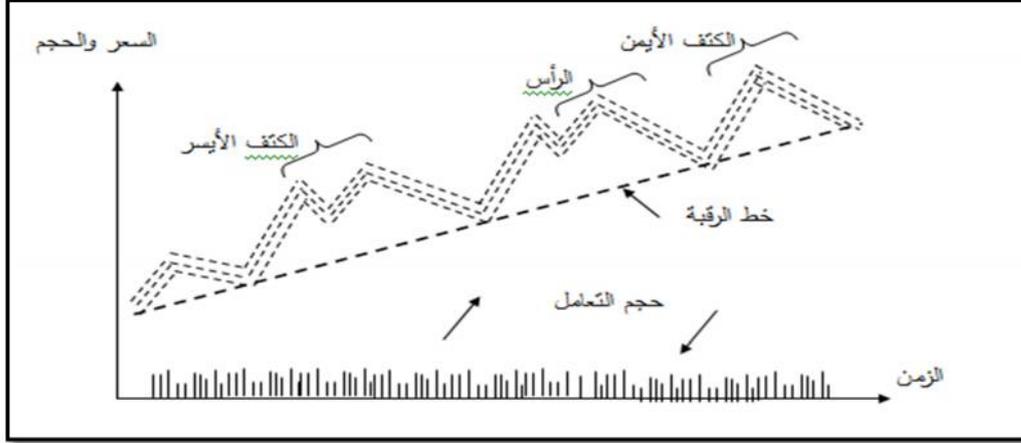
المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 231.

كما ينظر المحللون الفنيون إلى الشموع البيضاء على أنها تمثل إشارة للسوق الصاعد، على اعتبار أن سعر إغلاق السهم يكون مرتفع، بينما الشموع السوداء تمثل إشارة للسوق الهابط نظرا لانخفاض سعر إغلاقها.

■ **خريطة الرأس والكتفين:** تستخدم هذه الخريطة عندما يشكل الاتجاه السعري ثلاثة قمم متتالية، بحيث تمثل القمة الأعلى والتي يطلق عليها مصطلح الرأس بأعلى سعر تصل إليه الورقة المالية خلال الفترة

محل الدراسة، بينما تسمى القمة التي تقع على يسار الرأس بالكتف الأيسر، والقمة التي تقع على يمين الرأس بالكتف الأيمن، وتظهر خريطة الرأس والكتف من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (6): خريطة الرأس والكتفين

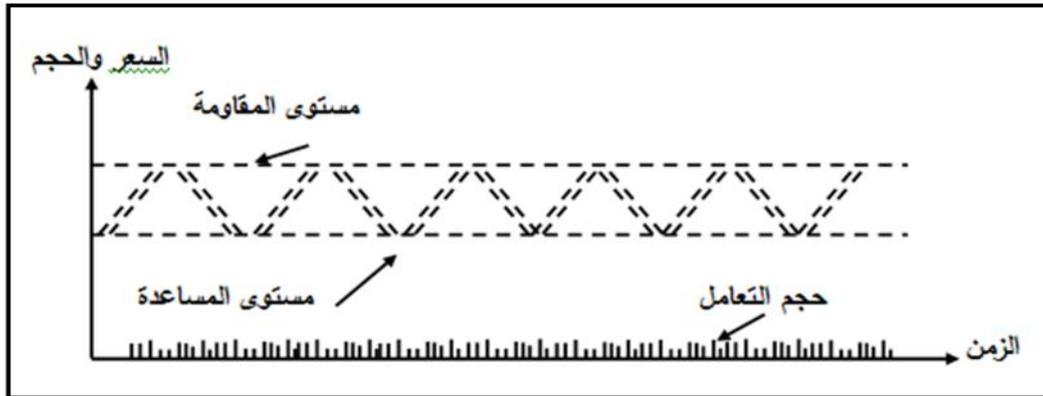


Source: Thierry Béchu & Eric Bertrand, L'analyse technique: Pratiques et méthodes, 4ème édition, Economica, Paris, 1999, P188.

وبالتالي فإن خريطة الرأس والكتف تبيّن بوضوح اتجاهات أسعار الأوراق المالية، أي أنها تبرز الفترات التي تكون فيها الأسعار مرتفعة والتي تناسب قرار بيع الأوراق المالية، وكذا الفترات التي تنخفض فيها الأسعار والتي تكون ملائمة لاتخاذ قرار الشراء.

■ **خريطة المستويات المساعدة والمقاومة:** تقوم هذه الأخيرة على تصور سلوك المستثمرين على مستويين: الأول هو المستوى المساعد الذي يمثل مستوى السعر المتدني، والثاني هو المستوى المقاوم الذي يمثل المستوى المرتفع للسعر، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (07): خريطة المستويات المساعدة والمقاومة



Source: IBID, P187.

يبين الشكل أعلاه أن توقيت قرار البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة كونه يمثل أعلى سعر تصل إليه الورقة المالية، أما توقيت قرار الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة باعتباره يشمل أدنى الأسعار.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراته

تلعب المعلومات المتوفرة حول أداء الشركات المصدرة دورا كبيرا في التأثير على تحركات أسعار الأوراق المالية، وتختلف درجة التأثير تبعا لنوع الكفاءة التي يتميز بها السوق، كما تساهم مؤشرات البورصة في تحديد اتجاهات أسعار مختلف الأوراق المالية، وهذا قصد إعطاء صورة مسبقة عن تطور السوق بصفة خاصة وتطور الاقتصاد بصفة عامة، وللتوضيح أكثر قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب:

- كفاءة سوق الأوراق المالية: مفهومها، متطلباتها، أهميتها وأنواعها؛
- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية؛
- ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية: مفهومها، متطلباتها، أهميتها وأنواعها

سننظر فيما يلي إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، مع ذكر متطلباتها وأنواعها.

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficient Market)

كفاءة السوق تعني مدى استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى كافة المتعاملين والمتعلقة أساسا بالشركة المصدرة لتلك الأوراق، مما يؤدي بالأسعار إلى التحرك صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة المعلومات المتلقاة متفائلة كانت أو متشائمة¹.

وتبعا لذلك فإن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية مختلف المعلومات المتاحة حول الشركات المصدرة لها، دون وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة والتغير في السعر²، وهذا ما يتطلب التخصيص الأمثل للموارد، التقييم الدقيق للمبادلات وتقديم الخدمات بأقل تكلفة حتى يتسنى الحصول على المعلومات بكل سهولة ومن تم تحقيق كفاءة السوق³، وبالتالي فإذا أعلنت الشركة عن معلومات

¹ Michel Aglietta & Bruno Amable & François Bourguignon, Economie: Tout le programme en un volume, Eyrolles, Paris, 2008, P122.

² Warren Tease : Le marché boursier et l'investissement, Revue économique de l'OCDE, Paris, N°20, 1993, P47.

³ شوقي بورقبة: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، العدد 10، 2010، ص 03.

موجبة وغير متوقعة حول إيراداتها، فإن عامة المستثمرين يسارعون إلى شراء أوراقها المالية بالأسعار السابقة حتى يتم تداولها بمجرد ارتفاع أسعارها والتي تعد النتيجة الحتمية لتلك المعلومات الموجبة¹.

وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية الذي يتسم بالكفاءة يكون دائما في حالة التوازن المستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بصفة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، وعليه فإن القيمة السوقية لتلك الأوراق تعبر عن القيمة العادلة لها باعتبارها تشمل مختلف العوامل التي من شأنها التأثير على أسعارها، ومن بين المعلومات التي يجب توفرها ما يلي:²

- **المعلومات التاريخية:** هي تلك المعلومات التي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل أسعار الأوراق المالية، أرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأوراق.

- **المعلومات الجديدة الحالية:** هي تلك المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في الوقت الحالي، وتتعلق أساسا بالتقارير المنشورة حول وضعية الشركات المصدرة للأوراق المالية ومختلف القوائم المالية التي ترافقها، وتكون هذه المعلومات متاحة للجميع.

- **المعلومات الخاصة:** هذا النوع من المعلومات يتاح لفئة محدودة فقط من المجتمع الذين لهم اتصالات خاصة بصانعي القرار في الشركات.

2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصا كفوًا للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، وتتطلب الكفاءة تحقيق خاصيتين أساسيتين هما:

1.2- كفاءة التسعير: تسمى أيضا بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق، دون وجود فاصل زمني كبير ودون أن يتكبدوا تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس بصفة مباشرة كافة المعلومات المتاحة، وبالتالي فكل المتعاملين يمكنهم تحقيق أرباحا عادلة³، إلا أنه يمكن لعدد قليل منهم تحقيق أرباح غير عادلة ويتوقف ذلك على مدى قدرتهم على تحليل المعلومات وسرعة استثمارها للحصول على نتائجها، كما يمكن أن تتسرب بعض المعلومات إلى عدد محدود

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، صص 239-240.

² سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عن شمس، القاهرة، مصر، 1999، صص 117.

³ صالح مفتاح، فريدة معرافي: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية مع دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة، الجزائر، 2010، صص 186.

من المستثمرين فتكون الفرصة متاحة أمامهم في تحقيق أرباح غير عادية، إلا أن ذلك لا يدوم طويلا لأنه سرعان ما تنتشر المعلومات إلى جميع المتعاملين¹.

2.2- كفاءة التشغيل: تسمى بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين قوى العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكاليف مرتفعة ودون تحقيق أرباح غير عادلة²، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على سعر الورقة المالية³.

3- أهمية سوق الأوراق المالية الكفاء

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية الكفاء في العديد من العناصر نذكر منها:⁴

- الأسعار المطروحة على الورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين لتحديد استراتيجياتهم الاستثمارية والتخصيص الكفاء للموارد.
- ينتفع المتعاملون في السوق الكفاء من جميع المعلومات، وبالتالي لن يكون هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل على السعر.
- في ظل هذه السوق يعتقد كلا من البائع والمشتري للورقة المالية أن الأسعار المعروضة هي أسعار عادلة، وبالتالي تكون مقبولة من قبل الطرفين.
- السوق الكفاء هو دالة لحالة التوازن، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة.
- تسمح هذه السوق بتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن، وتساهم في تقييد دور المضطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة للمعلومات.
- في ظل السوق الكفاء تتدفق رؤوس الأموال بكل حرية مما يسمح بالتخصيص الكفاء للموارد.

¹ منور أوسرير، امحمد بزيرية: الإدارة الإلكترونية وآثارها على كفاءة أسواق الأوراق المالية "سوق الأسهم السعودي نموذجا"، دفاثر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتتيازة، الجزائر، ديسمبر 2013، ص120.

² بن أعمار بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بوزيان: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص237.

³ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم مع دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010، ص87.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص ص50-51.

4- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يوجد نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية تتمثل في الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وسنتطرق لكلاهما فيما يلي:

1.4- الكفاءة الكاملة: تتحقق الكفاءة الكاملة عندما لا يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومة والتغير في سعر الورقة المالية، وبالتالي فكل المستثمرين يحصلون على المعلومات في نفس الوقت دون تفضيل أحدهما على الآخر، ويتطلب تحقيق هذا النوع من الكفاءة توفر الشروط التالية:¹

- أن تكون المعلومات متاحة للجميع في نفس الوقت ودون تكاليف؛
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب، مما يتيح للمستثمرين بيع أو شراء أية كمية من الأوراق المالية؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة أسعار الأوراق المالية، وبالتالي يقبل كل منهم السعر الذي تم تحديده من قبل السوق؛
- تمتع المستثمرين بالرشادة الاقتصادية، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

2.4- الكفاءة الاقتصادية: تعتمد الكفاءة الاقتصادية على وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة إلى السوق والتغير في سعر الورقة المالية، أي أن القيمة السوقية لورقة ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية إلى غاية وصول المعلومة إلى السوق، وبالتالي قد يحقق المستثمر من وراء ذلك أرباحاً غير عادية لكن على المدى الطويل²، نتيجة تحمله لتكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار.

¹ حميدة مختار، الأسواق المالية وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية مع دراسة حالة بعض الشركات العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011، ص 77.

² دريد آل شيب، عبد الرحمن الجبوري: أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16 مارس 2005، ص 07.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تتباين كفاءة سوق الأوراق المالية وفقا لنوعية المعلومات المتاحة ودرجة استجابة أسعار الأوراق المالية إليها، لذلك حدّد "فاما" الصيغ المختلفة لكفاءة السوق بثلاثة مستويات متمثلة في كل من الصيغة الضعيفة، الصيغة المتوسطة والصيغة القوية للكفاءة، وسنتطرق فيما يلي إلى مختلف هذه الصيغ:

1- الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تقتضي الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات التاريخية المتاحة في الماضي وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية للأسعار¹، أي أن تحركات الأسعار والعوائد المستقبلية تكون مستقلة بشكل كامل عن التحركات السابقة، كما أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية انطلاقا من تحليله لتلك المعلومات التاريخية لأنها معكوسة كليا في الأسعار.

2- الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتمد هذه الصيغة من الكفاءة على أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية، بل تعكس أيضا المعلومات المتاحة للجمهور سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات، وبالتالي فإن أسعار الأوراق المالية تستجيب للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق².

3- الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية

في ظل هذا النوع من صيغ الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية والعامّة المتاحة للجميع، تلك المعلومات الخاصة التي يتوفر عليها فقط مجموعة من المستثمرين كأعضاء مجلس الإدارة ومسيري المحافظ المالية³، لتكون بذلك كافة المعلومات متاحة لجميع المتعاملين في السوق وبالتالي تنعكس مباشرة على سعر الورقة المالية وبسرعة عالية.

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 03، 2012، ص142.

² محفوظ جبار: كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2004، ص85.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص48.

المطلب الثالث: ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19 مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أنها عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن 20، حيث أصبحت أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية الأخرى، وكان أول تداول للمؤشرات في سنة 1990.

وستنتظر فيما يلي إلى تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها، كيفية بناؤها، مع التطرق إلى بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية.

1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية

لقد تعددت التعاريف المتعلقة بمؤشرات سوق الأوراق المالية، نذكر منها ما يلي:

مؤشرات السوق هي عبارة عن "أدوات تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك سوق الأوراق المالية، من خلال قياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها باستخدام تلك المؤشرات"¹.

كما تعتبر مؤشرات السوق بأنها "أدوات إحصائية قد تكون قيم مطلقة أو متوسطات أو أرقام قياسية مصممة لقياس المستوى العام لأسعار الأوراق المالية في السوق، وتتبعها ومقارنتها وقياسها، بهدف التعرف على اتجاهات الأسعار بسوق الأوراق المالية سواء كانت موجبة أو سالبة أو مستقرة"².

وتعرف مؤشرات السوق أيضا بأنها "تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية، أو أداء قطاع اقتصادي معين، أو أداء محفظة مالية معينة، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو في أسواق مالية أخرى"³.

وبناء على التعاريف السابقة، نستنتج بأن مؤشرات سوق الأوراق المالية هي عبارة عن "أدوات تهدف إلى التعرف على الحالة الاقتصادية العامة وإعطاء صورة سريعة عن تطورها، كما تمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، وتعتبر التغيرات الجوهرية في هذه المؤشرات

¹ حسين قبلان: مؤشرات أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الحادي عشر، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2011، ص94.

² خضير جيرة الله: مؤشر سوق الأوراق المالية: دلالاته، تكوينه، وأهميته، مجلة السوق، العدد الثالث عشر، سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، نوفمبر 2001، ص44.

³ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص144.

مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين والمحللين على حد سواء، نظرا لقيامها بتحويل أداء الاقتصاد ككل إلى صورة كمية باعتبارها تتكون من شركات تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة".

2- استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم كل من المستثمرين ومختلف الأطراف التي تتعامل في السوق، وتتمثل هذه الاستخدامات فيما يلي:¹

1.2- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية: يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات سوق الأوراق المالية كافة التحركات التي تمس عائد المحفظة المالية جيدة التنوع، وبذلك يسهل على المستثمر تتبع أداء محفظته ككل دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى.

2.2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا لفكرة التنوع العشوائي يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أصول مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر (أي متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة بالسوق)، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية ما ويستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا أعلى من عائد السوق بصفة عامة، كما يجب عليه الأخذ في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق الذي تنشط فيه.

3.2- التنبؤ بحالة السوق المستقبلية: في حالة وجود علاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية والتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، فإنه يمكن التنبؤ بحالة السوق في المستقبل تبعا لما يقتضيه التحليل الأساسي، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، فإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط فيمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة الأسعار في السوق.

4.2- تقدير مخاطر السوق: تستخدم المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها، والتي من شأنها التأثير في زيادة أو انخفاض النشاط وحركة التداول في سوق الأوراق المالية، ومن أهم المخاطر المنتظمة نجد مخاطر تغير القدرة الشرائية للنقود أو انخفاض قيمة العملة، مخاطر تغير أسعار الفائدة ومخاطر الدورة الاقتصادية.

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 39-40.

3- كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

على الرغم من التباين الموجود في كيفية إعداد المؤشرات، إلا أنها تعتمد في مجموعها على أربعة أسس تتمثل فيما يلي:

1.3- ملاءمة العينة: تتمثل العينة في مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة أساسا في حساب المؤشر، وعلى الرغم من اختلاف تكوينها تبعا لنوعية المؤشر إلا أنه ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب ألا وهي الحجم، الاتساع والمصدر.

فبالنسبة لحجم العينة، فإنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان هذا الأخير أكثر تمثيلا لحالة السوق، أما الاتساع فيقصد به أن تغطي العينة المختارة قطاعات مختلفة من السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أوراقا مالية لشركات في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني، أما إذا كان يستهدف صناعة معينة، فإن العينة في هذه الحالة تقتصر على الأوراق المالية لعدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة، والضروري في ذلك أن لا يكون هناك تحيز لصناعة معينة دون الأخرى. أما بالنسبة للمصدر، فيتمثل أساسا في مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر، بعبارة أخرى هو السوق الذي تتداول فيه تلك الأوراق¹.

2.3- الأوزان النسبية: يقصد بها القيمة النسبية لكل ورقة من الأوراق المالية المكونة للعينة التي يقوم عليها المؤشر، وتسمى بالقيمة المطلقة للمؤشر، حيث توجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية تتمثل فيما يلي:²

1.2.3- مدخل الوزن على أساس السعر: يقصد به نسبة سعر الورقة المالية الواحدة إلى مجموع أسعار الأوراق المالية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، وذلك على اعتبار أنه توجد ورقة مالية واحدة لكل شركة مختارة لبناء المؤشر.

غير أنه يعاب على هذا المدخل أنه يعتمد على سعر الورقة المالية فقط لتحديد الوزن النسبي لها، إلا أن ذلك قد لا يعكس في أغلب الأحيان أهمية الشركة أو حجمها، بل يرجع فقط إلى التفاوت في عدد الأوراق المالية المكونة لرأس المال الشركة هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأوراق المالية.

¹ حسان خضر: تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004، ص 08.

² سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية مع دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2001-2010، مرجع سبق ذكره، ص 58-59.

2.2.3- مدخل الأوزان المتساوية: يتم في هذا المدخل إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا تعلق الأمر بالمؤشر الذي لا تمثل فيه الشركة سوى سهم واحد، فإن تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية وهمية تتحدد بقيمة مقلوب السعر، وذلك حتى تكون القيم مساوية للسعر مضروبا في الكمية والذي تكون نتيجته الفعلية الواحد دلالة على السهم الواحد، ووفقا لذلك يكون عائد المؤشر مساويا لعائد الأسهم، ويعاب على هذا المدخل بأنه لا يأخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية الشركة مثله مثل المدخل السابق، كما أنه من الصعب تحقيق التساوي في الوزن النسبي للأسهم على المدى الطويل فإذا كان ذلك محققا في السنة الأولى، فإنه قد لا يتحقق مع مرور الزمن نظرا للتغيرات في الأسعار.

3.2.3- مدخل الأوزان على أساس القيمة: يقوم هذا المدخل بإعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم لكل شركة ممثلة في المؤشر، وبذلك فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى أيضا وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدر.

3.3- كيفية حساب المؤشر: يحتسب مؤشر السوق اعتمادا على إحدى الطرق التالية:

1.3.3- طريقة متوسط الأسعار: يتحدد المؤشر وفقا لهذه الطريقة من خلال حاصل قسمة مجموع أسعار أسهم العينة المختارة في السوق بتاريخ معين على العدد الكلي للأسهم، وبعدها يتم تحديد اتجاه المؤشر صعودا أو هبوطا تبعا لمقارنته مع ما كان عليه في السابق.

2.3.3- طريقة القيمة السوقية: تقتضي هذه الطريقة في حساب المؤشر على جمع حاصل ضرب عدد الأسهم في سعر السوق لكل سهم من أسهم العينة.

4- المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية

إن تحليل سوق الأوراق المالية يتطلب استخدام مجموعة من المؤشرات نذكر منها:¹

1.4- مؤشر حجم السوق: يتحدد هذا المؤشر من خلال عاملين أساسيين:

- **الرسمة السوقية:** تقاس هذه الأخيرة بقسمة الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي؛

- **عدد الشركات المدرجة:** يدل هذا المؤشر على عمق سوق الأوراق المالية وتنوعها، ويتم متابعة تزايد عدد الشركات المدرجة في السوق من عدمه من خلال مقارنة عددها في فترة زمنية معينة مع الفترات السابقة.

2.4- مؤشر السيولة: المقصود بالسيولة هي القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى سيولة نقدية بكل سهولة، وتقاس سيولة السوق عادة من خلال عاملين:

- نسبة حجم تداول الأوراق المالية في السوق إلى إجمالي الناتج المحلي الخام؛

¹ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 06.

- نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق (تعني هذه الأخيرة مجموع القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق)، ويطلق على هذه النسبة بالدوران¹.

3.4- مؤشر تقلبات العوائد: يقاس هذا المؤشر بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة، كما يمكن قياسه باستخدام الانحراف المعياري.

4.4- مؤشر درجة التركيز: يحتسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

¹ إيمان عبد المطلب حسن المولى: مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد الثالث والعشرون، المجلد السابع، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، سنة 2011، ص122.

خلاصة الفصل الأول:

يعتبر سوق الأوراق المالية الإطار الذي يوفر للمستثمرين إمكانية استثمار أموالهم الفائضة عن احتياجاتهم في الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات المساهمة التي تعاني من عجز في التمويل، ويتم ذلك من خلال سوقين: السوق الأولية التي يتم فيها الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة لأول مرة من قبل الشركات، والسوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية لتضفي المزيد من السيولة عليها، ويتم تنظيم هذا السوق من قبل مجموعة من المتدخلين الذين يسهرون على ضمان السير الجيد له، حيث يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء الممنوحة لهم من قبل المستثمرين.

ونظرا لتعدد الأدوات المالية المصدرة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات ومشتقات مالية، يتوجب على المستثمرين المفاضلة فيما بينها حتى يتمكنوا من اختيار ما يتماشى مع متطلباتهم وأهدافهم، وهنا يأتي دور التحليل الأساسي والتحليل الفني كأسلوبين يستخدمان للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأدوات المالية، فالأسلوب الأول يعتمد على تحليل الظروف المحيطة بالشركة انطلاقا من تحليل الظروف الاقتصادية العامة التي تمكن من التعرف على حالة الاقتصاد (انكماش أو تضخم)، ثم تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وأخيرا تحليل ظروف الشركة نفسها لتحديد ربحيتها ومدى نموها وتطورها، أما الأسلوب الثاني فيعتمد أساسا على المعلومات التاريخية للأوراق المالية (الأسعار، حجم التداول) ويجسدها في شكل رسومات بيانية قصد التنبؤ بالأسعار المستقبلية لها.

ومن هنا يمكننا التعرف على نوعية الكفاءة التي يتميز بها سوق الأوراق المالية، ففي حالة ما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة حول وضعية الشركة المصدرة دون وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة والتغير في السعر فإن السوق يكون في حالة الكفاءة الكاملة، أما إذا كان هناك فاصل زمني بينهما يكون السوق في حالة الكفاءة الاقتصادية، كما تساعد مؤشرات سوق الأوراق المالية في التعرف على اتجاه السوق بشكل عام والذي يعكس تحركات أسعار الأوراق المالية.

وبعد التعرف على سوق الأوراق المالية بشكل عام، سوف نتطرق في الفصل الموالي إلى دراسة أسواق الأوراق المالية في كل من مصر، المغرب وتونس، قصد تحديد المعالم الرئيسية التي تقوم عليها تلك الأسواق والعوامل التي ساهمت في بعث النشاط فيها.

الفصل الثاني

تجربة أسواق الأوراق المالية في مصر، المغرب وتونس

تمهيد:

تتباين أسواق الأوراق المالية في كل من مصر، المغرب وتونس من حيث نشأتها ودرجة تطورها، فضلا عن تنظيمها وأدائها، حيث نجد أن كل من هذه الأسواق تسعى إلى جذب أكبر قدر ممكن من المدخرات محلية كانت أم أجنبية، من خلال التحفيزات التي تمنحها سواء بالنسبة للمستثمر أو بالنسبة للجهة المصدرة، وهذا في إطار النهوض بها حتى تلتحق بركب ما وصلت إليه الدول المتقدمة.

وبهدف التعرف على واقع تلك الأسواق، سنتطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث تبرز فيما يلي:

- سوق الأوراق المالية في مصر؛
- سوق الأوراق المالية في المغرب؛
- سوق الأوراق المالية في تونس.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في مصر

سننتظر في هذا المبحث إلى واقع سوق الأوراق المالية في مصر، بعد عرض ماهية الأسواق المالية الناشئة، وذلك بالتركيز على العناصر التالية:

- ماهية سوق الأوراق المالية الناشئة؛
- تقديم سوق الأوراق المالية في مصر؛
- أداء سوق الأوراق المالية في مصر.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة

ظهر مصطلح الأسواق المالية الناشئة في سنة 1981 من طرف المؤسسات المالية الدولية، كأحد الأقطاب المهمة المستقطبة لأحجام ضخمة من التدفقات المالية في الاقتصاد العالمي، نظرا لما توفره من إمكانية كبيرة لتتبع وإثراء المحافظ المالية للمستثمرين، محققة بذلك معدلات نمو سريعة.

وتعرف هذه الأسواق بأنها تلك التي تنتمي للدول منخفضة أو متوسطة النمو، والتي تشهد نموا وتقدما سريعا نظرا للقدرات الهائلة التي تتمتع بها، لكنها من جهة أخرى تتميز بدرجة مرتفعة من المخاطر¹.

كما يمكن تعريف الأسواق المالية الناشئة بأنها تلك الأسواق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية، ويكون حجمها ومستوى تطورها في نمو متزايد، مما يؤدي بها إلى لفت انتباه المستثمرين الذين يبحثون عن تعظيم عوائدهم.

1- خصائص الأسواق المالية الناشئة

تختلف خصائص الأسواق المالية الناشئة عن بعضها البعض من حيث درجة التطور، حيث نجد أسواق في المراحل الأولى من تطورها، في حين البعض الآخر منها يقترب من أسواق الدول المتقدمة، لكن على الرغم من ذلك فهي تشترك في مجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

1.1- التطور السريع: تتميز الأسواق المالية الناشئة بنموها السريع، حيث تشهد ارتفاعا متزايدا في عدد الشركات المدرجة بها، وما يتبعه من زيادة في حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، ويعود ذلك إلى أن إنشاء تلك الأسواق يدخل في إطار عملية الخوصصة المتبعة من قبل تلك الدول، والتي تهدف أساسا إلى تغيير الطبيعة القانونية للشركات العمومية إلى شركات مساهمة مصدرة للأوراق المالية، مما يؤدي ذلك إلى تعزيز تلك الأسواق.

¹ عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص106.

2.1- ارتفاع العوائد: تمثل الأسواق المالية الناشئة مركزا هاما لاستقطاب الاستثمارات لاسيما الأجنبية منها، نظرا لما تحققه من عوائد مرتفعة مقارنة بتلك المحققة في الأسواق المتقدمة، فمن خلال دراسة قام بها مجموعة من الباحثين على بعض الأسواق المالية الناشئة، أن العائد على السهم فيها أحسن من العائد المحقق في الأسواق المتقدمة، كما أن العائد على المحفظة يحقق نموا سنويا يقدر بـ 1.5%¹. إلا أن تلك العوائد المحققة لا تأخذ صفة الديمومة، فقد تشهد تذبذبات مختلفة بين الارتفاع والانخفاض.

3.1- نقص التنظيم: تعاني الأسواق المالية الناشئة من نقص التنظيم، لأن إنشاءها لم يتضمن تحضير القوانين والتشريعات التي تنظم كيفية العمل بها بما يحسن من كفاءتها، حيث وجدت كنتيجة لظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها، فعلى مستوى التنظيم لم يتم وضع شروط محددة خاصة بقيد الشركات ونشر المعلومات، بالإضافة إلى كيفية تنفيذ المعاملات، فهذه الشروط متباينة من سوق لآخر.

4.1- ارتفاع درجة المخاطرة: إن الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة يصاحبه مخاطر مرتفعة بدرجات متفاوتة، ويرجع ذلك إلى التقلبات التي تشهدها أسعار الأوراق المالية، لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار العوائد المحققة من جراء الاستثمار في تلك الأسواق.

5.1- الأزمات المشتركة: نظرا لارتباط الأسواق المالية الناشئة فيما بينها، فإن حدوث أية أزمة في سوق معينة من شأنها الانتشار إلى باقي الأسواق المالية الأخرى، وهذا ما يعتبر نقطة إنذار لمختلف المستثمرين، فبمجرد درايتهم بحدوث أزمة ما في سوق ناشئ يسارعون لسحب استثماراتهم نتيجة تخوفهم من الخسارة المحتملة التي قد تلحق بهم.

وعموما تبقى الأسواق المالية الناشئة فرصة مهمة للاستثمارات الأجنبية، نظرا لما توفره من الإمكانيات المتاحة لتتبع المحافظ المالية بأدوات مالية ذات عوائد ومخاطر متفاوتة فيما بينها.

2- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

تمر الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من المراحل تدخل ضمن تطورها، ويمكن إدراج هذه المراحل فيما يلي:²

1.2- المرحلة الأولى: تعتبر هذه المرحلة نقطة البداية للأسواق المالية، حيث تتميز بما يلي:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم المتداولة.
- قيام بعض المستثمرين بتوجيه مدخراتهم للاستثمار في الأوراق المالية.

¹ حسان خبابة: دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الخامس، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، فيفري 2004، ص05.

² عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص107-108.

- انخفاض السيولة في السوق نتيجة انخفاض حجم التداول.
- أسعار الأوراق المالية تشهد ارتفاعا من سنة إلى أخرى، مما يؤدي ذلك إلى جذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى.

2.2- المرحلة الثانية: تشهد الأسواق المالية الناشئة في هذه المرحلة نوع من النشاط، حيث تتميز

بما يلي:

- تزايد عدد الأسهم المتداولة وارتفاع مستوى السيولة.
- وضع اللوائح التنظيمية التي من شأنها تنظيم اللجوء إلى تلك الأسواق، وبالتالي جذب المستثمرين الأجانب.

ومن بين الأسواق المالية الناشئة التي تنتمي إلى هذه المرحلة نجد الصين، كولومبيا، الهند، باكستان، الفلبين ومصر.

3.2- المرحلة الثالثة: بعد مرحلة النشاط التي شهدتها الأسواق المالية في المرحلة السابقة، تنتقل

إلى مرحلة التوسع التي تتميز بما يلي:

- الزيادة المعبرة لحجم الأسهم المصدرة نتيجة ارتفاع عدد الشركات المدرجة.
 - توجيه عدد كبير من الإصدارات إلى الجمهور، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حجم التداول.
 - تحقيق عوائد معبرة من جراء الاستثمار في الأوراق المالية.
 - استحداث آليات لتغطية المخاطر التي قد تلحق بالأسواق المالية مثل المشتقات المالية.
- ومن بين الأسواق المالية الناشئة التي تنتمي إلى هذه المرحلة نجد الأرجنتين، البرازيل، إندونيسيا، تركيا، ماليزيا، المكسيك، فنزويلا وتايلاند.

4.2- المرحلة الرابعة: تعتبر آخر مرحلة تشهدها الأسواق المالية، والتي تعبر عن مدى نضجها

ونموها، ومن بين العناصر التي تتميز بها هذه المرحلة ما يلي:

- الزيادة الكبيرة لعدد الشركات المدرجة في السوق المالية.
 - ارتفاع درجة السيولة بشكل كبير.
 - انخفاض علاوة المخاطر على الأوراق المالية إلى مستويات قياسية.
- وتتمثل الأسواق المالية الناشئة التي تنتمي إلى هذه المرحلة في هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، سنغافورة وتايوان.

3- عوامل نمو الأسواق المالية الناشئة

إن نمو الأسواق المالية الناشئة يعود إلى مجموعة من العوامل، بعضها يتعلق بالإصلاحات المتبعة من قبل الدولة في حد ذاتها، والبعض الآخر يمكن إرجاعه إلى عوامل خارجية وجدت في تلك الأسواق مصدرا للحصول على العوائد المرتفعة.

1.3- العوامل الداخلية: تتمثل أهم العوامل الداخلية التي ساهمت في نمو الأسواق المالية الناشئة

فيما يلي:¹

- سياسة الإصلاح الاقتصادي والمالي: لقد اتبعت معظم الدول الناشئة إصلاحات اقتصادية بهدف النهوض باقتصادها، والتي من أبرزها التحول من النظام الاشتراكي إلى النظام الرأسمالي، من خلال تشجيع بروز القطاع الخاص من جهة، وخصوصة المؤسسات العمومية نظرا للمشاكل التي كانت تلحق بها من جهة أخرى، وبذلك اتجهت معظم الشركات إلى إصدار الأوراق المالية بهدف الحصول على التمويل اللازم لتجسيدها، مما ساهم ذلك في زيادة رسملة أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث ارتفعت من 2000 مليار دولار في سنة 2000 إلى 4200 مليار دولار في سنة 2005.²

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: إن معدلات النمو المرتفعة المحققة من قبل الدول الناشئة قد ساهمت في استقطاب أحجام كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية، حيث شهدت كل من تايلندا، اندونيسيا، كوريا، اليابان وماليزيا معدلات نمو تفوق بكثير تلك المحققة في الدول الصناعية.

- استقرار معدلات التضخم: شهدت الدول الناشئة استقرارا في معدلات التضخم لسنوات عديدة، هذا ما شكّل عامل ثقة لدى المستثمرين الأجانب، ما أدى إلى زيادة الاستثمارات المتدفقة لهذه الدول خاصة في شكل مساهمات في أسهم الشركات القائمة.

2.3- العوامل الخارجية: إن نمو الأسواق المالية الناشئة لا يقتصر فقط على عوامل داخلية تمس

الدولة في حد ذاتها، بل ارتبط بشكل كبير بعوامل خارجية أثرت إيجابيا عليها، ومن بين تلك العوامل ما يلي:

- تغيرات أسعار الفائدة: إن التذبذبات في معدلات الفائدة التي شهدتها الأسواق المالية الدولية من جهة، وارتفاعها في الدول الناشئة من جهة أخرى، أدت إلى نزوح العديد من المستثمرين للاستثمار في الأسواق الناشئة نظرا للعائد المرتفع الذي يمكن تحقيقه.

¹ عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 117-120.

² Ivan Odonnat & Iméne Rahmouni: Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène?, Revue de la stabilité financière, N° 09, Banque de France, Décembre 2006, P03.

- **تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية:** إن التدفق المعتبر لرؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق المالية الناشئة أدى إلى المساهمة في تحسين كفاءتها، نتيجة استفادتها من الخبرات التكنولوجية المطبقة على مستوى الأسواق المالية الدولية، فخلال الفترة 1998-2002 سجلت هذه الأسواق تدفقات أجنبية بحوالي 130 مليار دولار أمريكي سنويا¹.

- **التنوع الدولي:** توفر الأسواق المالية الناشئة فرصة للمستثمرين لإثراء محافظهم المالية بأنواع مختلفة من الأوراق المالية ذات مخاطر متفاوتة، حيث أن التدفقات النقدية الأجنبية تشكل 80% من إجمالي الاستثمارات في الدول الناشئة، ومعظمها في شكل استثمارات مالية تحوزها الأسواق المالية لهذه الدول².

المطلب الثاني: تقديم سوق الأوراق المالية في مصر

1- نشأة سوق الأوراق المالية في مصر³

يعتبر سوق الأوراق المالية في مصر أو ما يعرف بالبورصة المصرية من أقدم البورصات التي تم إنشاؤها في الشرق الأوسط في سنة 1940، والناجمة عن اندماج بورصة الإسكندرية التي أنشئت في سنة 1883 نتيجة تزايد الحاجة لمكان مخصص لعقد الصفقات التجارية، وبورصة مصر التي أنشئت في سنة 1903 نتيجة تكوين شركات من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماسة بغرض التعامل في الأوراق المالية.

وبعد ثورة 1952 انتهجت السلطات المصرية نظام التخطيط المركزي، مما أدى إلى تفكك القطاع الخاص وتدهور كبير في فعالية البورصة، خاصة مع سياسة التأميم المنتهجة خلال فترة الستينيات وبالتحديد في سنة 1961 التي أدت إلى إغلاق البورصة لمدة شهرين متتاليين، مؤدية إلى انخفاض عدد الشركات المقيدة في البورصة من 21 شركة إلى 9 شركات فقط على مدار ثلاثة عقود متتالية، مما أدى إلى حدوث تراجع كبير في حركة التعامل في البورصة من 23,4 مليون جنيه في سنة 1961 إلى 4,1 مليون جنيه في سنة 1974.

وهذا ما دفع السلطات المصرية إلى القيام بإصلاحات اقتصادية في أوائل التسعينيات، بهدف تنشيط وتنمية سوق الأوراق المالية لتلبية الاحتياجات التمويلية، حيث تم تخفيض الدعم المالي على السلع

¹ Asma Fattoum, Politique monétaire et gestion des entrées de capitaux : Cas des marchés émergents, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Louis Lumière-Lyon 2, Paris, 2005, P50.

² Jacques de Larosière: Les pays émergents : Chances et défis, Discours prononcé au Colloque HEC-Eurasia Institute « l'Asie en 2002 », Paris, 06 février 2002, P03.

³ www.egx.com.eg/, Consulter le 25/04/2014.

- الرئيسية والإنفاق الحكومي بالنسبة للنتاج المحلي الإجمالي من 38% إلى 22% خلال الفترة 1990-1997، كما تم التحول من النظام اليدوي للتداول إلى النظام الإلكتروني وصدور قرار بإنشاء شركة مصر للمقاصة التي بدأت نشاطها الفعلي في سنة 1996، بالإضافة إلى إصدار مجموعة من القوانين منها:
- القانون رقم 209 الصادر في سنة 1991 الذي يقضي بتحويل شركات القطاع العام إلى شركات قابضة بهدف تفعيل عملية الخوصصة.
- القانون رقم 95 الصادر في سنة 1992 الذي حدّد الإطار القانوني لسوق الأوراق المالية ونظّم العلاقة بين الهيئات العاملة في السوق، بالإضافة إلى تفعيل عملية الإفصاح والشفافية.
- قانون ضمان الاستثمار رقم 08 الصادر في سنة 1997، الذي يشجع الاستثمار في قطاعات اقتصادية معينة وفي المناطق الصناعية الجديدة.
- قانون الإيداع المركزي رقم 93 الصادر في سنة 2000، الذي ينظّم عمليات حفظ وتسوية الأوراق المالية وتحديد عملية المقاصة عليها.

2- تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر

يتم تنظيم سوق الأوراق المالية في مصر بتظافر مجموعة من الهيئات الفاعلة التي يمكن إدراجها فيما يلي:

◀ **الهيئة العامة للرقابة المالية:** أنشئت هذه الهيئة في سنة 2009 بموجب القانون رقم 10، لتحل محل الهيئة العامة لسوق المال ♦ كجهة رقابية على السوق في حد ذاته، مع تمتّعها بمختلف الصلاحيات التي تمكّنها من حماية المستثمرين من جهة، ومن تنظيم وتنمية سوق الأوراق المالية في مصر من جهة أخرى¹.

◀ **شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيّد المركزي:**² تأسست هذه الشركة في سنة 1992 تحت تسمية شركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية، برأسمال يبلغ 30 مليون جنيه مصري موزع على 30 ألف سهم بقيمة اسمية 100 جنيه مصري للسهم الواحد، وبدأت نشاطها الفعلي في سنة 1996 أين تم قيد أول جهة مصدرة للأوراق المالية ألا وهو بنك مصر الدولي.

♦ تم إنشاء الهيئة العامة للسوق في سنة 1979 بموجب القرار الجمهوري رقم 520، واعتبرت الجهة الرقابية والتنظيمية المسؤولة عن تنظيم وتطور سوق الأوراق المالية في مصر.

¹ الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير حول أهم ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010، مصر، 2010، الموقع الإلكتروني http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp.

² <http://www.mcsd.com.eg>, Consulter le 01/05/2014.

وأوكلت لهذه الشركة مسؤولية إتمام عمليات نقل الملكية الخاصة بعمليات الشراء والبيع التي تتم في البورصة، حفظ الأوراق المالية لتسريع تنفيذها وإجراء التسويات اللازمة عليها، بالإضافة إلى القيام بعمليات المقاصة بين شركات السمسرة لتسوية ناتج عمليات الشراء والبيع على الأوراق المالية.

كما تم إصدار قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 93 في سنة 2000، الذي ينظم أنشطة الشركة ويحدد شكلها القانوني.

وفي سنة 2005 تم تعديل تسمية الشركة إلى شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، وأصبحت مملوكة لأعضائها والمستفيدين من خدماتها، كما تم إعادة توزيع أسمال الشركة بشكل تصبح فيه ملكية العضو لا تتجاوز 5% من أسهم رأس المال كالتالي:

- بورصة الأوراق المالية بنسبة 5%.
- البنوك بنسبة 50%، على اعتبار وجود عشرة (10) بنوك أعضاء في الشركة، الذين حصلوا على ترخيص لمزاولة النشاط من قبل الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية في مصر.
- شركات الوساطة في الأوراق المالية بنسبة 45%، والتي تقدر بتسعة (9) وسطاء الذين حصلوا على ترخيص من قبل الهيئة العامة للسوق.

كما عرف أسمال الشركة ارتفاعات متزايدة إلى أن وصل إلى 250 مليون جنيه في سنة 2008، ومن بين الأهداف التي تصبو إليها الشركة ما يلي:

- تقليل المخاطر الناجمة عن تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية فيما بين الوسطاء البائعين والمشتريين؛
- سرعة دوران الأوراق المالية من خلال تنفيذ عملية نقل الملكية في التوقيت المحدد لها؛
- تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع؛
- تجنب مخاطر السرقة والضياع الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية المادية؛
- إنشاء قاعدة بيانات موحدة للأوراق المالية المقيدة بنظام الإيداع المركزي.

◀ **سماسة الأوراق المالية:** السماسة عبارة عن أشخاص لديهم خبرة ودراية في الشؤون المالية، وتتمثل مهمتهم في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في البورصة المصرية لحساب عملائهم في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة معينة، ولا يجوز لهم عقد صفقات لحسابهم أو لحساب أحد من أقاربهم، حتى لا يقومون باستغلال عملاءهم عن طريق البيع لهم أو الشراء منهم لصالحه أو لصالح أي من أقاربه.

◀ **نظام التداول:** يتم التداول في البورصة المصرية وفق النظام الالكتروني ابتداء من سنوات التسعينات، حيث شهد تحسينات متعددة حتى يواكب التطور السريع الذي تشهده البورصة، وهذا ما أدى إلى تسهيل عملية تداول الأوراق المالية من جهة، وجذب الاستثمارات الأجنبية من جهة أخرى¹.

◀ **لجان البورصة المصرية:** يتوفر سوق الأوراق المالية في مصر على مجموعة من اللجان يتم تعيينها بقرار من مجلس إدارة البورصة وبرئاسة رئيس البورصة، وتتمثل هذه اللجان فيما يلي:

- **لجنة القيد:** تقوم هذه اللجنة بالتأكد من استيفاء الأوراق المالية المصدرة للشروط المالية والقانونية المنصوص عنها، بالإضافة إلى تعزيز عملية الإفصاح عن المعلومات؛

- **لجنة التداول:** تهتم هذه اللجنة بدراسة العمليات الخاصة التي تم استثنائها من قواعد التداول، والتي لا يمكن تنفيذها مباشرة في السوق بل تخضع لشروط ومعايير محددة، حيث تقوم اللجنة بالتأكد من جدية تلك العمليات وأنها لا تهدف إلى التلاعب والإضرار بمصالح المتعاملين؛

- **لجنة العضوية بالبورصة:** تختص هذه اللجنة بفحص طلبات العضوية في البورصة والتحقق من استيفائها للشروط والمعايير المنصوص عليها، بالإضافة إلى استقبال ودراسة شكاوى الأعضاء واتخاذ قرارات بشأنها؛

- **لجنة مؤشرات البورصة:** تتولى هذه اللجنة الإشراف على إدارة المؤشرات البورصية والتعديلات الخاصة بها، فضلا عن إضفاء المزيد من الشفافية عليها، وضمان توافق قواعد المؤشر مع المعايير العالمية.

3- شروط قيد الأوراق المالية في البورصة المصرية

تخضع الأوراق المالية المطلوب قيدها في البورصة المصرية لمجموعة من الشروط، بعضها عامة تمس مختلف الأوراق، والبعض الآخر خاصة متعلقة بكل ورقة على حدى، وسوف ندرج تلك الشروط فيما يلي:²

◀ **الشروط العامة لقيد الأوراق المالية:** تتمثل الشروط العامة لقيد الأوراق المالية في البورصة المصرية فيما يلي:

- أن يتم تقديم طلب القيد بواسطة ممثل قانوني للجهة المصدرة، أو من خلال وكيل قيد معتمد لدى البورصة المصرية؛

¹ www.egx.com.eg/, Consulter le 01/05/2014.

² القرار رقم 11 المتعلق بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، الهيئة العامة للرقابة المالية، الاسكندرية، مصر، بتاريخ 22 جانفي 2014، المواد 06، 07، 12، 16.

- أن تبرم الجهة المصدرة عقداً مع البورصة ينظم حقوق والتزامات كل منهما؛
- يجب أن تكون الأوراق المالية مقيدة وفق نظام الإيداع والقيود المركزي؛
- أن لا يتضمن النظام الأساسي للجهة المصدرة أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها؛

- أن تلتزم الشركة طالبة القيد بإنشاء موقعاً إلكترونياً على شبكة المعلومات الدولية، فور قيد أي من أوراقها المالية بالبورصة وقبل الشروع في تداولها، وذلك بهدف نشر القوائم المالية وتقارير محافظي الحسابات وغيرها من البيانات التي تحددها إدارة البورصة.

◀ **الشروط الخاصة بقيد الأسهم:** يشترط لقيد أسهم الشركات في البورصة المصرية توفر ما يلي:

- على الشركة أن تقدم القوائم المالية لسنتين ماليتين سابقتين على طلب القيد، وأن يكون مصادق عليها من قبل الجمعية العامة للشركة بعد مراجعتها من قبل أحد مراقبي الحسابات المقيدين بسجل الهيئة؛

- أن يكون رأسمالها مدفوعاً بالكامل وأن لا يقل عن 50 مليون جنيه مصري؛
- أن لا تقل الأسهم المطروحة للبيع للجهة المصدرة عن 10% من إجمالي الأسهم المقيدة لنفس الجهة، ويجب أن يتم نشر هذه العملية في جريدين يوميتين بعد الحصول على موافقة البورصة؛
- أن لا يقل عدد المساهمين بالشركة عن 300 مساهم؛
- أن لا تقل نسبة الأسهم حرة التداول عن 5% من إجمالي أسهم الشركة؛
- أن لا يقل عدد الأسهم المصدرة المطلوب قيدها في البورصة المصرية عن 5 مليون سهم.

◀ **الشروط الخاصة بقيد السندات وصكوك التمويل الصادرة عن شركات المساهمة:** تتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- أن تكون الشركة طالبة بقيد سندات في البورصة قد طرحت سندات للاكتتاب العام أو الخاص بناءً على نشرة اكتتاب أو مذكرة معلومات معتمدة من قبل الهيئة العامة للسوق؛
- تقديم شهادة توضح درجة التصنيف الائتماني الممنوح للإصدار؛
- تعهد الشركة المصدرة بالإفصاح الفوري عن كل المعلومات التي من شأنها التأثير على قرارات المستثمرين بشأن السندات المصدرة.

◀ الشروط الخاصة بقيد الأوراق المالية الأجنبية: يجوز قيد الأوراق المالية الأجنبية في البورصة المصرية بموافقة مسبقة من قبل الهيئة العامة للسوق، وتجدر الإشارة إلى أن قيد السندات وصكوك التمويل الأجنبية تخضع لنفس الشروط المفروضة على السندات المحلية، وبالتالي فالاختلاف يكمن في قيد الأسهم الأجنبية فقط والتي ندرج شروطها فيما يلي:

- يجب أن لا يقل رأسمال الشركة الأجنبية المطلوب قيد أسهمها في البورصة المصرية عن 100 مليون دولار أمريكي؛

- أن يكون للشركة الأجنبية ممثل قانوني بمصر؛

- أن تكون أسهم الشركة مقيدة في إحدى البورصات الأجنبية التي تخضع لإشراف جهة تمارس اختصاصات مماثلة لاختصاصات الهيئة العامة للبورصة المصرية، وأن تكون الأسهم بعملة أجنبية قابلة للتحويل للجنه المصري؛

- أن تلتزم الشركة بتقديم تقرير القوائم المالية التي يشترط إعدادها وفق المعايير الدولية، بالإضافة إلى تقرير محافظ الحسابات وتقارير مجلس إدارة البورصة، فضلا عن تقديم نسخة مترجمة باللغة العربية لهذه القوائم لنشرها على الموقع الإلكتروني لها.

4- المؤشرات البورصية

تتوفر البورصة المصرية على مجموعة من المؤشرات تضم عدد معين من الشركات الأكثر أداء في السوق، وتتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:¹

◀ مؤشر **EGX 30**: هو عبارة عن مؤشر رئيسي للبورصة المصرية تم إنشائه في 01 فيفري 2003، يتضمن أكبر ثلاثين (30) شركة من حيث السيولة والنشاط مرجحة برأس المال السوقي، ويتضمن المؤشر الأسهم العادية فقط، كما يتم مراجعته مرتين سنويا بواسطة الإدارة المختصة بالبورصة المصرية. وتم احتساب المؤشر ابتداء من 01 جانفي 1998 بقيمة 1000 نقطة، كما تم تقويمه بالدولار الأمريكي بدء من تاريخ 01 مارس 2009، وتجدر الإشارة إلى أن المؤشر صدر تحت تسمية CASE 30 وتم تغييره إلى EGX 30 في 01 مارس 2009، ليعكس التغيرات التي طرأت على تسمية البورصة من خلال استبدال بورصتي القاهرة والإسكندرية بالبورصة المصرية وفقا لتعديلات سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

◀ مؤشر **EGX 70**: تم إنشاء هذا المؤشر في 01 مارس 2009، يعتمد على قياس أداء سبعين (70) شركة الأكثر نشاطا في البورصة المصرية، وهذا بعد استبعاد الثلاثين (30) شركة الأكثر نشاطا

¹ www.egx.com.eg/, Consulter le 05/05/2014.

