

المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي تيسمسيلت  
معهد العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

الموضوع:

# بورصة الجزائر مقارنة بين النظرية والتطبيق

## محاولة لشرح مشكلة بورصة الجزائر

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير  
تخصص علوم مالية

تحت إشراف الأستاذ  
بلحسين لخضر

إعداد الطالب:  
أحمد وهاب

لجنة المناقشة:

رئيسا  
مقررا  
ممتحنا

الأستاذ: عادل رضوان  
الأستاذ: بلحسين لخضر  
الأستاذ: رابحي بوعبد الله

السنة الجامعية: 2015/2014

# إهداء

الحمد لله الذي وفقنا لتقديم هذا العمل المتواضع

أتقدم بإهداء هذا العمل إلى:

من قال فيهما ربي : "ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا" والدي الحبيبين

إخواني وأخواتي وكل العائلة صغيرا وكبيرا

زوجتي الكريمة

رفقائي في العمل وأخص بالذكر محمد وطواط وصالح الدين نغاز وخيرة وصيف

كل من تحملهم ذاكرتي ولم تحملهم مذكرتي

امحمد



# تشكرات

نشكر الله الذي وفقنا لطلب العلم وإتمام هذا العمل رغم المشاق التي تلقيناها  
وأتقدم بجزيل الشكر والامتنان للأستاذ بلحسين لخضر الذي تفضل  
بالإشراف على هذه المذكرة ولم يبخل علينا من علمه وسنده  
جزاه الله عنا كل خير ووفقه لإتمام الدكتوراه.  
كما نتقدم بجزيل الشكر إلى كل عمال المركز الجامعي  
وإلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد .



## قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
26	أنماط خطر سعر الصرف	01
52	احصائيات خاصة بالأوامر، المخاطر والصفقات	02
53	رسملة البورصة	03
53	عدد الحسابات المفتوحة لدى ماسكي الحسابات حافظي السندات	04
62	الناتج الداخلي الخام ومعدل رسملة البورصة	05
64	حجم التداول	06
65	قيمة التداول	07
66	معدل الدوران	08

## قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
48	هيكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	01

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى المقارنة بين الجانبين النظري والتطبيقي لبورصة الجزائر، وذلك من خلال إسقاط مفاهيم كل من البورصة، نظرية أسواق الأوراق المالية، كفاءة الأسواق المالية، متطلبات الكفاءة ومعوقات الحصول على سوق مالي كفاء، على بورصة الجزائر، إضافة إلى التطرق لواقع بورصة الجزائر ونشاطها ومقارنتها ببعض البورصات العربية والأجنبية، إلا أن بورصة الجزائر أبدت في الأخير ركودها ومحدودية أدواتها وضعف نشاطها.

**الكلمات المفتاح:** البورصة، متطلبات الكفاءة، الجانب النظري، السوق المالي الكفاء.

# الفهرس

الإهداء

التشكرات

IV..... الملخص

IX..... قائمة الأشكال والجداول

أ-هـ..... مقدمة

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

2..... تمهيد

3..... المبحث الأول: البورصة ونظرية أسواق الأوراق المالية

3..... المطلب الأول: تقديم البورصة

6..... المطلب الثاني: تقديم بورصة الأوراق المالية

10..... المطلب الثالث: نظرية أسواق الأوراق المالية

15..... المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

15..... المطلب الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية

18..... المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة

21..... المطلب الثالث: معوقات الحصول على سوق مالي كفاء

22..... المبحث الثالث : المعوقات الخارجية

22..... المطلب الأول : العائق الاقتصادي

25..... المطلب الثاني : العائق المالي

27..... المطلب الثالث : المعوقات السياسية والثقافية

28..... خلاصة الفصل:

## الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر

30..... تمهيد

31..... المبحث الأول : تقديم بورصة الجزائر

31..... المطلب الأول : بورصة الجزائر

37.....	المطلب الثاني: مؤسسات تسيير بورصة الجزائر.....
42.....	المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.....
46.....	المبحث الثاني: نشاط بورصة الجزائر.....
46.....	المطلب الأول: شروط الإدراج في البورصة.....
47.....	المطلب الثاني: النظام والتنظيم.....
50.....	المطلب الثالث: العرض العام للبيع.....
52.....	المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر.....
52.....	المطلب الأول: بورصة الجزائر في أرقام.....
53.....	المطلب الثاني: المقارنة بين بورصة الجزائر والبورصات العربية والأجنبية.....
54.....	المطلب الثالث: استنتاج الواقع.....
55.....	خلاصة الفصل:

### الفصل الثالث: مقاربات بورصة الجزائر

57.....	تمهيد.....
58.....	المبحث الأول: المقاربة التنظيمية.....
61.....	المبحث الثاني: مقارنة النشاط.....
61.....	المطلب الأول: حجم السوق.....
63.....	المطلب الثاني: سيولة السوق.....
66.....	المطلب الثالث: درجة التركيز.....
68.....	المبحث الثالث: مقارنة الكفاءة.....
68.....	المطلب الأول: المقاربة من حيث مفهوم البورصة وكفاءة أسواق الأوراق المالية.....
69.....	المطلب الثاني: المقاربة من حيث نظرية أسواق الأوراق المالية.....
69.....	المطلب الثالث: مقارنة نظرية كفاءة الأسواق المالية ومعوقات تطور بورصة الجزائر.....
74.....	خلاصة الفصل:
75.....	خاتمة.....
79.....	قائمة المراجع.....