المكونة لمؤشر EGX30، حيث يقوم المؤشر بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي.

وتتم مراجعة مؤشر EGX70 بشكل نصف سنوي، بهدف تعديل الشركات وفقا لنشاطها بواسطة لجنة المؤشر المستقلة.

◀ **مؤشر EGX 20 Capped**: يضم المؤشر عشرين (20) شركة الأكثر سيولة ونشاطا، على أن يتم تداول أسهمها خلال الستة أشهر السابقة على عملية المراجعة الكاملة للمؤشر، ويتم استبعاد الشركات التي تشهر إفلاسها أو التي تندمج أو تستحوذ على شركات أخرى، ويتم احتساب المؤشر ابتداء من 01 فيفري 2003، كما تتم مراجعته مرتين سنويا بهدف استبعاد الشركات غير المؤهلة وإدراج شركات أخرى تستوفي شروط المؤشر.

◀ **مؤشر EGX 100**: هو مؤشر سعري مركب يتكون من مائة (100) شركة الأنشط في البورصة المصرية، تتمثل أساسا في 30 شركة المكونة لمؤشر EGX 30 و 70 شركة المكونة لمؤشر EGX 70. حيث يقوم هذا المؤشر بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، وتم احتسابه بدءا من 01 جانفي 2006.

◀ **المؤشرات القطاعية**: تم إنشاء المؤشرات القطاعية في البورصة المصرية في 04 سبتمبر 2007 متضمنة 12 قطاع، بهدف مساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ويتم احتساب تلك المؤشرات ابتداء من 01 جانفي 2007 بقيمة 1000 نقطة، وتشمل على الشركات التي يتم تداول أسهمها دون حدود سعرية، بحيث كل مؤشر قطاعي لا بد أن يحتوي على ثلاثة شركات على الأقل، وتتم مراجعة هذه المؤشرات مرتين سنويا.

◀ **مؤشر النيل**: تم إدراج مؤشر النيل في البورصة المصرية بتاريخ 02 فيفري 2014، على أن يتم احتسابه ابتداء من 02 جويلية 2012 بقيمة 1000 نقطة.

ويأتي هذا المؤشر في إطار الاهتمام بتنشيط بورصة النيل للأوراق المالية المفتوحة للشركات الصغيرة والمتوسطة، بعد أن تم تغيير آليات التداول فيها من آلية المزايمة إلى آلية التداول المستمر في نهاية سنة 2011، فضلا عن زيادة عدد ساعات التداول من ساعة واحدة إلى أربع ساعات في أكتوبر 2013، وذلك بهدف زيادة درجة سيولة السوق من جهة، وجذب المزيد من المستثمرين إلى بورصة النيل باعتبارها أحد الأسواق الواعدة من جهة أخرى.

◀ مؤشر S&P/EGX ESG: تم إنشاء المؤشر بالتعاون بين البورصة المصرية، مركز المديرين المصري EIOD* ومؤسسة ستاندرد أند بورز، حيث يعتمد على اختيار أفضل 100 شركة الأكثر أداءً وفقاً لمعايير البيئة، المسؤولية الاجتماعية والحوكمة، ويعد هذا المؤشر الثاني على مستوى الأسواق الناشئة بعد إطلاق المؤشر الأول في الهند، ويتم احتساب المؤشر بداية من 28 جويلية 2007 بقيمة 1000 نقطة.

المطلب الثالث: أداء سوق الأوراق المالية في مصر

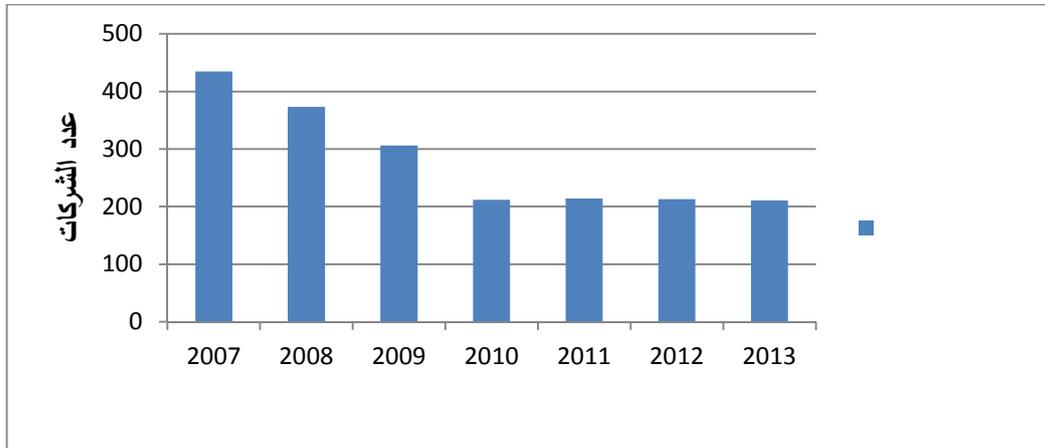
يمكن تقييم أداء سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة 2007-2013 بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات الرئيسية:

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

لقد عرف سوق الأوراق المالية في مصر تراجعاً في عدد الشركات المدرجة خلال الفترة 2007-2013، ويظهر ذلك جلياً من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (8): تطور الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بمصر خلال الفترة 2007-

2013



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

من خلال الشكل، نلاحظ أنه في سنة 2007 بلغ عدد الشركات أقصاه في حدود 435 شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، ثم بدأ العدد في التناقص نتيجة خروج الشركات التي لم تعد تلي شروط الإدراج، وخلال الفترة 2010-2013 كان عدد الشركات تقريبا متماثل في حدود 211 شركة مدرجة.

* EIOD: Egyptian Institute of Directors.

2- مؤشر القيمة السوقية (الرسملة البورصية)

بلغت رسملة البورصة المصرية في سنة 2007 ما قيمته 768 مليار جنيه، لتتخفص بنسبة 38,33% في سنة 2008 أين بلغت 473 مليار جنيه، ثم ارتفعت قيمة الرسملة إلى 499 مليار جنيه في سنة 2009 لتعاود الانخفاض في سنة 2010 إلى 488 مليار جنيه.

أما في سنة 2011 فقد شهدت الرسملة البورصية انخفاضا ملحوظا بنسبة 39,85% مقارنة بسنة 2010 بما قيمته 293 مليار جنيه، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأزمة الداخلية التي شهدتها مصر والتي عرفت بأزمة 25 يناير 2011 التي أطاحت بالنظام القديم، وهذا ما كان له بالغ الأثر على الأداء العام للبورصة، لكن بعد هذه السنة شهدت الرسملة ارتفاعا متتاليا حيث بلغت 375 مليار جنيه في سنة 2012، بينما في سنة 2013 وصلت إلى 426 مليار جنيه¹.

3- مؤشر قيمة التداول

سجلت البورصة المصرية قيمة تداول قدرها 363 مليار جنيه في سنة 2007، لتصل إلى 449 مليار جنيه في سنة 2009 أي بارتفاع نسبته 23,69%، لتشهد بعدها انخفاضات متتالية حيث بلغت 322 مليار جنيه في سنة 2010 أي بانخفاض نسبته 28,28%، أما في سنة 2011 فقد انخفضت قيمة التداول بنسبة 39,75% أي بما قيمته 194 مليار جنيه، لتصل في سنة 2012 إلى 181 مليار جنيه، أما في سنة 2013 فبلغت القيمة 152 مليار جنيه.

4- مؤشر السيولة

يقيس هذا المؤشر درجة سيولة سوق الأوراق المالية اعتماد على معدل الدوران، الذي يحتسب بقسمة قيمة التداول على القيمة السوقية خلال نفس المدة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1): تطور سيولة سوق الأوراق المالية بمصر خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
معدل الدوران (%)	47,2	80,63	89,79	65,98	66,21	48,26	35,68

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير السنوية للبورصة المصرية (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني www.egx.com.eg/.

نلاحظ أن سوق الأوراق المالية في مصر شهد نوع من التذبذب في درجة سيولته، أي مدى إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة في أي وقت مع المحافظة على نفس مستوى الأسعار، فخلال الفترة 2007-2009 عرف معدل الدوران تطورا من 47,2% إلى 89,79% ويعتبر أعلى مستوى يصل إليه

¹ البورصة المصرية، التقارير السنوية: 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013.

السوق حيث يترجم سهولة تداول الأوراق المالية المعروضة، ليشهد هذا المعدل انخفاضا خاصة بعد سنة 2011 أين سجّل 35,68% في سنة 2013، ويمكن إرجاع ذلك للأحداث السياسية التي شهدتها مصر والتي أثرت على سيولة سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في المغرب

عرف سوق الأوراق المالية في المغرب عدة إصلاحات منذ نشأته في سنة 1929، جعلته يصل إلى مستوى معين من التطور، حيث يعتبر من الأسواق التي تشهد حركة معتبرة في مجال تعاملاتها المالية. وللتعرف بدقة على هذا السوق، سنتطرق في هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية المغربية؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية المغربية؛
- أداء سوق الأوراق المالية المغربية.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في المغرب

تم إنشاء سوق الأوراق المالية في المغرب أو ما يعرف "بورصة الدار البيضاء" في سنة 1929 تحت تسمية مكتب مقاصة القيم المنقولة، حيث أدرجت أول جلسة تداول في 07 نوفمبر 1929 عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات المغربية، وفي سنة 1948 شهدت البورصة أول عملية إصلاح لتصبح عبارة عن مكتب لتسعير القيم المنقولة مع منحه الشخصية المعنوية من خلال المرسوم الصادر في 13 جويلية 1948.

وبعد استقلال المغرب في سنة 1956، شهدت البورصة انخفاضا معتبرا في نشاطها، يعود بالدرجة الأولى إلى هروب رؤوس الأموال وخروج الأجانب الذي كانوا يمثلون نسبة كبيرة من عملاءها.

وفي سنة 1967 وبعد تشكل ادخار وطني معتبر وضرورة توظيفه في شكل قيم منقولة، أوجب ذلك تنظيم البورصة حتى تستجيب لهذه التطورات، وفي هذا الصدد تم إصدار مرسوم ملكي (الظهير) رقم 67-494 بتاريخ 14 نوفمبر 1967، يعكس رغبة الحكومة في تنظيم السوق قانونيا وتقنيا، حيث أطلق عليه تسمية "بورصة الدار البيضاء" ومنحت لها الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية وتخضع لسلطة وزارة المالية¹.

¹ www.casablanca-bourse.com, Consulter le 08/03/2014.

وتبعاً لذلك استمرت سلسلة الإصلاحات، فمنذ سنة 1993 عرفت البورصة إصلاحات جذرية شملت صدور عدة قوانين ونصوص تصبّ كلّها في سبيل تفعيل البورصة وخلق أطر تنظيمية لذلك، ويمكن إدراج تلك الإصلاحات فيما يلي:

1- إصلاحات البورصة لسنة 1993

قامت السلطات المغربية في سنة 1993 بإصدار ثلاثة نصوص قانونية تهدف أساساً إلى تحقيق جملة من الأهداف منها إضفاء الشفافية والسيولة للبورصة، حماية المدخرات وضمان وصول المعلومات المتعلقة بالشركات المصدرة وأوراقها المالية إلى جميع المتعاملين، زيادة نسبة مساهمة البورصة في الاقتصاد، وخلق تحفيزات ضريبية قصد تشجيع الشركات للانضمام للبورصة، وتتمثل هذه النصوص فيما يلي:¹

- الظهير رقم 01-93-211 المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛
 - الظهير رقم 01-93-212 المتعلق بخلق مجلس القيم المنقولة والمعلومات الممنوحة من قبل الأشخاص المعنية التي تلجأ للعرض العمومي للادخار؛
 - الظهير رقم 01-93-213 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- وبناء على ذلك قامت السلطات المغربية بوضع تنظيم جديد للبورصة يتناسب مع القوانين المصدرة والأهداف المرجوة منها، يتمثل في:²
- إنشاء مجلس القيم المنقولة يسهر على حماية الادخار المستثمر في البورصة؛
 - الترخيص لشركات البورصة بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية، وجعلها الوحيدة المؤهلة لإجراء صفقات على القيم المنقولة المدرجة؛
 - إنشاء هيئات للتوظيف الجماعي في القيم المنقولة، تهتم بإدارة المحافظ المالية بالاعتماد على مبدأ توزيع المخاطر؛
 - تسهيل شروط قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة؛
 - إجبار الشركات المدرجة في البورصة على نشر بياناتها المالية والمحاسبية، وفي هذا الصدد تمّ شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها لعملية الإفصاح عن بياناتها.

¹ Hassan Hmamou : Evolution récente du secteur financier (secteur bancaire, Bourse des valeurs de Casablanca), Document de travail, N°60, Ministère de l'économie et des finances, Maroc, Janvier 2001, P16.

* الظهير هو عبارة عن مرسوم ملكي بمثابة قانون.

² www.casablanca-bourse.com, Consulter le 08/03/2014.

2- إصلاحات البورصة لسنة 1997

شهدت سنة 1997 صدور القانون رقم 34-96 المعدل والمتمم للظهير رقم 01-93-211 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والذي يتضمن إحداث هيئة إيداع مركزية (Maroclear) تعمل على تسيير القيم المنقولة غير المجسدة وفقا للنظام الالكتروني، بالإضافة إلى إنشاء نظام عام للتسجيل في الحسابات الجارية بالنسبة للقيم المنقولة المسعرة في البورصة، أوراق هيئات التوظيف الجماعي، أوراق الدين القابلة للتفاوض وسندات الخزينة، ويتم تسيير هذه الحسابات من قبل المؤتمن المركزي الذي يضمن سهولة تداولها بين المتعاملين¹.

3- إصلاحات البورصة خلال الفترة 2004-2009

شهدت هذه الفترة جملة من الإصلاحات المتتالية، يمكن إدراجها فيما يلي:²

- إنشاء خمسة أسواق لتداول القيم المنقولة، ثلاثة منها تشمل أسواق الأسهم، سوق للسندات وسوق آخر للرساميل؛
- إنشاء العديد من المؤشرات الدالة على حركية البورصة، منها مؤشرات المردودية والمؤشرات القطاعية؛
- إنشاء لجنة متابعة تهتم بتعديل النظام الإداري للشركة، وإلغاء نمط الإدارة الجماعية الذي كان سائدا في السابق؛
- الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة، من خلال إنشاء مجلس إدارة خاص به في سنة 2009.

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في المغرب

يتم تنظيم سوق الأوراق المالية المغربي بنظافر مجموعة من الهياكل التي تسهر على ضمان السير الجيد للسوق، من خلال تنظيم عملية إدراج الشركات إليه وفق شروط محددة قانونا، بالإضافة إلى متابعة ومراقبة العمليات التي تتم على الأوراق المالية.

وفي هذا الصدد سنتطرق فيما يلي إلى إبراز الجهات الفاعلة في سوق الأوراق المالية بالمغرب، تقسيمات السوق، شروط قبول الشركات في البورصة ومؤشرات البورصة.

¹ Hassan Hmamou, Evolution récente du secteur financier (secteur bancaire, Bourse des valeurs de Casablanca), Op.cit, P17.

² www.casablanca-bourse.com, Op.cit.

1- الجهات الفاعلة في سوق الأوراق المالية بالمغرب

يتدخل في سوق الأوراق المالية المغربي مجموعة من الهيئات تتمثل في شركات البورصة، مجلس القيم المنقولة، المؤتمر المركزي، الجمعية المهنية لشركات البورصة ووزارة الاقتصاد والمالية.

1.1- شركات البورصة: تم تأسيس هذه الشركات في سنة 1995 بترخيص من قبل وزارة الاقتصاد والمالية، بموجب الظهير رقم 01-93-211 المؤرخ في 21 سبتمبر 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث تحتكر عمليات السمسرة في البورصة من خلال ممارسة المهام التالية:

- مرافقة الشركات التي ترغب في طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام، ومساعدتها في إعداد الوثائق اللازمة وجمع طلبات الاكتتاب؛
- إيداع وحفظ القيم المنقولة؛
- تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة؛
- إدارة محافظ القيم المنقولة.

2.1- مجلس القيم المنقولة CDVM^A: هو عبارة عن مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية

- والاستقلالية المالية، وتهتم بمراقبة السوق من خلال:
 - حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
 - تزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية المتعلقة بالشركات المصدرة وبالقيم المنقولة محل الإصدار؛
 - ضمان السير الجيد لسوق القيم المنقولة؛
 - ضمان احترام القواعد القانونية والتنظيمية التي يقوم عليها السوق.
- وللقيام بهذه المهام، يقوم المجلس بإصدار الدوريات المكملّة للقوانين والمراسيم، منح التأشيرة الدالة على صحة المعلومات المقدّمة، دراسة ملفات اعتماد المتدخلين (شركات البورصة، هيئات التوظيف للقيم المنقولة، صناديق التوظيف الجماعي للسندات)، ومراقبة الإعلام المالي من خلال التأكد من النشر الدوري للمعلومات¹.

3.1- المؤتمر المركزي (Maroclear): تم إنشاء المؤتمر المركزي من خلال القانون رقم 35-

96 الصادر في 09 جويلية 1997، المتعلق بإنشاء القيم المنقولة غير المجسّدة في شكلها الورقي والتي

* CDVM: Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

¹ <http://www.cdvm.gov.ma/ar/cdvm/missions>, Consulter le 09/03/2014.

تستوجب التعامل الإلكتروني، حيث بدأ العمل بها في سبتمبر 1998، ومن بين المهام التي تقوم بها هذه الهيئة ما يلي:¹

- حفظ القيم المنقولة في حسابات جارية مفتوحة باسم المهنيين في البورصة كالبنوك، شركات البورصة والجهات المصدرة؛
- فتح وحفظ حسابات القيم المنقولة للشركات الأعضاء، والسهر على حركتها وإدارتها؛
- إدارة نظام تسوية وتسليم القيم المنقولة.

كما تتولى هيئة المؤتمن المركزي تسيير نظام الدفع/التسليم، الذي يسمح بحل المعاملات المحققة على القيم المنقولة المقبولة لدى عمليات المؤتمن المركزي، أي أنها تعمل على تسهيل عملية تسوية الصفقات.

4.1- الجمعية المهنية لشركات البورصة: تضم هذه الجمعية مجموع شركات البورصة، حيث تهتم بتطوير هذه الشركات وتنويع الخدمات الاستثمارية المتعلقة بالقيم المنقولة، كما تقوم بتمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق من جهة، ولدى السلطات العمومية من جهة أخرى.

5.1- وزارة الاقتصاد والمالية: تعتبر هذه الوزارة الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء بالمغرب، وتعمل على تنظيمها من خلال القوانين التي تصدرها، وهي ممثلة من طرف مندوب حكومي في مجلس إدارة البورصة.

2- تقسيمات سوق الأوراق المالية بالمغرب

يتكون سوق الأوراق المالية بالمغرب من سوقين: السوق الأولي أو ما يعرف بسوق الإصدار، والسوق الثانوي أو ما يعرف بسوق التداول.

1.2- السوق الأولي: يسمى سوق الاكتتاب أو سوق الإصدار، ويتعلق أساسا بالأوراق المالية المصدرة لأول مرة من قبل الشركات، أين يكون الالتقاء المباشر بين المدخرين وتلك الشركات، وينقسم هذا السوق إلى:

1.1.2- سوق الأسهم: يضم هذا السوق ثلاثة أقسام: الأول يضم الشركات الكبرى، الثاني يضم الشركات المتوسطة، أما القسم الثالث فهو يشمل الشركات الصغيرة التي سجلت نتائج مالية إيجابية؛

2.1.2- سوق السندات: تم إنشاء هذا السوق في سنة 2004، بهدف تشجيع الشركات التي ترغب في زيادة رأسمالها عن طريق الاقتراض من السوق المالية؛

¹ <http://www.maroclear.com>, Consulter le 09/03/2014.

3.1.2- سوق الحصص: أنشئ هذا السوق في سنة 2004، ويتعلق بالأسهم والحصص المملوكة لهيئات التوظيف الجماعي.

2.2- السوق الثانوي: يتم على مستوى السوق الثانوي تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي، حيث تنقسم إلى سوق مركزي و سوق الكتل:¹

1.2.2- السوق المركزي (Marché central): يعتبر هذا السوق المحرك الرئيسي لبورصة الدار البيضاء، حيث يتم على أساسه تحديد أسعار الأوراق المالية بناء على مقابلة أوامر البيع والشراء، ومنذ ماي 1998 أصبح هذا السوق يعمل وفق تقنية التداول الإلكتروني أين يتم التسعير بالطريقة الإلكترونية ووفق النظام المستمر أو الثابت.

2.2.2- سوق الكتل (Marché de blocs): يتم التفاوض في هذا السوق من خلال التنفيذ المباشر للعمليات على الأوراق المالية المسعرة في البورصة التي لا يمكن تداولها في السوق المركزي، ويشترط أن تحتوي تلك المعاملات على كميات أكبر أو تساوي من الحد الأدنى المحدد من طرف السوق، حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار درجة سيولة البورصة والكميات المتبادلة على الأوراق المالية.

3- شروط قبول الشركات في بورصة الدار البيضاء

يتطلب إصدار الأوراق المالية في بورصة الدار البيضاء توفير مجموعة من الشروط من قبل الشركات الراغبة في الإصدار سواء على مستوى سوق الأسهم، أو على مستوى سوق السندات.

1.3- الشروط المتعلقة بإصدار الأسهم: إن إصدار الأسهم يتم على مستوى ثلاثة أسواق، ولكل سوق شروط خاصة به ندرجها فيما يلي:²

◀ **السوق الرئيسي:** يضم هذا السوق الشركات الكبرى التي يقدر رأسمالها بـ 50 مليون درهم على الأقل، وتتوفر على ثلاثة ميزانيات مصادق عليها، بالإضافة إلى إظهار الحسابات الموحدة إذا توفرت الشركة على فروع.

وبالنسبة للشروط المتعلقة بالأوراق المالية، يجب على الشركة المنتمية لهذا السوق أن تصدر 250 ألف سهم كحد أدنى، وبمبلغ إصدار يقارب 75 مليون درهم على الأقل.

◀ **سوق التطور:** يتعلق هذا السوق بالشركات متوسطة الحجم، التي يصل رقم أعمالها إلى أكثر من 50 مليون درهم (عدم تحديد شرط رأس المال)، وأن تتوفر على ميزانيتين لسنتين ماليتين مصادق

¹ Dahir portant loi N° 1-93-211 du 21 Septembre 1993, relatif à la bourse des valeurs de Casablanca, Modifié et complété par la loi N°34-96, Article 1, P 08.

² www.casablanca-bourse.com, Consulter le 06/04/2014.

عليهم، ويشترط أن تقوم هذه الشركات بإصدار 100 ألف سهم كحد أدنى، بمبلغ إصدار يقدر بـ 25 مليون درهم على الأقل.

◀ **سوق النمو:** يعتبر هذا السوق الأكثر مرونة ويضم الشركات ذات النمو المتزايد، وتعتبر شروط الإصدار فيه سهلة مقارنة بالسوقين السابقين بهدف تشجيع الشركات للانضمام إليه. ومن بين الشروط المنصوص عليها في هذه السوق، أن تتوفر الشركة على ميزانية لسنة واحدة فقط مصادق عليها، وأن تقوم بإصدار عدد أدنى من الأسهم يقدر بـ 30 ألف سهم بمبلغ إصدار 10 مليار درهم على الأقل.

2.3- الشروط المتعلقة بإصدار السندات: يجب على الشركات التي ترغب في إصدار السندات

- على مستوى سوق الأوراق المالية بالمغرب أن تتوفر على جملة من الشروط تتمثل فيما يلي:
- أن تكون موجودة منذ سنتين، ويمكن إثبات ذلك بتقديم ميزانيتين متتاليتين مصادق عليها؛
 - تقديم الحسابات الموحدة إذا توفرت المؤسسة على فروع؛
 - أن يحدد المبلغ الأدنى للإصدار بـ 20 مليون درهم؛
 - أن يصل تاريخ استحقاق السندات إلى أكثر من سنتين.

4- مؤشرات بورصة الدار البيضاء

تتوفر بورصة الدار البيضاء على مجموعة من المؤشرات، يمكن إبراز أهمها فيما يلي:¹

1.4- مؤشر MASI (Moroccan All Shares Index): تم إنشاء هذا المؤشر في 02

جانفي 2002، وهو مؤشر عام يأخذ بعين الاعتبار كل قيم الأسهم المسعرة في البورصة بهدف قياس الأداء العام لبورصة الدار البيضاء، أي أنه يسمح بقياس الرسملة اليومية للسوق، فخلال الفترة 1999-2013 تطور مؤشر MASI من 4865.07 نقطة إلى 9114,1 نقطة أي بزيادة تقارب 187,34%.

2.4- مؤشر MADEX (Most Active Shares Index): تم إنشائه في سنة 2002،

وهو مؤشر مركب يقيس التطور اليومي للرسملة البورصية المرتبطة فقط بتغيرات أسعار الأسهم الأكثر حركية والمسعرة بطريقة مستمرة، أي أنه لا يأخذ بعين الاعتبار تلك الأسهم التي تسعر بطريقة ثابتة.

وشهد هذا المؤشر تطورا معتبرا، فخلال الفترة 1999-2013 ارتفع من 4299,72 نقطة إلى 8001,57 نقطة أي بزيادة تقارب 186,09%.

¹ Fiche thématique sur Les principaux indicateurs boursiers, Bourse de Casablanca, PP 07-08, Site web www.casablanca-bourse.com, consulter le 10/04/2014.

3.4- مؤشرات **FTSE CSE Morocco**: تقيس هذه المؤشرات أداء 35 سهم الأكثر سيولة والمسعة في بورصة الدار البيضاء، حيث تتيح للمستثمرين مجموعة شاملة ومتكاملة من المؤشرات لقياس أداء القطاعات الرئيسية في البورصة، وتنقسم هذه المجموعة إلى مؤشرين رئيسيين:

- مؤشر **FTSE CSE Morocco 15 Index**: يتكون هذا المؤشر من 15 سهم الأكثر أهمية في بورصة الدار البيضاء، ويتم اختيار هذه الأسهم حسب درجة ترتيبها في الرسملة؛

- مؤشر **FTSE CSE Morocco All-Liquid**: يعتبر مؤشر مرجعي يقيس أداء مختلف القيم السائلة في بورصة الدار البيضاء.

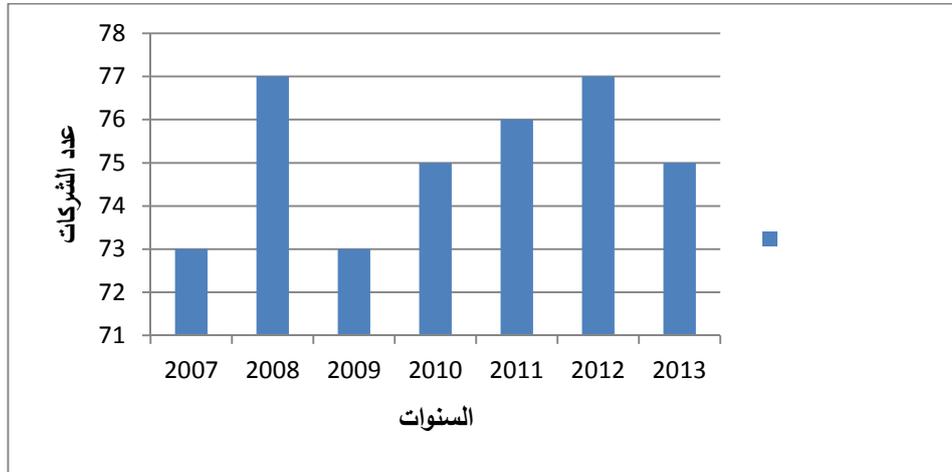
المطلب الثالث: أداء سوق الأوراق المالية في المغرب

يمكن إبراز تطور أداء سوق الأوراق المالية بالمغرب من خلال التطرق لبعض المؤشرات، من أبرزها:

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

تراوح عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بين 73 و 77 شركة خلال الفترة 2007-2013، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (09): الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمغرب



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

من خلال الشكل السابق، نلاحظ أنه في سنة 2007 توفرت بورصة الدار البيضاء على 73 شركة، ثم ارتفع العدد إلى 77 شركة في سنة 2008 لينخفض إلى 73 شركة في سنة 2009، وبعدها شهد العدد ارتفاعا متزايدا إلى أن وصل إلى 77 شركة في سنة 2012، أما في سنة 2013 انخفض العدد إلى 75

شركة، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشركات تنشط في مجالات مختلفة منها الاتصالات، البنوك، البناء، الصناعات الغذائية، التأمين، البترول والغاز¹.

2- مؤشر الرسملة البورصية (القيمة السوقية)

تتأثر الرسملة البورصية من خلال إدراج شركات جديدة في البورصة وتطور الأسعار السوقية للقيم المسعرة، وبناء على ذلك يمكن إدراج تطور رسملة بورصة الدار البيضاء خلال الفترة 2007-2013 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (02): رسملة بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رسملة السوق (مليار درهم)	586	532	509	579	516	445	451

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

شهدت الفترة 2007-2013 انخفاضا ملحوظا في الرسملة البورصية حيث انتقلت من 586 مليار درهم إلى 451 مليار درهم، أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 76%، ويمكن إرجاع ذلك إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة في البورصة من جهة، وانخفاض الطلب على الأسهم من جهة أخرى.

3- مؤشر قيمة التداول

يبين الجدول التالي تطور قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013، والتي عرفت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض.

الجدول رقم (03): تطور قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
قيمة التداول (مليار درهم)	174,7	129	118	114,7	89,9	45,3	48

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

بلغت قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء 174,7 مليار درهم في سنة 2007، لتشهد بعدها انخفاضا متتاليا أين وصلت إلى 45,3 مليار درهم في سنة 2012، وهذا نظرا للتأثيرات السلبية التي

¹ Direction des études économiques: Rapport sur le Profil Economique et Financier de la cote de la bourse de Casablanca, Maroc, Janvier 2010, P 08.

جاءت بها الأزمة المالية العالمية على بورصة الدار البيضاء من جهة، فضلا عن الأحداث السياسية التي شهدتها المغرب من جهة أخرى، ثم ارتفعت قيمة التداول في سنة 2013 لتصل إلى 48 مليار درهم.

4- مؤشر السيولة

عرفت سيولة بورصة الدار البيضاء بالمغرب انخفاضا خلال الفترة 2007-2013، ويتضح ذلك جليا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4): تطور سيولة بورصة الدار البيضاء بالمغرب خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
معدل الدوران (%)	29,81	24,24	23,19	19,81	17,42	10,17	10,10

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

شهد معدل الدوران لبورصة الدار البيضاء انخفاضا متتاليا خلال الفترة 2007-2013، فمن نسبة 29,81% المسجلة في سنة 2007 والتي تعتبر ضئيلة ولا تعبر عن السيولة الجيدة للسوق، انخفض المعدل إلى 10,10% في أواخر سنة 2013، ويعود ذلك إلى الانخفاض الشديد الذي عرفته قيمة التداول، حيث تدهورت من 174,7 مليار درهم إلى 48 مليار درهم خلال الفترة 2007-2013.

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية في تونس

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق لسوق الأوراق المالية في تونس من خلال التركيز على العناصر التالية:

- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في تونس؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية في تونس؛
- أداء سوق الأوراق المالية في تونس.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في تونس

تعود نشأة سوق الأوراق المالية التونسي إلى سنوات الثلاثينيات من القرن العشرين، وبالتحديد في سنة 1937 من خلال إنشاء مكتب التصفية والمقاصة الذي كان يعمل على بيع السندات التي يروجها الصندوق العقاري، وفي سنة 1945 تم استبداله بالديوان التونسي لتسعير القيم المنقولة الذي يتولى الإشراف على كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية.

وفي 28 فيفري 1969 بموجب القانون رقم 13 تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس، كمؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد الوطني،

غير أن دورها كان محدودا نظرا لسيطرة الدولة والبنوك التجارية على تمويل الاقتصاد التونسي، وهذا ما تطلب إجراء سلسلة من الإصلاحات عليها حتى تتمكن من القيام بدورها في تطوير الاقتصاد.

وفي هذا الصدد، تبنت الحكومة التونسية برنامج إصلاح هيكلي شمل مختلف القطاعات الاقتصادية والمالية، من خلال وضع إطار قانوني يتيح للسوق المالي القيام بدوره الفعال في تعبئة الموارد المالية وتوظيفها في شكل أوراق مالية، وبذلك فهو يساهم في دعم الشركات التي تعاني من نقص الموارد المالية بهدف تمويل برامجها الاستثمارية.

1- إصلاحات سنة 1988: تمثلت أولى الإصلاحات التي عرفها سوق الأوراق المالية بتونس في

مراجعة النظام الجبائي المتعلق بالأوراق المالية، من خلال صدور مجموعة من القوانين منها:¹

- القانون رقم 88-111 الصادر في 18 أوت 1988 المتعلق بالقروض السندية، وهذا في إطار فتح السوق السندي للبنوك والمؤسسات غير المالية؛

- القانون رقم 88-92 المؤرخ في 02 أوت 1992 المتعلق بإنشاء شركات الاستثمار؛

- تعديل القانون رقم 69/13 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، والذي أصبح يصبو إلى

تشجيع الأفراد على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية، فضلا عن فرض ضرائب إضافية وتخفيض معدلات الفوائد على الودائع البنكية، والاستفادة من الإعفاء الضريبي لكل استثمار في المنتجات المالية.

- القانون رقم 92-107 الصادر في 16 نوفمبر 1992 المتعلق بإصدار منتجات مالية جديدة،

في إطار إنشاء صناديق مشتركة للتوظيف.

وكان الهدف من هذه الإصلاحات بناء سوق مالي يستجيب لمتطلبات الاقتصاد، وتقليص دور النظام

البنكي الذي كان يسيطر على عملية تعبئة المدخرات.

2- إصلاحات سنة 1994: كان الهدف من هذه الإصلاحات إعادة تنظيم السوق المالي وفقا

للمعايير الدولية من خلال صدور القانون رقم 117 الصادر في 14 نوفمبر 1994، الذي يقضي بإنشاء

هيكل جديدة منبثقة عن فصل مهمتي التسيير والرقابة، وتتمثل أساسا في بورصة الأوراق المالية، هيئة

السوق المالي، الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية، وصندوق ضمان عمليات

السوق.

3- إصلاحات سنة 1996 إلى الوقت الحالي: بعد الإصلاحات التي قامت بها تونس في سنة

1994، تمّ انتهاز إصلاحات أخرى بداية من سنة 1996 بهدف تتبّع مسار الأسواق العالمية، ومن بينها:

¹ Mounir Ben Sassi et Youcef Zekri, Marché financier et évaluation des actifs, travail élaboré à l'Institut Supérieur de Gestion, Université de Tunis, P10, Site web http://www.isg.rnu.tn/up_pdf/mft.pdf, consulter le 18/04/2014.

- تغيير نظام التداول اليدوي وبداية العمل بالنظام الإلكتروني لتسعير الأوراق المالية في أكتوبر 1996.

- انطلاق مؤشر توناندكس في أبريل 1998، فضلا عن صدور قانون متعلق بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية والتنظيم القانوني لإصدار القروض السندية؛
- إنشاء الصناديق المشتركة للتوظيف في سنة 2001؛
- انطلاق السوق البديل الموجهة للشركات الصغرى والمتوسطة في ديسمبر 2007، فضلا عن تحديث نظام التداول الإلكتروني¹؛
- إنشاء صندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق المالية ضد المخاطر غير التجارية في ماي 2009.

المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية في تونس

سنتطرق فيما يلي إلى كل من الهيئات المنظمة للسوق، تقسيمات السوق، شروط قبول إدراج الشركات، المؤشرات البورصية، فضلا عن الأدوات المالية المتداولة في السوق.

1- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية في تونس

لقد حدد القانون رقم 117 الصادر في 14 نوفمبر 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالي الهيئات المنظمة للسوق في الهياكل التالية:

1.1- هيئة السوق المالي: هي عبارة عن سلطة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وتعتبر المنظم الرئيسي للسوق المالي في تونس، حيث تتولى القيام بالمهام التالية:²
- حماية الادخار المستثمر في الأوراق المالية، من خلال قيام هيئة السوق بمراقبة جودة المعلومات الاقتصادية والمالية والمحاسبية المقدمة من قبل الشركات المصدرة في إطار الإفصاح المالي والشفافية التامة، بهدف تمكين المستثمرين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية عن دراية.
- السير الحسن لسوق الأوراق المالية، من خلال تولي هيئة السوق متابعة عمليات التداول بهدف التأكد من الاحترام التام للقوانين وعدم تجاوزها.

¹ نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب، تونس الأبعاد والآفاق، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014، ص159.

² Conseil du marché financier: Rapport Annuel 2012, Tunis, 2012, PP15-16.

- ممارسة عملية الرقابة على المتدخلين في السوق المتمثلين أساسا في بورصة الأوراق المالية بتونس، الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية، ووسطاء البورصة، فضلا عن رقابتها على هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- تأطير السوق المالي من خلال مشاركة هيئة السوق في إعداد القوانين والنصوص التي تساهم في تدعيم نشاط المتدخلين والحفاظ على حقوق المستثمرين.

2.1- بورصة الأوراق المالية: تعتبر شخصية اعتبارية، تتكون من الوسطاء الماليين باعتبارهم مساهمين في البورصة بحصص متساوية، حيث تتولى مهمة التسيير التقني للسوق والتحقق من توفر الشركات لشروط الإدراج، كما أنها تضمن تنفيذ ونشر العمليات البورصية وفق الشفافية التامة، فضلا عن تسعير الأوراق المالية.

3.1- الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية (STICODEVAM): تم تأسيس هذه الشركة في تاريخ 28 ديسمبر 1993، وجاء القانون رقم 117 الصادر في سنة 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية ليؤكد وجودها القانوني ويحدد مهامها، يبلغ رأسمال الشركة 3.331.800 دينار تونسي يساهم فيه وسطاء البورصة، وتعتبر المودع المركزي للأوراق المالية في بورصة تونس، حيث تتمثل مهامها فيما يلي:¹

- حفظ الأوراق المالية غير المادية وإجراء عملية التسوية من حساب إلى آخر تبعا للعمليات المبرمة عليها.
- ضمان التساوي بين عدد الأوراق المالية المصدرة ومجموع الأوراق المالية المسجلة لدى ماسكي الحسابات، على اعتبار أن كل ورقة مالية مصدرة يشترط أن يتم تسجيلها لدى ماسكي الحسابات.
- إدارة حسابات الأوراق المالية المفتوحة بأسماء ماسكي الحسابات.
- ضمان تسوية المعاملات اعتمادا على نظام المقاصة والتسوية.

4.1- صندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق المالية: تم إنشاء الصندوق في ماي 2009، حيث يتولى ضمان المتعاملين ضد المخاطر التي قد تلحق بعجز الوسطاء في البورصة عن الوفاء بالتزاماتهم، كعدم التمكن من إرجاع الأموال التي تم إيداعها لديه، أو عدم تسليم الأوراق المالية إثر عملية التداول، حيث يتدخل الصندوق بعد صدور بلاغ من مجلس هيئة السوق المالية، ولا يمكن أن يتجاوز الضمان المدفوع ثلثي (3/2) موارده المتاحة.

♦ STICODEVAM: Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt des Valeurs Mobilières.

¹ www.sticodevam.com, Consulter le 17/05/2014.

وتتأتى موارد الصندوق من عمولات يتلقاها على العمليات المتداولة بالبورصة بنسبة 5%، مساهمة سنوية تقدر بألف (1000) دينار تونسي يدفعها كل وسيط بالبورصة، فضلا عن عائدات توظيف موارد الصندوق، كما تقوم بورصة الأوراق المالية بتونس بإعداد تقرير كل ثلاثة أشهر لهيئة السوق يعبر عن الوضعية المالية لصندوق ضمان المتعاملين يتضمن الموارد والاستثمارات¹.

2- تقسيمات سوق الأوراق المالية في تونس

ينقسم سوق الأوراق المالية بتونس إلى سوق التسعيرة وسوق خارج التسعيرة:²

1.2- سوق التسعيرة: يتم على مستوى هذا السوق تسعير الأسهم والسندات المصدرة من قبل الشركات المدرجة في البورصة، وينقسم سوق التسعيرة إلى سوقين:

1.1.2- سوق الأسهم: يتكون من السوق الرئيسية التي تضم الشركات الكبرى، والسوق البديلة التي تم إنشائها في سنة 2007 والموجهة أساسا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2.1.2- سوق السندات: يضم هذا السوق سندات الدولة والجماعات المحلية، فضلا عن الشركات الخاصة.

2.2- السوق خارج التسعيرة: أو ما يعرف بالسوق الموازي، يوجه هذا السوق للشركات التي تلجأ للعرض العمومي للدخار وغير المقبولة للتسعير في البورصة، باعتبارها تتطلب شروط أقل، خاصة من حيث شفافية عرض المعلومات المتعلقة بالشركة.

3- شروط قبول الشركات للإدراج في بورصة تونس

يتطلب إدراج الشركات في البورصة توفر مجموعة من الشروط تبعا لنوع السوق الذي ترغب الإدراج فيه، وفي هذا الصدد سننطلق إلى الشروط العامة والشروط الخاصة:³

1.3- الشروط العامة: تتمثل الشروط العامة التي يجب أن تتوفر في الشركات طالبة القيد في بورصة تونس فيما يلي:

- نشر القوائم المالية للشركة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها.

¹ قرار وزير المالية التونسي، يتعلق بضبط شروط تكوين وتنظيم وسير صندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق المالية، تونس، المؤرخ في 01 أبريل 2009، المواد (2، 4، 5، 8)، ص ص 01-02، الموقع الإلكتروني: http://www.cmf.org.tn/pdf/textes_ref/reglementations/Version_AR/fonds_garantie/arr_010409_ar.pdf

² www.bvmt.com.tn, Consulter le 25/05/2014.

³ Bourse de Tunis: Le guide de l'introduction des sociétés en bourse, Tunis, Octobre 2012, P 06.

- توزيع ما لا يقل عن 10% من رأسمال الشركة على الجمهور.
- تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة.
- ضرورة توفر الشركة على مدقق داخلي ومراقب للتسيير.
- تقديم معلومات تقديرية حول نشاط الشركة لمدة خمس (5) سنوات، معدة من قبل مجلس الإدارة ومرفوقة بتقرير محافظ الحسابات.
- وضع نشرة ملخصة لعملية الإصدار مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية بتونس.

2.3- الشروط الخاصة: تتوزع هذه الشروط بين السوق الرئيسي والسوق البديل، وتقتصر على قرار الشركة في الانضمام لأي من هذين السوقين، ويمكن إدراج تلك الشروط من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05): الشروط الخاصة بإدراج الشركات في السوقين الرئيسي والبديل لبورصة تونس

السوق البديل	السوق الرئيسي
- لا يشترط تحقيق الأرباح؛	- تحقيق أرباح خلال السنتين الأخيرتين لطلب القبول؛
- توزيع الأوراق المالية المصدرة على مائة (100) مساهم على الأقل، أو على خمسة (5) مساهمين مؤسسائيين، بأقصى تقدير يوم الإدراج في البورصة؛	- توزيع الأوراق المالية المصدرة على مائتي (200) مساهم على الأقل، وبأقصى تقدير يوم الإدراج للبورصة؛
- لا يشترط تحقيق رأسمال أدنى.	- ضرورة توفر رأسمال أدنى بقيمة ثلاثة مليارات دينار تونسي يوم الإدراج.

Source : Bourse de Tunis: Guide de l'introduction des sociétés en bourse, Op.cit, P 08.

4- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بتونس

يتداول في سوق الأوراق المالية بتونس مجموعة من الأدوات نوجزها فيما يلي:¹

◀ **سندات الملكية:** تتمثل سندات الملكية أساسا في الأسهم العادية، الأسهم ذات الأولوية في الأرباح دون حق التصويت، وشهادات الاستثمار.

◀ **سندات المديونية:** من بين سندات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية بتونس نجد السندات والأذونات المشابهة بالخزينة.

¹ Bourse de Tunis: Le guide des produits boursiers, Tunis, Octobre 2012, PP02-10.

◀ الأوراق المالية الهجينة: يمكن للشركات إصدار أوراق مالية هجينة باعتبارها تأخذ بعض خصائص الأسهم وبعض خصائص السندات، وتتمثل هذه الأوراق فيما يلي:

- أوراق المشاركة: تستحق هذه الأوراق بعد سبعة (7) سنوات، ويتمثل عائدها في جزء ثابت وجزء متغير يتم تحديد ذلك في عقد الإصدار.

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تشمل هذه السندات ميزة التحويل إلى أسهم حسب رغبة حاملها، وهي بذلك توفر مزايا لحاملها من جهة وللشركة المصدرة من جهة أخرى.

فحامل السندات يتمتع بوضعية مريحة، حيث يتمكن من متابعة الشركة قبل اتخاذ قرار التحويل إلى مساهم فيها؛

أما بالنسبة للشركة المصدرة، فهي تحصل على تدفقات في شكل قروض، لا تكون مجبرة على تسديدها في حالة اتخاذ صاحب السندات قرار التحويل إلى أسهم، كما أنها تستفيد من إمكانية رفع مؤجل لرأس المال يرتبط بقرار التحويل.

- تشمل هذه السندات ميزة التحويل إلى أسهم بعد مدة محددة من قبل طرفي العقد أي الشركة المصدرة وصاحب السندات، حيث يستفيد هذا الأخير من ميزة الحصول على عائد ثابت وبالمقابل يحصل على عائد متغير عند القيام بعملية التحويل.

◀ أوراق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: يتم الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية المدخرون الذين يتخوفون من الاستثمار بصفة فردية في البورصة، فيلجؤون إلى هذه الأوراق بهدف الاستثمار في محفظة متنوعة والاستفادة من كفاءة المتخصصين.

5- مؤشرات سوق الأوراق المالية في تونس

يتوفر سوق الأوراق المالية بتونس على مجموعة من المؤشرات تتمثل فيما يلي:¹

1.5- مؤشر توناندكس: تم تأسيس هذا المؤشر في ديسمبر 1997، هو مؤشر مرجح بالرسملة البورصية (القيمة السوقية)، ويقاس الاتجاه العام لسوق الأوراق المالية بتونس.

2.5- المؤشرات القطاعية: تم تأسيس المؤشرات القطاعية في 31 ديسمبر 2005، حيث تسمح بقياس المردودية القطاعية للأوراق المالية المسعرة في البورصة مرجحة بالرسملة البورصية، وتسمح بقياس تطور كل قطاع على حدى.

¹ Bourse de Tunis: Guide des indices boursiers, Tunis, Décembre 2012, P 02.

3.5- مؤشر توناندكس 20: تم إنشائه في 02 جانفي 2012، بهدف قياس أداء أكبر عشرين (20) قيمة الأكثر سيولة والمسعرة في سوق الأوراق المالية بتونس، حيث يتم ترجيحه بالرسمة البورصية ويشمل على 20 مؤسسة الأكثر نشاطا من حيث الرسمة.

المطلب الثالث: أداء سوق الأوراق المالية بتونس

سنتطرق فيما يلي إلى مجموعة من المؤشرات التي تبرز أداء سوق الأوراق المالية بتونس:

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

شهد سوق الأوراق المالية بتونس تطورا في عدد الشركات المدرجة فيه، فخلال الفترة 2007-2013 ارتفع العدد من 51 شركة إلى غاية 65 شركة، وهذا ما يبيّنه الجدول التالي:

الجدول رقم (06): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة (2013-2007)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الشركات المدرجة	51	50	52	56	57	59	65

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

من خلال الجدول السابق، نلاحظ تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ففي سنة 2007 بلغ العدد 51 شركة، لينخفض في سنة 2008 بشركة واحدة التي انسحبت نظرا لعدم احترامها لشروط الإفصاح، كما شهد السوق ارتفاعا متتاليا في عدد الشركات إلى أن وصل إلى 65 شركة في سنة 2013.

2- مؤشر الرسمة البورصية

يبين الجدول التالي الرسمة البورصية لسوق الأوراق المالية بتونس:

الجدول رقم (07): تطور رسمة بورصة تونس خلال الفترة 2007-2013 (الوحدة: مليون دينار تونسي)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الرسمة البورصية	6527	8301	12227	15282	14452	13780	14120

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

شهدت الرسملة البورصية خلال الفترة 2007-2010 ارتفاعا بنسبة 24,17%، حيث انتقلت من 6527 مليون دينار تونسي في سنة 2007 إلى 15282 مليون دينار في سنة 2010.

أما في سنتي 2011 و 2012 فقد عرفت الرسملة البورصية انخفاضا بنسبة 54,31% و 98,28% على التوالي مقارنة بسنة 2010، ويعود ذلك إلى الانقلاب السياسي الذي شهدته تونس مما أثر على أداء البورصة، لتعاود الارتفاع في سنة 2013 إلى ما قيمته 14120 مليون دينار تونسي.

3- مؤشر قيمة التداول

يبين الجدول التالي تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بتونس:

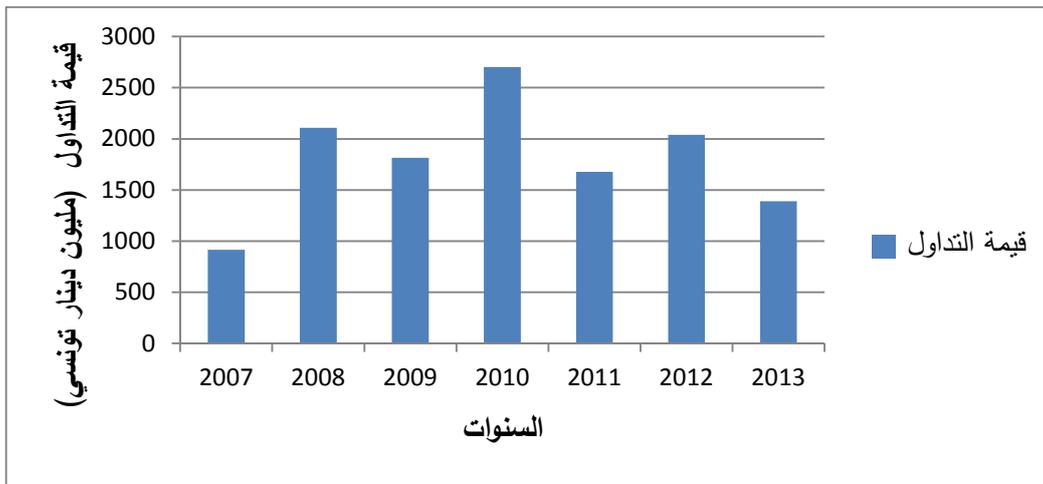
الجدول رقم (08): تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة (2007-2013)
(الوحدة: مليون دينار تونسي)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
قيمة التداول	914,9	2109,1	1814	2701,9	1677,9	2037,9	1389,5

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

من خلال الجدول السابق، يتضح أن سوق الأوراق المالية بتونس شهد تذبذبا في قيمة التداول بين الارتفاع والانخفاض، ويمكن إبراز ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (10): تطور قيمة التداول في سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة 2007-2013



المصدر: من إعداد الباحثة.