## مقدمة عامة:

لقد شهد الاقتصاد في العالم ككل تسارعا ملحوظا في النمو والتطور، وذلك من خلال النشاط الاقتصادي المتزايد للأفراد والشركات على حد سواء، أدى هذا إلى البحث المستمر عن قنوات لتأمين التمويل للمشاريع الاقتصادية، إلا أن الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (الجهاز المصرفي) والتي لم تقدر على تلبية الكم الهائل والمتزايد من احتياجات التمويل، فرض بالضرورة استنباط طرق جديدة أو تطوير أخرى قديمة لتمويل المشاريع الاقتصادية، فنجد من بين أهم موفري الأموال الأسواق المالية والتي تقوم بنقل الأموال من الأطراف التي تتوفر على فائض مالي (مدخرات) إلى تلك التي تعاني عجزا، وبالتالي فإن وجود سوق مالي يعتبر أداة هامة لعمليات التمويل المباشر للاقتصاد، وذلك من خلال البورصة التي تعكس الوجه الحضاري له ومدى تقدمه، وتلعب البورصة دورا كبيرا في توفير السيولة اللازمة وإشباع رغبات وحاجات المتعاملين، من هنا أصبحت البورصة ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، وما ساعد في الانتشار الواسع للبورصة هو انتشار شركات المساهمة التي تعتبر من بين ركائز وجودها.

تعمل البورصة على تحقيق الموازنة ما بين قوى العرض والطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات في جو من العلانية والشفافية، فهي تعمل على ضمان حقوق كل المتعاملين أقبوا كانوا أم بسطاء، كما تحمي مصالحهم وأموالهم من أساليب الغش والاستغلال والتدليس.

إن أهمية البورصة تتبلور في المجتمعات التي تتسم بجزية الاقتصاد، فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، كما تتأثر به، وتحول رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني من مال عاطل وخامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات عن طريق بيع وشراء الأصول المالية ممثلة في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في البورصة.

كما تقوم البورصة بفتح قنوات ومداحيل أمام الأفراد لا سيما صغار المستثمرين، إضافة للعبها دورا أساسيا في تشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع كالحيازة، التملك، الانتفاع والعائد الاستثماري، كما تمثل البورصة حافزا للشركات وذلك من خلال إدراج أسهمها فيها -البورصة- والعمل على تحسين أدائها وزيادة أرباحها، هذا ما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم تلك الشركات، هذا ما يؤدي إلى تطور البورصة وزيادة فعاليتها من خلال المساعدة على توفير السيولة لدعم الفرص الاستثمارية لرفع مستويات الإنتاج ومن ثم رفع درجة التوظيف



وعليه زيادة الدخل الفردي والوطني؛ رفع درجة الوعي لدى الجمهور على ضرورة التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم لمستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني وهذا عن طريق تحقيق أسعار مناسبة للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

بعد الإدراك أن المنهج الاقتصادي المتبع في الجزائر منذ الاستقلال والمتمثل في النظام الاشتراكي الذي لم يأتي أكله، وذلك لاعتماده في التمويل على الجهاز المصرفي والخزينة العمومية، واللذين كان دورهما يمولان من ريع الجباية البترولية، ما جعل الاقتصاد الوطني الجزائري رهينة للتقلبات الحاصلة في سعر البترول، وهذا ما حدث فعلا سنة 1986 بعد انهيار أسعار البترول في العالم وبلوغها الحدود الدنيا إلى ما دون الأربعة عشر (14) دولارا للبرميل، ووقوع الاقتصاد في أزمة خانقة أدت بالسلطات إلى سد العجز باللجوء لصندوق النقد الدولي والاستدانة وما يليها من خدمات الدين العام، بدأ التفكير في تغيير هذا النظام، والتحول تدريجيا لاقتصاد السوق، وإيجاد سبل أخرى لتمويل المشاريع الاقتصادية، فجاء مشروع قرار إنشاء بورصة الجزائر بعد تعديل القانون التجاري وإعطاء المؤسسات العمومية الاستقلالية المالية وتطبيق قانون الخصوصية.

### ● مشكلة الدراسة:

ما نعرفه عن بورصة الجزائر أنها أسست منذ سنة 1990 إلا أن رخصة إصدار قرض سندي لم تعطى إلا في سنة 1997 لصالح شركة سوناطراك، والذي يعتبر -السند- أول نشاط تعرفه بورصة الجزائر بعد اعتمادها. من هنا نستطيع طرح السؤال الرئيسي التالي:

هل هناك تقارب بين النصوص التأسيسية لبورصة الجزائر، وما هو موجود في الواقع؟

ولفهم وتبسيط التساؤل الرئيسي نصيغ الأسئلة الفرعية التالية:

. هل بورصة الجزائر تعتبر سوقا حقيقية للأوراق المالية في الجزائر؟

. هل أخذت بورصة الجزائر مكان البنك المركزي والخزينة العامة في تمويل المشاريع الاقتصادية؟

. هل تعترض بورصة الجزائر بعض العقبات تحول بينها وبين تطورها؟

## ● الفرضيات:

في خضم التطرق للإشكالية المطروحة بين أيدينا، ارتأينا صياغة مجموعة من الفرضيات والتي نعتبرها كإجابات أولية على الإشكالية وأسئلتها الفرعية، وهي كالتالي:

- . لم تصل بعد بورصة الجزائر إلى ما يسمى سوق مالي حقيقي.
- . مازال الاقتصاد الجزائري يعتمد في تمويل مشاريعه على الخزينة العمومية.
- . تقف الكثير من العقبات دون تطور بورصة الجزائر.

## ● أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية هذه الدراسة في كون بورصة الأوراق المالية تعد قناة من قنوات التمويل بالنسبة للاقتصاد، وذلك بمنح فرص الاستثمار وتنويع محافظ المستثمرين في الأصول المالية هذا من جهة، وتعمل على سد الاحتياجات التمويلية لأصحاب العجز المالي من جهة أخرى؛ وكون تأخر بورصة الجزائر من لعب هذا الدور التمويلي طرح عدة نقاط استفهام لدى أغلب الباحثين والاقتصاديين.

## ● أهداف الدراسة:

يهدف هذا البحث لتحقيق جملة من الأهداف يتمثل أهمها فيما يلي:

- . محاولة الإحاطة بمفهوم بورصة الأوراق المالية والتعرض لنظرية أسواق الأوراق المالية.
- . محاولة التعرف على نظرية كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها والوقوف على أهم معوقات قيامها.
- . محاولة التطرق لبورصة الجزائر من خلال تعريفها والتعرف على الأطراف المتدخلة فيها.
- . محاولة معرفة واقع بورصة الجزائر.

## ● الدراسات السابقة:

- بوخلخال عائشة، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيقي، مذكرة ماجستير، فرع قانون الأعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، جامعة الجزائر 2001-2002، هدفت هذه الدراسة إلى الإلمام بكل ما هو متعلق بالبورصة من إطار تنظيمها، وكيفية تداول القيم المنقولة في البورصة وآلية الاستثمار فيها، وفيما يلي أهم ما توصلت إليه الباحثة من نتائج:
- . أن البورصة والخصوصية مفهومان مترابطان اقتصاديا، أي أن البورصة تخدم الخصوصية كما تخدم الخصوصية البورصة، وللقرار السياسي في بلادنا دور كبير في إبطاء عملية الخصوصية وهذا بإنشاء المجلس الوطني

للخصوصية بالنسبة للخصوصية التامة والشركات القابضة بالنسبة للخصوصية الجزئية، هذا ما أثر بدوره على فعالية البورصة؛ أما فيما يخص الهيئات القائمة على سير البورصة ترى أنها لا تقوم بدورها على أتم وجه حيث أنها لا تقوم بجملة إعلامية تحسيسية لإقناع المعاملين الاقتصاديين والشركات الخاصة بضرورة المرور عبر البورصة لتوسيع الاستثمار وزيادة حجم الشركات.

● بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005، من بين ما قدمه هذا البحث الشروط الواجب توفرها في الشركات للدخول إلى البورصة، وكذا أنواع الأصول المالية المتداولة في البورصة، إضافة إلى كفاءة الأسواق المالية، وقد توصل الباحث إلى جملة من النتائج، نورد بعضها فيما يلي:

. أن الأسواق المالية الناشئة بما فيها بورصة الجزائر تعاني العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، حيث يوجد هناك قصور في التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح، بالإضافة إلى تأخر برامج الخصوصية وقصور دور شركات الوساطة، كما يرى أن انخفاض العرض في هذه الأسواق راجع إلى عدم التنوع في الأوراق المالية، أما بالنسبة لانخفاض الطلب فمرده إلى انخفاض معدل الدخل الفردي ومنه ضعف الادخار الفردي.

من خلال دراسة نتائج الدراسات السابقة، فقد تناولنا في بحثنا المقاربات التي تخص بورصة الجزائر من حيث التنظيم، النشاط وكذا الكفاءة، وأبرزنا أهم المعوقات التي تقف حجرة عثرة أمام تقدم السوق المالي في الجزائر.

#### ● صعوبات الدراسة:

تتحلى أبرز الصعوبات التي اعترضت إنجاز هذا البحث في:

. صعوبة الحصول على إحصائيات كافية لإنجاز البحث؛

. نقص المراجع التي تتناول بورصة الجزائر في بحثها، ربما ذلك راجع لعدم فعالية هذه البورصة؛

. عدم الرد على الاتصالات الهاتفية من طرف موظفي البورصة لأجل الاستفسار عن بعض النقاط التي تخص البحث؛

#### ● أسباب اختيار الموضوع:

لعل من بين الأسباب التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع وتناوله بالبحث كون البورصة وبالأخص في العالم المتقدم احتلت مكانة اقتصادية كبيرة، فارتأينا اسقاط أسباب هذا التقدم على بورصة الجزائر؛ إضافة إلى التحول الاقتصادي الذي تعيشه الجزائر نحو الاقتصاد الحر والذي حتم وجود البورصة، ومنه محاولة معرفة إلى أي مدى وصلت مكانة هذه السوق بالنسبة للاقتصاد الجزائري.

## ● منهج الدراسة:

لقد اعتمدنا في أغلب مراحل هذا البحث على المنهج الاستنباطي والذي يعتبر الأنسب لمعالجة هذا الموضوع وذلك من خلال الوصف والتحليل الذي يخص الأسواق المالية والبورصة، كما اعتمدنا المنهج الاستقرائي بالاعتماد على أداة المقارنة من خلال مقارنة بورصة الجزائر بمثيلاتها.

## ● حدود الدراسة:

لهذه الدراسة حدودا علمية وأخرى مكانية وزمانية.

- **الحدود العلمية:** تحاول هذه الدراسة التعريف بالبورصة ونظرية كفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى متطلبات الحصول على هذه الكفاءة والمعوقات التي تحد منها، هذا بشكل عام، ثم تم التطرق إلى هذه المفاهيم وتطبيقها على بورصة الجزائر واستخلاص أهم النتائج التي تم التوصل إليها.

- **الحدود المكانية:** لقد تمت الدراسة في بورصة الجزائر والكائن مقرها بشارع العقيد عميروش بالجزائر العاصمة.

- **الحدود الزمانية:** بدأت الدراسة من تاريخ 2015/01/20 إلى غاية 2015/05/20 وذلك من أجل أخذ وقت كاف لتوضيح الإطار التنظيمي والعملي لبورصة الجزائر.

## ● هيكل الدراسة:

تم تقسيم العمل إلى ثلاثة فصول، حيث تضمن الفصل الأول كفاءة سوق رأس المال وكذا معوقات الحصول على هذه الأخيرة والذي بدوره قسّم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناولنا فيه تقديم عام للبورصة ونظرية أسواق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني يتطرق إلى كفاءة هذه الأسواق، والمبحث الثالث عبارة عن المتطلبات والمعوقات الخارجية للكفاءة؛ الفصل الثاني تطرقنا فيه إلى السوق المالي في الجزائر وقد قسّم إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول قدمنا فيه بورصة الجزائر، والمبحث الثاني تطرقنا فيه إلى نشاط بورصة الجزائر، أما المبحث الثالث قمنا فيه بعرض واقع بورصة الجزائر؛ أما فيما يخص الفصل الثالث أردنا من خلاله تبيان المقاربات الخاصة ببورصة الجزائر، وقسمناه إلى ثلاثة مباحث، يدور المبحث الأول حول المقاربة التنظيمية لبورصة الجزائر، والمبحث الثاني فقد خصصناه لمقاربة نشاط بورصة الجزائر، وبالنسبة للمبحث الثالث فقد حولنا فيه إظهار مقارنة الكفاءة لبورصة الجزائر.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

### الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عيها

#### تمهيد الفصل:

لقد برزت في العصر الحديث أهمية كبيرة للأسواق المالية بشكل عام والبورصة بشكل خاص كواحدة من أهم الأدوات المالية حيث يعتبر الاقتصاديون تلك الأسواق المنعكس الحقيقي للأوضاع الاقتصادية للدولة من جهة والوضع الاقتصادي الحقيقي للشركات الفاعلة بها -الأسواق المالية- من جهة أخرى؛ حيث تعتبر هذه الأسواق مصدرا للثراء للعديد من المستثمرين، كما تعتبر أيضا مصدرا لإفلاس العديد منهم وذلك نظرا للحساسية المفرطة للتقلبات الحاصلة.

إن للأسواق المالية المنظمة (البورصة) دورا حيويا ونشطا في تحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال تعبئة الموارد والمدخرات وضخها في الاستثمار وبعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وكذا جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية.

ونظرا لما للبورصة من أهمية في الاقتصاد في مختلف دول العالم سنسلط الضوء عليها في هذا الفصل والذي

قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: البورصة ونظرية أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الثالث: المتطلبات والمعوقات الخارجية.

### المبحث الأول: البورصة ونظرية أسواق الأوراق المالية

تعتبر البورصة من بين أهم المقاييس المعتمدة لمعرفة مدى تطور أو ركود اقتصاديات مختلف بلدان العالم، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد.

#### المطلب الأول: تقديم البورصة

البورصة سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة معنيين:

✓ المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون يبيعوا وشراء.

✓ مجموع العمليات التي تنعقد فيه.

يتم التعامل في البورصة وفق لوائح وقوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات وكذلك الشروط الواجب توفرها في المتعاملين وفي الصكوك والحاصلات موضوع التعامل، وهكذا نفرق ما بين بورصة الأوراق المالية وبورصة البضائع، ويتألف جهاز البورصة من مجموع الوسطاء المكلفين بإجراء مختلف العمليات لحساب موكلهم.<sup>1</sup> وقد أصبح التجار لا يحملون معهم بضائعهم بل يكتفون بارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات، أي التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين أطراف عمليات التبادل، وبذلك أصبحت كلمة بورصة تمثل المكان الذي يجتمع فيه التجار بشكل منتظم ودوري لإبرام الصفقات والعقود.<sup>2</sup>

ترجع كلمة (بورصة) BOURSE إلى مصدرين:

✓ اسم أحد التجار الأغنياء وكان اسمه (فان دن بورص) Van Den BOURSE وكان يقيم في

مدينة (بروج) BRUGES في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ

البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

<sup>1</sup>. شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر 2005، ص7.