نلاحظ أن أكبر قيمة تداول مسجلة في السوق خلال فترة الدراسة بلغت 2701.9 مليون دينار تونسي في سنة 2010، لتتخف في سنة 2011 بنسبة 37,90%، بينما سجلت ارتفاعا في سنة 2012 بنسبة 21,45% مقارنة بسنة 2011 أين بلغت 2037.9 مليون دينار، لتعاود الانخفاض في سنة 2013 حيث وصلت إلى 1389.5 مليون دينار تونسي.

4- مؤشر السيولة

تتضح سيولة سوق الأوراق المالية بتونس من خلال الجدول التالي الذي يبين معدل الدوران في السوق.

الجدول رقم (9): تطور سيولة سوق الأوراق المالية بتونس خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
معدل الدوران (%)	14,01	25,38	14,83	17,68	11,61	14,78	9,84

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي (2007-2013)، المتاحة على الموقع الإلكتروني <http://www.amf.org.ae/ar>.

انخفضت سيولة سوق الأوراق المالية بتونس من 14,01% في سنة 2007 إلى 9,84% في سنة 2013، حيث وصلت إلى أعلى نسبة لها في سنة 2008 أين بلغ معدل الدوران 25,38%، وهذا ما يدل على ضعف سيولة السوق.

خلاصة الفصل الثاني:

تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات التي تم إنشاؤها في الشرق الأوسط سنة 1940 والناجئة عن اندماج بورصتي الإسكندرية (1883) ومصر (1903)، حيث يتم تنظيمها من طرف مجموعة من الهيئات تتمثل في الهيئة العامة للرقابة المالية، شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، سماسرة الأوراق المالية ولجان البورصة، كما تتوفر على مجموعة من المؤشرات من بينها المؤشر العام للسوق EGX 30، المؤشرات القطاعية التي تقيس أداء كل قطاع على حدى، فضلا عن مؤشر النيل الذي يهتم بالشركات الصغيرة والمتوسطة.

أما بورصة الدار البيضاء بالمغرب تم إنشاؤها في سنة 1929، لتجسد نشاطها في شكل رسمي في سنة 1967 بعد صدور مرسوم ينظمها ويحدد مهامها، ومن بين الفاعلين في البورصة نجد شركات البورصة، مجلس القيم المنقولة، المؤتمر المركزي، الجمعية المهنية لشركات البورصة، ووزارة الاقتصاد والمالية، التي تعمل مجتمعة على تنظيم السوق وفق متطلبات الإفصاح والشفافية، ومن بين المؤشرات المالية التي تعبر عن أداء السوق نجد مؤشر MASI الذي يقيس الأداء العام للسوق، ومؤشر MADEX لقياس التطور اليومي للرسملة البورصية.

بينما بورصة تونس أنشئت في سنة 1937، وينظمها كل من هيئة السوق المالية، الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية، وصندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق المالية، كما تحوز البورصة على مجموعة من المؤشرات تتمثل في مؤشر توناندكس الذي يقيس الاتجاه العام للسوق، المؤشرات القطاعية التي تسمح بقياس مردودية كل قطاع على حدى، فضلا عن مؤشر توناندكس 20 الذي يقيس أداء أكبر عشرين قيمة الأكثر سيولة في بورصة تونس.

أما فيما يتعلق بأداء البورصات الثلاث، فنجد أن بورصة مصر تسجل أكبر أداء مقارنة ببورصتي الدار البيضاء وتونس، سواء من حيث عدد الشركات المدرجة، أو رسملة البورصة، أو من حيث قيمة التداول، تليها بورصة الدار البيضاء التي سجلت معدلات أقل للتداول، لتأتي في الأخير بورصة تونس مسجلة أداء ضعيف مقارنة بمصر والمغرب.

الفصل الثالث

سوق الأوراق المالية بالجزائر

تمهيد:

في ظل انتقال الاقتصاد الجزائري من النظام الاشتراكي إلى نظام الاقتصاد الرأسمالي، توجب ذلك ضرورة إنشاء سوق مالي يستجيب لمتطلبات الاقتصاد، يهدف أساسا لتعبئة المدخرات من أصحاب الفائض المالي، وتوظيفها في شكل أوراق مالية يصدرها أصحاب العجز المالي، وبذلك فهو يساهم في تنمية الاقتصاد الوطني باعتباره مصدرا تمويليا غير تضخمي.

وبهدف التعرف بدقة على سوق الأوراق المالية بالجزائر، سنتطرق في هذا الفصل إلى تقديم السوق من خلال إبراز مراحل نشأته ومختلف الهيئات التنظيمية والمتدخلة فيه، كما سنقوم بدراسة مختلف الأدوات المالية المتداولة وشروط قيدها، فضلا عن تقييم أداءه ومقارنته بأداء سوق الأوراق المالية لكل من مصر، المغرب وتونس.

وبناء على ذلك سنقوم بتقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث تتمثل فيما يلي:

- تقديم سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- تقييم أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر.

المبحث الأول: تقديم سوق الأوراق المالية بالجزائر

تم إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر كنتيجة حتمية للإصلاحات الاقتصادية المنتهجة بغرض الانتقال من نظام التخطيط المركزي إلى نظام الاقتصاد الرأسمالي.

وبناء على ذلك، سنتطرق في هذا المبحث إلى إبراز مختلف المراحل التي مرّ بها الاقتصاد الجزائري من جهة، ومراحل إنشاء سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، فضلا عن الهيئات التنظيمية التي تنشط في هذا السوق، وذلك من خلال ثلاثة مطالب:

- المراحل التي مرّ بها الاقتصاد الجزائري في إطار تحوّلِهِ إلى اقتصاد السوق؛
- مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- الهيئات التنظيمية والمتدخلة في سوق الأوراق المالية بالجزائر.

المطلب الأول: المراحل التي مرّ بها الاقتصاد الجزائري في إطار تحوّلِهِ إلى اقتصاد السوق

عرف الاقتصاد الجزائري سلسلة من الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية، التي تهدف أساسا إلى التخلي عن نظام التخطيط المركزي وتعزيز دور المبادرة الخاصة، من خلال إرساء نظام الاقتصاد الرأسمالي الذي يعدّ حتمية أملتها الظروف الاقتصادية المحلية من جهة والعالمية من جهة أخرى.

وفيما يلي سنتطرق إلى المراحل التي مرّ بها الاقتصاد الجزائري والتي يمكن تصنيفها إلى مرحلتين بدء بمرحلة الاقتصاد المخطّط، فمرحلة الإصلاحات الاقتصادية والانتقال إلى الاقتصاد الرأسمالي.

1- مرحلة الاقتصاد المخطّط (1962-1988)

شهد الاقتصاد الجزائري سنة 1962 وضعية اقتصادية تميزت بغياب شبه تام للصناعات الأساسية، قطاع زراعي مملوك بالأغلبية للمعمرين الفرنسيين، بالإضافة إلى تواجد الهياكل القاعدية التي تساعد على تسريع وتيرة الدورة الإنتاجية والتي كانت ملكا للفرنسيين أيضا، وبعد مغادرة هذه الأخيرة قبيل الاستقلال حدثت مشاكل تسييرية في الجهاز الإنتاجي¹، حيث ترك ذلك فراغا كبيرا في الإطارات والعمال المحترفين الذين حولوا معهم ادخاراتهم ورؤوس أموالهم.

وفي ظل هذه الوضعية التي ساهمت في شل الاقتصاد الجزائري وتأخر انطلاقه، اتخذت السلطات الجزائرية مجموعة من الإجراءات تمثلت أساسا في تأسيس لجان لتسيير المستغلات الفلاحية والمؤسسات الصناعية والتجارية التي تركها المعمرون، إنشاء دواوين وشركات وطنية من أجل مراقبة القطاعات الحيوية للاقتصاد مثل شركة الكهرباء والغاز، إنشاء هياكل مالية متمثلة في البنك المركزي الذي تأسس

¹ بغداد كربالي: نظرة عامة على التحولات الاقتصادية في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثامن، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، جانفي 2005، ص03.

سنة 1962، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط سنة 1964، كما تم تأمين البنوك الأجنبية الموجودة بالجزائر سنة 1966، وإنشاء أول بنك تجاري عمومي ألا وهو البنك الوطني الجزائري سنة 1966¹.

وفي سنة 1967 اعتمد الاقتصاد الجزائري على نظام التخطيط المركزي أين برز القطاع العام كقطاع مسيطر على كل القطاعات، بما فيه سيطرته على استراتيجيات التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتبعة آنذاك، والتي منحت فيها الأولوية للقطاع الصناعي على حساب القطاع الفلاحي الذي تراجعت أهميته التي كان يحظى بها بعد الاستقلال مباشرة، فخلال الفترة 1967-1987 عرفت مداخيل العائلات تطورا من 9.84 مليار دج إلى 179 مليار دج على التوالي، والنتيجة من نمو مستوى التشغيل الذي ارتفع من 1748 ألف عامل سنة 1967 إلى 4137 ألف عامل في سنة 1987، وهذا ما صاحبه ارتفاع في الاستهلاك الذي تطور خلال نفس الفترة من 12.5 مليار دج إلى 212.8 مليار دج على التوالي، غير أن هذه الزيادة لم تصحبها زيادة مماثلة في مستوى الإنتاج، الأمر الذي أدى إلى ظهور الضغوط التضخمية من جهة، وزيادة اللجوء إلى الاستيراد لتغطية الفائض في الطلب من جهة أخرى، حيث ارتفعت الواردات من المواد الغذائية من 0.8 مليار دج في سنة 1967 إلى 9.3 مليار دج في سنة 1987، فيما تزايدت الديون الخارجية لتصل إلى 24.748 مليون دولار في سنة 1987²، كما تم الاعتماد بصفة كبيرة على الإيرادات المحصلة من صادرات المحروقات كونها الإيراد الوحيد للاقتصاد الجزائري.

وما زاد من تأزم الوضع هو الانخفاض الكبير لأسعار البترول سنة 1986، فبعد أن تجاوز سعر برميل النفط 30 دولار أمريكي في سنة 1985 انخفض إلى 14.4 دولار في سنة 1986، وهنا بدأت الجزائر تعاني من صعوبات ومشاكل اقتصادية تتجلى أساسا في انخفاض عائدات البترول، انخفاض معدل نمو الناتج الداخلي الخام وتزايد العجز في الميزانية العامة، وهذا ما استوجب الانتقال من النظام الاشتراكي إلى النظام الرأسمالي ومن تم القيام بإصلاحات عميقة قصد النهوض بالاقتصاد الجزائري.

¹ بلعزوز بن علي، عاشور كنوش: واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية: واقع وتحديات، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 14-15 ديسمبر 2004، ص 491.

² صالح مفتاح: تطور الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال إلى إصلاحات التحول نحو اقتصاد السوق، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر-الممارسة التسويقية-، المركز الجامعي بشار، الجزائر، 20-21 أبريل 2004، ص 04.

2- مرحلة الإصلاحات الاقتصادية والانتقال إلى الاقتصاد الرأسمالي

تزامنت مرحلة الإصلاحات الاقتصادية مع سعي السلطات الجزائرية للانتقال باقتصادها من نظام التخطيط المركزي الذي يركز على الإصدار النقدي والمدخلات البترولية في تمويله إلى نظام الاقتصاد الرأسمالي، ويمكن التطرق لهذه الإصلاحات فيما يلي:

1.2- الإصلاحات الاقتصادية لسنة 1980: للحد من المشاكل التي تتخبط المؤسسات

الاقتصادية العمومية والناجمة أساسا من سوء تسييرها، عدم التحكم في إنتاجها، فضلا عن تشغيلها بطاقة إنتاجية متدنية نظرا لضخامتها، قررت السلطات الجزائرية إعادة هيكلة تلك المؤسسات ضمن المخطط الخماسي الأول (1980-1984) الذي اعتمده لتقسيم المؤسسات العمومية الكبرى وتجزئتها إلى وحدات صغيرة أكثر تخصصا¹.

وفي هذا الصدد، تم صدور المرسوم رقم 80-242 المؤرخ في 04 أكتوبر 1980 والذي يتعلق بإعادة هيكلة المؤسسات، حيث تم تفكيك هياكل القطاع العام والوحدات الاقتصادية الضخمة التابعة للدولة وتقسيمها إلى مؤسسات أصغر حجما حسب التخصص. وفي هذا السياق، تم رفع عدد المؤسسات العمومية من 150 مؤسسة سنة 1980 إلى 480 مؤسسة سنة 1984²، واعتمد هذا التقسيم على المعايير التالية:

- التخصص.
- التقسيم الجغرافي.
- التقسيم حسب المركز الرئيسي للمؤسسة.

وبناء على ذلك، قامت الدولة كذلك بإعادة الهيكلة المالية للمؤسسات المهيكلة حديثا نظرا للعجز المالي الكبير الذي عرفته، والهدف من ذلك هو توفير المحيط الملائم لمساعدتها على مواصلة نشاطها³، حيث تم إنشاء لجنة خاصة بإعادة الهيكلة المالية أوكلت لها مهمة البحث في أسباب الاختلال المالي الذي تعاني منه المؤسسات العمومية، كما تم تكليف البنك الجزائري للتنمية لإعطاء تلك المؤسسات قروضا جديدة من أجل إعادة توازنها المالي. ولكن على الرغم من ذلك، فإن إعادة الهيكلة لم تأت بنتائج إيجابية إذ تم إقبال المؤسسات بأعباء إضافية متعلقة بالتجهيز الإداري عوض استغلالها لأغراض

¹ الطيب داودي، عبد الحق ماني: تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة المفكر، العدد الثالث، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2004، ص135.

² كمال عايشي: أداء النظام المصرفي الجزائري في ضوء التحولات الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد العاشر، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، نوفمبر 2006، ص06.

³ الطيب داودي، عبد الحق ماني: تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص138.

إنتاجية، مما أدى إلى ضعف توازنها وتراكم المشاكل عليها، وهذا ما دفع الجزائر إلى القيام باتخاذ تدابير أخرى من شأنها إصلاح الوضع القائم وإعادة تنظيم الاقتصاد الوطني.

2.2- الإصلاحات الاقتصادية لسنة 1988: بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي الذي تزعزع

إثر الصدمة النفطية لسنة 1986 وانخفاض العائدات البترولية، اتخذت السلطات الجزائرية مجموعة من الإجراءات تتمثل فيما يلي:

- استقلالية المؤسسات العمومية الاقتصادية من خلال القانون رقم 88-01 الصادر في 12 جانفي 1988، الذي منحها قدرا كبيرا من الحرية بهدف تحقيق اللامركزية في اتخاذ القرارات، من خلال إلغاء الوصاية الوزارية، تطبيق القواعد التجارية في أعمالها، حرية تحديد أسعار منتجاتها وأجور عمالها، بالإضافة إلى إمكانية القيام بالاستثمار دون المرور بالهيئة المركزية للتخطيط¹.

- إصلاح نظام التخطيط من خلال القانون رقم 88-02 الصادر في 12 جانفي 1988، والذي يميز بين الاستثمارات الاستراتيجية والاستثمارات اللامركزية، فبالنسبة للنوع الأول تتكفل بتمويلها الخزينة العمومية وتتحمل الخسائر الناجمة عنها كونها استثمارات لا تدر مردودية مالية، بينما بالنسبة للاستثمارات اللامركزية فتوكل للمؤسسات الاقتصادية العمومية التي تديرها بعيدا عن القيود الإدارية إما من مواردها الخاصة أو من القروض المصرفية.

- تشجيع القطاع الخاص من خلال رفع سقف الاستثمارات الخاصة به والتي وصلت إلى 30 مليون دج في جويلية 1988، بالإضافة إلى السماح للمقيمين بتحويل الأموال إلى الخارج لضمان تمويل أنشطة مكملة لأنشطتهم في الداخل وهذا ما أتى به قانون النقد والقرض 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990.

- تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر والسماح لغير المقيمين بتحويل أموالهم إلى الجزائر لتمويل كافة الأنشطة الاقتصادية غير التابعة للدولة أو إحدى هيئاتها.

- وضع نظامين لتحديد الأسعار: النظام القانوني الإداري الذي تكون فيه الأسعار مدعومة من قبل الدولة لتحسين القدرة الشرائية، والنظام الحر الذي يهدف أساسا لتحسين عرض السلع حيث تتحدد الأسعار تلقائيا من خلال قوى العرض والطلب على السلعة ذاتها.

3.2- الإصلاحات الاقتصادية لسنة 1991: في مطلع التسعينيات تراجع النمو الاقتصادي

في الجزائر بحوالي 2%، وعرفت المديونية الخارجية ارتفاعا من 19.8 مليار دولار في سنة 1985 إلى

¹ علي بطاهر: سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الأول، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2004، ص205.

25.7 مليار دولار في سنة 1993، الناتجة من العجز في الخزينة العمومية بما نسبته 9% من الناتج المحلي الإجمالي، كما ارتفع معدل التضخم من 25.9% في سنة 1991 إلى 32% في سنة 1992¹. وأمام هذه الوضعية شرعت الجزائر في القيام بإصلاحات اقتصادية بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وتتمثل هذه الإصلاحات فيما يلي:

1.3.2- برنامج التثبيت الهيكلي (أفريل 1994- مارس 1995): أو ما يعرف ببرنامج

الاستقرار الاقتصادي، كان الهدف من هذا البرنامج هو الحد من تراجع النمو الاقتصادي وجعله مستقرا في حدود 3% من الناتج الداخلي الخام، مواجهة عجز الخزينة العمومية ومن ثم إعادة التوازن إلى الميزانية العامة، بالإضافة إلى محاربة التضخم.

وفي هذا الصدد حصلت الجزائر على تمويل مالي قدره 5,193 مليار دولار، وزعت كما يلي:²

- 2,942 مليار دولار كسيولة مباشرة.

- 1,417 مليار دولار كقروض.

- 834 مليون دولار كحساب خاص بالعملة الأجنبية.

وبعد تطبيق البرنامج، تم التوصل إلى النتائج التالية:

❖ انخفاض قيمة الدينار الجزائري بما نسبته 40.17%، الأمر الذي صاحبه ارتفاع أسعار المواد الغذائية والطاقوية.

❖ انخفاض عجز الميزانية العامة من 8.7% في سنة 1993 إلى 4.4% في سنة 1994، كما انخفضت الكتلة النقدية من 21.2% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1993 إلى 15.7% في سنة 1994.

❖ ارتفاع الاحتياطات من العملات الأجنبية إلى 2.64 مليار دولار في سنة 1994 مقابل 1.5 مليار دولار في سنة 1993، وهذا ما أدى إلى تحسين وضعية ميزان المدفوعات.

2.3.2- برنامج التعديل الهيكلي (أفريل 1995- مارس 1998): اشتمل هذا البرنامج

على مختلف أوجه السياسة الاقتصادية الكلية التي ترمي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، ومن بين الأهداف التي جاء بها البرنامج والمشروطة من قبل صندوق النقد الدولي ما يلي:³

- تحقيق نمو متوسط خارج المحروقات بـ 5% من إجمالي الناتج الداخلي الخام.

¹ بن علي بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 180.

² نور الدين حامد: العولمة والإصلاحات الاقتصادية في الدول النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر-الممارسة التسويقية-، المركز الجامعي بشار، الجزائر، 20-21 أفريل 2004، ص 08.

³ كربالي بغداد: نظرة عامة على التحولات الاقتصادية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

- تخفيض معدل التضخم إلى 10.3% (بعدها كان 20.8% سنة 1993) وتحقيق استقراره؛

- تحقيق مستوى تشغيل دائم؛

- تحسين وضعية ميزان المدفوعات؛

- إنعاش الاقتصاد الوطني.

ولتحقيق تلك الأهداف انتهجت الجزائر سياستين اقتصاديتين ذات آجال مختلفة إحداها قصيرة الأجل والأخرى متوسطة وطويلة الأجل، وتتمثل كلتا السياستين فيما يلي:

- **السياسة الاقتصادية قصيرة الأجل:** تتعلق هذه السياسة بالتدابير المالية والنقدية، التي تسمح بتحقيق نمو اقتصادي وتقليص العجز في الميزانية العمومية الذي زال نهائيا منذ سنة 1996، نتيجة زيادة الإيرادات وتقليص النفقات العمومية.

- **السياسة الاقتصادية طويلة الأجل:** تعتمد هذه السياسة على توفير الوسائل الممكنة لتحقيق نمو اقتصادي مستمر من خلال الاستعمال الأمثل للجهاز الإنتاجي وتحسين مردوديته، استقرار معدلات التضخم والبطالة، تحرير التجارة الخارجية، بالإضافة إلى تدعيم الصادرات خارج المحروقات. ولقد أفرز تطبيق هذا البرنامج عن النتائج التالية:

❖ ارتفاع معدل النمو الاقتصادي إلى 4.5% سنة 1997 بعد ما كان سالبا لفترة طويلة.

❖ تحقيق فائض في الميزانية بلغ 3% من إجمالي الناتج الداخلي الخام في سنة 1996، و1.3% في سنة 1997.

❖ زيادة احتياطات الصرف لتصل إلى 8 مليار دولار في سنة 1997 بعدما كانت 1.5 مليار دولار في سنة 1993.

❖ انخفاض معدل التضخم خلال الفترة 1994-1997 من 29.8% إلى 7% على التوالي.

❖ ارتفاع الإيرادات من 27.6% إلى 34% من الناتج الداخلي الخام خلال الفترة 1995-1997، كما عرفت النفقات انخفاضا من 33.6% في سنة 1995 إلى 29% في سنة 1997.

المطلب الثاني: مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر

تم إنشاء سوق الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الجزائر منذ الثمانينيات، حيث بدأ التحضير الفعلي لهذا السوق في سنة 1990، ومرّ بالعديد من المراحل يمكن إدراجها فيما يلي:

1- المرحلة التقريرية (1990-1992): تجسدت هذه المرحلة بصدور المرسوم التنفيذي رقم 90-

101 المؤرخ في 27 مارس 1990 والمتعلق بإمكانية تحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات

العمومية إلى قيم منقولة¹، كما صدر مرسوم آخر رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 ليحدد أشكال شهادات الأسهم التي يمكن للمؤسسات العمومية الاقتصادية إصدارها لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى بالإضافة إلى شروط مفاوضتها²، وفي 09 ديسمبر 1990 اتخذت الحكومة قرار بإنشاء شركة القيم المنقولة (SVM)[♦]، وهي شركة ذات أسهم متكونة من مجموعة من المساهمين يمثلون صناديق المساهمة الثمانية التي تم إنشاؤها وفقا للقانون رقم 88-03 حيث تتمثل فيما يلي:

- ❖ صندوق المواد الغذائية الفلاحية.
- ❖ صندوق المناجم، الفحم والري.
- ❖ صندوق التجهيز.
- ❖ صندوق البناء.
- ❖ صندوق الكيمياء، البتروكيمياء والصيدلة.
- ❖ صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي.
- ❖ صندوق الصناعات المختلفة.
- ❖ صندوق الخدمات.

ويقدر رأسمال شركة القيم المنقولة بمبلغ 320.000 دج مقسما على حصص متساوية بين الصناديق السابقة، ويديرها مجلس إدارة متكونا من ثمانية أعضاء بحيث كل عضو يمثل صندوق مساهمة معين، كما يقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة³.

ويكمن الهدف الأساسي من إنشاء شركة القيم المنقولة في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية تتوفر فيها جميع إمكانيات الرقي والازدهار بالاقتصاد الجزائري، وفي هذا الصدد تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991، ويتعلق الأمر بـ:

¹ المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة وتجميدها وبيبين شروط إصدارها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 14، الصادرة في 04 أبريل 1990، ص471.

² المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحديد أشكال شهادات الأسهم الممكن إصدارها من المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى وشروط إبرام الصفقات بها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 14، الصادرة في 04 أبريل 1990، ص471.

♦ SVM: Société de Valeurs Mobilières.

³ Zahia Zerfa: La tenue de compte-conservation de titres en Algérie, Intervention faite lors du colloque National sur «L'environnement des affaires favorable au développement et à la dynamisation des marchés financiers», Centre Universitaire de Tipaza, Alger, 27-28 Novembre 2013, P48.

- ❖ المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات على القيم المنقولة.
- ❖ المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدارها من طرف الشركات.
- ❖ المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة.

ونظرا لضعف رأسمال شركة القيم المنقولة الذي كان عائقا لتحقيق الأهداف المنوطة بها، تم تعديل القانون الأساسي لها ورفع رأسمالها إلى 9.320.000 دج في فيفري 1992، كما تم تغيير تسميتها إلى "بورصة الأوراق المالية"، ولكن على الرغم من ذلك إلا أنها لم تتمكن من تفعيل دورها.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996): بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري متعلقة أساسا بشركات الأسهم من جهة وبالقيم المنقولة من جهة أخرى، نظرا لعدم توافقه مع شروط عمل البورصة، خاصة فيما يتعلق بالقانون رقم 88-04 الصادر في 12 جانفي 1988 الذي منع الشركات العمومية من التنازل عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية.

فبالنسبة للتعديلات المتعلقة بشركات الأسهم، أصبح بالإمكان تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار، سواء عند تأسيس الشركة أو عند القيام برفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى الواجب توفره لتأسيس شركة الأسهم بخمسة ملايين دينار جزائري (5.000.000 دج) في حالة العرض العمومي للادخار بعدما كان في حدود ثلاثة مائة ألف دينار جزائري (300.000 دج)، ومليون دينار جزائري (1.000.000 دج) في حالة عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

أما فيما يتعلق بالقيم المنقولة، فلقد أتاح المرسوم إمكانية إصدار أنواع جديدة منها تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كما تم تحديد مفهوم القيم المنقولة بأنها عبارة عن "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة باختلاف تصنيفاتها، كما تسمح بالدخول بصفة مباشرة أو غير مباشرة في حصة من رأسمال الشركة المصدرة (الأسهم) أو في حق مديونيتها (السندات)"¹.

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 27، الصادرة في 27 أبريل 1993، المادة 715 مكرر 30، ص 37.

وفي إطار تنظيم بورصة القيم المنقولة، تمّ صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الذي حدّد الهيئات العاملة بالبورصة في كل من:¹

❖ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.
❖ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBVM): وهي عبارة عن شركة ذات أسهم تتولى السير الجيد للعمليات المتعلقة بالقيم المنقولة في البورصة.

كما لا يجوز إجراء أية مفاوضة للقيم المنقولة إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق الوسطاء في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من قبل اللجنة.
وعلى الرغم مما شهدته هذه المرحلة من تعديلات، إلا أن البورصة اعترضتها بعض الصعوبات لانطلاقها بشكل جيد، منها:

❖ الإطار القانوني الضيق، المتبوع بتردد السلطات العمومية بشأن خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية؛

❖ المحيط الاقتصادي غير المشجع والتميز بمعدل التضخم وأسعار الفائدة المرتفعة؛
❖ الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات الاقتصادية العمومية، التي تمنعها من الدخول إلى البورصة.

3- مرحلة الانطلاقة الفعلية (من 1996 إلى حد الآن): في هذه المرحلة تمت تهيئة كل الظروف الملائمة لإنشاء بورصة القيم المنقولة من الناحية القانونية والتقنية، حيث تم وضع نص قانوني لإنشائها وتنظيمها، وأصبح لها مكان مادي.

تجسّدت هذه المرحلة بصدور عدة مراسيم تنفيذية وأنظمة قانونية قصد استكمال شروط قيام البورصة، من بينها:

❖ المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

❖ النظام رقم 96-02 المتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها من قبل الشركات التي تلجأ للعرض العمومي للاذخار.

❖ النظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا واجباتهم.

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الشعبية، العدد 34، الصادرة في 23 مايو 1993، المادة 03-15، ص ص 04-05.

• COSOB : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

♦ SGBVM : Société de gestion de la bourse des valeurs mobilières.

❖ النظام رقم 01-97 المتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

❖ النظام رقم 02-97 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة.

❖ النظام رقم 03-97 المتعلق بسير بورصة القيم المنقولة.

❖ التعليم رقم 01-97 الصادرة في 30 نوفمبر 1997، المحددة لكيفية اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.

وبذلك بدأت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بممارسة نشاطها الفعلي، وتم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في ماي 1997، كما تم تحديد الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف البنوك والمؤسسات المالية، الذين تم تكوينهم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عن طريق الاستعانة بالخبراء الأجانب.

كما قامت اللجنة بتهيئة الجو المناسب وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل في نهاية سنة 1997، وبالفعل تم إصدار أول قرض سندي في 12 جانفي 1998 المتعلق بشركة سونطراك، وهذا ما فتح المجال للقيام بإصدارات أخرى للقيم المنقولة.

وفي إطار تعديل المرسوم التشريعي رقم 93-10، تم إنشاء هيئة جديدة تسمى "الجزائرية للتسوية" في سنة 2003 تعمل على نزع الصفة المادية للأدوات المالية، وبذلك تجنّب مشكلة ضياع تلك الأدوات من طرف حامليها، كما تم إنشاء سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال النظام رقم 01-12 الصادر في 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المتعلق بالتنظيم العام لبورصة القيم المنقولة¹.

¹ Zahia Zerfa: La tenue de compte-conservation de titres en Algérie, Op.Cit, P49.

المطلب الثالث: الهيئات التنظيمية والمتدخلة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

يتطلب السير الجيد لسوق الأوراق المالية بالجزائر تظافر مجموعة من الهيئات التنظيمية والرقابية من جهة، والمتدخلة فيه من جهة أخرى، وفي هذا الصدد سنتطرق إلى مختلف هذه الهيئات فيما يلي:

1- الهيئات التنظيمية لسوق الأوراق المالية بالجزائر

ينظم سوق الأوراق المالية بالجزائر ثلاث هيئات تسهر على ضمان إتمام المعاملات في إطار الشفافية التامة، وتتمثل هذه الهيئات في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي للسندات، وسنتطرق إلى كل منهم فيما يلي:

1.1 - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): هي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة

تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، تم تأسيسها بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، إلا أنها لم تصبح عملية إلا في تاريخ 13 فيفري 1996، ويتكون رأس مالها من الأسهم المكتتب فيها من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.

وتتكون اللجنة من رئيس وستة أعضاء يعينون لمدة أربع سنوات، حيث يعين الرئيس بموجب مرسوم رئاسي، ويعين الأعضاء بقرار من وزير المالية وفقا لما يلي:¹

-قاض يقترحه وزير العدل؛

-عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

-أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛

-عضو يختار من بين مسيري الأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة؛

-عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

ومن بين الأهداف التي تسعى إليها اللجنة هي تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية لاسيما حماية المستثمرين في القيم المنقولة، من خلال منح التأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها المصدرون، مما يسمح للمستثمرين باتخاذ قراراتهم المتعلقة بالاكنتاب في القيم المنقولة عن دراية، وتحسين أداء السوق وشفافيته.

¹ فاطمة عاشور: الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل بورصة القيم المنقولة، دفاتر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتبازة، الجزائر، ديسمبر 2013، ص431.

كما تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالوظائف التالية:¹

❖ **الوظيفة القانونية:** تتجلى هذه الوظيفة في قيام اللجنة بسن مجموعة من التعليمات المتضمنة أساسا:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، وتحديد مسؤولياتهم والضمانات التي يجب توفيرها لزيائهم.

- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها.
- شروط التفاوض على القيم المنقولة في البورصة.
- النشر الدوري للمعلومات التي تخص الشركات المصدرة للقيم المنقولة.

❖ **وظيفة المراقبة:** من خلال هذه الوظيفة تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في سوق الأوراق المالية تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها، وهذا في مجالات عديدة منها القيم المنقولة، عقد الجمعيات العامة، تشكيل أجهزة الإدارة والرقابة، وعمليات النشر القانونية.

❖ **الوظيفة التأديبية والتحكيمية:** تؤدي اللجنة هذه الوظيفة من خلال الغرفة التأديبية والتحكيمية التي تتألف من الأعضاء التالية:

- الرئيس؛
- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما؛
- قاضيين يعينهما وزير العدل، ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

حيث تتولى اللجنة دراسة كل نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح المتعلقة بسير البورصة، كما تتدخل بين كل من الوسطاء في عمليات البورصة، الوسطاء وشركة تسير بورصة القيم المنقولة، الوسطاء والشركات المصدرة للأسهم، بالإضافة إلى ذلك تتدخل بين الوسطاء والأميرين بالسحب في البورصة.

وإذا ما تم الإخلال بالواجبات، تصدر الغرفة عقوبات مختلفة تبعا لدرجة الخطأ أو المخالفة المرتكبة، وتتمثل هذه العقوبات في الإنذار، التوبيخ، حضر النشاط كله أو جزءه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد، أو فرض غرامات مالية.

2.1- شركة تسير بورصة القيم المنقولة (SGBVM): تم تأسيس هذه الشركة وفقا للمرسوم

التشريعي رقم 93-10 تحت تسمية "شركة القيم المنقولة" من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية، وفي 25 ماي 1997 تغيرت تسميتها إلى "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة"، أما في 17 فيفري

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، مرجع سبق ذكره، ص ص 07-09.

2003 وفقا للقانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 أصبحت تسمى "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة"¹، وهي عبارة عن شركة ذات أسهم يبلغ رأسمالها 475.200.000 دينار جزائري يتكون من الأسهم المكتتب فيها من قبل الوسطاء في عمليات البورصة، الذين يحتكرون عمليات التفاوض على القيم المنقولة سواء لحسابهم أو لحساب زبائنهم.

وتتكون الشركة من مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم المدير العام، ويتم تعيينهم من قبل الوزير المكلف بالمالية بالتشاور مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويتكون المجلس من ممثلي الهيئات المالية الآتية:

- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA)؛
- البنك الوطني الجزائري (BNA)؛
- القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛
- بنك التنمية المحلية (BDL)؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)؛
- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)؛
- الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT)؛
- الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)؛
- الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR).

وتمارس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والتي تتمثل فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
- التنظيم المادي لجلسات البورصة وتسيير نظام التفاوض والتسعير؛
- تسجيل عمليات التداول؛
- تنظيم عمليات المقاصة على المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بصفقات البيع والشراء، وإصدار النشرة الرسمية لجدول التسعيرة؛
- التأكد من شرعية المعاملات التي يقوم بها الوسطاء.

¹ القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادرة في 19 فبراير 2003، المادة 07، ص 21.

3.1- المؤتمن المركزي للسندات (le dépositaire central des titres): أو ما يعرف بالجزائرية للتسوية[♦]، هي عبارة عن شركة ذات أسهم تم تأسيسها في إطار القانون رقم 03-04 الصادر في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10،¹ حيث تم وضع الإطار القانوني لشركة المؤتمن المركزي للسندات، وحدد رأسمالها بمبلغ خمسة وستون (65) مليون دينار جزائري، مقسم على أسهم مكتتب فيها من قبل خمسة بنوك عمومية (البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط)، وثلاثة مؤسسات مسعرة في البورصة (مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي-الأوراسي-، ومؤسسة الرياض سطيف)، حيث لا يتم فتح رأسمالها إلا لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للسندات والوسطاء في عمليات البورصة، وهذا على اعتبار كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعون ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

وفي سنة 2013 تم رفع رأسمال الشركة إلى 240 مليون دينار جزائري، مقسم على 240.000 سهم بقيمة اسمية تبلغ 1.000 دينار جزائري، تحوزها نفس المؤسسات السابقة الذكر بالتخلي عن مؤسسة الرياض سطيف نظرا لانسحابها من البورصة في سنة 2006 ودخول بنك التنمية المحلية، وذلك بنسب متفاوتة كما يلي:²

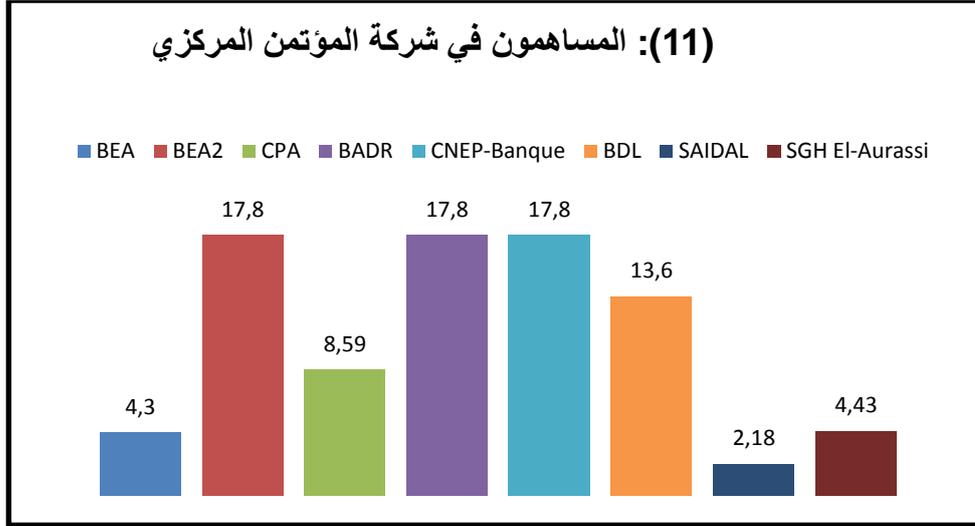
- البنك الخارجي الجزائري بنسبة 17.80%؛
- القرض الشعبي الجزائري بنسبة 8.59%؛
- البنك الوطني الجزائري بنسبة 17.80%؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 17.80%؛
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 17.80%؛
- بنك التنمية المحلية بنسبة 13.60%؛
- مجمع صيدال بنسبة 2.14%؛
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بنسبة 4.43%.

♦ Algérie Clearing.

¹ <http://www.algerieclearing.dz/index.php/presentation>, consulter le 17/06/2014.

² COSOB: Rapport annuel 2013, Alger, 2013, P56.

ويمكن توضيح نسب المساهمة السابقة من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقرير السنوي 2013 للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتتمثل الوظائف التي تقوم بها شركة المؤتمن المركزي للسندات والتي تنصب أساسا في تسوية العمليات البورصية بهدف زيادة سرعة تداول السندات ومركزية التعامل بها، فيما يلي:¹

- **وظيفة الحفظ:** يقوم المؤتمن المركزي بمسك حسابات الأوراق المالية بإسم المهنيين المتمثلين في الوسطاء الذين بدورهم يمسون حسابات المستثمرين، وبذلك يقوم المؤتمن المركزي بمركزة حفظ السندات؛

- **وظيفة دوران السندات:** يفتح المؤتمن المركزي حسابا جاريا أو أكثر من السندات لكل مؤسسة منخرطة فيه، ويرمز إلى كل حساب جاري برمز المنخرط المخصص له، وبناء على ذلك يقوم المؤتمن المركزي بهذه الوظيفة من خلال عمليات التحويل من حساب إلى حساب آخر، حيث بمجرد ما تقوم البورصة، الشركات المصدرة، أو المفاوضون بإصدار تعليمات لتسليم السندات، يقوم المؤتمن المركزي بمراقبة هذه التعليمات وتنظيم الاتفاق بين الطرفين (البائع والمشتري)، وبحلول تاريخ التسوية والتسليم يلتزم المؤتمن المركزي بضمان قيد مدينية أو دائنية حسابات السندات الموجودة لديه من جهة، وقيد دائنية ومدينية الحسابات النقدية الموجودة لدى بنك الجزائر في آن واحد من جهة أخرى، وبذلك يضمن التوازي بين عمليتي التسليم والتسوية النقدية.

¹ Youcef Debboub, Mise en place d'un dépositaire central des titres : Synthèse du schéma directeur, Bulletin de la commission, Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Alger, N: 04, Juillet 2003, P06.

- **وظيفة إدارة السندات:** تسمح هذه الوظيفة للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات والتي من بينها حق الدفع وزيادة رأس المال، وهذا حسب التعليمات المتلقاة من مصدري الأوراق المالية؛
- **إزالة الطابع المادي للسندات (السندات غير المجسدة):** وهذا ما يعود على المستثمرين بالعديد من المزايا والتمثلة في تقليص تكاليف طبع السندات، إزالة خطر ضياعها أو سرقتها أو إتلافها، وتحسين معالجتها من خلال عمليات التسوية التي يقوم بها المؤتمن المركزي للسندات من حساب إلى حساب آخر، والتي تسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات على الأوراق المالية.
- وتجدر الإشارة إلى أن الأوراق المالية المقبولة لعمليات المؤتمن المركزي تتمثل في الأسهم العادية، السندات التقليدية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات الشبيهة بالخزينة، سندات الدين القابلة للتفاوض، وحصص هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وهذا بدون تمييز ما إذا كانت هذه الأوراق مسعرة أم غير مسعرة في البورصة، أجنبية أو محلية¹.

2- الهيئات المتدخلة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

- يمكن تصنيف المتدخلين في سوق الأوراق المالية بالجزائر إلى ثلاث هيئات، تتمثل في الوسطاء في عمليات البورصة، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وماسكي الحسابات-حافظي السندات، وسوف نتناول كل منهم فيما يلي:

- 1.2- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):** هم عبارة عن شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين يتم اعتمادهم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة²، ولا يمارسون مهامهم إلا بعد حصولهم على الترخيص الذي يتطلب توفر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي³:
- **شروط اعتماد الشركات ذات الأسهم:** تتمثل الشروط التي يجب توفرها في الشركات ذات الأسهم لممارسة نشاط الوساطة فيما يلي:

- امتلاك رأسمال أدنى قدره مليون (1.000.000 دج) دينار جزائري؛

¹ Règlement COSOB N:03-01 du 15 Moharrem 1424 Correspondant au 18 Mars 2003, relatif au règlement général du dépositaire central des titres, Article 12, P03.

² Djamel Eddine Sahnoun: La Banque et le rôle d'Intermédiaire en Opération de Bourse, Intervention dans le forum national concernant le Système bancaire Algérien et mutations économiques –Réalité et perspectives–, Université Hassiba Ben Bouali, Chlef, Alger, 14-15 Décembre 2004, P 103.

³ Règlement COSOB N:96-03 du 17 Safar 1417 Correspondant au 03 Juillet 1996, relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse, Articles 05-06, P22.

- حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح الزبائن؛
 - حيازة مقر الشركة بالجزائر؛
 - توفر مسير على الأقل مكلف بالإدارة العامة للشركة، تتوفر فيه شروط التأهيل المنصوص عليها لاعتماد الأشخاص الطبيعيين؛
 - تقديم طلب اعتماد على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
 - **شروط اعتماد الأشخاص الطبيعيين:** تتمثل الشروط التي يجب توفرها في الأشخاص الطبيعيين لممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة فيما يلي:
 - أن لا يقل عمرهم عن خمسا وعشرين (25) عاما يوم تقديم طلب الاعتماد؛
 - الحيازة على شهادة الليسانس من التعليم العالي أو شهادة معادلة لها، مرفوقة بتكوين جيد في مجال تجارة وتسيير القيم المنقولة، واكتساب تجربة مهنية؛
 - التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة المطلوبة لضمان حماية المدخرين؛
 - الحيازة على محل واضح التعيين والتحديد وملائم لممارسة النشاط؛
 - إثبات كفالة تدفع نقدا أو في شكل قيم الخزينة بمبلغ خمسمائة ألف (500.000 دج) دينار جزائري؛
 - تقديم طلب اعتماد على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- وتكمن أهمية الوسطاء في عمليات البورصة في المهام التي يقومون بتأديتها، والمحددة بموجب القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والتي تتمثل فيما يلي:
- تقديم التوجيهات والإرشادات اللازمة في مجال توظيف القيم المنقولة سواء للزبائن أو للشركات المصدرة؛
 - ضمان السير الحسن لعملية الاكتتاب في القيم المنقولة المصدرة في السوق الأولية، والعمل على توظيفها في السوق الثانوية (البورصة)؛
 - التفاوض على القيم المنقولة سواء لحسابها الخاص أو لحساب الغير؛
 - تسيير محفظة القيم المنقولة بموجب عقد مكتوب يجمع بين الوسيط في عمليات البورصة وزبونه، وتسيير محفظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- وعليه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة:
- **الوسيط ذو النشاط المحدود:** يتمثل في الوسيط الذي يقتصر نشاطه في التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة، ليس لحسابه الخاص وإنما لحساب الغير فقط؛

- الوسيط ذو النشاط غير المحدود: هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهمة التفاوض على القيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة سواء لحسابه أو لحساب الغير، مهام أخرى لاسيما مهمة تسيير المحافظ المالية بموجب توكيل من صاحب المحفظة، بالإضافة إلى كل الأنشطة التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وينشط في سوق الأوراق المالية بالجزائر في سنة 2013 سبعة (7) وسطاء في عمليات البورصة، مهمتهم التفاوض لحسابهم الخاص من جهة، ولحساب زبائنهم من جهة أخرى، ويتمثل هؤلاء الوسطاء فيما يلي:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)؛
 - البنك الخارجي الجزائري (BEA)؛
 - البنك الوطني الجزائري (BNA)؛
 - بنك التنمية المحلية (BDL)؛
 - القرض الشعبي الجزائري (CPA)؛
 - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP-Banque)؛
 - بي أن بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El Djazair)، الذي حصل على الموافقة المبدئية للانضمام لصفة الوسطاء في عمليات البورصة في سنة 2011، وبعد اكتتابه في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تحصل على الموافقة النهائية من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في السادس الثاني لسنة 2012 لممارسة أنشطة الوساطة.
- ويتدخل هؤلاء الوسطاء مرتين في الأسبوع على مستوى البورصة لتقديم أوامر الزبائن وأوامرهم الخاصة من جهة، والتفاوض عليها من جهة أخرى، وفيما يلي جدول يوضح المعاملات المحققة من قبل الوسطاء في نهاية سنة 2013:

الجدول رقم (10): المعاملات المحققة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة في سنة 2013

أوامر الشراء		أوامر البيع		الوسطاء/ البنوك
النسبة %	قيمة الشراء (دج)	النسبة %	قيمة البيع (دج)	
8,31	8 398 500	3,78	3 823 780	بنك التنمية المحلية (BDL)
13,50	13 645 060	12,08	12 187 300	البنك الوطني الجزائري (BNA)
7,24	7 323 180	7,08	7 158 180	القرض الشعبي الجزائري (CPA)
31,20	31 529 070	23,36	23 605 180	البنك الخارجي الجزائري (BEA)
1,05	1 049 580	3,27	3 303 650	بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)
7,41	7 489 600	12,93	13 064 300	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)
31,29	31 593 000	37,50	37 885 600	بنك بي أن بي باريبا الجزائر (BNP-Paribas)
100	101 027 990	100	101 027 990	المجموع

Source: Cosob, Rapport annuel, 2013, P46.

من خلال الجدول السابق، يتضح أن بنك بي أن بي باريبا الجزائر يتدخل بشكل كبير على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر، حيث بلغت أوامر البيع التي حققها ما نسبته 37,50% من مجموع ما تم تداوله في سنة 2013، بينما بلغت أوامر الشراء نسبة 31,29%، في حين احتل البنك الخارجي الجزائري المرتبة الثانية بما نسبته 23,36% و 31,20% بالنسبة لأوامر البيع والشراء على التوالي، أما باقي الوسطاء فيعتبر تدخلهم ضئيل في المعاملات البورصية.

2.2- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM)[⊙]: هم عبارة عن مؤسسات تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة بتجميع المدخرات مهما كان حجمها لاستثمارها في سوق الأوراق المالية، وتستهدف هذه الهيئات أساسا المدخرون الذين لا يرغبون في استثمار مدخراتهم مباشرة في السوق نظرا لنقص خبرتهم في القيم المنقولة، وبالتالي يصعب عليهم

⊙ OPCVM: Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

تحديد تلك التي تتناسب ومتطلباتهم، وفي هذه الحالة يلجأون إلى هيئات التوظيف الجماعي قصد التسيير الجيد لمدخراتهم في القيم المنقولة، كما تعتمد هذه الهيئات على خاصية التنوع التي تضمن لها تقليل مخاطر الاستثمار.

وتتقسم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى نوعين:¹

- **شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV)** ^١: هي عبارة عن شركات ذات أسهم برأسمال متغير يقدر بمبلغ خمسة ملايين (5.000.000) دينار جزائري كحد أدنى، حيث تقوم بإصدار أسهم تماشياً مع طلبات الاكتتاب الموجودة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن كل مستثمر يقوم بشراء الأسهم المصدرة يصبح مساهماً فيها ويحق له التدخل في تسيير الشركة عند عقد الجمعية العامة. وتعتبر شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير "سليم" الشركة الوحيدة التي حصلت على الاعتماد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 98-01 المؤرخ في 31 مارس 1998، ويقدر رأسمالها بمبلغ مائة وعشرين مليون (120.000.000) دينار جزائري موزع بالتساوي بين المساهمين المؤسسين والمتمثلين في:

- البنك الوطني الجزائري (BNA)؛
- بنك التنمية المحلية (BDL)؛
- الشركة الجزائرية للتأمين (SAA).

- **الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)** ^٢: تمثل هذه الصناديق ملكية مشتركة للقيم المنقولة، ولا تتمتع بالشخصية المعنوية، حيث تقوم بإصدار حصص يعاد شراؤها بناء على طلب حاملها، ويتولى تسيير هذه الصناديق من طرف مسير إما أن يكون شخص معنوي أو شخص طبيعي يتصرف باسم حملة الحصص وفي إطار مصالحهم فقط، ويجب أن يبلغ الحد الأدنى لأصول الصندوق مبلغ مليون (1.000.000) دينار جزائري، أين يساهم المسير بما نسبته 10% من هذه الأصول كحد أدنى.

يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إيداع طلب اعتماد على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يتكون من الوثائق التالية:

- مشروع النظام الأساسي مصادق عليه من قبل الجمعية العامة بالنسبة لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ومشروع التنظيم مصادق عليه من قبل المسير والمؤتمن بالنسبة للصناديق المشتركة للتوظيف؛

¹ <http://www.cosob.org/les-professionnels-du-marche-opcvm.htm>, Consulter le 29/11/2013.

• SICAV : Sociétés d'Investissement à Capital Variable.

♦ FCP : Fonds Communs de Placement.