<sup>2</sup>. بولخلال عائشة، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق، مذكرة ماجستير، فرع قانون الأعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، جامعة الجزائر 2001-2002، ص2.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

✓ فندق في مدينة (بروج) كانت تزين واجهته شعار عملة عليه ثلاث أكياس TROIS BOURSES، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع.<sup>1</sup> منذ العصور القديمة، كان التجار يجتمعون لتطبيق التعامل بالأموال، وذلك عن طريق تجار أثينا، أو متبادلو روما. في هذه المدينة كان هناك بورصة للقيم أين يقوم التجار بالتفاوض على الأوراق المالية للشركات، هذه الأخيرة موضوعة من طرف محصلي الضرائب.

في أوروبا ومنذ القرن السابع إلى القرن الخامس عشر، فإن تطوير تجارة السلع يشرح ظهور الصرافين، البنكيين (ترجع كلمة البنك نتيجة للمقعد الذي كان الصرافون يضعون عليه أموالهم). الإيطاليون عرفوا الحسابات الجارية، القروض المصرفية، شركات رأس المال، الأوراق المالية الممثلة لديون المدينة، الكمبيالات. هذه الأخيرة تعتبر كاعتراف بدين تسمح بالدفع فيما بعد في مدينة أخرى وبعملة أخرى.<sup>2</sup>

ولقد ظهرت ضرورة تنظيم الأسواق المالية مع تطور ونمو التجارة، وكان الرومان أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد؛ وفي العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج، أنفوس، ليون، أمستردام ولندن من المراكز المالية المهمة حيث قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجارية والمصرفية، وتم فيها التبادل على السلع والنقود والحوالات وأسهم الشركات التجارية، ومنذ عام 1592 ظهرت قوائم أسعار الأسهم في أسواق أمستردام وباريس ولندن، ومنذ بداية القرن السابع عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون في بورصة أمستردام واحتلت المكان الأول في العالم، ولكن السيطرة البريطانية لم تتمكن من الصمود بين الحربين العالميتين حيث تقلص حجم الإمبراطورية وأفل نجم الإسترليني وإن كان مركز لندن المالي ظل يحتفظ بتنظيم مصرفي فعال ونشاط كبير للبورصة، كذلك عرفت باريس دورها في القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين عندما كان الادخار الفرنسي يمول مشروعات العالم، إلا أن نتائج المساهمات الخارجية لم تكن دائما إيجابية ومرحبة، ولذلك عاد الادخار الفرنسي للداخل، ورغم الأزمة العالمية الكبرى عام 1929 التي أودت بحياة العديد من المصارف والشركات، إلا أن السوق الأمريكي سرعان ما عرف الثقة والاطمئنان والتوسع نتيجة دور الدولار المتعظم بعد الحرب العالمية الثانية وخروج الولايات المتحدة الأمريكية منتصرة سياسيا واقتصاديا.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة 2003، ص5.

<sup>2</sup>. M. Montoussée, H. Bourachot, G. Renouard, J. -L. Rettel, **100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers**, 4<sup>e</sup> édition, Bréal, France 2010, p 10.

<sup>3</sup>. صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 05-06.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة أنفريس عام 1536م ثم في أمستردام عام 1608م ثم في لندن عام 1666م ثم في باريس 1808م.<sup>1</sup>

تنوع البورصات وتختلف بالنظر إلى نوع المنتوجات المتداولة فيها ومن حيث التوزيع الجغرافي ومن حيث اعتمادها من قبل الدولة، وكذا من حيث تدخل الدولة في البورصة:<sup>2</sup>

### الفرع الأول: من حيث نوع المنتج المتداول في البورصة

يمكننا التمييز بين خمسة أنواع:

**أولاً:** بورصات تتداول فيها سلع معينة مثل بورصات السلع الزراعية (قطن، قمح، بن، شاي، سكر) والسلع المعدنية (النحاس، الذهب، البترول) أو بورصات العقارات والأراضي والسيارات. **ثانياً:** بورصات تتداول فيها القيم المنقولة من أسهم وسندات قرض وخيارات وسندات الخزينة. **ثالثاً:** بورصات النقد حيث يتداول في هذه الأخيرة السندات ذات الأجل القصير (الأوراق التجارية)

**رابعاً:** بورصات الخدمات والتي مجالها السياحة، الفنادق، التأمين، النقل، تأجير السفن، عقود التصدير وبورصات تجارة الديون.

**خامساً:** بورصات الأفكار وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع، وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات.

### الفرع الثاني: من حيث المدى الزمني

تصنف البورصات إلى صنفين هما:

**أولاً:** بورصات عقود آجلة يتم الاتفاق فيها دون تسليم أو استلام لا المبيعات ولا الأثمان.

**ثانياً:** بورصات عقود منجزة يتم التعاقد فيها على المبيعات وتسليمها واستلامها ودفع ثمنها فوراً.

### الفرع الثالث: من حيث البعد الجغرافي

تنقسم البورصات إلى نوعين هما:

**أولاً:** بورصات محلية لا يمتد التعامل فيها إلى خارجها وهي بورصات محدودة النشاط للغاية.

**ثانياً:** بورصات ذات مدى دولي وهي بورصات ضخمة يمتد التعامل فيها إلى المستوى الدولي.

<sup>1</sup>. صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص5.