- المعلومات المتعلقة بالمسيرين؛
 - كيفية تنظيم هيئات التوظيف الجماعي والوسائل المخصصة لتسييرها؛
 - الوثائق المتعلقة بالإعلام والمقرر نشرها للجمهور.
- ونظرا لاعتماد هيئات التوظيف الجماعي على خاصية التنوع قصد تقليل المخاطر، فإن أصولها يجب أن تشمل على نسبة معينة من الأسهم، ونسبة أخرى من السندات بنوعيتها سندات حكومية وسندات الشركات، بالإضافة إلى نسبة في شكل سيولة، وفي هذا الإطار تم تحديد النسب الدنيا والعليا كما يلي:
- لا يمكن أن توظف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة أكثر من 20% من أصولها في نفس المصدر؛
 - يمكن أن تصل نسبة الاستثمار من نفس المصدر أكثر من 60% إذا تعلق الأمر بالسندات المضمونة والسندات الحكومية؛
 - يبلغ الحد الأقصى للتوظيف في السيولة بنسبة 20% من مجموع الأصول؛
 - إمكانية الاقتراض النقدي بما يقارب 10% من أصولها.
- ومن بين المزايا التي تتيحها شركات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ما يلي:
- سهولة الحصول على المعلومات وبأقل تكلفة؛
 - تعتبر قناة لتوجيه المدخرات الفردية واستثمارها في سوق الأوراق المالية؛
 - توفر للمستثمر فرصة شراء أو بيع أية كمية من القيم المنقولة وفي أي وقت؛
 - تكوين محافظ مالية متنوعة من الأصول، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار فيها؛
 - التسيير الجيد للاستثمار نظرا لوجود مسيرين مؤهلين ذوي خبرة ودراية بأحوال السوق وبالتغيرات التي تطرأ على القيم المنقولة؛
 - تعمل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بنوعيتها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهذا ما يضمن التوظيف الجيد للمدخرات.
- 3.2- ماسكو الحسابات-حافظي السندات^A:** تتمثل مهمتهم في تسجيل السندات باسم أصحابها في الحساب من جهة، وحفظ الأرصدة بالسندات المطابقة حسب كفاءات الإصدار الخاصة بكل سند من جهة أخرى، وفي هذا الإطار يقوم ماسكو الحسابات-حافظو السندات بفتح حسابين لكل مستثمر¹:
- **الحساب النقدي:** ويكون إما حساب شيك أو حساب جاري، يتم فتحه على مستوى أحد شبابيك ماسك الحساب التابع للمستثمر؛

♦ Teneurs de Compte-Conservateur de titres.

¹ Cosob: Guide d'Ouverture d'un Compte Titres, 2004, P01.

- حساب السندات: يتم فتح هذا الحساب لتقييد الصفقات السارية على السندات سواء المتعلقة بالشراء أو بالبيع، وتسجيل جميع الأحداث التي تمس حياة السند (الاكتتاب، التسديد، قسيمات السندات).

وتجدر الإشارة إلى أن كلا من الحسابين النقدي والسندات يتم معالجتهما في آن واحد، ففي حالة قيام المستثمر بعملية الشراء فإن عدد السندات المشتراة يتم تقييدها في الجانب الدائن لحساب السندات لأنها تعتبر دين عليه، بينما يقيد مبلغ الصفقة في الجانب المدين للحساب النقدي (أي أن حقوق المستثمر لدى الغير ارتفعت)، وعلى العكس من ذلك، ففي حالة قيام المستثمر بعملية البيع، يتم تسجيل عدد السندات المباعة في الجانب المدين لحساب السندات، والمبلغ المحصل من عملية البيع في الجانب الدائن للحساب النقدي، وبناء على ذلك يتم تسليم كل أوامر البيع وأوامر الشراء لماسك الحساب-حافظ السندات حتى يتسنى له تنفيذ هذه الأوامر وتسويتها، ليقوم بعد ذلك بإشعار المستثمر بتنفيذ الأمر مرفقا بكشف حساب حول الأرصدة الناتجة عن عملية التسوية من حيث كمية السندات من جهة، والقيمة النقدية للسندات من جهة أخرى.

وفي هذا الصدد، إذا كان المستثمر شخصا طبيعيا فإن ماسك الحسابات-حافظ السندات عليه أن يتحقق قبل فتح الحساب من هويته، عنوانه، بالإضافة إلى التأكد من قدراته التي تؤهله للقيام بالعمليات التي يطلبها منه، أما إذا كان المستثمر عبارة عن شخص معنوي فإن ماسك الحسابات-حافظ السندات عليه أن يتحقق من صلاحية السلطة التي يتمتع بها ممثله.

ومن بين المؤسسات المرخص لها بممارسة نشاط مسك الحسابات-حفظ السندات ما يلي:

- البنوك والمؤسسات المالية؛
- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة، من خلال مسك حسابات القيم التي يصدرونها وحفظها.

حيث يتطلب حصول تلك المؤسسات على التأهيل لممارسة نشاط مسك الحسابات-حافظي السندات، إيداع ملف لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة يتكون مما يلي:¹

> طلب التأهيل؛

> الالتزام باحترام دفتر الشروط الذي يشمل على الموارد البشرية، المعلوماتية، المحاسبية، ترتيبات حماية الزبائن وترتيبات المراقبة الداخلية، حيث يحدد هذا الدفتر بموجب تعليمة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

¹ Règlement COSOB N:03-02 du 15 Moharrem 1424 Correspondant au 18 Mars 2003, relatif à la tenue de compte-conservation de titres, Articles 05, P P01-02.

> الالتزام باحترام قواعد مسك الحسابات-الحفظ المحددة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

> تعيين مسؤول مكلف بنشاط مسك الحسابات-حفظ السندات، ويشترط أن يكون حائزا على شهادة التعليم العالي، ويتوفر على تجربة مهنية كافية تؤهله لممارسة نشاطه.

وبعد إيداع ملف التأهيل، تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدراسته في أجل شهرين، وبعدها يتم الرد بالقبول أو بالرفض، ويبلغ القرار إلى المعني بالأمر مباشرة.

وعلى مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر، تم تسجيل سبعة ماسكي الحسابات-حافظي السندات في نهاية سنة 2013، الذين حصلوا على الاعتماد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في سنتي 2004-2005، وفيما يلي جدول يوضح ماسكي الحسابات المعتمدين وعدد حسابات السندات التي تم فتحها بالنسبة للأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين على حد سواء، والذي عرف ارتفاعا بنسبة 7.80% بين سنتي 2012-2013:

الجدول رقم (11): حسابات السندات المفتوحة من قبل ماسكي الحسابات-حافظي السندات في الجزائر خلال الفترة 2012-2013

المجموع		الأشخاص المعنويين		الأشخاص الطبيعيين		ماسكو الحسابات-حافظو السندات
2013	2012	2013	2012	2013	2012	
2 608	2 489	117	109	2 491	2 380	البنك الخارجي الجزائري
2 984	2 858	75	70	2 909	2 688	البنك الوطني الجزائري
1 280	1 095	44	26	1 236	1 069	بنك التنمية المحلية
4 329	4 122	61	60	4 268	4 062	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
3 896	3 578	34	34	3 862	3 544	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط
2 761	2 773	64	56	2 697	2 717	القرض الشعبي الجزائري
647	252	24	9	623	243	بنك بي أن بي باريبا الجزائر
18 505	17 167	419	364	18 086	16 703	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2012-2013.

من خلال الجدول السابق نستنتج ما يلي:

- فتح حسابات السندات للأشخاص الطبيعيين يفوق بكثير الحسابات المفتوحة للأشخاص المعنوية والمقدرة بـ 18 086 و 419 حساب على التوالي في سنة 2013؛
- ارتفاع عدد الحسابات المفتوحة خلال الفترة 2012-2013 بنسبة 8.27% بالنسبة للأشخاص الطبيعية، ونسبة 15.10% بالنسبة للأشخاص المعنوية؛
- يحتل بنك الفلاحة والتنمية الريفية النسبة الأكبر في عملية فتح حسابات السندات بنسبة 23.40% في سنة 2013، يليه الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 21.05%، ثم البنك الوطني الجزائري بنسبة 16.12% في المرتبة الثالثة، ليأتي بعدها كل من القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك التنمية المحلية، وأخيرا بنك بي أن بي باريبا الجزائر الذي سجل أقل نسبة نشاط، ويعود السبب بالدرجة الأولى إلى أنه آخر بنك حصل على الاعتماد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

يتداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر مجموعة من الأدوات تصدرها الشركات ذات الأسهم، ويشترط في إصدارها توفر مجموعة من الشروط حتى يتم تقييدها في البورصة، وبالتالي التفاوض عليها من خلال إصدار مجموعة من الأوامر.

وللتوضيح أكثر سنتطرق في هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب:

- شروط وإجراءات قيد الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر والأوامر الصادرة عنها؛
- نظام تسعير وتسوية الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: شروط وإجراءات قيد الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر

سنتطرق فيما يلي إلى الشروط الواجب توفرها من قبل الشركة حتى تتمكن من إصدار الأدوات المالية، بالإضافة إلى مختلف الإجراءات التي تتبعها لقيد تلك الأدوات في سوق الأوراق المالية بالجزائر.

1- شروط إصدار الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر

يتطلب إصدار الأدوات المالية توفر مجموعة من الشروط التي تمس الشركات المصدرة من جهة، والأدوات المالية محل الإصدار من جهة أخرى.

1.1- الشروط المتعلقة بالشركة: يجب على الشركات التي ترغب في إصدار الأدوات المالية

أن تتوفر على الشروط التالية:¹

- > أن تكون عبارة عن شركة ذات أسهم؛
- > يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بالكامل؛
- > نشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث السابقة للسنة التي تم من خلالها تقديم طلب القبول، وأن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة التي تسبق سنة القبول؛
- > تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة يعده عضو من مصف الخبراء المحاسبين غير محافظ الحسابات للشركة؛
- > يجب على الشركة أن تتوفر على هيئة للتدقيق الداخلي تكون محل تقييم من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للشركة؛
- > إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بكل التغيرات التي تمس عناصر الأصول؛
- > ضرورة تعيين وسيط في عمليات البورصة بالنسبة للشركات التي ترغب قبول سنداتھا للتداول في البورصة، بهدف تكليف الوسيط بمتابعة إجراءات القبول وإجراءات التفاوض؛
- > تقديم مشروع المذكرة الإعلامية التي تحتوي على كل المعلومات المتعلقة بالشركة من جهة، وبالأدوات المالية محل الإصدار من جهة أخرى، وأن تكون المذكرة مصادق عليها من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2.1- الشروط المتعلقة بالأدوات المالية: تختلف هذه الشروط باختلاف الأدوات المالية التي

ترغب الشركة في إصدارها، لهذا نميز بين الشروط الخاصة بالأسهم، والشروط الخاصة بالسندات:²

✓ **الشروط الخاصة بقبول الأسهم في البورصة:** تتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- > يجب أن لا يقل رأسمال الشركة عن خمسمائة مليون (500.000.000) دينار جزائري، وأن يكون محررا بالكامل؛
- > أن يتم توزيع الأسهم على عدد لا يقل عن مائة وخمسين (150) مساهم في أجل أقصاه يوم الإدخال؛
- > توزيع ما نسبته 20% من رأسمال الشركة في شكل أسهم.

¹ Règlement COSOB N:97-03 du 17 Radjeb 1418 Correspondant au 18 Novembre 1997, relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, Articles 30-36, P P 05-06.

² Cosob: Rapport annuel 2010, Alger, 2010, P18.

✓ الشروط الخاصة بقيد السندات في البورصة: يتعين على الشركة التي ترغب في قيد السندات التي تصدرها في بورصة الجزائر أن تحقق الشرط التالي:

- أن يكون مبلغ السندات المسعرة خمسمائة مليون (500.000.000) دينار جزائري على الأقل يوم الاكتتاب؛
- فيما يتعلق بتوزيع السندات فإنه لا يوجد شرط على ذلك.

2- إجراءات قيد الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر

حتى يتم إدخال الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية، يتطلب على الشركة أن تقوم إما بالإجراء العادي أو بالعرض العمومي للبيع، ويتم تحديد نوع الإجراء بالاتفاق بين المتدخلين والوسطاء في عمليات البورصة على أن يحظى ذلك بموافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويتم هذا الإدخال عن طريق نشر إعلان في النشرة الرسمية للتسعيرة خلال مدة أسبوعين على الأقل قبل التاريخ المقرر لأول تسعيرة، ويتضمن هذا الإعلان العناصر التالية:

- هوية الشركة المصدرة؛
 - الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بمتابعة إجراءات القبول والإدخال؛
 - عدد الأدوات المالية، طبيعتها وخصائصها؛
 - السعر المقترح من طرف المتدخلين؛
 - نوع الإجراء المقرر للتسعيرة الأولى.
- وسوف نتطرق إلى هذين الأسلوبين فيما يلي:

1.2- الإجراء العادي¹: هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، عندما يكون رأسمال الشركة المصدرة موزعا بشكل كاف بين الجمهور، من القيام بتسجيل القيمة بشكل مباشر في جدول التسعيرة بهدف التفاوض عليها وفق شروط التسعيرة المحددة في السوق، انطلاقا من سعر إدخال مصادق عليه من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على أساس شروط السوق¹.

♦ Offre Ordinaire.

¹ Règlement COSOB N:97-03, Op.Cit, Article 56.

2.2- العرض العمومي للبيع (OPV) ^A: يتمثل العرض العمومي للبيع في بيع كمية معينة من الأدوات المالية المصدرة من قبل الشركات ذات الأسهم، والتي تمثل نسبة من رأس المال الاجتماعي وفق سعر محدد مسبقا، ويتم تطبيق هذا الإجراء في حالة خوصصة المؤسسات العمومية وفتح رأسمالها، وهنا يمكن التمييز بين نوعين من الإجراءات:

◀ **العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:** وفق هذا الإجراء يتم وضع عدد معين من الأدوات المالية المصدرة تحت تصرف الجمهور وبسعر محدد مسبقا¹، كما يتم تحديد مدة صلاحية الاكتتاب لإرسال أوامر الشراء، وفي هذا الصدد يقوم الوسطاء بتحديد القائمة الإجمالية للأوامر المتلقاة من المكتتبين وإرسالها إلى شركة تسيير بورصة القيم المتداولة، وبعدها تقوم هذه الأخير بالتأكد من تحقيق الأوامر للشروط التالية:

- أن يتم تحرير الأوامر وفقا لسعر العرض فقط؛
- أن تتضمن الأوامر مختلف المعلومات المتعلقة بهوية المكتتبين، وإلغاء كل الأوامر التي تم إصدارها مرتين من نفس المكتتب؛
- التحقق من أن العرض لا يمثل سوى 20% من رأسمال الشركة، وأنه يتوزع على مائة وخمسين (150) مساهم كحد أدنى.

◀ **العرض العمومي للبيع بسعر أدنى:** يتمثل هذا الإجراء في تحديد عدد معين من الأدوات المالية ووضعها تحت تصرف الجمهور، كما يتم تحديد سعر أدنى لبيع تلك الأدوات والذي يعتبر أدنى سعر يقبل به المصدر للتنازل عن أدواته، وفي هذا الصدد يتم قبول الأوامر التي تعرض أعلى سعر تماشيا مع الحد الأدنى أو تساويه حسب الترتيب التصاعدي لها، وبالتالي يتم رفض كل الأوامر التي تقدم أقل من السعر الأدنى.

المطلب الثاني: أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر والأوامر الصادرة عنها

يتوفر سوق الأوراق المالية بالجزائر على مجموعة من الأدوات المالية نص عليها القانون التجاري، والتي تعتبر محور التعامل في هذه السوق من خلال الأوامر المصدرة سواء تعلق الأمر بالشراء أو بالبيع.

♦ Offre Publique de Vente.

¹ محمد زرقون: العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مع دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد الثاني عشر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013، ص 106.

1- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

لقد ميزَ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتضمن للقانون التجاري بين ثلاثة أنواع من الأدوات المالية التي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية، وتتمثل في أدوات الملكية، أدوات المديونية، وأدوات مالية أخرى، وسنتطرق إلى تلك الأنواع فيما يلي:¹

1.1- أدوات الملكية (الأسهم): يتم إصدار هذه الأدوات من قبل الشركات ذات الأسهم بعد حصولها على الموافقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وفي هذا الصدد حدّد القانون التجاري أنواع الأسهم التي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية الجزائري، وتتمثل في الأسهم العادية وأسهم التمتع، غير أن هذه الأخيرة لم يتم إصدارها بعد نظرا لاقْتِصَارِ السوق على تداول الأسهم العادية فقط.

2.1- أدوات المديونية (السندات): لقد أجاز القانون التجاري للشركات ذات الأسهم إصدار أدوات المديونية أو ما يعرف بالسندات، كما حدّد الأنواع التي تتضمنها فيما يلي:

- **سندات المساهمة:** تتضمن هذه السندات نوعين من العوائد جزء منها ثابت يتضمنه العقد، وجزء متغير يتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، ولا تكون هذه السندات قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها.

- **سندات الاستحقاق:** تتضمن عوائد ثابتة، ويتم إصدارها من قبل الشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين، ويبرر ذلك بإعداد ميزانيتين مصادق عليهما من قبل الجمعية العامة للمساهمين، كما يشترط أن يكون رأسمالها مسددا كليا.

وبالرغم من ترخيص القانون التجاري الجزائري بإصدار النوعين السابقين من السندات، إلا أن سوق الأوراق المالية يتداول فيه نوع واحد فقط ألا وهو سندات الاستحقاق.

3.1- أدوات مالية أخرى: يتم إصدار هذا النوع من الأدوات بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مندوب الحسابات في الشركة، حيث ترخص الجمعية العامة غير العادية بذلك بقوة القانون، ويعتبر الاكتتاب في هذه الأدوات حق تفضيلي للمساهمين في الشركة، وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

- **سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم:** هي السندات التي تمنح لصاحبها إمكانية استبدالها بأدوات الملكية (الأسهم) المصدرة من طرف نفس الشركة.

1- وزارة العدل، القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 196.

- **سندات الاستحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم:** أصحاب هذه السندات يحصلون بالإضافة إلى السندات التي تتضمن عوائد ثابتة، قسيمة أو أذونات تؤهلهم للاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة، ويتم ذلك وفق شروط معينة تحدّد في عقد الإصدار.

- **شهادات الاستثمار:** تصدر هذه الشهادات بقيمة اسمية مساوية تماما للقيمة الاسمية لأسهم الشركة المصدرة لها، وهي تشبه إلى حد كبير الأسهم دون حق التصويت، حيث يستفيد حاملها من كل الحقوق المالية المتصلة بالأسهم، والتي تشمل الحق في الأرباح الموزعة وحق الاكتتاب في حالة زيادة رأس المال، غير أنه لا يمكن لحاملها المشاركة في الجمعيات العامة والتصويت فيها.

- **السندات الشبيهة بالخرينة:** يتم إصدار هذه السندات من قبل الخزينة العمومية، وتتميز بخلوها من المخاطر كونها مضمونة من قبل الدولة، وتعتبر من بين الأدوات المالية التي يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين في سوق الأوراق المالية بالجزائر حيث تم إدراجها في سنة 2008، وتنقسم حسب مدة استحقاقها إلى ما يلي:

▪ **أذونات الخزينة للحساب الجاري^A(BTC):** هي عبارة عن سندات قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 13 أسبوع إلى ثلاث سنوات؛

▪ **أذونات الخزينة المشابهة^A(BTA):** هي سندات متوسطة الأجل، تتراوح مدتها من ثلاثة سنوات إلى سبعة سنوات؛

▪ **السندات الشبيهة بالخرينة^N(OAT):** هي سندات طويلة الأجل، تتراوح مدتها من سبع سنوات إلى خمس عشرة سنة.

2- الأوامر المصدرة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

يتم تداول الأدوات المالية في السوق من خلال قيام المستثمرين بإصدار مجموعة من الأوامر وإرسالها للوسطاء في عمليات البورصة، إما كتابيا من خلال استمارة يحصل عليها المستثمر أو بواسطة الهاتف، وهنا يجب على الوسيط تحديد ساعة وتاريخ المكاملة حين استلامها، وفي هذا الصدد فإن سوق الأوراق المالية بالجزائر يتضمن ثلاثة أنواع من الأوامر:

- الأمر بسعر السوق؛

- الأمر بالسعر المحدد؛

- الأمر بالسعر الأحسن.

♦ BTC : Bons du Trésor en Compte courant.

♦ BTA : Bonds du Trésor Assimilables.

• OAT : Obligations Assimilables du Trésor.

ولا بد أن تتوفر هذه الأوامر على كل المعلومات المتعلقة بالمستثمر من جهة، وبالآداة المالية موضوع الطلب من جهة أخرى، ومن بين تلك المعلومات ما يلي:

- البيانات الشخصية للمستثمر؛
- موضوع العملية المراد القيام بها شراء كانت، أم عملية بيع؛
- نوع وخصائص وعدد الأوراق المالية المراد التفاوض عليها؛
- تحديد سعر الورقة المالية المطلوبة والذي يختلف حسب نوع الأمر المستخدم؛
- تحديد مدة صلاحية الأمر، بمعنى أنه إذا لم يتم تنفيذ الأمر بعد تلك المدة يعتبر ملغى، كما قد يكون الأمر مفتوحا أي بدون مدة، وفي هذه الحالة يجب تحديد ذلك صراحة في الأمر.

المطلب الثالث: نظام تسعير وتسوية الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

تقوم الهيئات المتدخلة في سوق الأوراق المالية بتسعير الأدوات المالية حسب نظام التسعير المتبع، ليتم بعد ذلك تداولها ومن ثم تسويتها، وبناء على ذلك سنتطرق فيما يلي إلى نظام التسعير من جهة، وكيفية تسوية هذه الأدوات من جهة أخرى.

1- نظام تسعير الأدوات المالية

يعتمد النظام العام للتسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر على مقابلة أوامر الشراء وأوامر البيع لتحديد أسعار الأدوات المالية، ويكون ذلك إما من خلال نظام التسعير الثابت أو بنظام التسعير المستمر.

فنظام التسعير الثابت (Le Fixing) يعتمد على تطبيق تسعيرة واحدة لمختلف المعاملات التي تتم على كل أداة مالية، ويتميز هذا النظام من التسعير بما يلي:¹

- تحقيق أكبر حجم ممكن من الصفقات؛
- تحقيق التوازن بين أوامر الشراء وأوامر البيع، لأن السعر الذي يتم تحديده يكون بناء على مقابلة الأوامر المتعلقة بكل أداة مالية على حدى، ويجب أن يحقق أكبر حجم ممكن من الأوامر؛
- تخفيض حجم التذبذب في الأسعار، حيث يتم تطبيق سعر واحد خلال جلسة التداول.

أما نظام التسعير المستمر (Le Continu) يعمل على المواجهة المتواصلة لأوامر الشراء وأوامر البيع وبالتالي تحديد العديد من الأسعار، فبمجرد ما يتفق البائع والمشتري حول سعر معين يتم التبادل به مباشرة، وهذا ما يسمح بوجود حركة مستمرة من التبادلات خلال جلسة التداول.

¹ www.sgbv.dz, consulter le 20/12/2013.

وتجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية بالجزائر يعتمد على نظام التسعير الثابت¹، حيث يقوم الوسطاء في عمليات البورصة بعرض جميع الأوامر التي بحوزتهم ليتم تحديد سعر التوازن لكل أداة مالية على حدى، حيث تمنح الأولوية للأوامر التي يعرضها الوسطاء لحساب زبائنهم أولاً، ثم الأوامر التي تعرض لحسابهم الخاص، وبعدها يستلم كل وسيط كئفاً يبيّن الأوامر المقبولة تنفيذها وفقاً للسعر المحدد مرفوقاً بالكمية المطلوبة.

وبعد تحديد السعر يجتمع الوسطاء في قاعة السوق "الصحن" بمعدل جلستين في الأسبوع يومي الاثنين والأربعاء، وذلك تحت إشراف ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم المتداولة حسب القواعد والإجراءات المعمول بها على مستوى الشركة، ليتم تبادل الأدوات المالية وفق الأوامر المعروضة².

2- تسوية الأدوات المالية

يتم تسوية الأدوات المالية بما يعرف بنظام المقاصة الذي يضمن التسوية النهائية لعمليات الشراء والبيع، من خلال قيام الوسطاء بضمان نقل ملكية الأدوات المالية من بائعها إلى مشتريها من جهة، ودفع المبالغ المستحقة من المشتري إلى البائع من جهة أخرى وذلك حسب الأجل المحددة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المتداولة، وبعد كل جلسة يتم سحب وصل يتضمن ملخصاً عن المعاملات التي تمت على كل أداة مالية من خلال النظام الآلي للتفاوض³.

وفي حالة عدم تسليم الأدوات المالية أو دفع المبالغ المطلوبة من قبل الوسيط يتم التصريح بعدم وفائه، وهنا تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإعادة شراء الأدوات المالية التي لم تسدد على أن يتحمل الوسيط تكلفة إعادة الشراء، وإذا لم يلتزم الوسيط بالتسديد فيتم إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حتى تتخذ كل التدابير الضرورية لإجبار الوسيط على الوفاء بالتزاماته.

وتجدر الإشارة إلى أن كل جلسات التداول التي تتم على مستوى سوق الأوراق المالية تتطلب الحضور الإجمالي للوسطاء في عمليات البورصة، سواء لديهم معاملات يقومون بتسويتها أم لا⁴.

¹ Youcef Debboub: Le marché financier algérien-réalité et perspectives-, Intervention faite lors du colloque National sur «L'environnement des affaires favorable au développement et à la dynamisation des marchés financiers», Centre Universitaire de Tipaza, Alger, 27-28 Novembre 2013, P14.

² Décision N° 10/02, Relative aux Règles de Gestion des séances de Négociation à la bourse des valeurs, Modifiant et complétant la décision n° 02, Du 22 Mars 1998, Article 02, P01.

³ Décision N° 11/02, Relatives aux Règles de Compensation et de Règlement des Transactions en Bourse, Modifiant et Complétant la Décision n° 03 Du 22 Mars 1998, 2002, Article 07, P02.

⁴ Décision N° 07/99, Relative aux Règles de Compensation et de Règlement des Transactions en Bourse, Complétant et Modifiant la Décision N° 03/98, 1999, Article 02, P01.

المبحث الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر

يعتبر إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر مجالا أمام ظهور وسيلة جديدة للتمويل يعتمد عليها الاقتصاد بعيدا عن التمويل التضخمي، كونه يسمح للمؤسسات بالحصول على ما تحتاجه من الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها التنموية الهادفة لتطوير الاقتصاد الوطني، وهذا من خلال الأدوات المالية التي يوفرها والتي تتنوع بين أدوات الملكية أو ما يعرف بالأسهم، وأدوات المديونية التي تعرف بالسندات. وللتمكن من تقييم أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر، سنتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- الشركات المسعرة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1998-2013؛
- تحليل نشاط سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- مقارنة أداء أسواق الأوراق المالية في الجزائر، مصر، المغرب وتونس.

المطلب الأول: الشركات المسعرة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1998-2013

سنتطرق في هذا المطلب إلى الشركات التي تم تسعيرها في سوق الأوراق المالية بالجزائر وذلك بتقسيمها إلى قسمين، جزء يخص الشركات المصدرة للأسهم، والجزء الآخر يتضمن الشركات المصدرة للسندات، وهذا على اعتبار أن هناك عدة مؤسسات قامت بإصدار أدوات مالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر لكنها لم تسعر في البورصة.

1- سوق الأسهم

يضم سوق الأسهم مختلف الشركات المسعرة التي لجأت إلى رفع أو فتح رأسمالها أي إصدارها للأسهم في سوق الأوراق المالية بالجزائر، وتتمثل هذه الشركات في مؤسسة الصناعات الغذائية للحبوب ومشتقاتها "الرياض-سطيف"، المجمع الصناعي "صيدال"، مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي"، شركة أليانس للتأمينات، شركة العصائر والمشروبات "أن سي أ الروبية"¹.

1.1- مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها "الرياض-سطيف": تأسست هذه

المؤسسة في 01 جانفي 1983 على إثر عملية إعادة هيكلة الشركة الوطنية للمسامد، المطاحن، العجائن الغذائية، والكسكس، وتم تحويلها إلى شركة ذات أسهم في 02 أفريل 1990 برأسمال قدره مائة مليون (100.000.000) دينار جزائري، مقسم على 1000 سهم بقيمة اسمية قدرها 100.000 دج، موزعة على صناديق المساهمة للصناعات الغذائية (350 سهم)، الصناديق المشتركة للصناعات المتعددة (250 سهم)، الصناديق المشتركة للمناجم الهيدروكربونية والهيدروليك (200 سهم)، الصناديق المشتركة للخدمات (200 سهم).

¹ www.cosob.dz, Consulter le 25/08/2014.

كما عرف رأسمال الشركة ارتفاعات متوالية ندرجها فيما يلي:
✓ في 03 مارس 1993: رفع رأس المال الاجتماعي للشركة من 100 مليون دج إلى 550 مليون دج؛

✓ في 08 جانفي 1994: رفع رأس المال من 550 مليون دج إلى 850 مليون دج، مقسم على 8500 سهم بقيمة اسمية قدرها ألف (1.000) دج للسهم الواحد؛

✓ في ماي 1994: التحويل الكلي لرأس المال الاجتماعي المقدر بمبلغ 850 مليون دج إلى الصناديق المشتركة للصناعات الغذائية؛

✓ في 18 جانفي 1997: التحويل الكلي لأسهم المؤسسة لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية، وذلك بموجب الأمر رقم 95-25 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة؛

✓ في 29 أبريل 1998: رفع رأس المال من 850 مليون دج إلى 4 مليار دج، مقسم على 4 مليون سهم بقيمة اسمية قدرها ألف (1.000) دج للسهم الواحد.

وعلى إثر القرار الذي اتخذته المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE*) في تاريخ 05 فيفري 1998، والمتعلق بإدخال المؤسسة العمومية الاقتصادية "الرياض-سطيف" إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر، قرّرت الجمعية العامة غير العادية للشركة في اجتماع لها يوم 29 أبريل 1998 بزيادة رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار إلى 5 مليار دج، أي بزيادة قدرها مليار (1.000.000.000) دج تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي، مقسم على مليون (1.000.000) سهم بقيمة اسمية قدرها ألف (1.000) دج للسهم الواحد، وفي هذا الصدد تحصلت على تأشيرة القبول رقم 98-03 المؤرخة في 15 أكتوبر 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتتمثل خصائص عملية الإصدار فيما يلي:

◀ سعر الإصدار: حدد سعر الإصدار للسهم الواحد بمبلغ 2300 دج؛

◀ فترة الاكتتاب: تم توجيه الأسهم المصدرة للاكتتاب فيها من قبل الأشخاص الطبيعيين والأشخاص المعنويين على حد سواء، حيث حددت فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 1998 إلى غاية 15 ديسمبر 1998؛

◀ نقابة التوظيف: تتولى هذه النقابة مهمة توظيف الأسهم من قبل الأشخاص الطبيعيين والمعنويين باتخاذ كل الإجراءات التي من شأنها تحسين عملية الاكتتاب، وتتكون هذه النقابة من بنك الفلاحة والتنمية الريفية والذي اعتبر كذلك البنك الرئيس للعملية، البنك الخارجي الجزائر، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي.

* CNPE : Conseil National des Participations de l'Etat.

وكان الهدف من هذه العملية هو تمويل استثمارات التوسع التي تقوم بها المؤسسة وتحديث عوامل الإنتاج، وذلك من خلال رفع وتطوير القدرات الإنتاجية، وإدخال معدات وآلات جديدة من شأنها تحسين نشاط المؤسسة.

ونتيجة للوضع المالي الصعبة التي آلت إليها مؤسسة الرياض-سطين في سنة 2005، وعدم سيولة أسهمها، بالإضافة إلى عدم توزيعها للأرباح على المستثمرين منذ سنة 2004، قرّرت هذه الأخيرة الانسحاب من البورصة من خلال قيامها بتقديم عرض عمومي للسحب (OPR*) يمتد خلال الفترة من 30 جويلية 2006 إلى 31 أكتوبر 2006، بسعر ثابت قدره 1500 دج للسهم الواحد (بعدما كان 2300 دج في بداية التسعير)، وقد بلغت نسبة الاستجابة 94.28%¹.

2.1- المجمع الصناعي "صيدال": تم إنشاء المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية في أبريل 1982 بعد إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية بموجب المرسوم رقم 161/82، وفي أبريل 1997 نتيجة لقيام مركب إنتاج الدواء بالمدينة بإنتاج المضادات الحيوية تم إدراجه ليصبح ملكا للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيماوية، وهذا ما فتح المجال للظهور الفعلي للمؤسسة العمومية الاقتصادية "صيدال"².

وفي 02 فيفري 1998 تحولت المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال إلى المجمع الصناعي "صيدال" نتيجة لعملية إعادة الهيكلة التي تبنتها المؤسسة، وهو عبارة عن شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي قدره 2.500 مليون (2.500.000.000) دج موزع على 10 مليون سهم بقيمة اسمية تبلغ 250 دج للسهم الواحد، ومن بين المهام التي أوكلت للمجمع ما يلي:

- إنتاج، استيراد، تصدير، وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والكيماوية سواء على شكل مواد أولية أو منتجات مصنعة أو نصف مصنعة؛
- تكثيف البحث في الميدان الطبي وصناعة الأدوية؛
- إعداد مختلف السياسات والاستراتيجيات الخاصة بمجمع صيدال في المجالات الصناعية، المالية، التسويقية، وكذا التطوير والجودة.
- تحديد استراتيجيات عملية الإنتاج وتطوير المنتجات الجديدة في المجال الطبي.

ووفقا للأمر رقم 22/95 الصادر في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، وعلى إثر القرار الذي اتخذته مجلس مساهمات الدولة في اجتماعه يوم 19 جوان 1998 في إطار تفعيل عملية الخصخصة، قرّرت الجمعية العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22 جوان 1998 بإدراج هذا الأخير في بورصة الجزائر نظرا للوضع المالي الجيدة التي يتمتع بها، وذلك بهدف الخصخصة

* OPR : Offre Publique de retrait.

¹ Cosob: Rapport annuel 2006, Alger, 2006, PP19-20.

² Cosob: Notice d'information de groupe saidal, Alger, 1998, P13.

الجزئية له من خلال فتح 20% من رأسماله للاكتتاب العام عن طريق العرض العمومي للبيع (OPV*) والذي يمثل مليوني (2.000.000) سهم بقيمة اسمية تبلغ 250 دج للسهم الواحد، حيث حصل المجمع على تأشيرة الموافقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 98-04 الصادرة في 24 ديسمبر 1998.

وامتدت فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999، بسعر عرض ثابت قدره 800 دج للسهم الواحد، وقد تمت أول تسعيرة لأسهم المجمع في البورصة في تاريخ 16 ماي 1999، ويمكن تلخيص نتائج عملية الاكتتاب فيما يلي:

◀ **الأشخاص الطبيعيون:** بلغ عدد الأسهم المكتتب فيها من قبل الأشخاص الطبيعيين 1.807.774 سهم، أي ما يمثل 63.79% من مجموع المكتتبين، بما فيهم عمال مجمع صيدال والمواطنون العاديون؛

◀ **الأشخاص المعنويون:** بلغ عدد الأسهم المكتتب فيها من قبل هؤلاء الأشخاص 1.026.315 سهم، أي ما يمثل 36.21% من مجموع المكتتبين.

وهذا ما مكن المجمع من تحصيل ما قيمته 2.26 مليار دج نتيجة العرض العمومي للبيع الذي اتبعته بسعر ثابت قدره 800 دج للسهم الواحد، والذي ساهم فيها الأشخاص الطبيعيون بنسبة أكبر من مساهمة الأشخاص المعنويين، ويعود ذلك إلى المكانة والشهرة التي يحتلها المجمع لدى عامة المجتمع.

3.1- مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي": تم تأسيس المؤسسة في تاريخ 02 ماي 1975 تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وأوكلت مهمة تسييره إلى الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR*) إلى غاية سنة 1979، ثم من طرف الديوان الوطني للمؤتمرات والندوات (ONCC*) إلى غاية سنة 1983، أين تحول إلى شركة اشتراكية تبعا لعملية إعادة الهيكلة العضوية التي تبناها الفندق في نفس السنة.

وفي 12 فيفري 1991، تم تغيير الطبيعة القانونية للمؤسسة لتصبح عبارة عن مؤسسة عمومية اقتصادية وهي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 40 مليون (40.000.000) دج، موزع على 400 سهم بقيمة اسمية تبلغ 100.000 دج للسهم الواحد، وأصبحت تسمى مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي" (EGH El Aurassi).

* OPV : Offre Publique de Vente.

* SONATOUR : Société Nationale du Tourisme et de l'Hôtellerie.

* ONCC : Office Nationale des Congrès et du Conférence.

وبموجب الأمر رقم 95-25 الصادر في سنة 1995 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، أصبحت مؤسسة التسيير الفندقي تحت رعاية الشركة القابضة العمومية للخدمات من خلال قيام هذه الأخيرة بالاكنتاب في كل أسهم المؤسسة.

وتبعا لتوجيهات السلطات العمومية الرامية لتشجيع عملية الخوصصة المبرمة في سنة 1998، قرّرت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي" في تاريخ 21 جوان 1998 برفع 20% من رأسمال المؤسسة عن طريق العرض العمومي، ليصبح في حدود 1.5 مليار (1.500.000.00) دينار جزائري، حيث حصلت المؤسسة على التأشير رقم 01-99 بتاريخ 24 ماي 1999 التي تؤهلها للدخول في البورصة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وفي هذا الصدد قامت المؤسسة بإصدار الأسهم المقدرة بحوالي 1.2 مليون (1.200.000) سهم بقيمة اسمية تبلغ 250 دج وبسعر إصدار يقدر بـ 400 دج، حيث امتدت فترة الاكنتاب لعملية العرض العمومي للبيع من 15 جوان 1999 إلى 15 جويلية 1999، وتم إدخال هذه الأسهم للتسعير في البورصة يوم 20 جانفي 2000¹.

وبيّنت نتائج العرض العمومي للبيع أنه تم الاكنتاب في كل الأسهم المصدرة من قبل مؤسسة الأوراسي، وذلك بنسبة 65% من قبل الأشخاص الطبيعيين وبنسبة 35% من طرف الأشخاص المعنويين.

4.1- شركة أليانس للتأمينات: تعتبر أليانس للتأمينات شركة خاصة ذات أسهم، تم تأسيسها من طرف مستثمرين محليين في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 الصادر عن وزارة المالية والمتعلق بفتح السوق الوطني للتأمينات، وبدأت نشاطها الفعلي في سنة 2006 بعد حصولها على الاعتماد رقم 05/122 الذي يؤهلها لممارسة مختلف عمليات التأمين وإعادة التأمين.

وبلغ رأسمال شركة أليانس للتأمينات قيمة 500 مليون (500.000.000) دينار جزائري، مقسم على 100.000 سهم بقيمة اسمية تبلغ 5.000 دج للسهم الواحد.

وفي سنة 2009 أعلنت الشركة عن رفع رأسمالها بعد انعقاد الجمعية العامة غير العادية في تاريخ 16 جويلية 2009، ليصل إلى 800 مليون (800.000.000) دج موزع على 160.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 5.000 دج للسهم الواحد².

وفي تاريخ 2 جوان 2010، وبقرار من الجمعية العامة غير العادية للشركة تم تخفيض القيمة الاسمية للسهم الواحد من 5.000 دج إلى 1.000 دج، ليرتفع عدد الأسهم المكونة لرأس المال إلى

¹ <http://www.cosob.org/les-emetteurs-eghaurassi.htm>, Consulter le 27/12/2013.

² Alliance Assurance: Rapport Annuel 2009, Alger, 2009, P07.

800.000 سهم، أما في 29 جويلية 2010 تم أيضا تخفيض القيمة الاسمية إلى 200 دج للسهم الواحد، ليصبح رأسمال الشركة موزع على 4 مليون (4.000.000) سهم. وفي إطار سعي الشركة الدائم لتوسيع وتطوير أنشطتها، أصبحت تتوفر في 31 ديسمبر 2012 على 203 مركز إنتاج يتمثل أساسا في وكالات بيع المنتجات التي تنتجها شركة أليانس للتأمينات، وهذا ما سنلاحظه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (12): تطور وكالات البيع لشركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2012

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
عدد الوكالات							
الوكالات الرئيسية	01	06	07	07	09	10	15
الوكالات المباشرة	01	32	46	36	43	45	85
الوكلاء	0	06	13	38	53	56	103
المجموع	02	44	66	81	105	111	203

المصدر: وثائق مقدمة من طرف شركة أليانس للتأمينات

وبالتالي فمن خلال الجدول السابق، نلاحظ التطور السنوي لوكالات البيع على مستوى شركة أليانس للتأمينات في ظرف فترة وجيزة، فمن وكالتين فقط في سنة 2006، ارتفع العدد إلى 81 وكالة في سنة 2009، ثم إلى 111 وكالة في سنة 2011، لتصل في نهاية سنة 2012 إلى 203 وكالة موزعة على كافة التراب الوطني، وهذا ما يدل على النشاط السريع الذي تعرفه الشركة منذ تأسيسها.

كما تمتلك الشركة على فرعين رئيسيين:

◀ **الجزائرية للمساعدة السياحية ATA^A**: هي عبارة عن شركة ذات أسهم متخصصة في مساعدة الأشخاص، تم تأسيسها في سنة 2006 بالشراكة مع نادي السياحة الجزائري (TCA♦)، وتبلغ حصة أليانس للتأمينات 74.99% من أسهم الشركة.

◀ **شركة أورافينا (Sarl Orafina)**: هي عبارة عن شركة متخصصة في تطوير برمجيات الإعلام الآلي، تأسست في سنة 2008 برأسمال يبلغ 10 مليون دج، وتبلغ حصة أليانس للتأمينات نسبة 60% من رأسمال الشركة، وتم تكريس هذا الفرع لتطوير نظام التخطيط لموارد المؤسسة وخدمات تقنية المعلومات.

♦ ATA : Algérie Touring Assistance.

♦ TCA : Touring Club Algérie.

وفي تاريخ 21 جوان 2010 على إثر اجتماع الجمعية العامة غير العادية لشركة أليانس للتأمينات، تم اتخاذ قرار يقضي برفع رأسمال الشركة عن طريق إصدار أسهم جديدة باللجوء إلى العرض العمومي للدخار، وهذا قصد التكيف مع المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009* المتعلق بتحديد رأس المال الأدنى لشركات التأمين المقدر بمبلغ ملياري (2.000.000.000) دينار جزائري¹.

وفي هذا الصدد حصلت شركة أليانس للتأمينات على تأشيرة القبول من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/2010 الصادرة بتاريخ 08 أوت 2010، والمتضمنة رفع رأس المال إلى 2.2 مليار (2.200.000.000) دينار جزائري، لتعتبر أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى بورصة الجزائر بإصدارها للأسهم، وفيما يلي خصائص عملية الإصدار:

- مبلغ الإصدار: 1.433.787.970 دج؛
- عدد الأسهم الجديدة موضوع الإصدار: 1.804.511 سهم؛
- نوع الأسهم: الأسهم المصدرة هي أسهم عادية غير مجسدة؛
- القيمة الاسمية: بلغت القيمة الاسمية للأسهم 200 دج؛
- سعر الإصدار: حدد سعر الإصدار بمبلغ 830 دج؛
- فترة الاكتتاب: تمتد فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 2010 إلى غاية 01 ديسمبر 2010؛
- الضرائب: كل الأرباح والفوائد المترتبة على بيع أسهم شركة أليانس للتأمينات معفاة كلياً من الضرائب، سواء الضريبة على الدخل الإجمالي (IRG)، أو الضريبة على أرباح الشركات (IBS) إلى غاية تاريخ 2013/12/31؛
- نقابة التوظيف: لقد كلفت شركة أليانس للتأمينات مجموعة من البنوك لجمع بطاقات الاكتتاب المتعلقة بالأسهم موضوع الإصدار، تتمثل فيما يلي:
 - القرض الشعبي الجزائري باعتباره البنك الرئيس، الذي يرافق الشركة أثناء عملية الإصدار، كما يتولى ضمان سيولة الأسهم المصدرة في بورصة الجزائر؛
 - بنك الجزائر الخارجي؛
 - البنك الوطني الجزائري؛
 - بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛

* المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 95-344 الصادر في 30 أكتوبر 1995، المتعلق بتحديد رأس المال الأدنى لشركات التأمين.

¹ وثائق مقدمة من قبل شركة أليانس للتأمينات.

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛
- بنك التنمية المحلية؛
- بنك بي.أن.بي باريبا الجزائر؛
- سوسييتي جنرال الجزائر.

وكان الهدف من قيام شركة أليانس للتأمينات برفع رأسمالها بقيمة 1.4 مليار دينار جزائري عن طريق الانضمام إلى سوق الأوراق المالية هو تمويل عملية إنشاء الفروع التالية:

❖ **فرع التأمين على الحياة:** بمبلغ 510 مليون دينار جزائري، الذي يمثل نسبة 51% من التكلفة الإجمالية لانجازه، على اعتبار أنها النسبة التي ستشارك بها شركة أليانس للتأمينات؛

❖ **فرع الترقية العقارية:** بمبلغ 450 مليون دينار، الذي يمثل نسبة 90% من التكلفة الإجمالية، باعتبارها نسبة مشاركة شركة أليانس للتأمينات؛

❖ **فرع الرأسمال الاستثماري:** بمبلغ 450 مليون دينار جزائري، الذي يمثل نسبة 90% من التكلفة الإجمالية لانجاز الفرع، التي تمثل نسبة مشاركة شركة أليانس للتأمينات فيه.

وبعد انتهاء فترة الاكتتاب التي تمت عن طريق العرض العمومي للاذخار، تم رصد النتائج التالية والتي تتوزع حسب أصناف المستثمرين:¹

- **الأشخاص الطبيعيون ذوي الجنسية الجزائرية:** بلغت نسبة الاكتتاب 74.17%، التي تمثل عدد 1.338.346 سهم؛
- **المستثمرون المؤسسيون:** تم الاكتتاب من قبل هؤلاء المستثمرون بنسبة 10.07%، أي بما يقدر بـ 181.625 سهم؛
- **الأشخاص المعنويون ذوي الجنسية الجزائرية:** قدرت نسبة الاكتتاب 10.31%، التي تمثل 186.022 سهم؛
- **شركة المغرب للعربات:** بنسبة 0.20%، التي تمثل 3.635 سهم؛
- **العمال الأجراء في شركة أليانس للتأمينات:** نسبة الاكتتاب قدرت بـ 0.26%، التي تمثل 4.657 سهم.

5.1- شركة العصائر والمشروبات "أن.سي.أ.الروبية": تأسست هذه الشركة في 02 ماي 1966، في شكل شركة ذات المسؤولية المحدودة برأسمال قدره 300 ألف (300.000) دينار جزائري

¹ Cosob: Rapport annuel 2010, Op.cit, P 30.

موزع على 300 حصة بقيمة اسمية تبلغ 1000 دج للحصة الواحدة، واقتصر نشاطها على تغليب الخضر خاصة منها الطماطم.

وفي 15 مارس 1974 تم رفع رأس المال إلى 800 ألف (800.000) دينار جزائري، وذلك في إطار توسيع أنشطة الشركة لتشمل المشروبات والعصائر المركزة، كما قامت بزيادة رأسمالها إلى 1.244.000 دج في 21 جويلية 1985.

ومع تطور السوق الجزائرية وتقنيات التغليف والحفظ، اعتمدت الشركة في سنة 1990 على تقنية متطورة للتغليف بهدف توفير الحفظ الأمثل للعصائر والمشروبات من الفواكه، وهذا في إطار تطبيق المعايير الدولية وتلبية المتطلبات الجديدة للمستهلكين، الأمر الذي نتج عنه زيادة في رأسمال الشركة إلى 54.736.000 دج في 14 ديسمبر 1994.

وفي سنة 2000 حصلت الشركة على شهادة الإيزو رقم 9002 لتعتبر أول مؤسسة جزائرية تحصل على هذه الشهادة، كما تم تغيير الطبيعة القانونية للشركة لتصبح عبارة عن شركة ذات أسهم (SPA) في سنة 2003 برأسمال قدره 109.472.000 دج، مقسم على 109.472 سهم بقيمة اسمية تبلغ 1000 دج للسهم الواحد.

وبعد عدة تغييرات لرأسمال شركة أن.سي.أ. الروبية أصبح في 23 ديسمبر 2008 يبلغ 849.195.000 دج ، موزع على 849.195 سهم عادي بقيمة 1000 دج للسهم الواحد.

وفي إطار التحضير للدخول في سوق الأوراق المالية بالجزائر، قررت الجمعية العامة غير العادية للشركة في سنة 2012 زيادة عدد الأسهم من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم من 1000 دج إلى 100 دج عن طريق اللجوء إلى العرض العمومي للبيع¹.

وفي 06 فيفري 2013 حصلت شركة أن.سي.أ. الروبية على التأشيرة رقم 01-2013 من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التي توّهلها للقيام بالعرض العمومي للبيع الذي يشمل الخصائص التالية:²

❖ مبلغ الإصدار: يقدر مبلغ الإصدار 212.298.750 دج الذي يمثل 25% من رأس المال الاجتماعي للشركة؛

❖ نوع الأسهم: الأسهم المعروضة هي أسهم عادية؛

❖ عدد الأسهم: 2.122.988 سهم، بقيمة اسمية تبلغ 100 دج؛

¹ NCA-Rouiba SPA: Rapport de Commissariat aux comptes, Alger, 20 Juin 2013, P02.

² Cosob: Notice d'information de la NCA-Rouiba, Alger, 2013, P 13.

❖ **سعر الإصدار:** حدّد سعر الإصدار بمبلغ 400 دج؛

❖ **فترة الاكتتاب:** تمتد فترة الاكتتاب من 07 أفريل 2013 إلى غاية 25 أفريل 2013؛

❖ **نقابة التوظيف:** قامت شركة أن.سي.أ. الروبية بتكليف مجموعة من البنوك لمرافقتها في عملية العرض العمومي للبيع، أي جمع أوامر الشراء من قبل المستثمرين وتنظيم عملية توظيف الأسهم في بورصة الجزائر، ويتعلق الأمر بكل من:

- بنك بي.أن.بي باريبا الجزائر: باعتباره البنك الرئيس والمسؤول على نقابة التوظيف؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- البنك الوطني الجزائري؛
- البنك الخارجي الجزائري؛
- بنك التنمية المحلية؛
- الصندوق الوطني للتوفير الاحتياط؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛
- الشركة العامة الجزائرية "سوسييتي جينرال الجزائر".

❖ **توزيع عملية الاكتتاب:** تمّ توزيع عملية الاكتتاب في أسهم شركة أن.سي.أ. الروبية إلى صنفين من الأشخاص:

- **الصنف أ:** يشمل العاملون في الشركة نفسها، الذين بإمكانهم الاكتتاب في نسبة 4% من إجمالي الأسهم المعروضة، أي ما يقدر بحوالي 85.000 سهم، ويسعر بيع أقل من السعر المعروض في السوق والذي حدّد بمبلغ 380 دج؛
- **الصنف ب:** يشمل الأشخاص المحليون المقيمون في الجزائر سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، من غير العاملين في الشركة، الذين بإمكانهم الاكتتاب فيما يقدر بحوالي 2.037.988 سهم، أي بنسبة 96% من إجمالي الأسهم المعروضة.

❖ **طلبات الشراء:** قامت شركة أن.سي.أ. الروبية بتسقيف عدد الأسهم التي يجب أن تتضمنها طلبات الشراء، من خلال وضع الحد الأدنى والحد الأقصى لكل طلب والذي يتراوح بين 75 سهم و85.000 سهم على التوالي لكل من الصنفين السابقين على حد سواء، كما يجب على كل مستثمر أن يودع طلبا واحدا فقط، وفي حالة تعدد طلبات الشراء لنفس المستثمر يؤخذ بعين الاعتبار الطلب الذي يتضمن أكبر عدد من الأسهم.

وتهدف شركة أن.سي.أ. الروبية من جرّاء إدراج 25% من رأسمالها في سوق الأوراق المالية بالجزائر إلى تحقيق ما يلي:

- ◆ فتح قناة دائمة للحصول على الأموال الخاصة التي توفر للشركة بدائل تمويلية توافق طموحاتها؛
- ◆ توفير السيولة للمساهمين من خلال إدراج الأسهم في بورصة الجزائر؛
- ◆ تعزيز سمعة الشركة اتجاه شركائها الاقتصاديين من جهة، واتجاه زبائنهم من جهة أخرى؛
- ◆ تبني قواعد الحوكمة الرشيدة التي تدعم تألقها واستمراريتها، والتي تركز على ضمان الشفافية والإفصاح لكل المعلومات المتعلقة بالشركة.

◀ نتائج عملية العرض العمومي للبيع: إن فترة الاكتتاب التي تم تحديدها مسبقا والممتدة من 07 أبريل 2013 إلى غاية 25 أبريل 2013 لم تحقق النتائج المرجوة من عملية العرض العمومي للبيع، حيث تم تحرير 82.75% من إجمالي الأسهم بما يعادل 1.756.809 سهم من قبل 1408 مستثمر، يتوزعون على 36 مستثمر من الأشخاص المعنويين، و1372 مستثمر من الأشخاص الطبيعيين.

وهذا ما دفع شركة أن.سي.أ. الروبية إلى تمديد فترة العرض إلى غاية 08 ماي 2013 أين تم الوصول إلى المبلغ الإجمالي للعرض، لتتوزع نسبة الاكتتاب بين 75% من قبل الأشخاص الطبيعيين بما يعادل أكثر من 1800 مكتتب منهم 29 عامل بالشركة، و25% من قبل الأشخاص المعنويين بما يقدر بـ 48 مكتتب.

2- سوق السندات

شهد سوق السندات في الجزائر دخول العديد من الشركات العمومية والخاصة بإصدارات متعددة، بهدف تعبئة الموارد المالية الضرورية لتمويل برامجها الاستثمارية المختلفة، وسنتطرق فيما يلي إلى تلك الشركات التي قامت بتسعير سنداتها في بورصة الجزائر والتي تتمثل في شركة الخطوط الجوية الجزائرية، الشركة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، شركة اتصالات الجزائر، وأخيرا شركة دحلي، وتجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من الشركات التي قامت بإصدار السندات لكن لم يتم إدراجها في تسعيرة البورصة، بل تم تداولها في سوق التراضي (Marché de Gré à Gré).

1.2- شركة الخطوط الجوية الجزائرية: أنشئت هذه الشركة في سنة 1947 برؤوس أموال أجنبية بنسبة 90% للحكومة الفرنسية و10% لشركة الطيران الفرنسية، وفي 23 ماي 1950 تم تأسيس الشركة العامة للنقل الجوي (CGTA*) وكانت تقتصر على الرحلات بين الجزائر وفرنسا فقط.

وفي 12 فيفري 1963 أصبحت الشركة العامة تحت وصاية وزارة النقل حيث تم إعادة توزيع رأسمالها بنسبة 51% لصالح الحكومة الجزائرية، و49% لصالح الحكومة الفرنسية، فيما حازت شركة الطيران الفرنسية على نسبة 29%، وفي 15 ديسمبر 1972 أصبحت الشركة العامة مؤسسة وطنية تحوزها الحكومة الجزائرية بنسبة 100%.

* CGTA : Compagnie Générale de Transport Aériens .

وعلى إثر عملية إعادة هيكلة الشركة العامة للنقل الجوي في سنة 1983، تمّ ظهور مؤسستين:

- شركة الطيران الخارجي: وهي عبارة عن شركة ذات طابع دولي؛
- شركة الطيران الداخلي: تهتم بالخدمات الجوية الداخلية.

لكن سرعان ما تمّ إلغاء هذا التقسيم في سنة 1984 من خلال دمج الشركتين تحت تسمية "شركة الخطوط الجوية الجزائرية" في شكل مؤسسة اقتصادية عمومية.

وفي 17 فيفري 1997 تم تحويل الطبيعة القانونية للشركة لتصبح عبارة عن شركة ذات أسهم (SPA)، برأسمال اجتماعي قدره 2500 مليون دينار جزائري مقسم على 2500 سهم بقيمة 100.000 دج للسهم الواحد، مملوك كليا من قبل الشركة القابضة العمومية للخدمات، وفي سنة 2001 أصبح رأسمال الشركة يقدر بـ 14 مليار دينار جزائري.

وبهدف تمويل جزء من تكلفة الحيازة على أربع طائرات من نوع A330-200، قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية بإصدار ثلاثة قروض سنوية في سوق الأوراق المالية بالجزائر بعد الحصول على تأشيرة القبول من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أصدرت القرض السنوي الأول في مارس 2004، والثاني في نوفمبر 2004، أما القرض السنوي الثالث فتم إصداره في سنة 2005، وفيما يلي خصائص كل قرض على حدى:

1.1.2- القرض السنوي الأول: أصدر هذا القرض في 29 مارس 2004 بقيمة 4.4 مليار دينار جزائري، موزع على 440.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 10.000 دج للسهم الواحد، وهو موجه خصيصا للبنوك والمستثمرين المؤسساتيين، بينما طريقة الاكتتاب فهي المزايدة على الطريقة الهولندية (الاكتتاب بالسعر المطلوب)، ويتم تداول هذه السندات في سوق التراضي (Marché de Gré à Gré)، ووقع اختيار الشركة على البنك الوطني الجزائري ليرافقها في عملية الإصدار، ويتضمن شريحتين:

♦ **الشريحة الأولى:** بقيمة 1.8 مليار دينار، بفائدة سنوية قدرها 3%، ومدة القرض تتراوح من سنة إلى أربع سنوات؛

♦ **الشريحة الثانية:** بقيمة 2.6 مليار دينار، بفائدة سنوية قدرها 3.75%، ومدة استحقاق هذه الشريحة هي خمس سنوات.

مع العلم أن السندات المصدرة هي سندات عادية، ويتم تسديدها حسب طريقة التسديد عند الاستحقاق (in fine) بمعنى أن الفوائد تسدد سنويا، وفي السنة الأخيرة يتم تسديد أصل القرض بالإضافة إلى فائدة السنة الأخيرة، كما قامت الشركة برهن ست طائرات كضمان لصالح حاملي السندات، وتعتبر هذه السندات معفية من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على الدخل الإجمالي حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004.

2.1.2- القرض السندي الثاني: أصدرت شركة الخطوط الجوية الجزائرية قرض سندي ثاني في نوفمبر 2004 بقيمة 24.89 مليار دينار جزائري، مقسم على شريحتين:

♦ **الشريحة الأولى:** بقيمة 14.18 مليار دينار جزائري موجهة للجمهور العريض، وتعتبر السندات المصدرة عادية وغير مجسدة، وتمتد فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 2004 إلى 09 ديسمبر 2004 التي تتم من خلال العرض العمومي للادخار على مستوى الوكالات الرئيسية للبنوك التالية:

- البنك الوطني الجزائري؛
- البنك الخارجي الجزائري؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- بنك التنمية المحلية؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

وتمتد فترة الاستحقاق لمدة ست سنوات (أي في تاريخ 01 ديسمبر 2010)، ولتشجيع المكتتبين على الاحتفاظ بالسندات إلى غاية تاريخ الاستحقاق تم وضع فوائد متزايدة تقدر بـ 3.75% بالنسبة للسنتين الأوليتين (2005-2006)، 4.5% بالنسبة للسنتين 2007 و2008، وأخيرا نسبة 6% بالنسبة للسنتين 2009 و2010، ويسدّد هذا القرض حسب طريقة التسديد عند الاستحقاق.

وهذه السندات معفية كليا من الضرائب حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004، وتم تداول هذه السندات في بورصة الجزائر في 12 فيفري 2007.

♦ **الشريحة الثانية:** بقيمة 10.71 مليار دينار جزائري، موجهة خصيصا للمستثمرين المؤسساتيين، تم إصدار هذه الشريحة في 19 ديسمبر 2004، بفائدة 3.75%، ويتم الاكتتاب في هذه السندات حسب المزايدة على الطريقة الهولندية (أي بالسعر المطلوب)، وتدوم فترة الاستحقاق من سنتين إلى خمس سنوات (أي في تاريخ 19 ديسمبر 2010)، وتسدد وفق طريقة التسديد عند الاستحقاق.

3.1.2- القرض السندي الثالث: أصدر هذا القرض في 11 ماي 2005، بقيمة 13.13 مليار دينار جزائري، بقيمة اسمية 10.000 دينار، وهي عبارة عن سندات عادية غير مجسدة، بفائدة 4%، تسدد عند الاستحقاق لمدة 6 سنوات (أي في تاريخ 11 ماي 2011)، ويتم الاكتتاب في هذه السندات حسب المزايدة على الطريقة الهولندية على مستوى البنوك والمؤسسات المالية التالية:

- البنك الوطني الجزائري: الذي يعتبر المسؤول على عملية الإصدار؛
- البنك الخارجي الجزائري؛
- القرض الشعبي الجزائري؛
- بنك التنمية المحلية؛

- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA؛

- الشركة الجزائرية للتأمين SAA؛

- الصندوق الوطني للتأمين وإعادة التأمين CAAR.

ويتم تداول هذه السندات في سوق التراضي بين الوسطاء المعتمدين من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتجدر الإشارة إلى أن كل القروض السنديّة لشركة الخطوط الجوية الجزائرية تم تسديدها بالكامل في تواريخ استحقاقها.

2.2- المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز": أنشئت مؤسسة كهرباء وغاز

الجزائر (EGA) ♦ في سنة 1947 إبان الاستعمار الفرنسي، حيث كانت تحتكر عمليات إنتاج، نقل وتوزيع الطاقة الكهربائية عبر كافة التراب الوطني.

وفي سنة 1969، تم إنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز (SONELGAZ) ♦♦ بعد حل مؤسسة كهرباء وغاز الجزائر¹، وبإنشائها تعزز لها احتكار عمليات إنتاج، نقل، توزيع واستيراد الطاقة الكهربائية، إضافة إلى احتكار النشاط التجاري للغاز الطبيعي داخل التراب الوطني.

وعلى إثر عملية إعادة هيكلة مؤسسة سونلغاز في سنة 1983، والتي تدخل ضمن إعادة الهيكلة المالية والعضوية الشاملة للمؤسسات العمومية ابتداء من سنة 1980، تم تحويل وحدات سونلغاز للأشغال وصنع المعدات إلى مؤسسات مستقلة تابعة لمؤسسة تسيير مساهمات الدولة، والتي تتمثل فيما يلي:

- كهريف (KAHRIF): للأعمال المولدة للكهرباء أو الأشغال الكهربائية؛
- كناغاز (KANAGAZ): لإعداد وانجاز قنوات نقل وتوزيع الغاز؛
- إنارقا (INERGA): لأشغال الهندسة المدنية؛
- التركيب (ETTERKIB): للتركيب الصناعي؛
- كهريب (KAHRIB): لتركيب البنية التحتية والمنشآت الكهربائية؛
- مؤسسة صناعة أجهزة القياس والمراقبة (AMC): لصناعة العدادات وآلات القياس والمراقبة.

♦ Electricité et Gaz d'Algérie.

♦♦ SONELGAZ: Société Nationale de l'Electricité et du Gaz.

¹ الأمر رقم 69-59 المؤرخ في 26 جويلية 1969، المتضمن حل مؤسسة كهرباء وغاز الجزائر (EGA) وإنشاء الشركة الوطنية للكهرباء والغاز، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، رقم 63، الصادرة في 1 أوت 1969.

أما في سنة 1991 تم تحديد الطبيعة القانونية لسونلغاز بأنها مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري، وتم تأكيد هذه الطبيعة في سنة 1995¹، ووضعت تحت وصاية الوزير المكلف بالطاقة والمناجم، وأصبحت تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

وعلى إثر صدور القانون رقم 01-02 المتعلق بالتوزيع العمومي للغاز بواسطة القنوات، تم تحويل مؤسسة سونلغاز إلى شركة ذات أسهم (SPA)²، يقدر رأسمالها بمبلغ 150 مليار دج، موزع على 150.000 سهم بقيمة مليون دينار للسهم الواحد، مكتب ومحرر كليا من قبل الدولة، وهذا ما سمح لها بتوسيع أنشطتها في مختلف المجالات المتعلقة بقطاع الكهرباء والغاز.

وفي سنة 2005 تم التنصيب الرسمي للجنة ضبط الكهرباء والغاز، كما تم في سنة 2007 إنشاء شركة مشتركة في الاتصالات بين مؤسستي سونلغاز وسونطراك تسمى "شركة الطاقة والاتصالات الجزائرية".

وفي سنة 2011 قامت مؤسسة سونلغاز بتنظيم نفسها في شكل مجمعات صناعية تتضمن عدة فروع تتمثل في فرع الإنتاج، فرع نقل الكهرباء، فرع نقل الغاز، بالإضافة إلى فرع التوزيع،³ وكونت فيما بينها "مجمع سونلغاز"، ومن خلال هذه الفروع تمارس الشركة القابضة للشركات ذات الأسهم أنشطتها، وتبقى الدولة هي المساهم بالأغلبية⁴، وعليه أصبحت سونلغاز عبارة عن مجمع يعمل على فتح الإنتاج للمنافسة، كما تم إلغاء الاحتكار.

وفي إطار قيام مؤسسة سونلغاز بتتويج مصادر تمويلها، قامت باللجوء إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال إصدار مجموعة من القروض السندية البعض منها موجه للمستثمرين المؤسسيين، والبعض الآخر موجه للجمهور العريض، وستنطرق فيما يلي إلى مجمل هذه القروض:

1.2.2- القرض السندي الأول: على إثر قرار مجلس الإدارة الصادر في 28 نوفمبر 2004،

شرعت مؤسسة سونلغاز بإصدار أول قرض سندي موجه للمؤسسات بقيمة 20 مليار دج، بهدف إنشاء

¹ المرسوم التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 22 ربيع الثاني 1419 هـ الموافق لـ 17 سبتمبر 1995، المتضمن النظام الأساسي لسونلغاز مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي و تجاري.

² المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 19 ربيع الأول 1423 هـ الموافق لـ 01 يونيو 2002م، المتضمن القانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، رقم 39، الصادرة في 02 يونيو 2002، المادة 02-04، ص04.

³ شكيب خليل: قطاع في تحول وانفتاح لمجمع سونلغاز، مجلة نور، العدد الثالث، مجمع سونلغاز، الجزائر، ديسمبر 2005، ص17.

⁴ القانون رقم 01-02 المؤرخ في 22 ذي القعدة 1422 الموافق لـ 5 فبراير 2002، المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 08، الصادر في 06 فبراير 2002، المادة 165.

محطات لتوليد الكهرباء، خطوط ومراكز لنقل الكهرباء، شبكات التوزيع العمومي للكهرباء والغاز، بالإضافة إلى دعم وتحسين الهياكل التجارية لمؤسسة سونلغاز، وتتمثل خصائص هذا القرض فيما يلي:¹

- **قيمة القرض السندي:** تبلغ قيمة القرض السندي 20 مليار دج، موزعة على 20 مليار سند عادي بقيمة اسمية قدرها دينار واحد لكل سند، وهي سندات موجهة للبنوك والمستثمرين من المؤسسات، وأصدر هذا القرض في 23 ديسمبر 2004؛

- **شكل السندات:** هي سندات عادية لحامها وغير مجسدة، مسجلة لدى ماسك الحسابات المعتمد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، ومقبولة لدى الجزائرية للتسوية؛

- **تسعير وتسديد السندات:** يتم تسعير السندات في سوق التراضي، وتسدد بطريقة السداد عند الاستحقاق، بينما طريقة الاكتتاب فهي المزايدة على الطريقة الهولندية؛

- **المالية والتسيير للسندات:** تم اختيار البنك الوطني الجزائري كبنك مرافق مكلف بالخدمة المالية للقرض السندي، أما تسيير السندات فهي موكلة للجزائرية للتسوية؛

- **شرائح القرض السندي:** تم تقسيم القرض السندي لمؤسسة سونلغاز إلى ثلاث شرائح كالتالي:²

✓ **الشريحة الأولى:** بمبلغ 8 مليار دج، يقدر السند الواحد بـ102.80 دج، بمعدل فائدة سنوي 3%

، مدة هذه الشريحة خمس سنوات، تسدد في 27 ديسمبر 2009؛

✓ **الشريحة الثانية:** بمبلغ 4 مليار دج، يقدر السند الواحد بـ104.40 دج، بمعدل فائدة سنوي 3,25%

، ومدتها ست سنوات، تسدد في 27 ديسمبر 2010؛

✓ **الشريحة الثالثة:** بمبلغ 8 مليار دج، يقدر السند الواحد بـ104.05 دج، بمعدل فائدة سنوي 3,5%

، ومدة هذه الشريحة سبع سنوات، تسدد في 27 ديسمبر 2011.³

وبالتالي فإن القرض السندي لسنة 2004 تم تسديده بالكامل من قبل مؤسسة سونلغاز في 27 ديسمبر 2011.

- **النظام الضريبي:** السندات التي تفوق مدتها خمس سنوات، يكون عائدها غير خاضع للضريبة على الدخل الإجمالي، ويتعلق الأمر بالشريحة الثانية والثالثة من القرض السندي.

وفي 25 ديسمبر 2004 تم الإعلان عن نتائج عملية الاكتتاب في القرض السندي المصدر من طرف مؤسسة سونلغاز في فندق الأوراسي (بومين بعد عملية الإصدار)، أين تم تحصيل المبلغ المحدد

¹ وثائق مقدمة من طرف مؤسسة سونلغاز.

² Nouredine Bouterfa, *Sonelgaz a émis avec succès 20 milliards de dinars sur le marché obligataire*, Strategica Business & Finance, N: 04, Alger, Janvier 2005, p14.

³ Leila Laouti: *Sonelgaz met de l'énergie sur le Marché Obligataire Corporatif Algérien*, Strategica Business & Finance, N: 09 et 10, Alger, Edition 2005, P14.

والمقدر بـ20 مليار دج، وذلك نظرا لقيام 13 مؤسسة عمومية وخاصة بالاكتتاب في القرض السندي بمختلف شرائحه، وتتمثل هذه المؤسسات حسب أهميتها في: البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP، بنك التنمية المحلية BDL، البنك الوطني الجزائري BNA، مؤسسة سوفينونس SOFINANCE، المؤسسة العربية المصرفية، القرض الشعبي الجزائري CPA، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT، سوسييتي جنرال.

2.2.2- القرض السندي الثاني: أصدر هذا القرض في 29 مارس 2005، وهو موجه للبنوك

والمستثمرين من المؤسسات، ويتميز بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:¹

- **قيمة القرض:** تبلغ قيمة القرض السندي 10 مليار دج، موزعة على 10 مليار سند بقيمة اسمية تقدر 1 دج للسند الواحد، موزع على ثلاثة شرائح:

✓ **الشريحة الأولى:** بمبلغ 1.8 مليار دج، يقدر السند الواحد بـ102.43 دج، بمعدل فائدة سنوي 3,5%، مدة هذه الشريحة ست سنوات وتسعة أشهر، تسدد في 27 ديسمبر 2011؛

✓ **الشريحة الثانية:** بمبلغ 3.3 مليار دج، يقدر السند الواحد بـ99.16 دج، بمعدل فائدة سنوي 4%، مدتها تسع سنوات، تسدد في 31 مارس 2014؛

✓ **الشريحة الثالثة:** بمبلغ 4.9 مليار دج، يقدر السند الواحد بـ96.65 دج، بمعدل فائدة سنوي 4,20%، مدتها إحدى عشرة سنة، تسدد في 31 مارس 2016.

وتجدر الإشارة إلى أن الشريحة الأولى والثانية من هذا القرض السندي قد تم استحقاقهما.

- **شكل السندات:** هي سندات عادية، لحاملها، وغير مجسدة؛

- **التفاوض:** السندات قابلة للتفاوض في سوق التراضي بين الوسطاء المعتمدين.

3.2.2- القرض السندي الثالث: بعد حصول مؤسسة سونلغاز على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة

عمليات البورصة تحت رقم 05-02 الصادرة في 27 أبريل 2005، قامت بإصدار قرض سندي للجمهور العريض في 22 ماي 2005 بقيمة 15 مليار دج، تتمثل أهم خصائصه فيما يلي:

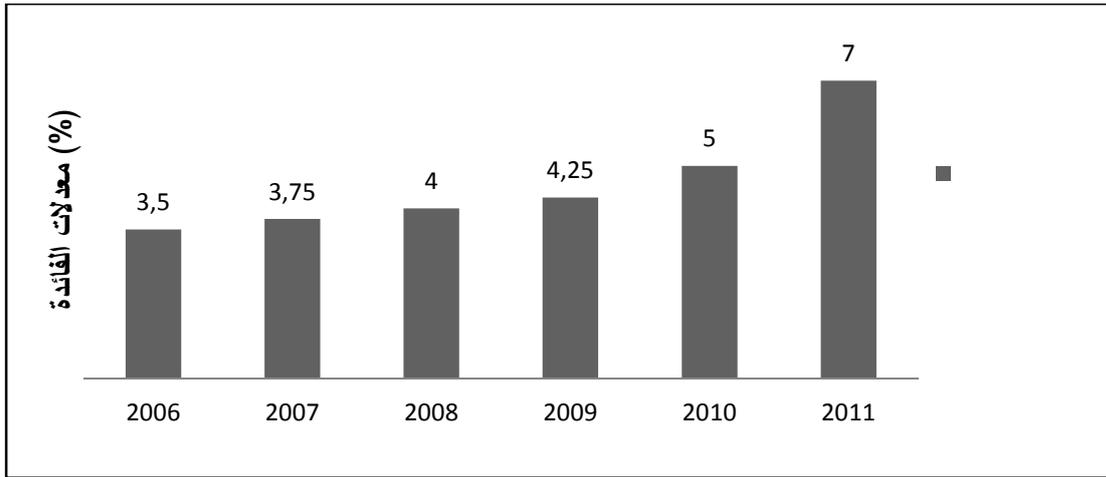
- **قيمة القرض:** تبلغ قيمة القرض السندي 15 مليار دج، مقسم إلى 1.5 مليون سند، بقيمة اسمية تبلغ 10.000 دج للسند الواحد، مدته ست سنوات، يسدد في 22 ماي 2011، وتجدر الإشارة إلى أن هذا القرض تم تسديده بالكامل من قبل مؤسسة سونلغاز؛

¹ <http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz.htm>, Consulter le 09/01/2014.

- شكل السندات: هي سندات عادية، لحاملها، وغير مجسدة؛
 - تسعير وتسديد السندات: يتم تسعير السندات في بورصة الجزائر، وتسدد بطريقة التسديد عند الاستحقاق، بينما طريقة الاكتتاب تتم من خلال العرض العمومي للادخار؛
 - النظام الضريبي: السندات المصدرة مستفيدة من الإعفاء الضريبي بموجب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004؛

- معدل الفائدة: تم تطبيق معدلات فائدة سنوية متزايدة على السندات، حيث تقدر 3,5% بالنسبة للسنة الأولى، 3,75% للسنة الثانية، 4% للسنة الثالثة، 4,25% للسنة الرابعة، 5% للسنة الخامسة، 7% للسنة السادسة، وتهدف مؤسسة سونغاز من اعتمادها لمعدلات فائدة متصاعدة على السندات المصدرة إلى تحفيز أصحاب السندات للاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ الاستحقاق، ويمكن تمثيل هذه المعدلات في الشكل التالي:

الشكل رقم (12): تطور معدل الفائدة للقرض السنوي "ماي 2005" لشركة سونغاز



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معدلات الفائدة للقرض السنوي "ماي 2005".

- الاكتتاب: حددت فترة الاكتتاب من 22 ماي 2005 إلى 23 جوان 2005، وقدر المبلغ الأدنى للاكتتاب بـ 20.000 دج أي ما يعادل سدين، وتم استهداف الأفراد والشركات من غير البنوك والمستثمرين المؤسساتيين، وبعد انتهاء عملية الاكتتاب قدر المبلغ المحصل 15.9 مليار دج أي بزيادة قدرها 59%، وبعدد 1915 مكتتب؛

- نقابة الإصدار: تتكون من مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية يترأسها البنك المرافق BNA وتتمثل فيما يلي: البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP، بنك التنمية المحلية BDL، القرض الشعبي الجزائري CPA، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA، سوسييتي جنرال الجزائر SGA، وبنك بي أن بي باريبا BNP Paribas.

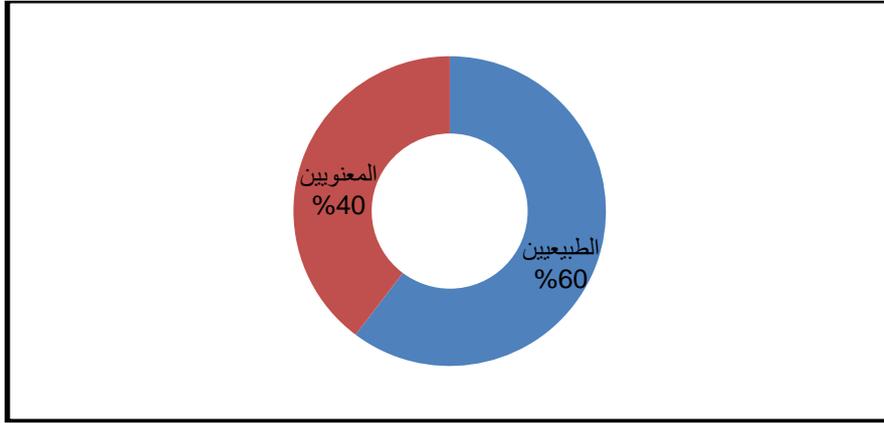
عرفت عملية الاكتتاب في القرض السندي الثالث الموجه للجمهور إقبالا جديا معتبرا من طرف المكتتبين، حيث تمخضت بتحصيل مبلغ 15.9 مليار دج وهو يفوق المبلغ المحدد المقدر بـ15 مليار دج، وانتهت مدة الاكتتاب في 19 يوم وقبل المدة المحددة ألا وهي شهر؛

ويمكن التطرق إلى نتائج عملية الاكتتاب حسب عدة مستويات كالتالي:

◀ **الاكتتاب حسب طبيعة المكتتبين:** بلغ عدد السندات المكتتب فيها من قبل الأشخاص الطبيعيين بـ959.928 سند، ومن قبل الأشخاص المعنويين بـ632.377 سند من غير البنوك والمستثمرين من المؤسسات، وبالتالي فإن إجمالي السندات المكتتب فيها تقدر بـ1.592.305 سند بقيمة اسمية 10.000 دج للسند الواحد.

يمكن توضيح معدل الاكتتاب حسب طبيعة المكتتبين من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (13): معدل الاكتتاب حسب طبيعة المكتتبين في القرض السندي "ماي 2005"



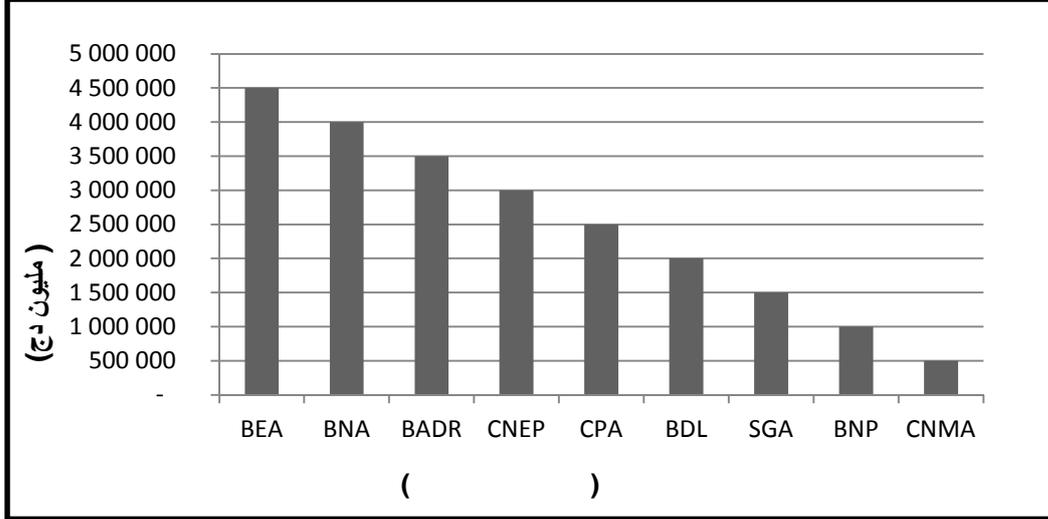
المصدر: من إعداد الباحثة بناء على وثائق مؤسسة سونلغاز.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن نسبة الاكتتاب من قبل الأشخاص الطبيعيين تفوق النسبة المكتتب فيها من قبل الأشخاص المعنويين، ويعود ذلك للثقة الكبيرة التي يضعها الأفراد في مؤسسة سونلغاز باعتبارها واحدة من أكبر المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

◀ **الاكتتاب حسب البنوك:** يمكن توضيح عملية الاكتتاب في سندات سونلغاز الموجهة للجمهور

حسب البنوك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (14): الاكتتاب حسب البنوك في القرض السندي "ماي 2005"



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على وثائق مؤسسة سونلغاز .

من خلال الشكل السابق، نلاحظ أن البنك الخارجي الجزائري هو الذي احتل أكبر نسبة اكتتاب، يليه البنك المرافق BNA، إلى غاية الوصول إلى أقل نسبة مكتتب فيها من طرف الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA.

4.2.2- القرض السندي الرابع: قامت مؤسسة سونلغاز في سنة 2006 بإصدار قرض سندي بمبلغ 11.65 مليار دج موجه للمؤسسات المالية،¹ بعد أن تحصلت على موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) التي منحتها التأشيرة رقم 01/06 الصادرة في 26 أفريل 2006، وتتمثل خصائص هذا القرض فيما يلي:²

- **قيمة القرض:** تبلغ قيمة القرض السندي 11.65 مليار دج، موزعة على 1.165.000 سند بقيمة اسمية تبلغ 10.000 دج للسند الواحد، ويتضمن شريحتين:

✓ **الشريحة الأولى:** بمبلغ 6 مليار دج، بمعدل فائدة سنوي 4,65%، مدتها تسعة سنوات أي أنها تستحق في 16 ماي 2015؛

✓ **الشريحة الثانية:** بمبلغ 5.650 مليار دج، بمعدل فائدة سنوي 4,85%، لمدة إحدى عشرة سنة أي أنها تستحق في 16 ماي 2017؛

- **شكل السندات:** هي سندات عادية لحامها وغير مجسدة؛

¹ Mohammed Khelfaoui: Sonelgaz lève 11,65 milliards de dinars sur le marché Obligataire, Strategica Business & Finance, N: 20, Alger, Mai 2006, P14.

² Cosob: Notice d'information de Sonelgaz, Alger, Mai 2006, P8-10.

- **التفاوض وتسديد السندات:** يتم التفاوض على السندات في سوق التراضي، وتسدد بطريقة التسديد عند الاستحقاق؛

- **النظام الضريبي:** السندات المصدرة مستفيدة من الإعفاء الضريبي، بموجب المادة 44 من قانون المالية لسنة 2006.

- **طريقة الاكتتاب:** اتبعت مؤسسة سونلغاز في إصدارها لهذا القرض السندي طريقة ضمان الاكتتاب (émission par prise ferme)، من خلال تشكيل نقابة تتكون من البنك الوطني الجزائري (BNA) باعتباره البنك المرافق والرئيس، بالإضافة إلى بنكين آخرين هما البنك الخارجي الجزائري (BEA) والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP-Banque)، حيث التزمت هذه النقابة بضمان الاكتتاب في السندات المصدرة في حدود مبلغ 8 مليار دج، وهذا بعد تثبيت سعر الاكتتاب بالاتفاق مع مؤسسة سونلغاز الذي كان نفسه السعر المحدد مسبقا بالنسبة لكل شريحة على حدى.

ويتم تفعيل هذا الضمان في الحالة التي يكون فيها الطلب على السندات من قبل المؤسسات المالية أقل أو يساوي مبلغ 3.65 مليار دج*، أما إذا كان الطلب على السندات أكبر من مبلغ 3.65 مليار دج، تقوم نقابة الضمان بإعادة بيع جزء من السندات التي في حوزتها لتلبية الطلب المتزايد مقابل عمولة تتلقاها.

5.2.2- القرض السندي الخامس: نظرا لاحتياجاتها التمويلية المتزايدة، لجأت مؤسسة سونلغاز إلى إصدار قرض سندي موجه للجمهور العريض في 01 جوان 2008، بعدما تحصلت على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) تحت رقم 02/08 بتاريخ 12 ماي 2008، بمبلغ 25 مليار دج والذي يمكن رفعه إلى 30 مليار دج.

وتهدف مؤسسة سونلغاز من إصدارها لهذا القرض إلى تمويل جزء مهم من برنامج الاستثمار، والذي يسمح بمواجهة الطلب المتزايد للطاقة، وتحديث وتحسين جودة الخدمات المقدمة للمواطن، ويتعلق الأمر بإنجاز 13 مركز كهربائي بطاقة إجمالية تقدر بـ7.236 ميفواط، ومشاريع تحلية مياه البحر، ويدخل ذلك في إطار رفع طاقة الإنتاج ومواجهة الطلب الكبير للكهرباء¹.

وتتمثل خصائص هذا القرض فيما يلي:²

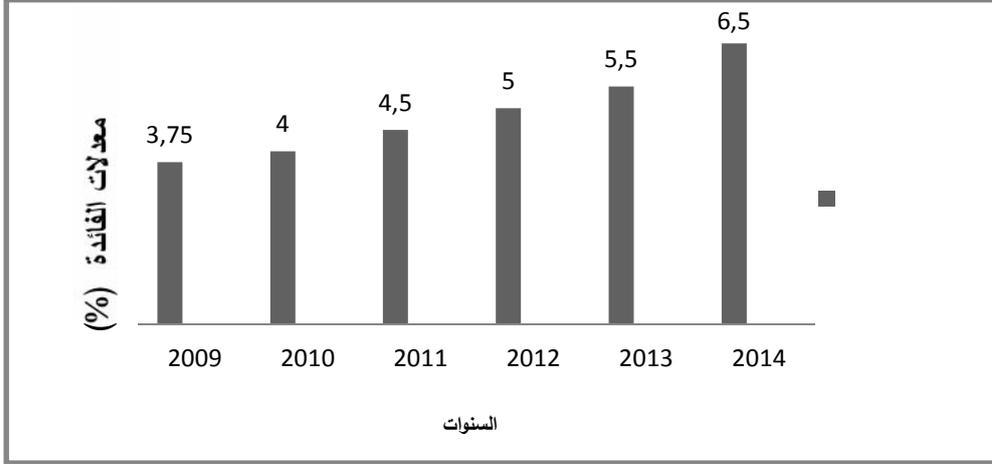
* 3.65 مليار دج هو المبلغ المتبقي من المبلغ الإجمالي للقرض السندي بعد التزام النقابة بالاكتتاب في السندات في حدود مبلغ 8 مليار دج.

¹ Nouredine Bouterfa: Un Emprunt Obligataire au mois de juin 2008, Strategica Business & Finance, N: 42, Alger, Mai 2008, P17.

² Cosob: Notice d'information de Sonelgaz, Alger, Juin 2008.

- **قيمة القرض:** تبلغ قيمة القرض السندي 25 مليار دج (يمكن رفعها إلى 30 مليار دج)، موزعة على خمسة مليون (5.000.000) سند عادي (أو 6 مليون سند)، بقيمة اسمية تقدر بـ5.000 دج للسند الواحد، وهي سندات موجهة للجمهور العريض، وتقدر مدة القرض بـ6 سنوات (أي في 01 جوان 2014)؛
- **شكل السندات:** هي سندات عادية لحامها وغير مجسدة، مسجلة لدى ماسك الحسابات المعتمد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- **تسعير وتسديد السندات:** يتم إدراج السندات في مداولة البورصة خلال فترة لا تتجاوز ثلاثين يوم بعد رفع المبلغ وانتهاء فترة الاكتتاب، وتسدد بطريقة التسديد عند الاستحقاق؛
- **مدة الاكتتاب:** تتم عملية الاكتتاب في السندات المصدرة بواسطة العرض العمومي للادخار خلال الفترة من 01 جوان 2008 إلى 30 جوان 2008؛
- **النظام الضريبي:** المداخل الناتجة عن هذه السندات (فوائد أو فائض القيمة) خاضعة للضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات حسب قانون المالية لسنة 2008؛
- **نسبة المردودية للمكتتبين:** تقدر بـ5% للسند الواحد، ولا تكون فعالة إلا إذا احتفظ المكتتب بالسندات إلى غاية تاريخ استحقاقها؛
- **معدل الفائدة:** معدلات الفائدة على السندات هي بنسب متزايدة من سنة لأخرى، 3,75% للسنة الأولى، 4,00% للسنة الثانية، 4,50% للسنة الثالثة، 5,00% للسنة الرابعة، 5,50% للسنة الخامسة، و6,50% للسنة السادسة، و يمكن تمثيل معدلات الفائدة في الشكل التالي:

الشكل رقم (15): تطور معدل الفائدة السنوي للقرض السندي "جوان 2008"



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معدلات الفائدة للقرض السندي "جوان 2008".

- **المالية والتسيير للسندات:** تم اختيار البنك الوطني الجزائري كبنك مرافق أو رئيس (Chef de File) المكلف بالخدمة المالية للقرض السندي، أما تسيير السندات فهي موكلة للجزائرية للتسوية (Algérie-Clearing)؛

- **نقابة الإصدار:** تتشكل نقابة الإصدار من البنوك التالية: البنك الوطني الجزائري BNA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بي.أن.بي.باريبا BNP، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP، القرض الشعبي الجزائري CPA، سوسييتي جينرال الجزائر Société Générale Algérie.

3.2 - شركة اتصالات الجزائر: تعتبر اتصالات الجزائر مؤسسة عمومية اقتصادية في شكل شركة ذات أسهم برأسمال قدره 50 مليار دينار جزائري، تم تأسيسها في إطار القانون رقم 03/2000 الصادر في 05 أوت 2000 المتعلق بإعادة هيكلة قطاع البريد والاتصالات، والذي على إثره تم الفصل بين أنشطة كل قطاع على حدى.

وبدأت هذه الشركة نشاطها الفعلي في 01 جانفي 2003، من خلال العمل في سوق شبكات وخدمات الاتصالات الإلكترونية والهاتف الثابت، بالإضافة إلى سوق الهاتف النقال¹.

¹ http://www.algeriatelecom.dz/siteweb.php?p=at_histoire_realisations, Consulté le 14/01/2014.

وفي إطار تمويل برامجها الاستثمارية، لجأت شركة اتصالات الجزائر إلى سوق الأوراق المالية من خلال إصدار قرضين سنديين: الأول في سنة 2005 والثاني في سنة 2006، وتتمثل خصائص كل قرض فيما يلي:

1.3.2- القرض السندي الأول: قامت شركة اتصالات الجزائر بإصدار قرض سندي في تاريخ 13 نوفمبر 2005 بمبلغ 6,5 مليار دينار جزائري، مقسم على 650 ألف سند بقيمة اسمية تبلغ 10.000 دج للسند الواحد، وهذا بعد حصولها على التأشيرة رقم 05-05 الصادرة في 17 أكتوبر 2005 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويكمن الهدف من هذا الإصدار في تمويل جزء من برنامج الاستثمار المتبع من طرف الشركة والذي يتطلب اقتناء تجهيزات واستثمارات جديدة تهدف أساسا إلى عصنة شبكتها الخاصة بالهاتف النقال.

حيث تم تقسيم مبلغ الإصدار إلى شريحتين:¹

- الشريحة الأولى: بمبلغ 3.350 مليون دينار جزائري، مدة استحقاقه سنتين، بمعدل فائدة 2.75%، وبسعر إصدار يبلغ 99.92%؛

- الشريحة الثانية: بمبلغ 3.150 مليون دينار، لمدة ثلاثة سنوات، بمعدل فائدة 3%، وبسعر إصدار يقدر بـ 99.75%.

وتعتبر السندات المصدرة لحاملها وغير مجسدة، وهي مفتوحة للمستثمرين من المؤسسات للاكتتاب فيها حسب الطريقة الهولندية للمزايدة، ويتم تداولها في سوق التراضي بين الوسطاء في عمليات البورصة.

2.3.2- القرض السندي الثاني: نظرا للاحتياجات التمويلية المتزايدة لشركة اتصالات الجزائر،

لجأت هذه الأخيرة إلى إصدار قرض سندي ثاني وفق تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 05/06 الصادرة في 03 سبتمبر 2006.

ويتعلق هذا القرض بمبلغ 20 مليار دينار جزائري مقسم على مليوني سند بقيمة اسمية قدرها 10.000 دج للسند الواحد، وهو موجه للجمهور والمؤسسات معا، حيث تم تحديد المبلغ الأدنى للاكتتاب بـ 20.000 دج أي بمقدار سندين، وقدرت مدة استحقاقه بخمس سنوات تمتد من 17 أكتوبر 2006 إلى غاية 17 أكتوبر 2011.²

¹ Cosob: Notice d'information d'Algérie télécom, Alger, 2005, P07.

² Cosob: Notice d'information d'Algérie télécom, Alger, 2006, P05.

لتشجيع المكتتبين على الاحتفاظ بسنداتهم إلى غاية تاريخ الاستحقاق، تم تطبيق معدلات فائدة متزايدة بنسبة 4% للسنتين الأولى والثانية، و4.5% للسنتين الثالثة والرابعة و7.90% للسنة الخامسة، ويتم التسديد حسب الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا القرض السندي تم تداوله في بورصة الجزائر ضمن الجدول الرسمي للتسعيرة في 22 نوفمبر 2006، وتم الاستحقاق الكلي للقرض في 17 أكتوبر 2011.

4.2- شركة دحلي^A: هي عبارة عن شركة ذات أسهم أنشئت في 09 أكتوبر 1996 تبعا لإعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية المختلطة "سحلي"، يقدر رأسمالها بمبلغ 20.882.040.000 دج مقسم على 2.088.204 سهم بقيمة 10.000 دج للسهم الواحد مكتتب ومحزر كليا، ويتوزع بين مجموعة من الشركاء كما يلي:¹

- الشركة ذات المسؤولية المحدودة "أركوفينا": بقيمة 12.382.270.000 دج أي ما يعادل 1.238.227 سهم؛

- أركوفينا ل ل ب: بقيمة 8.499.350.000 دج بما يعادل 849.935 سهم؛

- الجزائرية للتأمين «2A»: بقيمة 70.000 دج بما يعادل 7 أسهم؛

- الشركة ذات الأسهم فارماجان (Pharmagen SPA): بقيمة 70.000 دج بما يعادل سبعة أسهم؛

- الشركة ذات الأسهم أوفاركو «Ofarco SPA»: بقيمة 70.000 دج بما يعادل سبعة أسهم؛

- واب كوم (Web Com): بقيمة 70.000 دج بما يعادل سبعة أسهم؛

- الرئيس المدير العام لشركة أركوفينا "محمد عبد الوهاب رحيم": بقيمة 70.000 دج بما يعادل سبعة أسهم؛

- الرئيس التنفيذي لفندق الهيلتون "صوريا رحيم": بقيمة 70.000 دج بما يعادل سبعة أسهم.

وتختص هذه الشركة في مجال العقارات، السياحة، الفنادق وخدمات التأجير، وتتمثل أنشطتها فيما يلي:

◀ فندق الهيلتون: يعتبر من أفخم الفنادق الجزائرية من صنف 5 نجوم، متخصص في فندقة الأعمال، ويحتوي على 412 غرفة ذات الطراز العالي، وعلى كل المرافق والتسهيلات اللازمة لرجال الأعمال؛

♦ DAHLI: Daewoo Algérie Hôtellerie Loisirs et Immobiliers.

¹ Dahli: Prospectus pour Emission Obligataire Grand Publique, Alger, 2009, P05.

◀ مركز الأعمال الجزائري ABC^A: تم إنشاء هذا المركز كليا من طرف شركة "دحلي" في جوان 2005، ويعتبر رائدا في نشاط كراء وتسيير المساحات المهنية والمكاتب ذات المعايير الدولية.

وعلى إثر قرار مجلس الإدارة لشركة دحلي الصادر في 05 نوفمبر 2008، تم الاتفاق على إصدار قرض سندي موجه للجمهور العريض بمبلغ 8.300 مليون دينار جزائري، وذلك بهدف تمويل 75% من مشروع "الجزائر مدينة" المتعلق بالحديقة المائية "ابا عروج"، فندق "الإقامة" المخصص للمقيمين لفترة طويلة وميناء "مارينا باي"، بينما 25% المتبقية يتم تمويلها من الأموال الخاصة للشركة.

وفي هذا الصدد حصلت شركة دحلي على التأشيرة رقم 03-08 الصادرة في 11 نوفمبر 2008 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التي تؤهلها للشروع في عملية الإصدار السندي الموجه للجمهور العريض بما فيه المستثمرون المؤسساتيون في 10 جانفي 2009، والذي يمكن إدراج أهم خصائصه فيما يلي:¹

- **مبلغ الإصدار:** 8.3 مليار دينار جزائري، موزع على 830.000 سند بقيمة اسمية تبلغ 10.000 دج للسند الواحد، وتعتبر السندات عادية وغير مجسدة؛

- **فترة الاكتتاب:** تم الشروع في عملية الاكتتاب خلال الفترة من 11 جانفي 2009 إلى غاية 26 فيفري 2009.

- **المبلغ الأدنى للاكتتاب:** تم تحديد المبلغ الأدنى للاكتتاب بعشرين ألف دينار جزائري، أي بما يعادل سدين؛

- **مدة الاستحقاق:** حددت مدة استحقاق القرض بسبعة سنوات، لغاية 11 جانفي 2016؛

- **الفوائد المطبقة على القرض السندي:** تم تطبيق معدلات فائدة تحفيزية طيلة مدة الاستحقاق، بما نسبته 4% للسنة الأولى، 4.25% للسنة الثانية، 4.75% للسنة الثالثة، 5.25% للسنة الرابعة، 5.75% للسنة الخامسة، 6.25% للسنة السادسة و6.75% للسنة السابعة، وهذه المعدلات لا تطبق إلا بتوفر شرطين أساسيين، الأول يتمثل في ضرورة احتفاظ المكتتب بسنداته لغاية تاريخ الاستحقاق، والثاني هو أن يعاد استثمار مبلغ الأرباح السنوية بنفس المعدل إلى غاية تاريخ تسديد السند؛

- **نقابة الإصدار:** تتكون هذه النقابة من مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية المتمثلة في البنك الخارجي الجزائري باعتباره رئيس النقابة، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بنك بي أن بي باريبا والمؤسسة العامة الجزائرية "سوسييتي جنرال"؛

♦ ABC : Algeria Business Centre.

¹ Cosob: Notice d'information de Dahli, Alger, Juin 2008, PP07-11.

- تداول السندات: تدرج وتفيد هذه السندات في الجدول الرسمي للتسعيرة ببورصة الجزائر، ويتم تداولها بين الوسطاء في عمليات البورصة بالسعر الذي يحدده السوق بناء على قوى العرض والطلب؛

- ضمان السندات: السندات المصدرة من طرف شركة دحلي مضمونة بأصول عينية تغطي المبلغ الكلي للقرض السندي، والتي تشمل مركز الأعمال الجزائري وفندق الهيلتون.

وبعد الانتهاء من عملية الاكتتاب من قبل عامة الجمهور تم تحصيل مبلغ 2.3 مليار دينار جزائري من مجموع 8.3 مليار دينار، وكانت نتائج الاكتتاب كالتالي:

✓ الأشخاص الطبيعيون: تم الاكتتاب في سندات دحلي من قبل 1259 مكتتب بنسبة 13.56%، بمبلغ إجمالي قدره 320 مليون دينار جزائري بما يعادل 32.000 سند؛

✓ الأشخاص المعنويون: لم يتم تسجيل سوى 51 مكتتب من طرف الأشخاص المعنويين بنسبة 86.44%، بمبلغ إجمالي قدره 2.040.140.000 دج بما يعادل 204.014 سند.

وبالتالي فإن نسبة نجاح القرض السندي بلغت 28.43% وهي نسبة ضئيلة جدا مقارنة بالضمانات المرافقة لعملية الإصدار، كما أن نقابة الإصدار لم تقوم بالاكتتاب في أي من السندات لصالحها بل اقتصر دورها على تصريف تلك السندات للمكتتبين الآخرين.

المطلب الثاني: تحليل نشاط سوق الأوراق المالية بالجزائر

يمكن تحليل نشاط السوق من خلال تقسيمه إلى قسمين: قسم خاص بالأسهم، وقسم خاص بالسندات وفقا لما يلي:

1- تحليل سوق الأسهم

يتم تحليل سوق الأسهم من خلال مجموعة من المؤشرات، التي تبرز مدى تطور السوق منذ نشأته إلى غاية سنة 2013.