<sup>2</sup>. بوخلخال عائشة، مرجع سبق ذكره، ص4-5.



## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

### الفرع الرابع: من ناحية اعتماد الدولة

تنقسم البورصات إلى صنفين:

أولاً: بورصات رسمية منشأة وفقاً للقوانين والقواعد وتتمارس فيها معاملات في إطار القواعد والنظم وتخضع لرقابة الدولة.

ثانياً: بورصات غير رسمية تعمل بشكل غير رسمي في ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة وهي تتضمن مخاطر حتمية.

### الفرع الخامس: ومن حيث تدخل الدولة

تنقسم البورصات إلى ثلاثة أصناف:

أولاً: بورصات يديرها أعضاء بطريقة حرة والذين يكونون جمعية تضع النظام الأساسي للبورصة وتحدد شروط الانضمام إليها دون تدخل من الدولة، ولا يمكن الانضمام إلى عضويتها إلا بموافقة أعضائها كما هو الحال في بورصة لندن.

ثانياً: بورصات مقيدة إدارتها نتيجة لتدخل الحكومة وهو تدخل تتراوح شدته ما بين مجرد وضع البورصة تحت إشراف الحكومة وبين قيام هذه الأخيرة بإنشاء البورصة وإدارتها وأهم الدول التي تتبع هذه النظم فرنسا، ألمانيا وباقي الدول الأوروبية ما عدا إنجلترا.

ثالثاً: وهناك بورصات تدار بأسلوب وسط ما بين ترك الحرية للأفراد في التعامل وما بين التدخل الحكومي الشديد في عمل البورصات مثل ما هو الحال بالنسبة لبورصة مصر، المغرب والجزائر.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: تقديم بورصة الأوراق المالية

تعكس بورصة القيم المنقولة الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطور البورصات بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي شهدته معظم دول العالم خاصة الدول الرأسمالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بوخلخال عائشة، مرجع سبق ذكره، ص6.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي - رسمية قرياص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر 1997، ص438.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

### تعريف الأسواق المالية:

يحتل موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده.

والأسواق المالية أو سوق الأوراق المالية نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ومع التقدم التكنولوجي للحاسبات وشبكات ووسائل الاتصال، قلّت أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال (Financial Markets) والمكونة من:<sup>1</sup>

- 1 - سوق النقود الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي.
- 2 - سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين.
- 3 - سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.

كما تعرف البورصة على أنها "سوق منظمة لتبادل تلك الأوراق المالية (سندات أو أسهم)، يقوم الأفراد من خلالها بتبادل هذه الأوراق في إطار قانوني ومنظم حتى لا تضيق الحقوق ورؤوس الأموال. ويكون هناك تقييم موضوعي لحقيقة تلك الشركات؛ فالشركات الراجعة يكون هناك طلب عال على أسهمها وسنداتها؛ لأن الأوضاع المالية لهذه الشركات تكون قوية، ولذلك يثق المستثمرون في أداء تلك الشركات؛ ومن ثم يقبلون على أوراقها المالية في البورصة، وذلك يؤدي بطبيعة الحال إلى زيادة أسعار تلك الأوراق بنسب كبيرة عن القيمة التاريخية، وتسمى علمياً بـ"القيمة الاسمية" لها أي السعر الأساسي عند صدور السهم أو السند عند الاكتتاب، والعكس صحيح بالنسبة للشركات الخاسرة أو متدنية الأداء تكون أسعار أوراقها المالية في هبوط عن القيمة الاسمية التي صدرت بها".<sup>2</sup>

<sup>1</sup>. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، القاهرة 2009، ص 21-22.

<sup>2</sup>. حسام الدين محمد السيد، البورصة والأسهم، الطبعة الأولى، شركة ألفا للتجارة والتوزيع، مصر 2005، ص 12-13.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

وتعرف كذلك بأنها "أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على القيم المنقولة، وذلك عن طريق وسطاء محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للقيم المنقولة أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع".<sup>1</sup>

التمسنا من خلال التعاريف الخاصة بسوق الأوراق المالية على أن هذه الأخيرة يقوم التداول فيها بواسطة الأسهم والسندات والتي تعتبر سلة التداول بهذه الأسواق لذا سنقوم بتقديم تعريف يخص هذه الأوراق فيما يلي:

**تعريف الأوراق المالية:**

هي صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم أو لمدة عدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب تغيرات الظروف الاقتصادية، والسهم هو صك يمثل حصة في رأس مال الشركة المساهمة أو إحدى شركات الأموال، أما السند فهو يمثل ديناً على الهيئة المصدرة ويعتبر صاحب السند دائناً لهذه الهيئة له الحق قبلها مضمون بجميع ممتلكاتها.<sup>2</sup>

السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري، ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.<sup>3</sup>

تحتاج الشركات المغفلة Société anonyme أثناء حياتها إلى مال، سواء بسبب عجز طارئ أو بقصد توسيع مشاريعها، وتعمل من أجل زيادة رأسمالها إلى الاقتراض؛ هذه الأموال التي تقتضها الشركة قد تفوق مقدرة شخص واحد كما أنه قد يتعذر على الشركة وفاءها خلال المهل المعطاة عادة لوفاء الديون التجارية، لهذه الأسباب أوجب العرف التجاري Coutume طريقة للاقتراض خاصة بالشركات المغفلة وهي الإعلان عن المبلغ الذي تحتاجه وتقسيمه إلى أجزاء متساوية القيمة وتحديد أجل طويل للدفع لقاء فوائد ثابتة أو منافع أخرى فالسند إذن هو صك قابل للتداول تصدره الشركة أو شخص معنوي ويتعلق بقرض طويل الأجل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>. محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، مصر 1996، ص 267.