1.1- رسملة السوق: يقصد برسملة السوق القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، ويتم احتسابها بضرب سعر السهم في عدد الأسهم المتداولة، ويمكن إبراز رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر من سنة 1999 إلى غاية سنة 2013 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (13): تطور رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013

(الوحدة: مليار دينار جزائري)

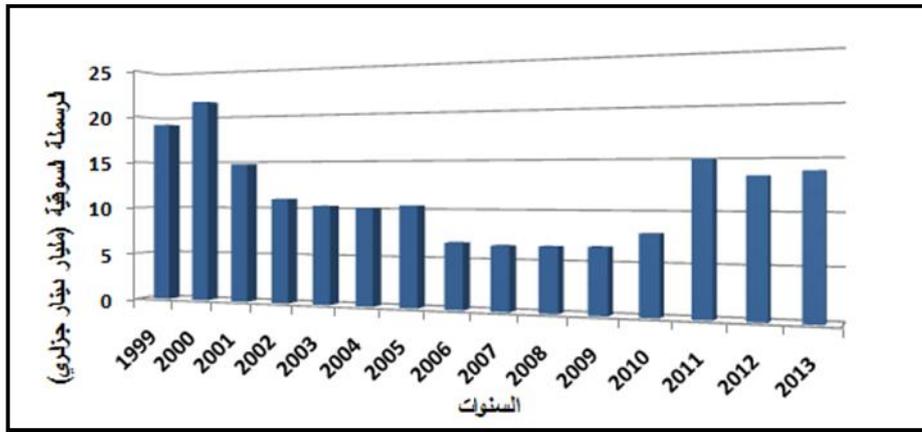
السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رسملة البورصة	19,1	21,5	14,7	11	10,3	10,1	10,4	6,71	6,50	6,50	6,55	7,9	14,9	13,38	13,82

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي (www.amf.org.ae)، والتقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (www.cosob.org)، تاريخ الاطلاع 2014/08/22.

من خلال الجدول السابق، يتضح أن سوق الأوراق المالية بالجزائر يشهد تذبذب في الرسملة المحققة، حيث بلغت 19.1 مليار دينار جزائري في بداية نشاطه لترتفع إلى 21.5 مليار دينار في سنة 2000 والتي تعتبر أكبر رسملة يحققها السوق نظرا لارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الرياض سطيف، صيدال، والأوراسي)، لتشهد بعدها انخفاضا أين وصلت إلى 6.71 مليار دينار في سنة 2006 وهي أدنى قيمة يصل إليها السوق منذ بداية نشاطه، ويمكن إرجاع ذلك إلى انسحاب مؤسسة الرياض-سطيف من البورصة مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية، وبعد هذه السنة عرفت الرسملة السوقية نوع من الاستقرار خلال الفترة 2007-2009 نظرا للتذبذب الضعيف لأسعار الأسهم، لتحقق بعدها ارتفاعا إلى 7.9 مليار دينار في سنة 2010 نظرا لدخول شركة أليانس للتأمينات إلى البورصة، والتي كان لها الأثر السريع على قيمة الرسملة التي بلغت 14.9 مليار دينار في سنة 2011، ليشهد بعدها سوق الأوراق المالية انخفاضا في الرسملة أين بلغت 13.38 مليار دينار في سنة 2012، لتعاود الارتفاع إلى 13.82 مليار دينار في أواخر سنة 2013 نظرا لدخول شركة أن.سي.أ الروبية إلى البورصة، مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة.

يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (16): تطور رسملة سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الجدول السابق.

2.1- حجم الأوامر المقدمة في السوق: إن تداول الأوراق المالية يتم بناء على مجموعة من الأوامر يتقدم بها المستثمرون عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة، وفيما يلي حجم الأوامر المقدمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013.

الجدول رقم (14): حجم الأوامر المقدمة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1999-2013

السنوات	حجم أوامر الشراء	حجم أوامر البيع	اتجاه السوق
1999	1.441	1.098	شاري
2000	7.542	2.619	شاري
2001	5.783	7.580	بائع
2002	2.257	4.890	بائع
2003	576	970	بائع
2004	144	676	بائع
2005	90	136	بائع
2006	230	461	بائع
2007	296	1.193	بائع
2008	1.249.762	207.277	شاري
2009	597.489	151.339	شاري
2010	599.390	45.014	شاري
2011	485.478	634.840	بائع
2012	117.052	2.386.014	بائع
2013	399.091	2.029.559	بائع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (www.cosob.org)، والتقارير الشهرية لبورصة الجزائر (www.sgbv.dz).

من خلال الجدول السابق، يتضح لنا أن سوق الأوراق المالية بالجزائر هو سوق بائع أكثر منه مشتري، وهذا نظرا للحجم المرتفع لأوامر البيع المقدمة في السوق مقارنة بأوامر الشراء، ففي سنة 1999 ونظرا لإدراج ثلاثة أسهم في البورصة (أسهم الرياض-سطيف، أسهم صيدال، وأسهم الأوراسي) بلغ حجم أوامر الشراء 1.441 أمر مقارنة بأوامر البيع المقدر بـ 2.619 أمر، وهذا ما خلق فائض في الطلب على الأسهم، وبالتالي لم يتم قبول كل الأوامر المقدمة بل تم تنفيذ البعض منها فقط وفقا لما يتمشى مع سعر التوازن في السوق.

كما نلاحظ أيضا أنه في سنة 2008 سجل السوق أكبر حجم للأوامر سواء المتعلقة بالبيع (207.277 أمر) أو بالشراء (1.249.762 أمر)، ويعود ذلك إلى الطلب المرتفع على أسهم الأوراسي نظرا لانخفاض أسعارها، واستمرت هذه الوضعية لغاية نهاية سنة 2010 أين كان السوق في اتجاه

مشتري أكثر منه بائع، وبعدها أصبحت طلبات البيع تفوق طلبات الشراء مما جعل السوق في وضعية بائع لغاية سنة 2013 على الرغم من إدراج أسهم شركة أن.سي.أ الروبية في البورصة في نهاية سنة 2013 إلا أنها لم تتغير من وضعية السوق.

3.1- حجم وقيمة الأسهم المتداولة: يعتبر من أبرز المؤشرات الدالة على حركية ونشاط سوق الأوراق المالية، وسنتطرق فيما يلي إلى هذا المؤشر وكيفية تطوره في سوق الأوراق المالية بالجزائر انطلاقا من بداية نشاط السوق ولغاية سنة 2013 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (15): حجم وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 2013-1999

السنوات	حجم الأسهم المتداولة	قيمة التداول (مليون دج)	عدد المعاملات
1999	34.752	42,99	1.047
2000	320.063	350,92	4.420
2001	358.935	251,83	2.771
2002	79.432	35,93	2.042
2003	39.693	17,25	393
2004	22.183	8,43	141
2005	13.487	4,18	64
2006	63.561	23,75	102
2007	35.794	14,24	113
2008	52.103	21,41	203
2009	34.700	13,89	160
2010	27.420	11,98	125
2011	231.997	185,11	413
2012	49.471	36,03	104
2013	120.681	49,11	84

Source: www.sgbv.dz, et www.cosob.org, Consulté le 07/02/2014.

من خلال الجدول يتضح أن سوق الأوراق المالية بالجزائر عرف في بداية نشاطه حجم تداول ضئيل قدر بـ 34.752 سهم في سنة 1999، كما بلغت قيمة التداول 42,99 مليون دج، ثم ارتفع العدد ليصل إلى 358.935 سهم في سنة 2001 نظرا لإدراج أسهم مؤسسة الأوراسي في البورصة،

مما أدى إلى ارتفاع قيمة التداول إلى 251,83 مليون دج، بما يقدر بـ 2.771 معاملة على الأسهم المدرجة (أسهم الرياض-سطيف وأسهم صيدال).

وبعدها شهد السوق انخفاضا مستمرا مسجلا في سنة 2005 أقل حجم تداول يصل إلى 13.487 سهم بقيمة تبلغ 4,18 مليون دج متضمنة 64 معاملة، ويعود ذلك إلى إدراج جلسة تسعير واحدة فقط في البورصة والتنازل عن الجلسة الثانية ابتداء من سنة 2002.

وفي سنة 2006 ارتفع حجم التداول إلى 63.561 سهم نظرا لاستئناف الجلسة الثانية للتسعير، ثم انخفض نشاط السوق في سنة 2007 بسبب انسحاب شركة الرياض-سطيف من البورصة، مما أثر سلبا على نشاطها مسجلة حوالي 35.794 سهم متداول بقيمة 14,24 مليون دج.

وبعدها عرف السوق نوعا من التذبذب بين الارتفاع والانخفاض، ليسجل في سنة 2011 حجم تداول يصل إلى 231.997 سهم، ويمكن إرجاع ذلك إلى إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات في البورصة، كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة 185,11 مليون دج من مجموع 413 معاملة.

أما في سنة 2013 شهد نشاط السوق ارتفاعا مقارنة بسنة 2012، ليحقق ما يقارب 120.681 سهم متداول بقيمة تداول قدرها 49,11 مليون دج، ويعود ذلك إلى إدراج أسهم جديدة في البورصة ألا وهي أسهم شركة أن.سي.أ. الروبية، مما أدى إلى زيادة نشاط السوق.

2- تحليل سوق السندات

يشهد سوق السندات بالجزائر حركية في النشاط مقارنة بسوق الأسهم، حيث لجأت العديد من الشركات بطرح قروض سنديّة قصد تمويل برامجها الاستثمارية، لكن نسبة كبيرة من هذه الشركات اتجهت إلى السوق غير المنظم (سوق التراضي) لتداول سنداتهما، وهذا ما يبرر العدد القليل للشركات المصدرة للسندات في السوق المنظمة (البورصة)، وفيما يلي سنتطرق إلى تحليل نشاط السوق المنظم من خلال التطرق لمجموعة من المؤشرات.

1.2- حجم وقيمة التداول على السندات: يبين الجدول التالي حجم وقيمة التداول لكل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الجدول رقم (16): تطور حجم وقيمة التداول على السندات في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة (2013-2006)

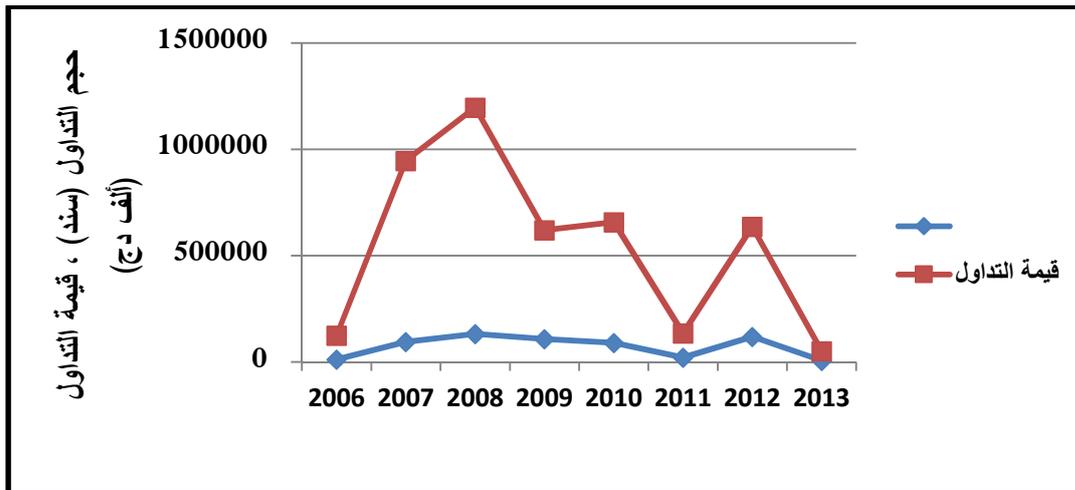
						الخطوط الجوية الجزائرية		
قيمة التداول (مليون دج)		قيمة التداول (مليون دج)		قيمة التداول (مليون دج)		قيمة التداول (مليون دج)		
-	-	25,67	2550	99,95	9899	-	-	2006
-	-	610,49	61071	202,03	20250	133,39	13328	2007
-	-	365,75	36528	411,86	53839	419,46	41640	2008
3,00	300	454,79	45047	29,08	50364	134,08	13152	2009
11,21	1130	183,94	18374	404,00	65044	58,91	5761	2010
16,43	1700	41,22	4111	78,44	15146	-	-	2011
88,46	9228	-	-	548,68	109128	-	-	2012
36,67	3860	-	-	15,24	3048	-	-	2013

Source : www.sgbv.dz, consulté le 08/02/2014.

ولتوضيح حجم وقيمة التداول الإجمالية لكل سنة على حدى نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم (17): تطور حجم وقيمة التداول الإجمالي لسوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة

2013-2006



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (13).

من خلال الجدول نلاحظ أن أول إدراج للقروض السندية في بورصة الجزائر كان في سنة 2006، من قبل شركة سونلغاز التي حازت على أكبر حجم تداول بمقدار 9899 سند، وشركة اتصالات الجزائر بمقدار 2550 سند، بقيمة تداول إجمالية قدرها 125.26 مليون دج.

وفي سنة 2007 شهدت بورصة الجزائر ارتفاعا في حجم التداول ليصل إلى 94649 سند، موزع بين شركة اتصالات الجزائر بنسبة 65% (61071 سند)، شركة سونلغاز بنسبة 21% (20250 سند)، وشركة الخطوط الجوية بنسبة 14% (13328 سند)، كما وصلت قيمة التداول مبلغ 945.91 مليون دج من جراء تداول القروض السندية السابقة.

أما في سنة 2008 سجلت البورصة أكبر حجم تداول بمقدار 132007 سند، نظرا لإدراج القرض السندي الثاني لشركة سونلغاز، بالإضافة إلى ارتفاع أحجام التداول للشركات المدرجة سابقا، كما بلغت قيمة التداول الإجمالية 1197,07 مليون دج.

وبعدها شهدت كل من أحجام وقيم التداول انخفاضا خلال الفترة 2009-2011 على الرغم من إدراج القرض السندي لشركة دحلي والذي شهد تداولا جد ضئيل قدر بـ 300 سند فقط في سنة 2009، بالإضافة إلى انخفاض أحجام التداول للشركات القائمة، وتجدر الإشارة إلى أنه تم استحقاق كل من سندات الخطوط الجوية الجزائرية في أواخر سنة 2010، وسندات شركة اتصالات الجزائر في أواخر سنة 2011.

وفي سنة 2012 ارتفع حجم التداول الإجمالي ليصل إلى 118356 سند، بقيمة 637.14 مليون دج، تحتل شركة سونلغاز النسبة الأكبر بمقدار 109128 سند متداول، تليها شركة دحلي بمقدار 9228 سند متداول.

أما في سنة 2013 سجلت البورصة انخفاضا في كل من حجم وقيمة التداول لتبلغ 6908 سند و51,91 مليون دج على التوالي، أين سجلت شركة دحلي 3860 سند متداول، مقابل 3048 سند فقط لشركة سونلغاز.

2.2- حجم وعدد الأوامر المقدمة: يبين الجدول التالي حجم وعدد الأوامر المقدمة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2013.

الجدول رقم (17): تطور حجم وعدد الأوامر المقدمة على السندات في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة (2006-2013)

						الخطوط الجوية الجزائرية		
()	()	()	()	()	()	()	()	
-	-	18,91	60	95,11	484	-	-	2006
-	-	368,38	1064	144,35	608	141,97	786	2007
-	-	233,91	506	192,62	429	262,47	604	2008
67,73	813	209,67	547	230,08	962	140,95	406	2009
44,07	719	106,32	296	217,82	542	69,35	224	2010
23,81	475	17,65	95	138,05	380	-	-	2011
33,66	490	-	-	242,76	176	-	-	2012
12,46	172	-	-	24,99	112	-	-	2013
181,73	2669	848,52	2568	1285,78	3693	614,74	2020	

Source : www.sgbv.dz, consulté le 08/02/2014.

من خلال الجدول، يتضح أن سندات شركة سونلغاز تعد الأكثر طلبا في بورصة الجزائر، حيث بلغت الأوامر المقدمة عليها 3693 أمر بحجم إجمالي قدره 1285,78 ألف سند، تليها شركة دحلي التي سجلت 2669 أمر يحتوي على 181,73 ألف سند خلال الفترة 2009-2013، لتأتي في المرتبة الثالثة من حيث عدد الأوامر شركة اتصالات الجزائر مسجلة حوالي 2568 أمر بحجم 848,52 ألف سند، وتعتبر سندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية الأقل طلبا في البورصة خلال الفترة 2007-2010 (التي تعتبر فترة إدراجها في البورصة والموافقة لاستحقاق سنداتها) محققة بذلك 2020 أمر يحتوي على 614,74 سند.

وبصفة عامة فإن بورصة الجزائر عرفت إقبالا ضئيلا من قبل المستثمرين على السندات المصدرة، ففي سنة 2006 بلغ العدد الإجمالي للأوامر 544 أمر، ثم ارتفع العدد في سنة 2009 ليقدّر بـ 2728 أمر، أما في سنة 2013 فعرفت البورصة نشاطا جد ضئيل على مستوى السوق السندي مسجلة 284 أمر فقط بمجموع 37,45 ألف سند يشمل شركتي سونلغاز ودحلي.

3.2- تطور الأسعار: يمثل الجدول التالي تطور أسعار السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2006-2013.

الجدول رقم (18): تطور أسعار السندات في سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة (2006-2013)
الوحدة: نسبة مئوية

						الخطوط الجوية الجزائرية		
-	-	100,20	100,00	100,00	100,10	-	-	2006
-	-	99,00	100,40	100,00	100,40	100,00	100,90	2007
-	-	100,00	100,30	100,00	100,20	100,00	100,30	2008
100,00	100,00	100,00	100,80	100,00	100,10	100,10	100,30	2009
99,00	100,00	100,00	100,50	100,00	100,10	100,50	102,70	2010
98,00	98,00	100,00	100,30	100,00	100,80	-	-	2011
95,00	96,00	-	-	100,00	101,00	-	-	2012
95,00	97,00	-	-			-	-	2013

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

شهدت أسعار السندات في بورصة الجزائر تذبذبات ضئيلة نظرا لقلّة الطلب عليها، حيث تراوحت بين 95% و 102% خلال الفترة 2006-2013، أي تحت السعر وفوق السعر.

وما نلاحظه من خلال الجدول السابق أن السندات المعروضة من قبل شركة دحلي لم تشهد ارتفاعا في الأسعار منذ بداية تسعيرها في البورصة في سنة 2009، حيث شهدت انخفاضات متتالية من 100% إلى 95%، بينما أسعار سندات الشركات الأخرى (الخطوط الجوية الجزائرية، سونلغاز، اتصالات الجزائر) عرفت ارتفاعا ضئيلا ولم تتخفّض تحت السعر الذي تم تحديده عند بداية التسعير.

المطلب الثالث: مقارنة أداء أسواق الأوراق المالية في الجزائر، مصر، المغرب، تونس

سننتظر فيما يلي إلى مقارنة أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر بمثيلاتها في كل من مصر، المغرب وتونس خلال الفترة 2007-2013، وذلك باستخدام المؤشرات المدروسة سابقا لكل سوق على حدى.

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة

يبرز الجدول التالي تطور عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب، تونس خلال الفترة 2007-2013.

الجدول رقم (19): تطور عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب وتونس خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الجزائر	2	2	2	3	3	3	4
مصر	435	360	300	210	215	212	211
المغرب	73	77	73	75	76	77	75
تونس	51	50	52	56	57	59	65

المصدر: من إعداد الباحثة.

نلاحظ من خلال الجدول، أن عدد الشركات المقيدة في بورصة الجزائر ضئيل جدا، حيث تراوح بين شركتين إلى أربع شركات كحد أقصى في نهاية سنة 2013، أما بالنسبة للبورصة المصرية فشهدت خلال فترة الدراسة انخفاضا في عدد الشركات من 435 شركة مقيدة في سنة 2007 إلى 211 شركة في سنة 2013، إلا أنها تظل الأكبر حجما مقارنة بالبورصات الأخرى محل الدراسة، حيث في المغرب بقي عدد الشركات المقيدة في البورصة شبه مستقر أين تراوح بين 73 شركة إلى 75 شركة خلال الفترة المدروسة، بينما بورصة تونس عرفت ارتفاعا في عدد الشركات من 51 شركة في سنة 2007 إلى 65 شركة في سنة 2013.

وبالتالي فمن حيث مؤشر عدد الشركات المدرجة، تبقى بورصة الجزائر بعيدة عما وصلت إليه بورصتي المغرب وتونس، وكل البعد عن بورصة مصر على اعتبار أنها تتوفر على أكبر حجم تبعا للشركات المدرجة فيها.

2- مؤشر الرسملة السوقية

سنتطرق فيما يلي إلى إبراز معدل نمو الرسملة السوقية في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب وتونس، وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (20): معدل نمو الرسملة السوقية في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب، تونس خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الجزائر (%)	-2.98	00	0.76	20.61	88.60	-10.20	3.28
مصر (%)	44.09	-38.41	5.49	-2.20	-39.95	27.98	13.6
المغرب (%)	40.52	-9.21	-4.32	13.75	-10.88	-13.75	1.34
تونس (%)	12.5	26.98	50	25	-6.66	-7.14	7.69

المصدر: من إعداد الباحثة.

من خلال الجدول نلاحظ أن بورصة الجزائر شهدت ارتفاعا في نسبة الرسملة السوقية، فبعد الانخفاض الذي شهدته في سنة 2007 بنسبة 2.98% ارتفعت بـ 88.60% في سنة 2011 بسبب إدراج أسهم أليانس للتأمينات، لتعاود الانخفاض بنسبة 10.20% في سنة 2012، أما في سنة 2013 ونظرا لإدراج أسهم شركة أن.سي.أ الروبية عرفت الرسملة ارتفاعا بنسبة 3.28%.

أما فيما يتعلق بالبورصات الأخرى محل الدراسة فقد عرفت انخفاضا في الرسملة السوقية خلال الفترة 2007-2013، فبالنسبة لبورصة مصر انخفضت الرسملة من نسبة 44.09% في سنة 2007 إلى 13.6% في سنة 2013، أما بورصة المغرب فمن نسبة 40.52% المسجلة في سنة 2007 انخفضت إلى 1.34% في سنة 2013، بينما في بورصة تونس بلغت نسبة الانخفاض من 12.5% إلى 7.69% خلال الفترة 2007-2013.

وعلى العموم تظل بورصة الجزائر هي الأقل من حيث الرسملة السوقية المحققة، على الرغم من الارتفاع الذي شهدته خلال الفترة المدروسة.

3- مؤشر قيمة التداول

يبين الجدول التالي معدل نمو قيمة التداول لأسواق الأوراق المالية في كل من الجزائر، مصر، المغرب وتونس خلال الفترة 2007-2013.

الجدول رقم (21): معدل نمو قيمة التداول في أسواق الأوراق المالية بالجزائر، مصر، المغرب، تونس خلال الفترة 2007-2013

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الجزائر (%)	-40.04	50.35	-35.12	-13.75	1445.15	-80.53	36.30
مصر (%)	29.64	31.13	-5.67	-28.28	-39.75	-6.70	-16.57
المغرب (%)	121.98	-37.83	18.78	-11.08	-21.62	-0.49	5.96
تونس (%)	22.59	130.52	-13.99	48.94	-37.89	21.45	-31.81

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من خلال الجدول السابق أن بورصة الجزائر عرفت قيمة تداول تقريبا متناقصة خلال الفترة 2007-2013، إلا أنها في سنة 2011 سجلت أكبر قيمة نتيجة إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات حيث بلغت 185.11 مليون دينار جزائري مقابل 11.98 مليون دج مسجلة في سنة 2010* أي بنسبة ارتفاع قدرها 1445.15%، كما شهدت في سنة 2013 زيادة في قيمة التداول بنسبة 36.30% مقارنة بسنة 2012.

أما بالنسبة لبورصات مصر، المغرب وتونس تم تسجيل انخفاض في قيمة التداول بمعدلات متفاوتة خلال فترة الدراسة، فبالنسبة لبورصة مصر بعد الارتفاع المسجل في سنتي 2007 و 2008 الذي يقدر بنسبة 29.64% و 31.13% على التوالي، عرفت قيمة التداول انخفاضا خلال الفترة 2009-2013 أين بلغت نسبتها 16.57% خلال السنة الأخيرة، بينما بورصة المغرب بعد التذبذب في قيمة التداول بين الارتفاع والانخفاض سجلت في سنة 2013 ارتفاعا بنسبة 5.96%، أما بورصة تونس فقد سجلت خلال سنتي 2007 و 2008 ارتفاعا في قيمة التداول بنسبة 22.59% و 130.52% على التوالي، لتشهد بعدها انخفاضا بنسبة 13.81% خلال سنة 2013.

ولكن على الرغم من انخفاض قيمة التداول في مختلف البورصات محل الدراسة، إلا أن بورصة الجزائر هي التي تحتل أقل قيمة تداول نظرا لمحدودية الأسهم المتداولة فيها وغياب التنوع في الأوراق المالية المتداولة، فضلا عن الإقبال الضعيف عليها من قبل المستثمرين.

* حسب معطيات الجدول رقم (12).

خلاصة الفصل الثالث:

لقد مرّ سوق الأوراق المالية بالجزائر بالعديد من المراحل تتمثل في المرحلة التقريرية، المرحلة الابتدائية ومرحلة الانطلاقة الفعلية ليتجسد على أرض الواقع في نهاية سنة 1997، حيث يتم تنظيمه من قبل مجموعة من الهيئات تتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي للسندات، ومن بين المتدخلين الأساسيين فيه نجد الوسطاء في عمليات البورصة، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وماسكي الحسابات-حافظي السندات، الذين يسهرون على ضمان السير الجيد للسوق في إطار القوانين المحددة.

يتطلب إدراج الشركات في سوق الأوراق المالية بالجزائر توفر مجموعة من الشروط تختلف حسب طبيعة الورقة المالية المصدرة أسهم كانت أم سندات، وفي هذا الصدد تحوز بورصة الجزائر على أربع شركات مسعرة قامت برفع وفتح رأسمالها بنسبة 20% من خلال إصدارها للأسهم، تتمثل أساسا في المجمع الصناعي "صيدال"، مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي"، شركة أليانس للتأمينات، وشركة العصائر والمشروبات أن.سي.أ. الروبية، وهذا بعد انسحاب مؤسسة الرياض-سطييف في سنة 2006.

وبعد تحليل نشاط السوق، نجد بأن بورصة الجزائر تعدّ الأصغر حجما مقارنة بسوق الأوراق المالية لكل من مصر، المغرب وتونس سواء من حيث مؤشر عدد الشركات المدرجة، أو رسملة البورصة، أو من حيث قيمة التداول، وهذا ما يستدعي ضرورة تفعيلها.

وبناء على ذلك، سنحاول في الفصل الموالي تحديد أوجه القصور في سوق الأوراق المالية بالجزائر، ومحاولة الإلمام بمختلف العوامل التي من شأنها النهوض بهذا السوق.

الفصل الرابع

أوجه القصور في سوق الأوراق المالية بالجزائر والعوامل الكفيلة بتطويره

تمهيد:

يقتضي وجود سوق للأوراق المالية في بلد ما انعكاسه على وضعية الاقتصاد الوطني، نظرا لارتباطه بمختلف التغيرات الداخلية والخارجية التي تمس الاقتصاد، والتي من شأنها التأثير عليه إما بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة.

وفي هذا الصدد، وبعد مرور أكثر من عشرية على إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر، إلا أنه لا يزال بعيدا عن أداء الدور المنتظر منه باعتباره مصدرا تمويليا غير تضخمي، من شأنه أن يؤدي دورا مهما في تطوير وإنعاش الاقتصاد الوطني.

وبناء على ذلك، سنتطرق في هذا الفصل إلى إبراز معوقات تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر، ومحاولة البحث في السبل الكفيلة بتفعيله، وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث تبرز من خلال العناصر التالية:

- عقبات تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- دراسة مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- عوامل أخرى لتفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.

المبحث الأول: عقبات تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر

يعاني سوق الأوراق المالية بالجزائر العديد من العقبات التي حالت دون تطوره، والتحاقه بركب ما وصلت إليه الدول الناشئة إن لم نقل الدول المتطورة منها.

وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى إبراز مختلف العقبات التي اعترضت السوق، من خلال تقسيمها إلى أربعة مطالب:

- العقبات السياسية والقانونية؛

- العقبات الاقتصادية؛

- العقبات الاجتماعية، الثقافية والعامل الديني؛

- عقبات مرتبطة بسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: العقبات السياسية والقانونية

إن من أهم ما يتأثر به سوق الأوراق المالية هو القرارات السياسية والقانونية التي من شأنها أن تعمل على التنظيم الفعلي للسوق وفق ما يتطلبه الاقتصاد.

1- العقبات السياسية

يعتبر العامل السياسي من أهم العناصر الضرورية لقيام بورصة فعالة، فأول ما يبحث عنه المستثمرون سواء المحليين أو الأجانب هو الاستقرار والأمان فضلا عن المردودية.

وفيما يتعلق بسوق الأوراق المالية بالجزائر فإن إنشاءه تم في مناخ سياسي غير مستقر وجاء كنتيجة حتمية أملت ظروف الاقتصاد، أي لم يكن مخطط له بصفة مسبقة، فضلا عن تعاقب عدة حكومات الأمر الذي صاحبه غياب الاستقرار السياسي، وهذا ما أثر سلبا على تطور البورصة التي عرفت ركودا منذ إنشائها.

إلا أنه في السنوات الأخيرة عرفت الجزائر نوع من الاستقرار السياسي نتيجة السعي المعتبر للحكومة الجزائرية في إرساء الأمن والسلام، غير أنه يشترط المزيد من الجهود لتفعيل دور البورصة التي يرتبط تطورها بالدرجة الأولى بوجود إرادة سياسية واضحة وصریحة في هذا الشأن، فضلا عن كسب ثقة المستثمرين.

2- العقبات القانونية

إن إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر رافقه صدور العديد من النصوص التشريعية والتنظيمية التي تنظم كيفية العمل فيه، ويتم تعديل هذه القوانين في إطار المستجدات التي تمس السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه من ضمن هذه التعديلات نجد تغييرا في شروط إدراج الشركات في البورصة، ووضع شروط خاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى تتمكن من الحصول على التمويل البورصي، وهذا ما جاء به النظام رقم 01-12 الصادر في 12 جانفي 2012 المعدل والمتم للنظام رقم 97-03 الصادر في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالقواعد العامة لبورصة القيم المنقولة.

وتجدر الإشارة إلى أنه من بين شروط قيد المؤسسة في البورصة أن تكون عبارة عن شركة ذات أسهم (SPA)، غير أن معظم مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر تأخذ صفة شركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL) أو شركة ذات الشخص الوحيد (EURL).

وفيما يتعلق بالقوانين المحيطة بالبورصة، نجد قصور في قانون الاستثمار خاصة الأجنبي منه، نظرا لعدم وجود نص قانوني يسمح للمستثمرين الأجانب باستثمار أموالهم في الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر، فضلا عن القاعدة رقم 49/51 التي عرقلت وفود العديد من المستثمرين الأجانب إلى الجزائر.

كما يجب إعادة النظر في قانون الضرائب قصد تحفيز الشركات للجوء إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر، على الرغم من أن قانون المالية لسنة 2014 قرر تخفيض الضريبة على أرباح الشركات بنسبة تعادل معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس سنوات ابتداء من 01 جانفي 2014، إلا أنه يتطلب المزيد من الإعفاءات كتخفيض مختلف العمولات التي تتحملها الشركة طالبة القيد في البورصة ابتداء من تحضيرها لملف القبول إلى غاية تداول أوراقها المالية.

المطلب الثاني: العقبات الاقتصادية

يسود سوق الأوراق المالية بالجزائر محيط اقتصادي متذبذب نظرا لوجود بعض العوامل التي يتطلب تحسينها، والتي يمكن إدراجها في العناصر التالية:

1- الخصخصة

تعرف الخصخصة بأنها عملية تشمل نقل ملكية المؤسسات العمومية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص¹.

¹ محمد زرقون: انعكاسات إستراتيجية الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009، ص 155.

كما يمكن تعريفها بأنها مرحلة من مراحل الإصلاح الاقتصادي، تعمل على تحويل المشاريع العامة إلى مشاريع خاصة في مجال الملكية أو الإدارة، وبذلك فهي تسعى إلى تحرير النشاط الاقتصادي وإفساح المجال للقطاع الخاص¹.

حيث تساهم عملية خصصة المؤسسات العمومية عن طريق السوق المالية في إنعاش هذه الأخيرة، نظرا لما ينجر عنها من زيادة في عدد الشركات المدرجة وما يصاحبها من حركية في التداول.

إلا أن سوق الأوراق المالية بالجزائر ومنذ نشأته، لم يسجل سوى ثلاثة عمليات متعلقة بالخصصة الجزئية للمؤسسات العمومية عن طريق البورصة، يتعلق الأمر أساسا بشركة الرياض سطيف التي انسحبت من البورصة في سنة 2006 عن طريق إجراء عرض عمومي للسحب، المجمع الصناعي "صيدال"، ومؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي"، واكتفت تلك المؤسسات بفتح 20% فقط من رأسمالها، مما يجعلها محتفظة بالسيطرة في تسيير مواردها المالية، وبالتالي عدم الرفع من كفاءتها نظرا لعدم تأثير الفاعلين من المساهمين الخواص بشكل أساسي في إدارة الشركة.

غير أنه وبالنظر إلى عمليات الخصصة التي تتم خارج السوق المالية، نجد خلال سنتي 2001 و2008 تسجيل 350 عملية خصصة للمؤسسات العمومية، التي كان من الأرجح أن تتم على مستوى السوق المالية، ويمكن إرجاع ذلك لعدم رغبة تلك المؤسسات العمومية في توفير ما يقتضيه سوق الأوراق المالية على غرار عامل الإفصاح والشفافية الذي تنهرب منه معظم المؤسسات، ومن جهة أخرى نجد أن هناك العديد من المؤسسات العمومية تعاني من عدة صعوبات لاسيما المالية منها، مما يجعلها غير مؤهلة للانضمام لسوق الأوراق المالية نظرا لعدم توفرها لشروط الإدراج، وبذلك يبقى القطاع العام هو المسيطر بالأغلبية في الاقتصاد الجزائري على الرغم من مسيرة الإصلاح الاقتصادي المتبعة في إطار التحول إلى اقتصاد السوق.

وأمام هذه الوضعية، لا يمكن الحديث عن إصلاح سوق الأوراق المالية طالما لا يوجد أي تشجيع لبروز القطاع الخاص في الاقتصاد، خاصة من ناحية تكثيف انضمام الشركات إلى هذا السوق بعد تحقيقها لشروط الدخول وتأهيلها لإصدار الأدوات المالية.

¹ جميلة لرقام: نظرة عن الخصصة كأداة للتحول إلى اقتصاد السوق، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد الحادي عشر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2004، ص 149.

2- سوق الاقتصاد الموازي

يعرّف الاقتصاد الموازي بأنه مجموعة الأنشطة التي تحقق دخلا لا يتم تسجيله رسميا ضمن حسابات الناتج الوطني، إما لتعمد إخفائه تهربا من الالتزامات القانونية المرتبطة به والتي تتمثل أساسا في الجانب الجبائي، أو لكونها أنشطة مخالفة للقوانين السائدة في البلاد¹.

حيث يساهم السوق الموازي في الجزائر أو ما يعرف بالسوق السوداء في تحقيق عوائد مرتفعة فضلا عن خلوه من الأعباء الجبائية²، وهذا ما يشكل عامل جذب لمختلف المستثمرين الذين لا يرغبون في التصريح بنشاطهم الحقيقي بهدف التهرب الجبائي، وهو ما يضمن لهم تنمية أموالهم بشكل أكبر وأسرع من توظيفها في الأدوات المالية، ففي سنة 2013 استحوذ السوق على حوالي 40% من الأموال المتداولة أي ما يقارب 13 مليار دولار.

وبناء على ذلك فإن جزءا هاما من المدخرات المحققة توجه إلى هذا السوق، الأمر الذي يعيق تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر.

3- النمط العائلي لشركات المساهمة

معظم الشركات الخاصة ذات الأسهم التي تنشط في الجزائر يسودها النمط العائلي، حيث نجد أغلب المساهمين فيها يتكونون من نفس العائلة ويحوزون على أكبر الحصص للاحتفاظ بسلطتهم في اتخاذ القرارات، وأولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدر في حالة رفع رأسمال الشركة.

حيث نجد ما يقارب نسبة 90% من الشركات الخاصة في الجزائر تأخذ الشكل العائلي، ولا ترغب في الالتزام بقواعد الإفصاح والشفافية التي يفرضها سوق الأوراق المالية كشرط أساسي للانضمام إليه، فضلا عن تفضيلهم اللجوء إلى التمويل البنكي في حالة نقص مواردهم المالية دون التفكير في إصدار الأدوات المالية.

¹ محمد زعلاني: شمولية ظاهرة الاقتصاد الموازي بالإشارة إلى الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2011، ص198.

² Chabha Bouzar: Les contraintes de développement du marché financier algérien, Revue Campus, N°18, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, Alger, Juin 2010, P14.

4- التضخم

يُعرف التضخم بأنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، حيث عرف معدل التضخم في الجزائر تذبذبا خلال الفترة 1999-2013، ويمكن إدراج ذلك في الجدول التالي:

الجدول رقم (22): تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال الفترة 1999-2013

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
معدل التضخم %	2,60	0,3	4,20	1,40	4,30	4,00	1,40	2,30	3,70	4,90	5,70	3,90	4,50	8,90	3,30

Source : Office National des Statistiques: www.ons.dz, Consulté le 14/07/2014.

شهد معدل التضخم في الجزائر ارتفاعا طفيفا خلال الفترة 1999-2011 من 2,60% إلى 4,50%. أما في سنة 2012 عرف هذا المعدل ارتفاعا ملحوظا ليصل إلى 8,90%، ويعود ذلك أساسا إلى زيادة أجور العاملين في القطاع الحكومي بأثر رجعي بدءا من جانفي 2008، والتي مسّت قطاعات معينة من أبرزها قطاعي التعليم والصحة، فضلا عن ارتفاع أسعار السلع بنسب متفاوتة حيث تم تسجيل ارتفاع بنسبة 12.22% بالنسبة للمنتجات الغذائية، وبنسبة 21.37% بالنسبة للمنتجات الفلاحية، أما المنتجات الصناعية ارتفعت بنسبة 6.60%¹.

ثم انخفض معدل التضخم بين سنتي 2012-2013 من 8.9% إلى 3.3%، نظرا للدعم الواسع لأسعار المواد الأساسية والخدمات الذي قدر بنسبة 30% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2013، أي ما يعادل 70 بليون دولار، غير أن هذا لا يمكنه الاستمرار فيه في حالة انخفاض أسعار النفط.

وبصفة عامة فإن التضخم في الجزائر يشكّل عائقا أمام تطوّر سوق الأوراق المالية، نظرا لأن المحرك الأساسي للاقتصاد الجزائري هو الصادرات النفطية التي تمثل ما يقارب نسبة 98% من إجمالي الصادرات، وبالتالي فإذا انخفضت أسعار هذه الأخيرة فهذا من شأنه التأثير سلبا على الاقتصاد، نظرا لما يلحقه من تخفيض الدعم المقدم من قبل الدولة على السلع الأساسية، ارتفاع أسعار السلع والخدمات، ومن تمّ انخفاض القدرة الشرائية للفرد، وهذا ما ينعكس بصفة مباشرة على الاستثمارات لاسيما التي تمس سوق الأوراق المالية نظرا لانخفاض مستوى الادخار.

¹ Office National des Statistiques: www.ons.dz, Consulter le 13/07/2014.

5- ضعف القدرة الشرائية للفرد

يؤدي ضعف الدخل الحقيقي للفرد الجزائري بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم إلى انخفاض مستوى الادخار، وهو ما يحول دون قدرتهم على الاستثمار.

حيث نجد مجموعة من أفراد المجتمع غير قادرة حتى على تلبية متطلباتهم اليومية، كما نجد مجموعة أخرى من هؤلاء تحوز على نصيب معتبر من الدخل وتقوم بتوجيه جزء منه للادخار، غير أن هذا الأخير غالبا ما لا يوظف في الأدوات المالية، نظرا لتفضيل معظم الأفراد التوجه إلى البنوك أو الاكتناز دون اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، وهذا نظرا للعديد من العوامل من بينها غياب الثقافة البورصية والتخوف من عدم إمكانية تسهيل تلك الأدوات بسهولة نظرا لضعف نشاط السوق.

المطلب الثالث: العقبات الاجتماعية والثقافية والعامل الديني

سنتطرق فيما يلي إلى أهم العقبات الاجتماعية والثقافية التي تعترض تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر، فضلا عن العامل الديني الذي يشكل محورا رئيسيا من هذا التطور.

1- العقبات الاجتماعية والثقافية

إن انشغال الأفراد بتلبية متطلباتهم اليومية التي هي في ارتفاع مستمر في ظل التطور التكنولوجي الهائل الذي تشهده مختلف المجالات مصحوبا بارتفاع الأسعار دون التفكير في المستقبل، يجعل من الدخل الحقيقي غير كافي في أغلب الحالات لتلبية هذه الاحتياجات، فضلا عن تفشي ظاهرة البطالة، الأمر الذي أدى إلى انخفاض مستوى الادخار.

ومن جهة أخرى فإن الادخار المحقق من قبل العائلات يوجه أساسا نحو البنوك التي تعد الوسيلة الأكثر ضمانا وأمانا بالنسبة لهم، كما نجد بأنه في إطار البرامج السكنية التحفيزية التي تبنتها الدولة الجزائرية في الآونة الأخيرة دفع بالعديد من العائلات إلى توجيه تلك المدخرات للاستفادة من السكنات نظرا لأسعارها المغرية.

وفي ظل هذا الوضع، نجد أن ثقافة التوظيف في البورصة تقريبا منعدمة لدى المجتمع الجزائري، فليس هناك ما يحفزهم على ذلك نظرا لانعدام البرامج التوعوية والتحسيسية بأهمية الاستثمار في الأدوات المالية.

2- العامل الديني

إن الاستثمار في الأدوات المالية يحدث غموضا لدى العديد من المستثمرين من ناحية الشرع، فعلى غرار الأسهم العادية التي تعتبر مشروعة للتعامل، نجد السندات التي تدر عائدا ثابتا محددًا عند الإصدار محرمة شرعا، لأن شأنها في ذلك شأن الربا.

وفي ظل غياب أدوات مالية بديلة تتناسب وديننا الحنيف، يجعل من الصّعب جلب المستثمرين إلى البورصة نظرا لما يشكّله هذا العامل من أهمية كبيرة في أوساط المجتمع.

المطلب الرابع: عقبات مرتبطة بسوق الأوراق المالية بالجزائر

فضلا عن العقبات المذكورة سالفا، هناك أيضا عقبات أخرى تمس سوق الأوراق المالية، ندرجها فيما يلي:

1- ضعف الإفصاح والشفافية

رغم أنه من بين الشروط الأساسية لتمكين الشركات من إصدار الأدوات المالية أسهم كانت أم سندات أن تلتزم بأقصى درجات الإفصاح والشفافية عن المعلومات، إلا أن هذا لا يتم احترامه بصفة مطلقة في سوق الأوراق المالية بالجزائر.

فمعظم الشركات المدرجة في البورصة تتهرّب وتتباطىء من نشر المعلومات المالية المتعلقة بنشاطها، فضلا عن أنها لا تصرّح بالوضع الحقيقية لديها بهدف التهرب الضريبي، وهذا ما يضيف غموضا كبيرا في أوساط المستثمرين ويمس بمصداقية السوق في حدّ ذاته، خاصة أن المعلومات غير متاحة يوميا لأنها مقيدة بالتقارير السنوية المصدرة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فعلى المستثمر الانتظار لغاية صدور التقرير حتى يتعرّف على وضعية شركة ما، والتي تتاح بدون أي تحليل يفسّر ما جاءت به، الأمر الذي يصعب على المستثمر الذي ليس لديه معرفة مسبقة بكيفية تحليل تلك البيانات على فهمها.

2- غياب كفاءة سوق الأوراق المالية بالجزائر

تتمثل الكفاءة في درجة استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق، دون وجود فاصل زمني كبير بين وصول المعلومة والتغير في السعر.

وبالنظر إلى وضعية سوق الأوراق المالية بالجزائر، نجد بأن الأسعار السوقية لمختلف الأدوات المالية نادرا ما تتغير وبشكل طفيف جدا، في حين نجد النتائج المحققة من قبل الشركات المقيدة في البورصة ليس لها أي أثر على الأسعار السوقية المعروضة، حيث غالبا ما تكون الصحة المالية للشركات في تحسن مستمر غير أن الأسعار لا تزال في انخفاض.

وهذا ما شهدته شركة أليانس للتأمينات خلال سنة 2013 التي عرفت أسعار أسهمها خسارة بنسبة 26,50%، حيث انخفضت من 830 دج إلى 610 دج في نهاية السنة (سعر الإغلاق)¹، في وقت حققت فيه الشركة رقم أعمال بلغ 4,15 مليار دج خلال السنة ذاتها أي بزيادة قدرها 13,50% مقارنة

¹ Cosob : Rapport annuel 2013, Op.cit, P74.

بسنة 2012، وريح صافي يقدر بمبلغ 500 مليون دج¹، غير أن ذلك لم يكن له أي تأثير على قيمة أسهمها.

وفي هذا الإطار فإن سوق الأوراق المالية بالجزائر هو سوق غير كفؤ، الأمر الذي يقلل من مصداقيته اتجاه الشركات المصدرة من جهة، التي ترى بأنه مهما كانت وضعيتها المالية المحققة، فإنها سوف لن تنعكس على الأسعار السوقية لأسهمها، مما قد يحدث حالة تناقض في أوساط المتعاملين، ومن جهة أخرى اتجاه المستثمرين الذين يعانون من قصور كبير في إمدادهم بالمعلومات الضرورية لدعم قراراتهم الاستثمارية في الوقت المناسب ودون أي تمييز، مما لا يسمح لهم بتحقيق أرباح غير عادية.

3- قلة الشركات المدرجة

يعتبر المحرك الأساسي لسوق الأوراق المالية هو الشركات المقيدة فيه، فقلة هذه الأخيرة يصاحبها ضعف نشاط السوق بأكمله سواء من حيث تنوع الأدوات المالية المتداولة فيه، أو عدد المستثمرين، أو من حيث مختلف المؤشرات الدالة على حركية السوق.

وبالنظر إلى ذلك، نجد أن سوق الأوراق المالية في الجزائر يعاني من نقص حاد في عدد الشركات المدرجة فيه، حيث نجد سوى أربعة شركات قامت بفتح أو فتح رأسمالها عن طريق إصدار الأسهم وهذا بعد خروج شركة الرياض-سطيف من البورصة، في حين تلجأ الشركات الأخرى إلى السوق السندي بهدف الاقتراض وعدم إضافة مساهمين جدد من شأنهم التأثير على قراراتها، إلا أن معظم تلك الشركات تتجه إلى السوق غير المنظم لتداول السندات المصدرة، بينما نجد القليل منها فقط قامت بتسجيل سنداتنا للقيود في البورصة المنظمة.

4- عدم تنوع الأدوات المالية

تنوع الأدوات المالية المتداولة في البورصة من شأنه أن يتيح الفرصة لشريحة واسعة من المدخرين لتوظيف أموالهم، من خلال توفير إمكانية اختيار الأدوات التي تتناسب مع أهدافهم، وتخفيض حجم المخاطرة المرتبطة بهذا النوع من الاستثمار على اعتبار أن هناك علاقة عكسية بين التنوع والمخاطرة، فكلما كانت المحفظة الاستثمارية تتوفر على عدة أنواع من الأدوات المالية كلما كانت المخاطرة المرتبطة بها قليلة.

أما ما يلاحظ بالنسبة لسوق الأوراق المالية في الجزائر، فعلى الرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-08 الصادر في 25 أبريل 1993 المتضمن للقانون التجاري أتاح إصدار العديد من الأدوات المالية والتي من بينها:² الأسهم العادية، أسهم التمتع، سندات المساهمة، سندات الاستحقاق، سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، سندات الاستحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم، والسندات الشبيهة بالخزينة،

¹ وثائق مقدمة من طرف شركة أليانس للتأمينات.

² وزارة العدل، القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 198.

إلا أنه ما يتداول فعلا يقتصر على الأسهم العادية وسندات الاستحقاق فضلا عن السندات الشبيهة بالخرزينة التي تصدرها الدولة.

وتجدر الإشارة إلى أن الأدوات المالية التي جاء بها المرسوم التشريعي والمحددة سابقا تعتبر تقليدية، بالنظر إلى الأدوات المالية المستحدثة والمتمثلة أساسا في المشتقات المالية التي لا وجود لها في سوق الأوراق المالية بالجزائر، كما أن الشركات لازالت تقتصر على إصدار الأسهم العادية وسندات الاستحقاق فقط.

وبذلك تبقى محفظة الأوراق المالية في الجزائر تتميز بالضعف في التنوع، وهذا ما يؤدي إلى تخوف المستثمرين من توظيف أموالهم في هذا النوع من الاستثمار.

5- محدودية عمل بورصة الجزائر

تنظم بورصة الجزائر حصتين للتداول فقط في الأسبوع يومي الاثنين والأربعاء من الساعة التاسعة والنصف (9 و30 دقيقة) إلى الساعة الحادية عشر (11) بالنسبة للأدوات المالية، كما أن عملية التسوية تتم في اليوم الثالث بعد انتهاء كل جلسة (J+3)، وهذا ما يعرقل السير الحسن للمعاملات، ذلك أن المستثمر يفضل إتمام العملية في أقرب وقت ممكن حتى يكون على استعداد للقيام بعمليات أخرى سواء المتعلقة بالبيع أم بالشراء.

وعليه، فإن نظام عمل البورصة يعتبر محدودا جدا ويتطلب المزيد من التطوير، حتى يؤدي دورا إيجابيا في إعطاء حركية لسوق الأوراق المالية ومن ثم جلب المزيد من المستثمرين.

6- ضعف دور الوسطاء في عمليات البورصة

يتكون الوسطاء في سوق الأوراق المالية بالجزائر من الشركات المعنوية فقط ممثلة أساسا في مجموعة من البنوك العمومية وبنك خاص واحد فقط، ولا وجود للأشخاص الطبيعيين على الرغم من أن القانون سمح لهم بممارسة نشاط الوساطة وفق شروط معينة.

إلا أن هؤلاء الوسطاء لا يساهمون بشكل فعال في تطوير سوق الأوراق المالية، حيث تقتصر مهامهم على جمع وتنظيم أوامر البيع والشراء والتفاوض عليها في البورصة، فضلا عن مرافقة الشركات المصدرة وفق ما ينص عليه القانون، على الرغم من أنهم يستطيعون التأثير على المستثمرين وإقناعهم بضرورة وأهمية توظيف أموالهم في الأدوات المالية المعروضة في السوق.

وذلك على اعتبار أن هؤلاء الوسطاء هم عبارة عن بنوك لديهم تعاملات مع شريحة واسعة من المجتمع، كون هذه الأخيرة تفضل التوظيف البنكي على غرار الوسائل الأخرى، غير أنها لا تؤدي أي دور في تحسيسهم وتوعيتهم بأهمية الاستثمار المالي.

7- غياب دور هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تؤدي هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة أهمية بالغة في تسهيل التعامل في سوق الأوراق المالية، خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين ليس لديهم الرغبة في الاستثمار بمفردهم نظرا لجهلهم أو عدم درايتهم الكاملة بآليات التعامل في البورصة أو لانشغالهم باهتمامات أخرى، الأمر الذي يدفعهم إلى اللجوء لهذه الهيئات التي تتولى توظيف المدخرات الواردة إليها في القيم المنقولة بصفة جماعية، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر خاصة إذا توفرت إمكانية لتنوع المحفظة بأدوات مالية مختلفة.

وعلى الرغم من الدور البارز الذي تؤديه هذه الهيئات، إلا أنه على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر توجد هيئة واحدة فقط ويتكون مساهموها من الأشخاص المعنوية المتمثلة في البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين كما سبقت الإشارة إليه، وبالتالي فهي مفتوحة فقط للمستثمرين المؤسسيين بعيدا عن الجمهور، كما أن السوق في حد ذاته لا يتوفر على فرص التنوع في الأدوات المالية، مما يلحق بالمحفظة المالية المشكلة العديد من المخاطر.

وبالتالي تبقى هذه الهيئات قليلة النشاط، ومساهمتها في تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر ضئيلة جدا مقارنة بالدور الهام الذي يمكن أن تؤديه خاصة بالنسبة للمستثمرين الصغار الذي يفكرون إلى المبادئ الأساسية التي يقوم عليها هذا النوع من الاستثمار.

المبحث الثاني: دراسة مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

استدعى ضعف نشاط سوق الأوراق المالية بالجزائر ضرورة القيام بإصلاحات معمقة لتطويره، وبناء على ذلك شرعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالتشاور مع وزارة المالية وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية بإعداد مشروع لتطوير وعصرنة السوق بهدف النهوض به حتى يؤدي دوره الأساسي في إنعاش الاقتصاد الوطني.

وفي هذا الإطار سنتطرق في هذا المبحث إلى إبراز التدابير المتخذة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبل الشروع في إعداد مشروع التفعيل، وبعدها سننتقل إلى دراسة المشروع في حد ذاته، وأخيرا سنحاول إبراز الإجراءات التي تم اتخاذها في إطار تعزيز المشروع، وذلك من خلال أربعة مطالب نوجزها في العناصر التالية:

- التدابير المتخذة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- تقديم مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- المحاور الرئيسية لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
- الإجراءات المتخذة في إطار مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.

المطلب الأول: التدابير المتخذة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

اتخذت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مجموعة من الإجراءات بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر، في انتظار انطلاق مشروع عصرنه وتطوير السوق، حيث تناولت العديد من المجالات ندرجها فيما يلي:

1- شروط القبول لإعادة تنظيم جدول التسعيرة الرسمية

قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإعادة النظر في شروط التسعيرة فضلا عن إدراج أسواق جديدة، فبالإضافة إلى السوق الرئيسية المخصصة للمؤسسات الكبرى نجد أسواق أخرى تشمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، السندات الشبيهة بالخرزينة، فضلا عن سوق السندات الخاصة.

فبالنسبة للسوق الرئيسية المخصصة للمؤسسات الكبرى، أصبح على الشركة التي تطلب قبول أسهمها للتداول في البورصة أن تحوز على رأسمال محرر بالكامل لا يقل عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج)، بعدما كان مائة مليون دينار فقط، كما يجب أن تقوم بتوزيع أسهمها على عدد من الجمهور لا يقل عن مائة وخمسين (150) مساهما في أجل أقصاه يوم الإدخال، بعدما كان يتطلب ثلاثمائة (300) مساهم.

أما فيما يتعلق بسوق السندات الخاصة، فعلى الشركة التي تطلب قبول سندات للتسعير في البورصة أن تتوفر على رأسمال محرر يبلغ خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج)، بعدما كان يتطلب مائة مليون دينار (100.000.000 دج)، كما تم إلغاء الشرط الذي يقضي بضرورة وجود مائة (100) حائز في أجل أقصاه يوم الإدخال للبوصة¹.

2- فتح صحن بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نظرا لحاجة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الموارد المالية من جهة، وصعوبة حصولها على التمويل نظرا لعدم توفرها على الضمانات الكافية ما يشكل مخطرا على المؤسسات الممولة من جهة أخرى، وضعت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سوقا مخصصة لهاته المؤسسات بهدف فتح المجال أمامها حتى تتمكن من إنجاز مشاريعها بكل سهولة، من خلال الحصول على موارد ثابتة يمكن تخصيصها لتمويل الأصول متوسطة وطويلة الأجل، مما يضمن بقاءها وديمومتها.

1.2- مزايا السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: من بين المزايا التي توفرها السوق

المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يلي:

- توفير تمويل مكمل للتمويل البنكي؛

¹ Cosob: Rapport annuel 2010, Op.cit, P18.

- ميزة الاستثمار والخروج بالنسبة للشركات ذات رأس المال الاستثماري، على اعتبار أن هذه الأخيرة عند قيامها بتوفير التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهي تتدخل لمرحلة معينة من مراحل المؤسسة فقط من خلال مساهمتها في رأس المال، وعند انتهاء تدخلها تخرج من المؤسسة عن طريق بيع أسهمها، وبذلك فهذه السوق تعتبر فرصة للشركات ذات رأس المال الاستثماري للخروج بسهولة بعد تقديمها للتمويل؛
- تعزيز هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتوفير موارد ضرورية لتطويرها؛
- ضمان ديمومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الصعيد المالي والتجاري، فضلا عن تمتعها بالمصدقية في السوق الوطنية والدولية.

2.2- شروط الإصدار في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يجب على المؤسسات التي تطلب

إصدار أسهم في السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تتوفر على الشروط التالية:¹

- أن تكون عبارة عن شركة ذات أسهم؛
- تعيين مرشد مرافق يدعى "المتعهد بالترقية" لمدة خمس سنوات؛
- فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 10% على الأقل، وعلى أقصى تقدير يوم الإدخال في البورصة؛
- توزيع الأسهم المصدرة على خمسين (50) مساهم من الجمهور، أو على ثلاثة (3) مستثمرين مؤسستين * كحد أدنى، وعلى أقصى تقدير يوم الإدخال للبورصة؛
- نشر القوائم المالية للسنتين الأخيرتين، إلا إذا حصلت المؤسسة على إعفاء من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتجدر الإشارة إلى أن شرط رأس المال الأدنى وضرورة تحقيق الأرباح التي يشترط تحقيقها في السوق الرئيسية وسوق السندات الخاصة غير مطلوبة في هذا السوق.

3.2- المتعهد بالترقية: هو عبارة عن متعامل جديد في الساحة المالية الجزائرية، تتمثل مهمته في

ترقية ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر.

كما يعتبر مرشدا ومرافقا يساعد تلك المؤسسات في مختلف العمليات التي تشمل إصدار الأسهم، حيث يعتبر شريكا ماليا وقانونيا لها على المدى الطويل، وتختلف مهامه عن تلك التي يقوم بها الوسطاء في عمليات البورصة، ويشترط أن يتوفر على الخبرة الكافية في مختلف العمليات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل، كما يؤدي دورا أساسيا في مراقبة مدى التزام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمتطلبات الإفصاح

¹ Règlement COSOB N° 12-01 du 18 Safar 1433 Correspondant au 12 Janvier 2012, modifier et complétant le règlement n°97-03 du 17 Rajab 1418 correspondant au 18 novembre 1997, relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, Article 09, P02.

* المستثمرون المؤسستيون: هم عبارة عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين وصناديق الاستثمار.

والشفافية، ويمكن أن يكون عبارة عن بنك، مؤسسة مالية، وسيط في عمليات البورصة، أو شركة تحليل واستشارات مالية وقانونية على أن يتم تسجيلها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على أساس خبرتها في مجال التمويل.

ومن بين المهام الموكلة للمتعهد بالترقية ما يلي:¹

- قبل إدراج المؤسسة في البورصة: يساعد المتعهد بالترقية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في عملية إصدار الأسهم، كما يتعهد بصحة المعلومات المقدمة من قبل المؤسسة عن طريق مذكرة المعلومات المؤشرة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من خلال توقيعه عليها، وأنها لا تحتوي على مبالغات وتعبر عن الوضعية الحقيقية للمؤسسة؛

- خلال إدراج المؤسسة في البورصة: يجب على المؤسسة أن تبرم اتفاقية مع المتعهد بالترقية، حسب ما تقتضيه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لمدة سنتين تحتوي على واجبات كل طرف (المؤسسة والمتعهد بالترقية)، وإذا لم يتم الالتزام بالاتفاقية لابد من إخطار اللجنة وعلى المؤسسة تغييره وتعيين متعهد بالترقية جديد؛

- بعد إدراج المؤسسة في البورصة: يشترط على المتعهد بالترقية مراقبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضمان التزامها بمتطلبات الإفصاح القانونية، وفي حالة عدم احترامها لذلك يجب على المتعهد بالترقية تذكيرها بواجباتها وتقديم النصح الكافي لمعالجة تلك الوضعية.

4.2- واجبات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: لابد على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة المسعرة في

البورصة أن تستجيب لمتطلبات نشر معلومات معينة منصوص عليها من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لضمان حماية الادخار المستثمر في السوق، حيث تشمل على معلومات جارية ومعلومات دورية:²

- **المعلومات الجارية:** بمجرد تسعير الأسهم في البورصة، على المؤسسة إعلام الجمهور بكافة التغيرات والأحداث الهامة التي تتعرض لها، والتي من شأنها التأثير على تسعيرة الأسهم المصدرة.

- **المعلومات الدورية:** لابد على المؤسسة أن تودع لدى كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تقرير سنوي يتضمن الكشوفات المالية السنوية (التمثلة في الميزانية، حساب النتيجة، جدول تدفقات الخزينة، قائمة تغير الأموال الخاصة، تقرير التسيير)، تقرير محافظ

¹ Règlement COSOB N° 12-01 du 18 Safar 1433 Correspondant au 12 Janvier 2012, IBID.

² Bourse d'Alger: Guide du marché PME, Alger, 2012, P13.

الحسابات وكل المعلومات اللازمة في مدة أقصاها ثلاثون يوم قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين.

3- تعديلات متعلقة بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

لقد شملت الإجراءات المتخذة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تعديلات تخص هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وذلك في المجالات التالية:¹

1.3- تسيير هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بضرورة تفويض مهنيين (أشخاص معنوية) في الساحة المالية لتسيير هذه الهيئات، وذلك تبعا لما تقوم به معظم دول العالم، عوضا عن شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير التي تتطلب نفقات وتكاليف باهظة، وبذلك يتوجب على المتعهد بترقية هذه الشركة أن يبرم عقد نجاعة مع المسير المهني حتى يتمكن من تنفيذ استراتيجيته الاستثمارية، وهذا من شأنه أن يعزز التسيير الجماعي لدى الأشخاص المعنوية.

2.3- إعادة النظر في القواعد الاحترازية ومصاريف التسيير: يقدر الحد الأقصى المحدد لهيئات التوظيف الجماعي للاستثمار في قيم الدولة بنسبة 60% يعتبر ضئيلا، في ظل العدد المحدود للسندات المسعرة المتداولة في بورصة الجزائر وما يصاحبه من ضعف في السيولة، وهذا ما دفع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى المطالبة بضرورة رفع هذه النسبة إلى 100% لتنشيط دور هذه الهيئات.

ومن جهة أخرى اقتضت اللجنة برفع الحد الأقصى لمصاريف التسيير التي تتحملها هيئات التوظيف الجماعي إلى نسبة 5% من إجمالي الرصيد الموظف، على اعتبار أن النسبة المحددة مسبقا والتي لا تتعدى 2% تعتبر جد قليلة، مما يعيق هذه الهيئات عن القيام بمهامها خاصة في ظل وجود شركة استثمار ذات رأسمال متغير واحدة فقط.

4- جوانب أخرى عالجتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

اقتضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدراسة العديد من الجوانب التي من شأنها التأثير إيجابيا على سوق الأوراق المالية بالجزائر بشكل عام، وتمثلت أساسا في الجوانب التالية:²

1.4- ضمان القروض السندية من طرف الشركة المالية الدولية: لقد أقرت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بأهمية تمتع القروض السندية المصدرة بضمان الشركة المالية الدولية، خاصة إذا تعهدت الشركة نفسها بالإشراف دوريا على الصحة المالية للمصدرين ومختلف المخاطر المرتبطة بنشاطاتهم،

¹ Cosob: Rapport annuel 2010, Op.cit, P21.

² IBID, PP24-26.

الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع جودة تلك القروض السندية، فضلا عن إمكانية استفادة المصدرين من تنقيط AAA الذي يسمح لهم بالحصول على مصادر تمويلية جديدة وبكل سهولة، وتزويد سوق الأوراق المالية بالجزائر بسندات ذات جودة عالية وطويلة الأجل.

2.4- إصدار السندات الإسلامية "الصكوك": من بين الإجراءات التي درستها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي إصدار السندات الإسلامية التي تعرف بالصكوك، وذلك بهدف تنويع محفظة الأدوات المالية وتلبية متطلبات قدر هائل من المستثمرين الذين يرغبون باستثمار أموالهم في أدوات تتلاءم مع أحكام الشريعة الإسلامية.

تعرف الصكوك الإسلامية بأنها تحويل مجموعة من الأصول التي تدر دخلا غير سائل إلى صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول ومضمونة بتلك الأصول، وبيعها في السوق المالية مع مراعاة الضوابط الشرعية في التداول، كما أنها تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة¹.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الصكوك تعرف تداولاً كبيراً على المستوى العالمي سواء من طرف الدول الإسلامية أم الغربية، وعلى رأسها ماليزيا التي تتوفر على أكبر سوق للسندات الإسلامية المتمثلة في الصكوك، حيث تمثل أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالية والتي شرعت فيها ابتداء من سنة 1990²، وتمثل تلك الإصدارات الإسلامية أكثر من 50% من إجمالي الإصدارات العالمية أي ما يقارب 75% من إجمالي إصدارات السوق المالية الماليزية في سنة 2010³.

إلا أنه على مستوى سوق الأوراق المالية في الجزائر، فإنه لم يتم إدراج السندات الإسلامية ضمن الأدوات المالية المنصوص عليها في القانون التجاري الجزائري، لذلك توصي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بضرورة توسيع نطاق الساحة المالية، ووضع الشروط الملائمة لتعزيز هذا النوع من العمليات فضلا عن وضع الإطار القانوني لها.

3.4- خدمات الوساطة في البورصة ومسك الحسابات وحفظ السندات: يتعلق الأمر بمدى ملاءمة العمليات المطبقة في إطار القيام بأنشطة الوساطة في البورصة ومسك الحسابات وحفظ السندات.

حيث تم الاتفاق على إبرام عقد والتوقيع عليه يتضمن تصنيف وتسعير الخدمات المطبقة على الوساطة في البورصة، مسك الحسابات وحفظ السندات، الذي تمت الموافقة عليه من قبل كل من رئيس لجنة تنظيم

¹ نوال بن عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين، مجلة الباحث، العدد التاسع، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2011، ص 254.

² <http://www.iseqs.com/forum/showthread.php?t=647>, Consulter le 29/07/2014.

³ <http://www.onislam.net/arabic/nama/success-stories/131424-2011-07-06-08-4517.html>, Consulter le 29/07/2014.

ومراقبة عمليات البورصة والرؤساء المديرين العامين للبنوك المؤهلة بصفتها ماسكة الحسابات وحافطة السندات.

المطلب الثاني: تقديم مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

تتعدد المعوقات التي تعترض النهوض بسوق الأوراق المالية بالجزائر، بين معوقات خارجية ومعوقات تمس السوق في حد ذاته، مما ألزمت الحكومة الجزائرية بوضع مشروع لتفعيل السوق وإرساء دوره في الاقتصاد الوطني، خاصة لما يمثله من مصدر تمويلي غير تضخمي.

وفي هذا الإطار سنتطرق فيما يلي إلى المتطلبات التي يفترضها مشروع التفعيل، فضلا عن المراحل التي يحتويها.

1- المتطلبات الأساسية لمشروع التفعيل

في إطار تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر وتحت إشراف وزارة المالية، تم التوقيع على مشروع بين كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وزارة الشؤون الخارجية وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية في سنة 2009، من أجل تطوير وعصرنة السوق.

ومن بين المتطلبات الأساسية التي جاء بها المشروع ما يلي:¹

- ضرورة اللجوء إلى الخبرة الدولية والوطنية من خلال الاستعانة بخمسة خبراء دوليين، ثلاثة مستشارين جزائريين، فضلا عن توظيف خمسة متربطين وإدراجهم ضمن مجموعات العمل؛
- وضع وحدة لتسيير المشروع على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تضم مجموع السلطات والمتعاملين في السوق؛
- الإشراف المؤسسي والعملي على المشروع من قبل لجنة وزارية مشتركة تساعد لجنة الإشراف التي يرأسها وزير المالية؛
- إصلاح سوق الأوراق المالية عبر مرحلتين متتاليتين: المرحلة الأولى تدوم خلال سنة 2011، والمرحلة الثانية تمتد خلال سنتي 2012/2013.

وأوكل تمويل المشروع بمرحلتيه إلى كل من برنامج الأمم المتحدة للتنمية، وزارة المالية، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فضلا عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، كما أن الإشراف المؤسسي يكون تحت مسؤولية الحكومة من خلال هيئة ترأسها وزارة المالية وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية.

¹ وثائق مقدمة من طرف بورصة الجزائر.

2- مراحل مشروع التفعيل

بناء على متطلبات مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، فإن هذا الأخير يشترط تنفيذه عبر مرحلتين، يمكن إيجازها فيما يلي:¹

1.2- المرحلة الأولى: مرحلة التقييم والتصميم

تدوم هذه المرحلة لمدة ثمانية أشهر خلال سنة 2011، وتشمل على ضرورة القيام بتقييم وتصميم مجموع القرارات والتدابير والأنظمة المتعلقة بالسوق المالية في الجزائر، والتصديق عليها، ويتعلق الأمر بالعناصر التالية:

- إعادة النظر في الوضع الحالي لسوق الأوراق المالية وتقييم التجربة المكتسبة؛
 - ضبط مختلف الحاجات والإمكانيات المرتبطة بسوق الأوراق المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار التطورات الوطنية والدولية؛
 - تحديد الخدمات والأدوات المالية الواجب تطويرها؛
 - تقييم المشروع المقترح من طرف مختلف المتدخلين في سوق الأوراق المالية بالجزائر؛
 - التنظيم النموذجي لمشروع التفعيل؛
 - وضع دفتر الشروط يتضمن مرجعية لتنفيذ المشروع.
- كما أن هذه المرحلة تفتح المجال أمام ضبط مجموعة من المسائل التي يتطلب إعادة النظر فيها، ويتعلق الأمر بما يلي:

- الحوافز الممنوحة بهدف استقطاب المستثمرين لتوظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية؛
- الاستراتيجية الواجب اعتمادها في مجال خوصصة المؤسسات العمومية؛
- إعادة تنظيم الوسطاء الماليين وتفعيل دورهم خاصة فيما يتعلق بتوعية الزبائن بأهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مراقبة المخاطر وإدارتها؛
- إعادة النظر في طرق تداول الأدوات المالية، وعمليات المقاصة والتسوية، بالإضافة إلى الضمانات الواجب اعتمادها؛
- تنظيم الأسواق الثانوية للقيم المنقولة بمختلف أقسامها: الأسهم، سندات الاستحقاق، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- الأنظمة المعلوماتية الواجب اختيارها فيما يخص المؤسسات والهيئات الموجودة في السوق، فضلا عن تأهيل المتعاملين ومختلف الإجراءات الواجب اتباعها؛
- تعزيز التسيير الجماعي للأدوات المالية؛

¹ Cosob: Rapport annuel 2010, Op.cit, P P92-94.

- تحديد إطار قانوني يسمح بتدخل المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية؛
 - تعزيز وإعادة تنظيم الإشراف والضبط من طرف سلطة السوق.
- وبناء على ذلك، تم ضبط التركيب المالي الإجمالي لهذه المرحلة بمبلغ 103,5 مليار دينار جزائري، تتوزع كما يلي:
- ✓ وزارة المالية بمبلغ 41,5 مليار دج، يقتطع من مخصصات ميزانية الدولة؛
 - ✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمبلغ 18,5 مليار دج؛
 - ✓ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بمبلغ 16,5 مليار دج، يقتطع من الموارد المخصصة لإنعاش بورصة الجزائر؛
 - ✓ برنامج الأمم المتحدة للتنمية بمبلغ 27 مليار دج، الذي يقتطع من البرنامج الخاص بالجزائر لسنة 2010.
- يتم صب تلك المساهمات في حساب خاص مفتوح لدى القرض الشعبي الجزائري، موجه خصيصا لاستقبال موارد المشروع.

2.2- المرحلة الثانية: تنفيذ مشروع التفعيل

- حددت فترة هذه المرحلة بين ستة عشر (16) شهرا إلى ثمانية عشر (18) شهرا خلال سنتي 2012 و2013، يتم الشروع فيها بعد التصديق على مختلف نتائج المرحلة الأولى من طرف المتعاملين والسلطات المعنية في الساحة المالية، حيث تشمل إنجاز مختلف القرارات والتدابير المعتمدة خلال مرحلة التقييم والتصميم، لاسيما:
- إعداد برنامج إصدار من قبل المؤسسات العمومية، المؤسسات الخاصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
 - تقديم الحوافز الجبائية وإعادة تنظيم عملية التسعير حتى تتناسب مع المعلومات المتاحة في السوق؛
 - إصدار التنظيم الجديد وتعزيز الإشراف على العمليات البورصية، بهدف حماية المستثمرين وضمان السير الحسن لسوق الأوراق المالية؛
 - إعادة تنظيم وتفعيل نشاط الوساطة في العمليات البورصية، وتأهيل مختلف المتعاملين والأنظمة والإجراءات المتعلقة بذلك؛
 - إنشاء نظام إعلامي ومعلوماتي جديد خاص بسوق الأوراق المالية، بهدف توعية المستثمرين وإحاطتهم بمختلف المعلومات التي تمس السوق؛

- القيام بدورات تكوينية وحملات تحسيسية في ميدان الإعلام والتسويق، بهدف توضيح صورة البورصة في أوساط المجتمع.

المطلب الثالث: المحاور الرئيسية لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

لقد اعتمد مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر على خمسة محاور رئيسية تتمثل فيما يلي:¹

1- تطوير السوق المالية وتعزيز الهياكل الأساسية

يتم ذلك من خلال ثلاثة عوامل تتمثل أساسا في تحديد الأهداف متوسطة الأجل التي تسمح للمتدخلين في السوق بتطوير أهدافهم فيما يتعلق بالاستثمار والتكوين على وجه الخصوص، تقديم حلول لتطوير العرض والطلب على الأدوات المالية، وأخيرا وضع بنية جديدة للسوق أكثر تطوراً وأماناً.

1.1- تحديد أهداف تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر: من المعروف بأن الحجم الحالي للسوق

لا يتوافق تماما مع حجم الاقتصاد الجزائري، وبناء على دراسة قامت بها بورصة الجزائر وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية تقتضي بأنه لتفعيل سوق الأوراق المالية يتوجب تحقيق رسملة بورصية تبلغ 40 مليار دولار، يتم ذلك بدخول 150 شركة مسعرة والوصول إلى معدل دوران بنسبة 10% أي ما يقارب أربعة (4) مليار دولار يتم التفاوض عليها سنويا.

غير أن الأهداف متوسطة الأجل (ما بين 5 سنوات إلى 8 سنوات) المزمع تحقيقها في ظل هذا المحور، تستدعي تحقيق نسبة 25% فقط مما هو محدد مسبقا، أي الوصول إلى رسملة بورصية تعادل 10 مليار دولار، دخول 38 شركة مسعرة، وما يعادل مليار دولار يتم التفاوض عليها سنويا.

ولبلوغ تلك الأهداف لابد من وضع تنظيم شامل وحديث لسوق الأوراق المالية بالجزائر يحفز على تطويره، فضلا على ضرورة فتح رأسمال المؤسسات العمومية خاصة تلك التي تشمل القطاعات الرئيسية على غرار الطاقة، الاتصالات، البنوك والتأمينات من خلال خوصصتها، والذي يعتبر شرطا أساسيا لزيادة حجم وسيولة السوق وتعزيز مصداقيته.

¹ وثائق مقدمة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

2.1- تطوير العرض والطلب على الأدوات المالية: تمّ اتخاذ جملة من الإجراءات في العديد من المجالات:

◀ على مستوى الشركات المساهمة: ضرورة منح إعفاءات جبائية للشركات المسعرة ومختلف مساهميتها، القيام بحملات تحسيسية وتكوينية للمؤسسات العائلية نظرا لأن أغلب الشركات المساهمة في الجزائر يطغى عليها النمط العائلي، فضلا عن تحسين شروط عمل شركات رأس المال المخاطر كبديل للتمويل البنكي من خلال:

- الفصل بين نشاط التسيير الذي تقوم به شركات تسيير الصناديق الاستثمارية، ونشاط الاستثمار الذي تمارسه الصناديق الاستثمارية؛

- وجود اتفاقية تسيير تربط بين شركات التسيير والصناديق الاستثمارية؛

- نشاط شركات التسيير لا بد أن يكون منظم ويخضع لموافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

◀ على مستوى الأدوات المالية: لا بد من تنويع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر، من خلال إصدار أشكال أخرى تفي بمتطلبات المستثمرين والمصدرين، على غرار الأدوات العقارية بالنسبة لشركات الاستثمار التي تمارس أنشطة مرتبطة بحياسة أو إنشاء المباني سواء لتأجيرها أو لبيعها، بالإضافة إلى الأدوات المالية الإسلامية.

◀ على مستوى المستثمرين الأفراد: من بين العوامل المدروسة في هذا الصدد ضرورة إرساء ثقافة البورصة في أوساط المجتمع، وضع نظام الكتروني لاستقبال أوامر المستثمرين سواء المتعلقة ببيع أو بشراء الأدوات المالية، وإعفاء حساب الادخار الموجه للاستثمار في الأدوات المالية من مختلف الرسوم.

◀ على مستوى المستثمرين المؤسساتيين: وضع برامج تكوينية تهدف أساسا لتطوير مهنة التحليل المالي على مستوى المؤسسات، والقدرة على تسيير مخاطرها وتخصيص أصولها، فضلا عن خلق مؤسسات لتسيير الأصول على غرار هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

◀ إنشاء جمعية للساحة المالية: يتم إنشاء هذه الجمعية تحت إشراف بورصة الجزائر، تعمل أساسا على تبادل وجهات النظر بين المهنيين في السوق، مناقشة مختلف القضايا المتعلقة بتطوير سوق الأوراق المالية وتقديم اقتراحات للسلطات العمومية، بالإضافة إلى تعزيز مكانة الساحة المالية الجزائرية على الصعيد المحلي والدولي.

3.1- وضع بنية جديدة للسوق أكثر تطوراً وأماناً: هذا ما يستدعي تدخل مختلف الفاعلين في سوق الأوراق المالية بالجزائر، وإبداء رأيهم فيما يتعلق بالعناصر الواجب إصلاحها للتمكن من وضع نموذج تنظيمي ووظيفي يفي بمتطلبات التفعيل.

وفي هذا الصدد، اقتضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتوسيع تركيبتها من خلال إدراج ممثلين من بين المهنيين في السوق لاسيما الوسطاء في العمليات البورصية، المستثمرين المؤسساتيين وهيئات تسيير الأصول، كما اقتضت بضرورة إعادة توزيع السلطات أين تتولى اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة السوق، بينما بورصة الجزائر والمؤتمن المركزي للسندات يعملان تحت إدارتها.

أما على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر، فتم اقتراح جملة من الإجراءات منها:

- تعزيز عملية الحوكمة في سوق الأوراق المالية؛
- تعديل إجراءات انضمام المؤسسات إلى السوق، أين على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن تمنح فقط التأشيرة، بينما قرار قبول المؤسسة للدخول في البورصة يكون من مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة؛
- تفعيل دور الوسطاء في العمليات البورصية، من خلال قيامهم بنشر مذكرة تثبت تقييم ومتابعة الأدوات المالية المتداولة على مستوى البورصة كل سنتين كحد أدنى؛
- تشجيع عرض الأسهم بسعر مفتوح، بهدف إيجاد سعر التوازن في إطار المجال المحدد؛
- فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات المالية: يتعين إعداد جدول زمني لنشر القوائم المالية للشركات المسعرة، وضع استراتيجية تسويقية لجلب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، واختيار أفضل الوسائل التي تمكن المصدرين من نشر معلوماتها المالية على غرار المواقع الإلكترونية، باعتبارها أفضل وأسهل وسيلة لنشر المعلومات؛
- وضع نظام يمكن من التسوية المباشرة للعمليات المتداولة في سوق الأوراق المالية، وإنشاء صناديق لضمان المخاطر التي قد تلحق بالسوق.

2- إعادة تنظيم مهن سوق الأوراق المالية

بهدف تطوير وتمهين خدمات الاستثمار على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر، تم تقديم مجموعة من الاقتراحات من طرف ممثلين عن الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بإدارة ممثل عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وخبير معتمد.

تتمثل تلك الاقتراحات في الفصل بين بعض المهن، خاصة فيما يتعلق بشروط قبولها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، شروط اعتمادها، الإشراف عليها، بالإضافة إلى تسيير المخاطر.

1.2- تعريف وفصل عشرة مهن في سوق الأوراق المالية: يتعلّق الأمر بتوسيع أنشطة سوق

الأوراق المالية بالاعتماد على الممارسات الدولية، من خلال وضع قواعد سلوكية وحذرة من شأنها ضمان حماية المستثمرين ونزاهة السوق.

وفي هذا الصدد تم اقتراح عشرة مهن جديدة تتمثل فيما يلي:

- مستشار في توظيف الأدوات المالية: لتزويد المستثمرين بالإرشادات اللازمة في إطار استثمار مدخراتهم؛

- وسيط في الأدوات المالية: لضمان التنفيذ الجيد للمعاملات التي تتم على الأدوات المالية؛

- مفاوض في الأدوات المالية: لتسهيل وزيادة التعاملات، فضلا عن ضمان شفافية وسيولة السوق؛

- متخصص في إدارة المخاطر؛

- متخصص في الامتثال؛

- حافظ الأدوات المالية: لتجسيد المعاملات والتدفقات النقدية المرافقة لها، والتي يقوم بها كل

المتدخلين في السوق؛

- المحللون الماليون: الذين يضمنون فعالية الاستثمار؛

- المحللون التقنيون: لتحليل تطور أسعار الأدوات المالية والسماح للمستثمرين بسهولة الحصول على

المعلومات المتاحة للتمكن من اتخاذ قرار الشراء أو البيع؛

- مسيري المحفظة المالية: لتوفير استراتيجيات حول الاستثمار في الأدوات المالية والمردودية الناتجة

عنها، بالإضافة إلى إدارة منتجات الادخار الجماعي على غرار صناديق التوظيف الجماعي في القيم

المنقولة؛

- الهندسة المالية: لمرافقة الشركات في بحثها عن التمويل.

حيث أوكلت مهمة تحديد أولوية تطوير المهن السابقة إلى فريق عمل الوسطاء في عمليات البورصة،

بما يتناسب مع خلق ديناميكية لتطوير سوق الأوراق المالية.

وبناء على ذلك تم تحديد أولى الأولويات في الترخيص للمستشارين في توظيف الأدوات المالية

والمحللين الماليين والتقنيين، ثم تطوير مهام المتخصصين في المخاطر والامتثال المتواجدين على مستوى

مؤسسات خدمات الاستثمار الذين يعملون على ضمان نزاهة سوق الأوراق المالية، وبعدها يتم إعطاء

الأولوية لمصرفي الأعمال المكلف بمرافقة المؤسسات في بحثها عن التمويل وتوسيع أعمالها.

2.2- تحديد هياكل المؤسسات المتدخلة في سوق الأوراق المالية: في إطار تنظيم مهام مقدمي

خدمات الاستثمار، شرع فريق عمل الوسطاء في عمليات البورصة بمساعدة مجموعة من الخبراء بإنشاء

نوعين من المؤسسات، ألا وهما شركة الاستثمار وشركة تسيير المحفظة المالية.

- شركة الاستثمار: تتولى هذه الشركة تقديم العديد من الخدمات في مختلف المجالات منها استلام وإرسال الأوامر وتنفيذها، التفاوض لحسابها الخاص، تقديم نصائح للمستثمرين، تقديم المشورة للمؤسسات في مجال هيكل رأسمالها، ميزانيتها، اندماجها، البحث عن فرص استثمارية ومساعدتها في القيام بالتحليل المالي.

- شركة تسيير المحفظة المالية: تهتم هذه الشركة بشكل رئيسي في تقديم الخدمات المتعلقة بتسيير المحفظة التي تتوفر على مدخرات جماعية، مثل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، صناديق التوظيف المشتركة.

وفي هذا الإطار، اقترح الخبراء ضرورة تنظيم تلك الشركات من خلال:

- التعريف بالشركات وبالنشاط الذي تقدمه؛
- ضرورة حصولها على اعتماد من قبل السلطات المؤهلة على غرار لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

- احترامها لشروط منح الاعتماد، خاصة فيما يتعلق برأس المال، المستخدمين، وتوفير حد أدنى من المعرفة لدى المسيرين؛

- تنظيم الشركة بتوفرها على مديريات وخدمات متعددة، بما في ذلك هيكلها التنظيمية؛
- توفير إطار سلوكي يستدعي احترامه من قبل الشركات.

كما قام الخبراء بتقديم مجموعة من التوصيات يتطلّب تنفيذها في المدى القصير لاسيما:

- ✓ تكوين الوسطاء في عمليات البورصة؛
- ✓ تكوين مستخدمي الوكالات البنكية الذين لديهم اتصال مباشر مع الزبائن؛
- ✓ إنشاء جمعية للوسطاء في عمليات البورصة تستقبل انشغالاتهم.

3- عصرنة الإطار القانوني

لقد تمّ وضع مجموعة من التوصيات في شكل مخطط قانوني من قبل الخبراء القانونيين، تقتضي بإضفاء المرونة لسوق الأوراق المالية مع ضمان حماية المستثمرين، والاستفادة من الأطر القانونية للبلدان الناشئة والأوروبية، ومن بين ما جاء به هذا المخطط ما يلي:

1.3- التركيز على المراقبة والرقابة: تمّ اتخاذ جملة من الإجراءات في إطار تسهيل المراقبة والرقابة على سوق الأوراق المالية، تتمثل في أن يصبح قرار قبول تسعير الشركات في سوق الأوراق المالية من مسؤولية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، توسيع شريحة الأشخاص الطبيعيين الخاضعين للاعتماد أو التأهيل على غرار ممارستهم لدور الوساطة في العمليات البورصية، تحديد المهام والوظائف

المرتبطة بالهيئات المنظمة للسوق، تحديد وتكثيف صلاحيات لجنة الرقابة على السوق، وضرورة إبرام اتفاق متعدد الأطراف للتشاور وتبادل المعلومات مع الهيئة الدولية للجان القيم المنقولة*.

2.3- العرض العمومي للاذخار: تم اتخاذ إجراءات جديدة بهدف متابعة تطور الهندسة المالية لاسيما:

- اقتراح نظام يقضي بمنح إعفاء لبعض المصدرين من الالتزامات التي يتطلبها اللجوء للعرض العمومي للاذخار كإيداع مذكرة المعلومات ونشرة الإصدار؛
- إدخال فئات جديدة من المستثمرين المؤهلين للسوق؛
- تحديد المعلومات الدورية التي يجب على الشركات المسعرة الإعلان عنها.

3.3- هيئات التوظيف الجماعي: استدعى الخبراء إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للمخاطر، للعقارات، صناديق الديون، وضرورة اعتماد مسيرتها مع تحديد معايير لحوكمتها.

4.3- خدمات الاستثمار: يتطلب على الوسطاء في العمليات البورصية وشركات الاستثمار التي تقدم الخدمات الاستثمارية أن تحصل على اعتماد مسبق لتتمكن من ممارسة نشاطها، حيث يختلف الاعتماد حسب نوعية الخدمة المقدمة، وتجدر الإشارة إلى أن المحللين الماليين يعملون دون حصولهم على ترخيص أو تصريح.

4- عصرنة أنظمة المعلومات المرتبطة بالسوق المالي

تتم عصرنة أنظمة المعلومات من خلال القيام بعدة ورشات تتمثل فيما يلي:

1.4- ورشة السوق: تقتضي هذه الورشة استبدال نظام البورصة الحالي بنظام أكثر وضوح وتأثير يساهم بشكل فعال في تطوير سوق الأوراق المالية.

2.4- ورشة الوسطاء: من بين ما جاءت به هذه الورشة، تحسين نظام الوسطاء لاسيما في مجال إدارة وتوجيه الأوامر المقدمة للسوق، استرجاع الأوامر من خلال شبكة التوزيع البنكي، والاكتتاب على مستوى السوق الأولية.

كما اقتضت بضرورة تحديث النظام المعتمد من قبل المؤتمن المركزي للسندات، الذي يعتبر نظاما مركزيا وجد متحكما فيه من قبل الجزائرية للتسوية، إلا أنه لا يستجيب للتطورات الحاصلة في مجال التكنولوجيا، خاصة فيما يتعلق بتسيير الأدوات المالية.

* الهيئة الدولية للجان القيم: تأسست في سنة 1983 من قبل منظمي البورصات الرئيسية في العالم، تتمثل مهمتها في وضع معايير دولية تسمح بتعزيز كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية، حماية المستثمرين، وتسهيل التعاون بين المنظمين بهدف مكافحة التلاعبات المالية.

5- التكوين والاتصال

1.5- في مجال التكوين: وضع نظام للشهادات المهنية المتعلقة بمهنيي سوق الأوراق المالية، يشمل على مواصفات تحدّد محتوى التكوين كدليل للمصادقية، ويتم ذلك على مستوى مركز تكوين جزائري يتم اختياره بصفة مسبقة.

كما يجب تطوير مهنة المحلل المالي من خلال فتح تكوين متخصص يستجيب للمعايير الدولية، بالإضافة إلى وضع نموذج للتكوين في المهن المرتبطة بالسوق المالية، لاسيما مسيري المحافظ المالية والمفاوضين.

2.5- الاتصال: في هذا المجال يقتضي الأمر بوضع موقع إلكتروني يستجيب لمتطلبات الساحة المالية، يكون مرجعا هاما لمختلف المتطلّعين بأحوال سوق الأوراق المالية بالجزائر، فضلا عن إعداد مخطط تسويقي، اتصالي وإعلامي يكون له تأثير مهم على كافة أفراد المجتمع، وفي هذا الإطار سوف يتم توكيل ذلك إلى شركة متخصصة في الاتصالات.

المطلب الرابع: الإجراءات المتخذة في إطار مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

لقد شهدت سنة 2013 تسجيل عدة أحداث في إطار تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، يمكن تجسيدها فيما يلي:¹

1- التقييم النهائي لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية

يهدف التقييم النهائي لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، قام برنامج الأمم المتحدة للتنمية بتكليف خبير دولي مستقل، الذي أجرى عملية التدقيق بين شهري أوت وسبتمبر 2013 بالاعتماد على مختلف وثائق المشروع ومجموعة من المقابلات مع الأطراف المعنية.

من بين النتائج التي جاء بها هذا التقرير والذي منحت نسخة منه إلى برنامج الأمم المتحدة للتنمية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ما يلي:

- التأكيد التام بالخطوات الواجب إتباعها للتغلب على أوجه القصور التي تمس بسمعة سوق الأوراق المالية وبالسير الجيد للإصدارات السابقة، وما يتبعه من تنفيذ أهداف الحكومة الجزائرية، الذي يعتبر من بين المحاور الهامة التي جاء بها المخطط الوطني بهدف تشجيع تطوير السوق كمصدر بديل للتمويل، وعاملا محفزا لإنعاش الاقتصاد الوطني.

¹ وثائق مقدمة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

- يعتبر إنعاش سوق الأوراق المالية فرصة إستراتيجية لتلبية الحاجات الهيكلية والدورية للدولة، ويتضح ذلك من خلال عدة عوامل:

- يعتبر السوق المالي الكفاء والسائل وسيلة تمويل هامة للمؤسسات الجزائرية العمومية منها والخاصة، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تكون بحاجة دائمة لتعزيز أموالها الخاصة؛
- يمنح سوق الأوراق المالية فرصة لتوظيف المدخرات سواء الفردية أو الجماعية، التي تلعب دور مهم في تطوير المحيط الإنتاجي الوطني.

- عرض أشغال مجموعة العمل والخبراء تؤكد أن محاور العمل المحددة في المشروع تستجيب لمختلف مجالات ومكونات سوق الأوراق المالية.

- لقد صاحب استكمال أشغال مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية، القيام بعدة دورات منها ملتقى حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، برامج تكوينية وتأهيلية لمختلف الفاعلين في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى إنشاء جمعية للساحة المالية.

ولقد أكد الخبراء بأن الإشكالية الأساسية لسوق الأوراق المالية بالجزائر ليست مشكلة عرض نظرا لتوفر إمكانيات مهمة على الصعيد الوطني، ولا مشكلة طلب نظرا لتعدد الزبائن المؤهلين للاستثمار بما فيهم المستثمرين الأجانب، لكن المشكل المطروح أساسا يتعلق بتطبيق الحوكمة ونشر الثقافة المالية قبل الالتزام النهائي بتنفيذ المشروع.

- يتضمن التقرير التقييمي عدة توصيات بشأن تنفيذ المشروع بالتوافق مع النتائج المحددة ومدى التقدم المحقق، حيث تم اقتراح وضع مرحلة للتسوية المسبقة قبل التنفيذ الفعلي بهدف وضع دفتر الشروط وتحديد منهجية التسيير، وذلك من خلال:

- توضيح كيفية تنفيذ البرنامج من حيث الحجم ومن حيث الإجراءات المتخذة، مع الأخذ بعين الاعتبار مختلف معايير الإفصاح المالي، وتوفير مختلف الإجراءات اللازمة قبل وأثناء تنفيذ المشروع؛

- خلق محيط قانوني وتنظيمي بالاعتماد على المخطط القانوني المدرج ضمن محاور المشروع، حيث تعطى الأولوية للأحكام المتعلقة بالعرض العمومي للادخار، تحديد القواعد اللازمة للاستثمار الأجنبي، فضلا عن الأحكام المتعلقة بالوسطاء في عمليات البورصة وشركات الاستثمار؛

- توسيع نطاق التعاون الجماعي على مستوى الساحة المالية، من خلال وضع منهج معياري للمشروع بالاعتماد على خطة متعددة السنوات لتمكين الجهات الفاعلة، الوسطاء في عمليات البورصة وشركات السوق من الاستفادة من الاستقلالية التجارية والتسييرية؛

- وضع خطة مستحدثة للمشروع توضح التنظيم العام للمسؤولين والتزامات كل طرف على حدى؛

- إنهاء المراحل البارزة المرفوقة بمخطط استثماري وتمويلي لعصرنة البنية التحتية ونظام السوق.

2- الانطلاق في أشغال العمل لتفعيل سوق الأوراق المالية

في إطار قيامها بمهامها بشأن ترقية سوق الأوراق المالية بالجزائر، نظّمت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة برعاية ممثلين من بورصة يورونكست باريس ومجلس السوق المالية التونسي، ندوة حول مزايا الدخول إلى البورصة في 25 أبريل 2013، تعرّزت بحضور كل من وزير المالية، محافظ بنك الجزائر، مجموعة من رؤساء الشركات العمومية والخاصة، فضلا عن المؤسسات المالية وبعض الأطراف الفاعلة في السوق.

تهدف هذه الندوة إلى تحسيس رؤساء المؤسسات العمومية منها والخاصة بمزايا الانضمام للبورصة وضرورة توفير الشروط المنصوص عليها.

وبناء على ذلك، تمّ تقديم ملفات فتح رأسمال العديد من المؤسسات العمومية عن طريق البورصة إلى مجلس مساهمات الدولة لدراستها، وتحديد ما إن كانت تتلاءم مع شروط الدخول المنصوص عليها قانونا. حيث صرّح المجلس بالتشاور مع الإدارات الوزارية ومسؤولي شركات تسيير المساهمات لثمانية مؤسسات عمومية ذات طابع اقتصادي بالدخول للبورصة، تتمثل في مصانع الإسمنت الثلاثة التابعة للمجمع الصناعي للإسمنت بالجزائر، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، شركة اتصالات الجزائر "موبيليس"، شركة محاجر كوسيدار التابعة لمجمع كوسيدار المتخصّص في البناء والأشغال العمومية والري، والمؤسسة الوطنية لتهيئة الري (Hydro Aménagement)، كما تمّ عقد اجتماع لتلك المؤسسات في بورصة الجزائر بهدف توضيح مختلف الإجراءات الواجب اتباعها لتحضير عملية الدخول الفعلي.

3- فتح تكوين للمهنيين في سوق الأوراق المالية

تمّ فتح تكوين لفائدة المهنيين في الساحة المالية لاسيما الوسطاء في عمليات البورصة بتاريخ 26 أكتوبر 2013 معتمد من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بالشراكة مع الجمعية المهنية للبنوك والمؤسسات المالية والاتحاد الجزائري لشركات التأمين وإعادة التأمين، يتم تنظيمه من قبل معهد الاقتصاد الجمركي والمالي من خلال خبراء جزائريين وأجانب متخصصين في سوق الأوراق المالية.

يرتكز هذا التكوين الذي يدوم لمدة أربعة أشهر على كيفية تداول وإدارة القيم المنقولة، حيث يهدف إلى الرفع من مستوى النشاط البورصي، وتوعية المهنيين بضرورة احترام التعليمات الصادرة لاسيما فيما يتعلق بحماية حقوق الزبائن.

4- تخفيض عمولات شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

قامت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتخفيض العمولات التي تتقاضاها على المعاملات البورصية، من خلال النظام رقم 09-03 الصادر في تاريخ 18 نوفمبر 2009، كما يلي:¹

- بالنسبة لأدوات الملكية: تقدّر العمولة بنسبة 0,15% من المبلغ الإجمالي للعملية، بعدما كانت تبلغ 0,25%؛

- بالنسبة لأدوات المديونية: تتقاضى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عمولة بنسبة 0,10% من المبلغ الإجمالي للعملية، بعدما كانت 0,15%؛

وتجدر الإشارة إلى أن تلك العمولات تدفع من طرف بائعي ومشتري الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية على حد سواء عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة، ولا يمكن أن يقل مبلغ العمولة عن 10 دينار جزائري أو يتجاوز 100.000 دينار جزائري.

- بالنسبة للشركات التي تطلب قبول أدواتها للتداول في البورصة: تحدّد عمولتها بنسبة 0,05% من المبلغ الاسمي المقبول، على أن لا يتجاوز المبلغ 2.500.000 دينار جزائري.

المبحث الثالث: عوامل أخرى لتفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

فضلا عن العوامل المهمة التي تضمنها مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، إلا أن هذا الأخير ينقصه العديد من الإجراءات التي لا بدّ من أخذها بعين الاعتبار لتسريع تطوير السوق، تشمل أساسا البيئة المحيطة به.

وبناء على ذلك، سنتطرق في هذا المبحث إلى تحديد جملة من المقترحات التي تعتبر ضرورية لتفعيل سوق الأوراق المالية، ندرجها في ثلاثة مطالب كالتالي:

- تهيئة المناخ الاستثماري المناسب؛

- تعزيز العامل الاجتماعي والثقافي؛

- تفعيل محيط عمل سوق الأوراق المالية.

¹ Règlement N°09-03 du 18 Novembre 2009, Fixant les règles de calcul des Commissions perçues par la société de gestion de la bourse des valeurs sur les opérations effectuées en bourse, Article N°02.

المطلب الأول: تهيئة المناخ الاستثماري المناسب

من بين ما يقتضيه تطوير سوق الأوراق المالية هو توفير بيئة استثمارية ملائمة تعمل أساسا على تشجيع المستثمرين للجوء إلى هذا السوق، وذلك من خلال مجموعة من العوامل نبرز أهمها فيما يلي:

1- ضمان الاستقرار السياسي

أول ما يبحث عنه المستثمر لتوظيف أمواله في بلد ما هو الاستقرار السياسي، فعدم توفر هذا الأخير يحول دون استقطاب استثمارات مهمة من شأنها النهوض بالاقتصاد الوطني.

ويتمثل الاستقرار السياسي أساسا في استقرار القوانين والأنظمة الصادرة، وعدم حدوث تغيير مستمر في القرارات والسياسات المتخذة سواء التي تمس الاقتصاد بشكل عام أو تلك التي تمس سوق الأوراق المالية بشكل خاص، فضلا عن ضرورة شموليتها لمختلف التطورات الحاصلة بما يخدم تطوير الاقتصاد الوطني.

وفي إطار تطوير سوق الأوراق المالية لا بد من توفير إرادة سياسية واضحة في هذا الشأن، فمن خلال مشروع التفعيل المعتمد من قبل الحكومة الجزائرية دليل واضح لسعي هذه الأخيرة لتطوير السوق، إلا أن ذلك لن يكون له أي أثر إذا ما تم تطبيقه كليا، نظرا للمحاور الهامة التي جاء بها لاسيما في مجال تنويع الأدوات المالية وتحديث الهيكل العام للسوق.

2- تعزيز القوانين الصادرة

إن وجود إطار قانوني يستجيب لتوفير مختلف متطلبات المستثمرين والمدخرين، من شأنه أن يؤدي دورا مهما في إثراء المحيط الاستثماري لاسيما في مجال سوق الأوراق المالية، إلا أن ما نلاحظه أن هناك قصورا في القوانين الصادرة نظرا لعدم شمولها على مختلف المجالات التي تصب في تطوير السوق، لاسيما:

- توفير ضمانات كافية لحماية حقوق المدخرين؛

- منح تحفيزات ضريبية لتشجيع الشركات للجوء إلى سوق الأوراق المالية، لاسيما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

- تخفيض العمولات التي يدفعها كل من المستثمر والمصدر على حد سواء، والتي تعتبر عائقا أمام الاستثمار في الأدوات المالية؛

- إلزام الشركات بنشر معلومات حول وضعيتها أسبوعية وشهرية، فضلا عن التقرير النهائي الذي تعدّه في نهاية السنة، والتسريع في نشرها؛

- تحديد موقع الاستثمار الأجنبي ضمن محيط سوق الأوراق المالية، وتهيئة القوانين اللازمة التي تنظم انضمامه للبورصة، نظرا للدور الهام الذي يمكن أن يؤديه في زيادة أداء السوق؛
- وضع تنظيم خاص بالأدوات المالية الإسلامية، فعلى الرغم من أن هناك اتجاه من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حول إدراج تلك الأدوات في سوق الأوراق المالية، في سبيل إثراء المحفظة المالية بأدوات تتناسب مع الدين الإسلامي، إلا أنه لا يوجد نص قانوني يدرجها من قبيل الأدوات المالية، لذلك يوصى بإدراج نص قانوني صريح يتضمن مختلف الشروط الضرورية لإصدارها وتداولها؛
- المراجعة الدورية للأطر القانونية بهدف التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، بما يخدم تعزيز الاقتصاد الوطني.