<sup>2</sup>. صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>3</sup>. شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 21.

<sup>4</sup>. شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 26.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

إن مجال عمل سوق الأوراق المالية (البورصة) يمر بمرحلتين أساسيتين وذلك عند إصدار هذه الأوراق لأول مرة، أو عند تداولها فيما بعد لذا نميز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية وهما:

### 1 - سوق الإصدار (السوق الأولى):

وهو الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، ويختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأس المال، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية (أسهم - سندات)

### 2 - سوق التداول (السوق الثانوي):

وهو الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (السوق الأولى)، وفيها يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (أسهم أو سندات أو أدوات المديونية الأخرى).<sup>1</sup>

بعد التعرف على مجال عمل سوق الأوراق المالية بقي لنا أن نحدد صور التداول في هذه الأسواق ونجد نوعين من العمليات وهما:

### 1 - عمليات عاجلة:

وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أو السوق النقدية بأن يسدد فوراً ثمن الأسهم المشتراة أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها.

### 2 - عمليات آجلة:

ويتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين. ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائياً يختلف حسب العمليات المعقودة.

وتتميز الأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية بأنها أوراق مسعرة، أي لها سعر سوقي، حيث يمكن للمستثمر أن يعرف السعر الحالي للورقة المالية من خلال السمسار أو النشرة

<sup>1</sup>. صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، ص15-16.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

اليومية للسوق، بل يمكن معرفة أسعار التداول خلال يوم العمل داخل السوق من خلال الاشتراك في شبكات الاتصالات المحلية والعالمية، وتختلف الأوراق المالية من حيث السعر السوقي، وتوقيت الحصول على العائد ومقداره ودرجة تذبذبه من فترة لأخرى، ويتطلب ذلك قيام المستثمر بالمفاضلة بين الأوراق المالية على أساس أخذ تلك العوامل في الاعتبار، والتي يمكن إجمالها في متغيرين أساسيين هما: العائد، والمخاطر للورقة المالية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: نظرية أسواق الأوراق المالية

إن لأسواق الأوراق المالية دورا مؤثرا وإيجابيا في زيادة معدلات النمو الاقتصادي إذا توافرت البيئة المناسبة لانطلاقتها، وما لا شك فيه أن المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيرها من الحاجات التي تتمثل في سلعة أو خدمة، وكما نعلم أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال باعتباره المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة ومن ثم لا بد أن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضا بالقدر المناسب.

إن المستثمر في الأوراق المالية ينتظر تحقيق عائد من خلال استثماره؛ لكن بالمقابل كما تتسم الأوراق المالية من تحقيق عوائد مستقبلية، فإنها كذلك لا تخلو من عنصر المخاطرة وذلك لتقلبات أسعارها - الأوراق المالية - من حين لآخر؛ لذلك ظهرت للوجود نظرية الأسواق المالية وخاصة نظرية محفظة الأوراق المالية التي قامت أساسا على مفهوم نظرية المنفعة في اختيار الاستثمار كما استفادت من علم الإحصاء (التوزيعات الاجتماعية للعوائد المختلفة والقياس الكمي للمخاطرة)، وستتطرق في هذا المطلب للتعريف بهذه النظرية.

في الخمسينيات استطاع Harry Markowitz أن يتقدم بنظرية المحفظة (potfolio theory)، من خلال فكرة التنويع (diversification)، وتوصل إلى ما يعرف بالحد الكفاء (Efficient set) للاستثمارات الخطرة، وتقوم نظرية Markowitz على مجموعة من الفروض الآتي ذكرها<sup>2</sup>:

- 1 - أن المستثمر ينظر إلى كل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.
- 2 - أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة، لفترة واحدة، وأن منحى المنفعة له يعكس تناقصا في المنفعة الحدية للثروة.
- 3 - أن ينظر المستثمر إلى المخاطرة على أساس كونها التقلب أو التذبذب في العوائد المتوقعة.

<sup>1</sup>. صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص16-17.