3- محاربة سوق الاقتصاد الموازي

يتوفر سوق الاقتصاد الموازي على موارد هامة من الأرجح توظيفها في مجالات قانونية، لكن زيادة الأعباء الجبائية والفارق الملاحظ بين ما يوفره هذا السوق ومثيله في سوق الاقتصاد الرسمي، يدفع العديد من الأفراد اللجوء إليه دون التفكير في شرعية مصادر التوظيف.

وبناء على ذلك، فلا بد من السلطات المعنية أن تعمل جاهدة للقضاء على سوق الاقتصاد الموازي، من خلال إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي تفتقد للشفافية، وطغيان الرشوة والفساد في أوساط المجتمع بما فيه المؤسسات، فضلا عن القضاء على ظاهرة البيروقراطية التي تسود الاقتصاد، ومنح سلسلة من التحفيزات والتخفيضات الجبائية الموجهة للمستثمرين مما يسمح بتكريس مبدأ التحضر الجبائي لدى المتعامل الاقتصادي، محاربة اللامركزية، تشجيع وتسهيل الفرص الاستثمارية في سوق الاقتصاد الرسمي.

إن القضاء على سوق الاقتصاد الموازي يؤدي إلى استقطاب مدخرات هامة، تعود بالنفع على الاقتصاد ككل، لاسيما على سوق الأوراق المالية، نظرا لأن أغلب الشركات المصدرة للسندات لا تلجأ إلى تسعيرها في السوق الرسمي المنظم، بل تقوم بتسعير تلك السندات في السوق غير الرسمي أو ما يعرف بسوق التراضي.

المطلب الثاني: تعزيز الجانب الاجتماعي والثقافي

يعتبر كلا من الجانبين الاجتماعي والثقافي من بين العوامل التي تساعد الفرد على اختيار المصادر الملائمة لتوظيف مدخراته، فبقدر ما توفر للأفراد مستوى معيشي مقبول بقدر ما ساعدهم ذلك على تحقيق مستوى معين من الادخار، كما أن ترسيخ الثقافة البورصية في أوساط المجتمع يساعد على توجيه تلك المدخرات في سوق الأوراق المالية.

1- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد

نظرا للعلاقة الطردية بين الدخل الحقيقي والادخار، فإنه لتحقيق مستوى معين من الادخار لابد من رفع الدخل الحقيقي لكل فرد.

وهذا ما يعاني منه أفراد المجتمع، فنقص مستوى الدخل الحقيقي في معظم القطاعات من شأنه أن يحول دون تحقيق أدنى قدر من المدخرات، وبالتالي عدم وجود توظيفات بالشكل الذي يضيف حركية ونشاط مستمر في أوجه الاستثمار المختلفة.

وبالتالي لابد من العمل على رفع مستوى الدخل الحقيقي لمختلف أفراد المجتمع، حتى يتسنى تكوين ادخار معتبر يمكن توظيفه في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يسمح بتنشيط الطلب على الأدوات المالية المتداولة في السوق، وما يرافقه من تشجيع الشركات على زيادة العرض.

وتجدر الإشارة إلى أن زيادة الدخل الحقيقي لابد أن تكون مرفقة بالحد من معدلات التضخم، لأن ارتفاع هذه الأخيرة تؤدي إلى تخفيض القدرة الشرائية للأفراد مهما كان مستوى الدخل المحصل عليه، والتي تحول دون بلوغ أهداف الاستثمار لاسيما في مجال الأدوات المالية.

2- نشر الثقافة البورصية

من الضروري نشر الثقافة البورصية في أوساط المجتمع الجزائري، ذلك لأن هذا الأخير ليس لديه أدنى دراية بالدور الفعال الذي يمكن أن يؤديه سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، باستثناء فئة قليلة منهم الذين لديهم اتصال بالبورصة إما بحسب طبيعة عملهم، أو نظرا للمقرر الجامعي في بعض التخصصات.

وفي هذا الصدد، لابد من وضع سياسة تسويقية واسعة وهادفة للتعريف بسوق الأوراق المالية وكيفية عمله، بالإضافة إلى إبراز المزايا الذي يتيحها سواء بالنسبة للمستثمر، أو للشركة المصدرة، أو للاقتصاد ككل باستخدام مختلف الوسائل الإعلامية السمعية والمرئية، فضلا عن إعداد برامج تثقيفية يومية لدراسة التطورات التي تحصل على مستوى السوق ومقارنتها بمثيلاتها في الدول المجاورة على غرار المغرب وتونس، ك محاولة للاستفادة من تجربتهما في تطوير السوق، وضرورة تحديد أيام مفتوحة تتيح للأفراد والشركات على حد سواء التعرف على سوق الأوراق المالية عن قرب لتشكيل فكرة حول ما يقتضيه السوق، الأمر الذي يحفزهم على الاستثمار في الأدوات المالية.

المطلب الثالث: تفعيل إجراءات عمل سوق الأوراق المالية

تساهم الإجراءات المهمة التي تضمنها مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بشكل فعال في ترقية السوق، إلا أنه لا بد من تعزيز عوامل أخرى من شأنها أن تضيف المزيد من المصداقية والنشاط للسوق، لاسيما:

1- تعزيز الإفصاح والشفافية

من بين ما يقتضيه سوق الأوراق المالية هو توفر الإفصاح والشفافية بالنسبة للمعلومات التي تتيحها الشركات المصدرة، فضلا عن الإفصاح على مختلف المؤشرات التي يمنحها السوق، مما يسهل على المستثمرين اتخاذ قراراتهم عن دراية كاملة بأحوال السوق.

فبالنسبة للشركات المصدرة، يجب عليها الالتزام بالإفصاح عن مختلف المعلومات الضرورية التي تؤثر على تقييم أدواتها المالية المصدرة مهما كانت إيجابية أم سلبية، كما يتطلب الشفافية التامة وعدم الإقرار بمعلومات خاطئة من شأنها التضليل على قرارات المستثمرين. وفي هذا الصدد، لا بد من إدراج لجنة للرقابة الدورية على تلك الشركات للتأكد من مدى مصداقية المعلومات التي تقوم بنشرها، وإسقاط العقوبات اللازمة عليها في حالة عدم الإقرار بذلك.

أما على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر، يجب القيام بإصدار نشرة يومية، أسبوعية، شهرية وسنوية، تتضمن مختلف المعلومات التي تمس حجم وقيمة التداول، تذبذبات الأسعار، أوامر العرض وأوامر الطلب، الرسملة السوقية والمؤشرات الأخرى، فضلا عن ضرورة إرفاق البيانات التي يتم نشرها بتحليل معمق يتم إعداده من قبل المختصين، لتمكين مختلف شرائح المستثمرين من التعرف بدقة على وضعية السوق، وأن تكون المعلومات متاحة للجميع على حد سواء وفي نفس الوقت دون التمييز بينهم.

2- إعادة النظر في سياسة التسعير

نظام التسعير المتبع على مستوى سوق الأوراق المالية بالجزائر هو نظام التسعير الثابت، بمعنى تطبيق سعر واحد لكل أداة مالية على كل العمليات المتعلقة بها خلال جلسة التداول، وذلك حسب نظام التسعير الإلكتروني الذي يقضي بمقابلة أوامر العرض وأوامر الطلب التي يتلقاها الوسطاء في عمليات البورصة. ووفقا لذلك نلاحظ أن الأسعار المطبقة في السوق لا تعكس في أغلب الأحيان الوضعية الحقيقية للشركات المصدرة، وهذا ما قد يؤدي إلى حدوث تناقض بين ما تكون عليه الشركة واتجاه أسعار أدواتها المالية.

وبناء على ذلك لا بد من مراعاة المعلومات المتاحة من قبل الشركات المصدرة، وضرورة انعكاس ذلك على الأسعار المعروضة في السوق، بما يضيف المزيد من المصداقية والكفاءة لسوق الأوراق المالية.

3- زيادة عدد جلسات التداول

يعتمد سوق الأوراق المالية بالجزائر على جلستين للتداول أسبوعيا، وهو غير كاف لإضفاء الحركية على السوق، حيث يشكّل ذلك عاملا غير تحفيزي لكل من العارضين والطالبين للأدوات المالية على حد سواء.

وبالتالي لا بد من العمل على زيادة عدد جلسات التداول في السوق، فضلا عن استخدام التقنيات الحديثة وترسيخ التداول الإلكتروني عن بعد لمختلف العمليات التي تتم على الأدوات المالية، وذلك بهدف تسهيل وتسريع إتمام الصفقات المالية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة، فضلا عن إضفاء الشفافية على المعاملات والرفع من كفاءتها.

4- تنوع الأدوات المالية

بالإضافة إلى ما اقتضى به مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية حول تنوع الأدوات المالية بما في ذلك الأدوات العقارية والإسلامية، فلا بد من العمل الجاد في هذا الشأن، لأنه بقدر ما احتوى السوق على أدوات متنوعة بقدر ما أدى ذلك إلى زيادة المستثمرين وتنوع المحفظة المالية، فضلا عن تكثيف نشاط هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي لا تجد سوى سندات الدولة كأداة لتنمية محفظتها، نظرا لنقص الأدوات المالية المتاحة في السوق والتي تقتصر على نوعين فقط كما سبقت الإشارة إليه، ألا وهما الأسهم العادية وسندات الاستحقاق.

كما تجدر الإشارة بضرورة إدراج المشتقات المالية بما فيها الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة والمبادلات، التي تبين مدى تقدّم السوق واستجابته للتطورات الحاصلة في الأسواق العالمية، بالإضافة إلى الأسهم لحاملها، الأسهم الممتازة، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ومختلف الأنواع الأخرى من الأدوات المالية، وهذا من شأنه تحفيز المستثمرين لتوظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية، نظرا لما يوفره من فرصة لانتقاء الأدوات التي تتناسب ومتطلباتهم، الأمر الذي من شأنه أن ينعكس إيجابيا على السوق بصفة خاصة، وعلى الاقتصاد بصفة عامة.

5- تشجيع اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة

يحوز سوق الأوراق المالية بالجزائر على سبعة وسطاء في عمليات البورصة، أين نجد وسيطا واحدا فقط من القطاع الخاص، مع غياب تام للأشخاص الطبيعيين.

وبالنظر إلى المهام المتعددة الموكلة لهؤلاء الوسطاء والتي تصب في معظمها إلى تسهيل نشاط السوق ككل، يجب العمل على زيادة عدد الوسطاء والتخفيف من شروط منح الاعتماد، فضلا عن توفير التأهيل المناسب لهم وفق ما اقتضى به مشروع تفعيل السوق، من خلال فتح دورات تكوينية يديرها مجموعة من الخبراء في الساحة المالية.

الفصل الرابع: أوجه القصور في سوق الأوراق المالية بالجزائر والعوامل الكفيلة بتطويره

وبناء على ما جاء به النظام رقم 96-03 الصادر في 03 جويلية 1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، فإنه يتعين إدراج الأشخاص الطبيعيين أيضا لممارسة نشاط الوساطة، بهدف زيادة تأثيرهم في أوساط المجتمع وتوعيتهم بضرورة الارتقاء بسوق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الرابع:

يحتل سوق الأوراق المالية مكانة بارزة في اقتصاد أي بلد، باعتباره مصدرا تمويليا غير تضخمي، ويشكل عامل وصل بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، مما يسهل على هؤلاء استقطاب ما يحتاجونه من الموارد المالية التي تصب في معظمها لتمويل برامج استثمارية هادفة لتطوير الاقتصاد ككل.

وبالنظر إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر، نجد بأنه لا يؤدي دوره بالشكل المطلوب فهو لا يحوز سوى على عدد قليل من الشركات، ولا توجد حركية في نشاطه أي أن وضعيته تقريبا مستقرة، ويعود ذلك إلى اعتراضه لمجموعة من العقبات التي حالت دون تطويره، حيث نجد العقبات السياسية، القانونية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية هذا من جهة، وعقبات تمس سوق الأوراق المالية في حد ذاته من جهة أخرى، والتي تتمثل أساسا في ضعف عمل الهيئات التابعة له مع قلة عدد الشركات المدرجة وما يتبعها من عدم تنوع الأدوات المالية المتداولة.

وفي هذا الصدد، شرعت الحكومة الجزائرية في تبني مشروع واسع لتفعيل السوق بالشراكة مع برنامج الأمم المتحدة للتنمية، يعتمد أساسا على إعادة النظر في الهيكلة العامة للسوق وتفعيل دور مختلف الهيئات المتدخلة والمنظمة فيه، فضلا عن فتح قسم خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى تتمكن من الحصول على التمويل بكل سهولة من خلال إصدارها للأدوات المالية.

وفضلا عن العوامل المهمة التي جاء بها مشروع التفعيل، فإنه لا بد من إدراج عوامل أخرى ضرورية لتطويره، لاسيما تهيئة المناخ الاستثماري المناسب من خلال ضمان الاستقرار السياسي، تعزيز القوانين الصادرة بالمزيد من التحفيزات والإعفاءات على هذا النوع من الاستثمار ومحاربة سوق الاقتصاد الموازي الذي يستقطب موارد هامة كان من الأرجح توظيفها في الاقتصاد الرسمي، فضلا عن تعزيز الجانب الاجتماعي والثقافي الذي يشكل الانطلاقة الفعالة التي من شأنها تحفيز المستثمرين على توجيه مدخراتهم في الأدوات المالية، من خلال رفع مستوى الدخل الحقيقي للفرد ونشر الثقافة البورصية، بالإضافة إلى اقتراحات أخرى تمس سوق الأوراق المالية في حد ذاته، والتي تشمل أساسا على تعزيز الإفصاح والشفافية من جانب المعلومات المنشورة حول كل من وضعية الشركات المصدرة، الأدوات المالية المتداولة والمؤشرات العامة للسوق، إعادة النظر في سياسة التسعير بشكل يحقق كفاءة السوق، زيادة عدد جلسات التداول، تنويع الأدوات المالية وتشجيع اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

وتبقى المتابعة والمراقبة الفعّالة على تطبيق مشروع التفعيل ومختلف الاقتراحات المدرجة من أبرز الأساليب اللازمة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر، وتعزيز دوره في تنمية وإعاش الاقتصاد الوطني.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

يعتبر سوق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة التي تعمل على تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية التي تعود بالنفع على الاقتصاد ككل، حيث يؤدي دور الوسيط بين أصحاب الفائض المالي أي المدخرون وأصحاب العجز المالي المتمثلة أساسا في الشركات المصدرة للأدوات المالية، حيث يتكون من السوق الأولي الذي يتم على مستواه إصدار الأدوات المالية لأول مرة ويسمى أيضا بسوق الإكتتاب، والسوق الثانوي الذي يتم من خلاله تداول تلك الأدوات المصدرة في السوق الأولي.

كما يتدخل على مستوى السوق مجموعة من الهيئات تتمثل أساسا في الحكومات، الشركات، المستثمرون المؤسسيون والسماسرة، الذين يعملون على تنفيذ الأوامر الصادرة سواء المتعلقة بأوامر الشراء أو بأوامر البيع على الأدوات المالية، التي تتنوع بين الأدوات التقليدية المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات، والأدوات الحديثة التي تتمثل في المشتقات المالية بما فيها العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلة، ويتم المفاضلة بين تلك الأدوات بالإعتماد على التحليل الأساسي والتحليل الفني، كأسلوبين يستخدمان للتنبؤ بالعوائد المستقبلية التي تعود على المستثمر من جراء استثماره لأنواع معينة من تلك الأدوات.

وباعتبار سوق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإنه يقتضي أن يتيح قدرا كافيا من المعلومات التي من شأنها التأثير على قيمة الأدوات المالية المتداولة فيها، حتى يعطي للمستثمرين الثقة والأمان الضروريين لتشجيعهم على اللجوء إليها، ومن جهة أخرى لا بد أن تتعكس تلك المعلومات بصفة مباشرة على أسعار الأدوات المالية حتى يكتسب السوق صفة الكفاءة الكاملة، التي تعدّ معيارا على شفافية المعاملات التي تتم على مستواه.

وفي إطار دراسة سوق الأوراق المالية بالجزائر، نجد بأنه أنشئ تبعا للإصلاحات التي انتهجتها الحكومة الجزائرية في ظل انتقالها من الاقتصاد الاشتراكي إلى الاقتصاد الرأسمالي، ليتجسد بصفة فعلية في نهاية سنة 1997، حيث تم وضع مجموعة من الهيئات للإشراف على السير الحسن للسوق وفق ما تقتضيه القوانين الصادرة، من خلال متابعة ومراقبة إدراج الشركات فيه وتنظيم إصدار وتداول الأدوات المالية.

غير أن إنشاء هذا السوق كان شكليا فقط، حيث لم يشهد أي تطور يذكر ماعدا قيام عدد ضئيل من الشركات بإصدار الأدوات المالية، التي اقتصر على الأسهم العادية وسندات الاستحقاق، إلا أنه في الآونة الأخيرة اتخذت الحكومة الجزائرية موقفا جديا في سبيل تفعيل السوق وإعطائه دورا بارزا لإنعاش الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال إدراج مشروع لعصرنته وتطويره بهدف القضاء على أوجه القصور التي

يعاني منها، إلا أنه لم يشمل على مختلف المجالات اللازمة لسيّره بالشكل الجيد وفق ما يتلاءم مع الأهداف المنتظرة منه، وهذا ما تطلب إدراج عوامل أخرى تعتبر كتكملة للمشروع المحدد.

نتائج البحث:

توصلنا من خلال هذا البحث إلى مجموعة من النتائج، يمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- يوفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات بهدف إتاحة الفرصة للشركات والمستثمرين للمفاضلة بينها بما يتوافق مع متطلباتهم وأهدافهم، حيث نجد الأسهم التي تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأسمال الشركة في حدود نسبة مساهمته، السندات التي تمثل أداة مديونية تبرز حق حاملها فيما قدمه من مال كقرض للشركة المصدرة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، فضلا عن المشتقات المالية التي تعتبر عقودا مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية (أسهم، سندات، عملات أجنبية، الذهب والسلع)، وتكون محددة بشروط معينة عند إبرام العقد بين البائع والمشتري بما في ذلك المدة الزمنية والسعر المنفق عليه، حيث تشمل هذه المشتقات كل من العقود الآجلة التي يتم تداولها في السوق غير المنظمة، العقود المستقبلية التي تتداول في السوق المنظمة، عقود الخيارات التي تتنوع بين خيار البيع وخيار الشراء، وأخيرا عقود المبادلة بما فيها مبادلة أسعار الفائدة، مبادلة العملات ومبادلة البضائع.

- يتنوع تحليل الأدوات المالية بين التحليل الأساسي والتحليل الفني، أين يهتم النوع الأول بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية للشركة المصدرة بهدف التنبؤ بربحيتها وحجم المخاطرة التي قد تلحق بها، حيث يعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية بما فيها السياسة المالية، السياسة النقدية، معدل التضخم والنتائج المحلي الخام، تحليل ظروف الصناعة من خلال تحديد دورة حياة الصناعة، التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح، فضلا عن تقدير حجم الطلب والعرض على المنتجات الصناعية، بالإضافة إلى تحليل ظروف الشركة المصدرة نفسها بهدف تحديد ربحيتها ومدى نموها وتطورها، في حين يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات السابقة لحركة كل من أسعار الأدوات المالية، حجم التداول واتجاهات السوق للتوقع المستقبلي باتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب عليها.

- تتخذ كفاءة سوق الأوراق المالية العديد من الصيغ وفقا لنوعية المعلومات المتاحة ودرجة استجابة أسعار الأدوات المالية إليها، حيث نجد الصيغة الضعيفة للكفاءة التي تعكس فيها الأسعار المعلومات التاريخية المتاحة في الماضي، الصيغة المتوسطة أين تعكس أسعار الأدوات المالية المعلومات التاريخية فضلا عن المعلومات المتاحة للجمهور، والصيغة القوية التي تعكس أسعار الأدوات المالية كل المعلومات المتاحة سواء التاريخية، المعلومات المتاحة للجمهور بالإضافة إلى تلك المعلومات الخاصة التي يتوفر عليها مجموعة معينة من المستثمرين كأعضاء مجلس الإدارة.

- اقتضت الوضعية المزرية التي مرّ بها الاقتصاد الجزائري في مرحلة الاقتصاد المخطط، ضرورة القيام باصلاحات معمّقة بهدف انتقاله إلى نظام الاقتصاد الرأسمالي، وما تبعه من ضرورة إنشاء سوق الأوراق المالية الذي تجسّد عبر عدّة مراحل بدءا بالمرحلة التقريرية خلال الفترة 1990-1992، ثم المرحلة الابتدائية التي امتدت من سنة 1993 إلى غاية سنة 1996، فمرحلة الانطلاقة الفعلية ابتداء من سنة 1996 نظرا لأن السوق مازال ينقصه العديد من الاصلاحات.

- يتم تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر بتظافر مجموعة من الهيئات تتمثل أساسا في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تعمل على مراقبة السوق وحماية المستثمرين، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي تتولى تنظيم عمل السوق سواء فيما يتعلق بعمليات التداول أو من حيث المعلومات المتوفرة، والمؤتمن المركزي للسندات الذي يعمل على تسوية العمليات البورصية بهدف زيادة سرعة تداول الأدوات المالية غير المجسدة ومركزية التعامل بها من خلال فتح وتسيير حسابات السندات.

- يتدخل في سوق الأوراق المالية بالجزائر كل من الوسطاء في عمليات البورصة من خلال تقديم الإرشادات اللازمة في مجال توظيف الأدوات المالية والتفاوض عليها سواء لحسابهم الخاص أو لحساب الغير، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي تعمل على تجميع المدخرات وتوظيفها في الأدوات المالية بالنسبة للمدخرين الذين ليس لديهم المعرفة الكاملة بهذا النوع من الاستثمار، وأخيرا ماسكي الحسابات-حافظي السندات الذين يقومون بتسجيل السندات بإسم أصحابها في الحسابات المفتوحة مع إدارة أرصدها.

- شهد سوق الأوراق المالية بالجزائر خلال الفترة 1998-2013 إدراج عدد ضئيل جدا من الشركات، فعلى مستوى سوق الأسهم نجد أربع شركات فقط بعد انسحاب شركة الرياض سطيف في سنة 2006 تتمثل في المجمع الصناعي صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، شركة أليانس للتأمينات وشركة العصائر والمشروبات الروبية. أما على مستوى سوق السندات، فإن المؤسسات التي تمّ تسعيرها في البورصة خلال نفس الفترة تتمثل في شركة الخطوط الجوية الجزائرية وشركة اتصالات الجزائر التي تم استحقاق سنداتهم، الشركة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز وشركة دحلي.

- يتميز سوق الأوراق المالية بالجزائر بضعف أداءه سواء على مستوى سوق الأسهم أو على مستوى سوق السندات، وهذا يعتبر انعكاس لقلة عدد الشركات المدرجة في البورصة، وما يتبعه من عدم تنوع الأدوات المالية المصدرة واقتصارها على عدد محدود من المستثمرين، مما يؤدي إلى ضعف مختلف المؤشرات الدالة على نشاط السوق لاسيما فيما يتعلق بالقيمة السوقية (رسملة البورصة) التي بلغت في نهاية سنة 2013 قيمة 13.82 مليار دينار جزائري، أما من حيث حجم الأوامر المقدمة عرف السوق خلال الفترة 1999-2013 صفة بائع أكثر منه مشتري ما يدل على زيادة العرض مقارنة بمحدودية

طلبات الشراء، وفيما يتعلق بتطور أسعار الأدوات المالية نجد بأنها تقريبا مستقرة ولا تعكس وضعية الشركات المصدرة.

- نظرا لضعف أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر فإنه يحتل المرتبة الأخيرة مقارنة بأسواق الأوراق المالية لكل من مصر، المغرب وتونس، ولا يمكن إرجاع ذلك لتأخر نشأته لأن الإصلاحات التي اعتمدها الأسواق الثلاث كانت كلها في بداية التسعينيات التي تزامنت مع إنشاء سوق الأوراق المالية الجزائري، إلا أن عدم السعي الجاد للنهوض بهذا الأخير منذ نشأته جعله يشهد ركودا مستمرا، كما تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من انخفاض نشاط الأسواق سابقة الذكر نظرا للأحداث السياسية التي شهدتها الدول الثلاث إلا أنها تبقى متفوقة على السوق المالية الجزائرية. (وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى)

- يعترض تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر العديد من العقبات تمس جوانب مختلفة، منها ما يتعلق بالجانب السياسي والقانوني الذي ينجر عنه فقدان ثقة المستثمرين في ظل قصور الإطار القانوني على العوامل المحفزة لتشجيع هذا النوع من الإستثمار، ومنها ما يرتبط بالجانب الاقتصادي خاصة فيما يتعلق بعائق الخصوصية الذي تنهرب منه أغلب المؤسسات العمومية، سوق الاقتصاد الموازي الذي يحوز على نسبة معتبرة من المدخرات كان من الأفضل توظيفها في السوق الرسمي، فضلا عن التضخم وما يصاحبه من ضعف القدرة الشرائية للفرد وبالتالي انخفاض مستوى الإدخار، كما يعاني السوق أيضا من عقبات إجتماعية وثقافية تمس الفرد بصفة خاصة نظرا لغياب الثقافة البورصية مما يدفع به إلى توظيف مدخراته نحو مصادر أخرى للإستثمار، وهذا دون أن ننسى العامل الديني باعتبار طبيعة المجتمع الجزائري مما يخلق نوع من النزوح عن الإستثمار في الأدوات المالية خاصة في ظل غياب أدوات إسلامية تحفزهم على ذلك. (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية)

- بالإضافة إلى العقبات سالفة الذكر، فإن سوق الأوراق المالية بالجزائر يعاني أيضا من معوقات داخلية، لاسيما ضعف الإفصاح والشفافية، غياب الكفاءة نظرا لعدم تأثير المعلومات على أسعار الأدوات المالية، قلة عدد الشركات المدرجة، عدم تنوع الأدوات المالية، محدودية عمل السوق، ضعف دور الوسطاء في عمليات البورصة وغياب دور هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- اتخذت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة العديد من التدابير لتسهيل الإستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر، منها إعادة النظر في شروط القبول على مستوى السوق الرئيسية المخصصة للمؤسسات الكبرى وسوق السندات، كما تم فتح سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع وضع شروط ميسرة لانضمامها، فضلا عن إعادة النظر في عمل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة واقتراح إصدار السندات الإسلامية "الصكوك".

- تضمّن مشروع تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر المعتمد من طرف الحكومة الجزائرية بمشاركة مهنيين في الساحة المالية وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية على خمسة محاور كبرى:
- المحور الأول يتمثل في تطوير السوق وتعزيز الهياكل الأساسية من خلال تحديد الأهداف متوسطة الأجل التي يجب تحقيقها، فضلا عن تطوير العرض والطلب على الأدوات المالية؛
 - المحور الثاني يقتضى بإعادة تنظيم مهنة سوق الأوراق المالية من خلال إدراج مهنة جديدة والفصل بين مهام سابقة بهدف إضفاء المزيد من التخصص عليها؛
 - المحور الثالث يهدف إلى عصرنه الإطار القانوني من خلال التركيز على المراقبة والرقابة فيما يتعلق بالهيئات التابعة للسوق، تيسير إجراءات العرض العمومي للإدخار وتوسيع مهام هيئات التوظيف الجماعي في العديد من المجالات؛
 - المحور الرابع تم تخصيصه لعصرنه أنظمة المعلومات المرتبطة بالسوق، من خلال إدخال أنظمة أكثر حداثة لاسيما فيما يتعلق بإدارة وتوجيه أوامر البيع والشراء؛
 - المحور الخامس يهتم بمجالي التكوين والاتصال من أجل تأهيل المتخصصين وضمان الإتصال الإلكتروني، لتمكين مختلف الأفراد من الإطلاع على أحوال السوق وإعداد مخطط تسويقي يكون له تأثير إيجابي لجلب مختلف المدخرين.

وتجدر الإشارة إلى أن مشروع التفعيل لا يكفي للنهوض بسوق الأوراق المالية بالجزائر، بل لابد من الأخذ بعين الاعتبار عوامل أخرى لا تقل أهمية منه. (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة)

الاقتراحات:

بناء على النتائج المتوصل إليها، نقدّم بعض الاقتراحات في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر منها:

- لابد من التطبيق الفعلي لمشروع تفعيل سوق الأوراق المالية الذي اعتمده الحكومة الجزائرية حتى يكون له تأثير مباشر على السوق بشكل خاص، وعلى الاقتصاد الوطني بشكل عام.
- ضرورة تهيئة المناخ الاستثماري المناسب لخلق بيئة ملائمة وجذابة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، من خلال الإعتماد على ضمان الاستقرار السياسي وتعزيز القوانين الصادرة بزيادة التحفيزات الممنوحة وإتاحة الفرصة للمستثمرين الأجانب للاستثمار في الأدوات المالية، فضلا عن محاربة سوق الاقتصاد الموازي بهدف استرجاع مدخرات هامة من الأرباح وتوظيفها في السوق الرسمية.
- تعزيز الجانبين الاجتماعي والثقافي من خلال العمل على رفع مستوى الدخل الحقيقي للفرد الذي يساهم في زيادة مستوى الادخار، وبالتالي زيادة فرصة التوظيف في الأدوات المالية، مما يستدعي ضرورة نشر الثقافة البورصية في أوساط المجتمع من خلال وضع سياسة تسويقية واسعة تمس مختلف الوسائل

الإعلامية السمعية والمرئية، فضلا عن القيام بحملات تحسيسية وتوعوية بأهمية الدور الذي يمكن أن يؤديه سوق الأوراق المالية في تطوير الاقتصاد.

- التركيز على إرساء الإفصاح والشفافية في مختلف المعلومات المتاحة في سوق الأوراق المالية، سواء المتعلقة بالشركات المصدرة أو تلك المتعلقة بالموشرات البورصية، وذلك بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين للحصول على معلومات ذات مصداقية تمكنهم من اتخاذ قراراتهم عن دراية مسبقة بأحوال السوق.

- لا بد من زيادة عدد جلسات التداول، حيث إن جلستين فقط في الأسبوع يعتبر غير كاف لإضفاء الحركية على سوق الأوراق المالية.

- ضرورة التنوع في الأدوات المالية المصدرة لاسيما الإسلامية منها، بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين في المفاضلة بينها واختيار تلك التي تتناسب ومتطلباتهم، كما تعتبر فرصة لهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة لتنويع محافظهم المالية.

- العمل على زيادة عدد الوسطاء في عمليات البورصة، وتشجيع إنضمام الأشخاص الطبيعيين من القطاع الخاص، وبما أن معظم هذه الهيئات هم عبارة عن بنوك فلا بد عليهم من إقناع زبائنهم وتوعيتهم بأهمية الاستثمار في الأدوات المالية.

- تشجيع ومساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للّجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على التمويل.

- إبرام اتفاقيات شراكة بين بورصة الجزائر وبورصات أخرى ناشئة ومتطورة، بهدف الاستفادة من تجاربهم وتبادل الخبرات للرفق بالسوق المالي الجزائري.

آفاق البحث:

- تتيح هذه الدراسة للباحثين والمهتمين بسوق الأوراق المالية بدراسة جوانب أخرى من أبرزها:
- سبل ربط سوق الأوراق المالية بالجزائر مع أسواق أكثر تطورا.
- دراسة مدى تأثير إصدار الأدوات المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- أهمية الاستثمار الأجنبي في تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.



قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

❖ الكتب:

- 1- أحمد أبو الفتوح على الناقبة، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
- 2- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، الطبعة الثانية، 2005.
- 3- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 5- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
- 6- بن علي بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 7- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
- 8- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
- 9- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عن شمس، القاهرة، مصر، 1999.
- 10- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2001.
- 11- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 12- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 13- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 14- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 15- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة السادسة، 2007.
- 16- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 17- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

- 18- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 19- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 20- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، الطبعة السادسة، 2007.
- 21- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 22- عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2010.
- 23- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 24- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 25- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 26- فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 27- لطفي أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 28- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- 29- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 30- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 31- محمد صالح الحناوي، نهال فؤاد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 32- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 33- محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
- 34- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

- 35- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 2005.
- 36- مصطفى رشدي شيحة، الوجيز في الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 37- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الرابعة، 1999.
- 38- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 39- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الجزء الأول، 1999.
- 40- هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 41- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 42- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2000.
- 43- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2003.

❖ المذكرات والرسائل الجامعية:

- 1- أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية: تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013.
- 2- جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، بجامعة الجزائر، 2008.
- 3- حميدة مختار، الأسواق المالية وخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية ودور العملية في إحداث التنمية مع دراسة حالة بعض الشركات العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011.
- 4- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية مع دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح-ورقلة، الجزائر، 2012.

- 5- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 6- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات مع دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2007.
- 7- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية مع دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2012.
- 8- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم مع دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010.
- 9- صبرينة طكوش، تحرير حركة رؤوس الأموال في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، فرع التحليل الاقتصادي، المعهد الوطني للتخطيط والإحصاء، الجزائر، 2007.
- 10- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012.
- 11- عبد اللطيف مصيطفي، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية مع دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 12- عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية مع دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009.
- 13- مختار عيواج، بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية - حالة الجزائر-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013.
- 14- نوال بن لكحل، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر، المغرب، تونس الأبعاد والآفاق، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2014.

15- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.

❖ الملتقيات العلمية:

1- بلعزوز بن علي، عاشور كتوش: واقع المنظومة المصرفية الجزائرية ومنهج الإصلاح، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية: واقع وتحديات، كلية العلوم الإنسانية والعلوم الاجتماعية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 14-15 ديسمبر 2004.

2- دريد آل شيب، عبد الرحمن الجبوري: أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والإبداع إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15-16 مارس 2005.

3- صالح مفتاح: تطور الاقتصاد الجزائري وسماته منذ الاستقلال إلى إصلاحات التحول نحو اقتصاد السوق، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر- الممارسة التسويقية-، المركز الجامعي بشار، الجزائر، 20-21 أبريل 2004.

4- محمد براق، فتيحة نشنش: بورصة القيم المتداولة ودورها في تطوير أنشطة المصارف الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 05-06 ماي 2009.

5- محمد براق، محمد الشريف بن زواي: الهندسة المالية الإسلامية وسوق رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع والرهانات، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.

6- محمد بن علي العقلا: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.

7- نور الدين حامد: العولمة والإصلاحات الاقتصادية في الدول النامية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الوطني الأول حول الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر-الممارسة التسويقية-، المركز الجامعي بشار، الجزائر، 20-21 أبريل 2004.

❖ المجلات:

1- إيمان عبد المطلب حسن المولى: مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد الثالث والعشرون، المجلد السابع، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، سنة 2011.

- 2- بن أعر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بوزيان: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية مع دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.
- 3- جميلة لرقام: نظرة عن الخصوصية كأداة للتحويل إلى اقتصاد السوق، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد الحادي عشر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2004.
- 4- حسان خبايا: دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الخامس، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، فيفري 2004.
- 5- حسان خضر: تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004.
- 6- حسين قبلان: مؤشرات أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الحادي عشر، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2011.
- 7- خضير جيرة الله: مؤشر سوق الأوراق المالية: دلالاته، تكوينه، وأهميته، مجلة السوق، العدد الثالث عشر، سوق الدوحة للأوراق المالية، قطر، نوفمبر 2001.
- 8- سليمة بوعوبنة، أسماء جدي: المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية، دفاتر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتبازة، الجزائر، ديسمبر 2013.
- 9- شكيب خليل: قطاع في تحول وانفتاح لمجمع سونلغاز، مجلة نور، العدد الثالث، مجمع سونلغاز، الجزائر، ديسمبر 2005.
- 10- شوقي بورقبة: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر، العدد العاشر، 2010.
- 11- صالح مفتاح، فريدة معرافي: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية مع دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة قاصدي مباح -ورقلة، الجزائر، 2010.
- 12- الطيب داودي، عبد الحق ماني: تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة المفكر، العدد الثالث، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2004.
- 13- عثمان لخلف، معمر حمدي: إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، دفاتر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتبازة، الجزائر، ديسمبر 2013.
- 14- علي بطاهر: سياسات التحرير والإصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الأول، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2004.
- 15- فاطمة عاشور: الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل بورصة القيم المنقولة، دفاتر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتبازة، الجزائر، ديسمبر 2013.

- 16- كربالي بغداد: نظرة عامة على التحولات الاقتصادية في الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثامن، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، جانفي 2005.
- 17- كمال عايشي: أداء النظام المصرفي الجزائري في ضوء التحولات الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد العاشر، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، نوفمبر 2006.
- 18- محفوظ جبار: كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثالث، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2004.
- 19- محمد حشماوي، تغريد الأغا: أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز-، مجلة المؤسسة، العدد الأول، مخبر إدارة التغيير في المؤسسة الجزائرية، جامعة الجزائر 3، 2012.
- 20- محمد زرقون: العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مع دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد الثاني عشر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013.
- 21- محمد زرقون: انعكاسات إستراتيجية الخصخصة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009.
- 22- محمد زعلاني: شمولية ظاهرة الاقتصاد الموازي بالإشارة إلى الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2011.
- 23- منور أوسرير، امحمد بزيرية: الإدارة الإلكترونية وآثارها على كفاءة أسواق الأوراق المالية "سوق الأسهم السعودي نموذجاً"، دفاثر البحوث العلمية، العدد الثالث، المركز الجامعي لتبليغ، الجزائر، ديسمبر 2013.
- 24- نوال بن عمارة: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين، مجلة الباحث، العدد التاسع، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2011.

❖ التقارير:

- 1- البورصة المصرية، التقارير السنوية: 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013.
- 2- صندوق النقد العربي، التقارير الفصلية: 2007، 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013.

❖ النصوص التشريعية والتنظيمية:

- 1- الأمر رقم 69-59 المؤرخ في 26 جويلية 1969، المتضمن حل مؤسسة كهرباء وغاز الجزائر (EGA) وإنشاء الشركة الوطنية للكهرباء والغاز، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، رقم 63، الصادرة في 1 أوت 1969.

- 2- المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة وتجميدها وبيبين شروط إصدارها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 14، الصادرة في 04 أبريل 1990.
- 3- المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحديد أشكال شهادات الأسهم الممكن إصدارها من المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى وشروط إبرام الصفقات بها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 14، الصادرة في 04 أبريل 1990.
- 4- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن للقانون التجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 27، الصادرة في 27 أبريل 1993.
- 5- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الشعبية، العدد 34، الصادرة في 23 مايو 1993.
- 6- المرسوم التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 22 ربيع الثاني 1419 هـ الموافق لـ 17 سبتمبر 1995، المتضمن النظام الأساسي لسونلغاز مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي و تجاري.
- 7- المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 19 ربيع الأول 1423 هـ الموافق لـ 01 يونيو 2002م، المتضمن القانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، رقم 39، الصادرة في 02 يونيو 2002.
- 8- القانون رقم 02-01 المؤرخ في 22 ذي القعدة 1422 الموافق لـ 5 فبراير 2002، المتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 08، الصادر في 06 فبراير 2002.
- 9- القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادرة في 19 فبراير 2003.
- 10- القانون التجاري الجزائري، منشورات بيرتي، الجزائر، 2007.
- 11- القرار رقم 11 المتعلق بقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، الهيئة العامة للرقابة المالية، الاسكندرية، مصر، بتاريخ 22 جانفي 2014.

❖ المواقع الإلكترونية:

- 1- عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب: التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، الموقع الإلكتروني: <http://www.kantakji.com/media/2646/42016.pdf>

2- قرار وزير المالية التونسي، يتعلق بضبط شروط تكوين وتنظيم وسير صندوق ضمان المتعاملين في سوق الأوراق المالية، تونس، المؤرخ في 01 أفريل 2009، الموقع الالكتروني:

http://www.cmf.org.tn/pdf/textes_ref/reglementations/Version_AR/fonds_garantie/arr_010409_ar.pdf

3- الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير حول أهم ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاما 1996-2010، مصر، 2010، الموقع الالكتروني:

[.http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp](http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp)

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

❖ Livres :

1- Aimé Scannavino, Les Marchés Financiers Internationaux, Dunod, Paris, 1999.

2- Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarv'h, DSCG2 Finance Manuel, Edition Foucher, Paris, 4^e Edition, 2010.

3- Bertrand Jacquillat & Bruno Solnik, Marchés Financiers : Gestion de portefeuille et des risques, 3^eme édition, Dunod, Paris, 1997.

4- Corynne Jaffaux, Bourse et financement des entreprises, édition Dalloz, Paris, 1994.

5- Dov Ogien, Maxi Fiches de Gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 2008.

6- Dov Ogien, Pratique des Marchés Financiers, Dunod, Paris, 2^e édition, 2007.

7- Georges Legros, Mini manuel de Finance d'entreprise, Dunod, Paris, 2010.

8- Hubert de la Bruslerie, Analyse Financière, Dunod, Paris, 4^e édition, 2010.

9- Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, Finance d'entreprise, Dunod, Paris, 2007.

10- James Chen, Essentials of technical analysis for financial markets, John wiley & sons, United States of American, 2010.

11- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, Gestion Financière DECF4: Manuel et Application, Dunod, Paris, 14^e édition, 2005.

- 12– Jean–François Susbielle, Comprendre la bourse sur internet, Edition d’Organisation, Paris, 2001.
- 13– Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Gunther Capelle–Blancard, Finance d’entreprise, Pearson Education, Paris, 2008.
- 14– Juliette Pilverdier–Latreyte, Finance d’Entreprise, Economica, Paris, 7^e édition, 1999.
- 15– Luc Bernet–Rollande, Philippe Chanoine, Pratique des marchés de capitaux, Dunod, Paris, 2010.
- 16– Michel Aglietta & Bruno Amable & François Bourguignon, Economie: Tout le programme en un volume, Eyrolles, Paris, 2008.
- 17– Pascal Barneto & Georges Gregorio, DSCG2 Finance Manuel et Application, Dunod, Paris, 2^e édition, 2009.
- 18– Paul–Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, Dunod, Paris, 2^e édition, 2005.
- 19– Philippe Monnier & Sandrine Mahier–Lefrançois, Les Techniques bancaires: Pratiques et Applications corrigées, Dunod, Paris, 2008.
- 20– Pierre Cabane, L’essentiel de la finance à l’usage des managers, Eyrolles, Paris, 2^e édition, 2004.
- 21– Pierre conso, La gestion de l’entreprise, Dunod, Paris, 2^e édition, 1989.
- 22– Thierry Béchu & Eric Bertrand, L’analyse technique: Pratiques et méthodes, 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1999.
- 23– Thierry Bechu, Économie et Marchés financiers, Edition Eyrolles, Paris, 2010.

❖ **Mémoires et thèse universitaire:**

- 1– Asma Fattoum, Politique monétaire et gestion des entrées de capitaux : Cas des marchés émergents, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Louis Lumière–Lyon2, Paris, 2005.

- 2– Mokdad Aggoun, Rôle et efficacité du marché financier dans le développement de l'économie: Cas du Maghreb, Mémoire pour l'obtention de magister, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université d'Alger, 2009.
- 3– Sabiha Nait Kaci, Le marché financier algérien, Application, Automatisation de la négociation à la bourse d'Alger, Mémoire de magistère en Génie-Industriel , Ecole Nationale Polytechnique, Alger, 2000.

❖ **Séminaires :**

- 1– Djamel Eddine Sahnoun: La Banque et le rôle d'Intermédiaire en Opération de Bourse, Intervention dans le forum national concernant le Système bancaire Algérien et mutations économiques–Réalité et perspectives–, Université Hassiba Ben Bouali, Chlef, Alger, 14–15 Décembre 2004.
- 2– Jacques de Larosière: Les pays émergents : Chances et défis, Discours prononcé au Colloque HEC–Eurasia Institute « l'Asie en 2002 », Paris, 06 février 2002.
- 3– Youcef Debboub: Le marché financier algérien–réalité et perspectives–, Intervention faite lors du colloque National sur «L'environnement des affaires favorable au développement et à la dynamisation des marchés financiers», Centre Universitaire de Tipaza, Alger, 27–28 Novembre 2013.
- 4– Zahia Zerfa: La tenue de compte–conservation de titres en Algérie, Intervention faite lors du colloque National sur «L'environnement des affaires favorable au développement et à la dynamisation des marchés financiers», Centre Universitaire de Tipaza, Alger, 27–28 Novembre 2013.

❖ **Revue:**

- 1– Chabha Bouzar: Les contraintes de développement du marché financier algérien, Revue Campus, N°18, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, Alger, Juin 2010.

- 2- Hassan Hmamou: Evolution récente du secteur financier (secteur bancaire, Bourse des valeurs de Casablanca), Document de travail, N°60, Ministère de l'économie et des finances, Maroc, Janvier 2001.
- 3- Ivan Odonnat & Iméne Rahmouni: Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène?, Revue de la stabilité financière, N° 09, Banque de France, Décembre 2006.
- 4- Leila Laouti: Sonelgaz met de l'énergie sur le Marché Obligataire Corporatif Algérien, Strategica Business & Finance, N°09, Alger, 2005.
- 5- Mohammed Khelfaoui: Sonelgaz lève 11,65 milliards de dinars sur le marché Obligataire, Strategica Business & Finance, N°20, Alger, Mai 2006.
- 6- Nouredine Bouterfa, Sonelgaz a émis avec succès 20 milliards de dinars sur le marché obligataire, Strategica Business & Finance, N°04, Alger, Janvier 2005.
- 7- Nouredine Bouterfa: Un Emprunt Obligataire au mois de juin 2008, Strategica Business & Finance, N°42, Alger, Mai 2008.
- 8- Warren Tease : Le marché boursier et l'investissement, Revue économique de l'OCDE, Paris, N°20, 1993.
- 9- Youcef Debboub, Mise en place d'un dépositaire central des titres : Synthèse du schéma directeur, Bulletin de la commission, N°04, Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, Alger, Juillet 2003.

❖ **Guides et Rapports :**

- 1- Alliance Assurance: Rapport Annuel 2009, Alger, 2009.
- 2- Bourse d'Alger: Guide du marché PME, Alger, 2012.
- 3- Bourse de Tunis: Guide des indices boursiers, Tunis, Décembre 2012.
- 4- Bourse de Tunis: Le guide de l'introduction des sociétés en bourse, Tunis, Octobre 2012.
- 5- Bourse de Tunis: Le guide des produits boursiers, Tunis, Octobre 2012.
- 6- Conseil du marché financier: Rapport Annuel 2012, Tunis, 2012.
- 7- Conseil du marché financier: Rapport Annuel 2012, Tunis, 2012.
- 8- Cosob: Guide l'Ouverture d'un Compte Titres, 2004.

- 9– Cosob: Notice d’information d’Algérie télécom, Alger, 2005.
- 10– Cosob: Notice d’information d’Algérie télécom, Alger, 2006.
- 11– Cosob: Notice d’information de Dahli, Alger, Juin 2008.
- 12– Cosob: Notice d’information de groupe saidal, Alger, 1998.
- 13– Cosob: Notice d’information de la NCA–Rouiba, Alger, 2013.
- 14– Cosob: Notice d’information de Sonelgaz, Alger, Juin 2008.
- 15– Cosob: Notice d’information de Sonelgaz, Alger, Mai 2006
- 16– Cosob: Rapport annuel 2006, Alger, 2006.
- 17– Cosob: Rapport annuel 2010, Alger, 2010.
- 18– Dahli: Prospectus pour Emission Obligataire Grand Publique, Alger, 2009.
- 19– Direction des études économiques: Rapport sur le Profil Economique et Financier de la cote de la bourse de Casablanca, Maroc, Janvier 2010.
- 20– NCA–Rouiba SPA: Rapport de Commissariat aux comptes, Alger, 20 Juin 2013.

❖ **Textes législatifs et réglementaires:**

- 1– Dahir portant loi N° 1–93–211 du 21 Septembre 1993, relatif à la bourse des valeurs de Casablanca, Modifié et complété par la loi N°34–96.
- 2– Décision N° 10/02, Relative aux Règles de Gestion des séances de Négociation à la bourse des valeurs, Modifiant et complétant la décision N°02, Du 22 Mars 1998.
- 3– Décision N° 11/02, Relatives aux Règles de Compensation et de Règlement des Transactions en Bourse, Modifiant et Complétant la Décision N°03 Du 22 Mars 1998, 2002.
- 4– Décision N° 07/99, Relative aux Règles de Compensation et de Règlement des Transactions en Bourse, Complétant et Modifiant la Décision N°03/98, 1999.
- 5– Règlement COSOB N:03–01 du 15 Moharrem 1424 Correspondant au 18 Mars 2003, relatif au règlement général du dépositaire central des titres.
- 6– Règlement COSOB N°03–02 du 15 Moharrem 1424 Correspondant au 18 Mars 2003, relatif à la tenue de compte–conservation de titres.

7- Règlement N°09-03 du 18 Novembre 2009, Fixant les règles de calcul des Commissions perçues par la société de gestion de la bourse des valeurs sur les opérations effectuées en bourse.

8- Règlement COSOB N°96-03 du 17 Safar 1417 Correspondant au 03 Juillet 1996, relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse.

9- Règlement COSOB N°97-03 du 17 Radjeb 1418 Correspondant au 18 Novembre 1997, relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.

10- Règlement COSOB N°12-01 du 18 Safar 1433 Correspondant au 12 Janvier 2012, modifiant et complétant le règlement n°97-03 du 17 Rajab 1418 correspondant au 18 novembre 1997, relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.

❖ **Sites Internet :**

1- Fiche thématique sur Les principaux indicateurs boursiers, Bourse de Casablanca, Site web www.casablanca-bourse.com.

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

3- <http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz.htm>, Consulté le 09/01/2014.

4- <http://www.cosob.org/les-emetteurs-eghaurassi.htm>, Consulté le 27/12/2013.

5- <http://www.cdvm.gov.ma/ar/cdvm/missions>.

6- <http://www.cosob.org/les-professionnels-du-marche-opcvm.htm>, Consulté le 29/11/2013.

7- <http://www.maroclear.com>.

8- <http://www.mcsd.com.eg>.

9- http://www.algerietelecom.dz/siteweb.php?p=at_histoire_realisations, Consulté le 14/01/2014.

10- <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=647>, Consulté le 29/07/2014.

- 11- <http://www.onislam.net/arabic/nama/success-stories/131424-2011-07-06-08-4517.html>, Consulté le 29/07/2014.
- 12- Mounir Ben Sassi et Youcef Zekri, Marchés financier et évaluation des actifs, travail élaboré à l'Institut Supérieur de Gestion, Université de Tunis, site web http://www.isg.rnu.tn/up_pdf/mft.pdf.
- 13- Office National des Statistiques: www.ons.dz, Consulté le 14/07/2014.
- 14- www.bvmt.com.tn.
- 15- www.casablanca-bourse.com.
- 16- www.egx.com.eg/.
- 17- www.sticodevam.com.