<sup>2</sup>. الزبيدي حمزة محمود، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان 2002، ص169-170.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

- 4 - أن القرار الاستثماري يقوم على أساس متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، بعبارة أخرى أن منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين (الانحراف المعياري) لذلك العائد.
- 5 - أن المستثمر المتجنب للمخاطر إذا كان عليه المفاضلة بين بديلين استثماريين يتولد عنهما نفس العائد، فسوف يختار أقلهما مخاطرة، أما إذا تساوت مستويات المخاطر لكليهما سوف يختار أكبرهما عائدا.
- ظهرت نظرية المحفظة منذ 1952، وهو تاريخ نشر مقال مؤسسها Markowitz، ثم تلاه مقال William Sharpe في 1964. بين هذين الإثنين، كتاب Markowitz ومقال Tobin، وبين مختلف هذه الإسهامات تطورت تطلعات نظرية المحفظة، وقد أصبحت مع Tobin وخاصة Sharpe نظرية إيجابية لتوازن السوق المالي.
- في مقارنة Markowitz، مختلف الأصول المالية والمحافظ تحدد عن طريق الثنائيات (عائد - مخاطرة) أين تقاس تصورا المخاطرة بالتباين.
- مشكل أي رأس مالي في النهاية هو البحث عن محفظة تعظم الفائدة.
- حل هذا المشكل فإننا نمر بمرحلتين<sup>1</sup>:
- 1 تعيين حدية المحفظة الكفؤة بمعنى: مجموعة المحافظ التي تقل فيها المخاطرة لها عائد متوسط معطى؛ هذا يعطينا قطعة من منحنى متزايد في الفضاء (تباين العائد، أمل العائد).
  - 2 تحديد النقطة الحدية التي تعظم المنفعة؛ منحنيات السواء تكون محدبة ومنتزعة، الأمثل هو نقطة الحدية التي تكون فيها هذه النقطة هي المماس لمنحنى السواء.
- توسع Tobin في 1958 ثم Sharpe في 1964 في نظرية Markowitz للمحفظة وذلك ب<sup>2</sup>:
- 1 - فرض وجود أصل مالي بدون مخاطرة.
  - 2 - التحول من نظرية المحفظة إلى نظرية إيجابية.

<sup>1</sup>. Philippe Bernard, Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financières (MEDAF), Université Paris-Dauphine, Novembre 2007, p1.

<sup>2</sup>. Philippe Bernard, Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financières (MEDAF), référence auparavant cité, p1.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

إذا اكتفى Tobin بتطبيق نظرية المحفظة على الطلب على المال، فإن Sharpe اعتمد على نظرية التوازن المالي، نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF\* أو بالإنجليزية CAPM\*\*) وذلك بإدخال فرضيات إضافية<sup>1</sup>:

1 - الأسواق المالية كاملة (parfaits) أين يستطيع الأعوان منح القروض والاقتراض بدون وجود إكراهات.

2 - تتوفر الأسواق المالية على المنافسة الكاملة.

3 - الأعوان لهم نفس توقعات العائد.

من أساسيات نتائج CAPM يعطينا عبارة محددة (وخطية) لمكافأة مخاطرة الأصول المالية اعتمادا على - والأخذ بعين الاعتبار - إمكانية التنويع<sup>2</sup>:

" المنظور القديم يرى أن مكافأة المخاطرة مرتبطة بتباين الأصل المالي، لكن هذا التصور لم يدم طويلا، فيما بعد إذا كان لأحد الأصول المالية تغييرا كبيرا بالسوق المالي، يكون للأصل المالي مكافأة مخاطرة كبيرة؛ إذا كان مجموع التباينات للعوائد صغيرا، وحتى لا تكون هنالك مفاجآت لنتيجة مخاطرة الأصل المالي وأن لا تكون مرتبطة مع السوق المالي، وجب أن لا تكون هنالك مخاطرة ويكون نفس العائد، وحتى ترتبط هذه الأصول المالية عكسيا مع السوق وجب في الواقع أن يكون العائد المتوقع أقل من مخاطرة سعر التوازن"<sup>3</sup>.

على ضوء ما لاحظنا فإن نموذج توازن الأصول المالية يعتمد على إمكانية التنويع في المحفظة الاستثمارية ومراعاة جانب المخاطرة لذا سنتطرق إلى تقديم مفهوم التنويع وكذا مصادر هذه المخاطر.

### تنويع المحفظة الائتمانية:

#### أولا: مفهوم التنويع:

تعددت المفاهيم المرتبطة بتنويع المحفظة الاستثمارية، وفي ما يلي نذكر من بين أهمها:

تنويع المحفظة يتضمن الاستثمار في مجموعة من الأصول والتي تكون عوائدها لا تتحرك معا، ومخاطرها الكلية تكون في حدودها الدنيا بالمقارنة مع الأصول الفردية، ويسمح للمؤسسات المالية بتقليل تكلفة العمليات بالمقارنة مع عمليات تجميع المحفظة الائتمانية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup>. Philippe Bernard, **Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF)**, référence auparavant cité, p2.

\*. **MEDAF** : Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers.

\*\* **CAPM** : Capital Asset Pricing model.

<sup>2</sup>. Philippe Bernard, **Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF)**, référence auparavant cité, p3.

<sup>3</sup>. S. A. Ross, **Finance**, In M. Milgate & P. Newman J. Eatwell editor, Stockton Press, New York 1989, p327.

<sup>4</sup>. Mishkin F. S. & Eakins S. G, **Financial Markets & Institutions**, 5<sup>th</sup> Edition, Addison & Wisley 2006, p26.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

ثانيا: مصادر مخاطر المحفظة:

المخاطر الكلية التي تتعرض لها المحافظ الاستثمارية هي انعكاس للمخاطر النظامية أو المخاطر العامة من جهة، والمخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة من جهة أخرى، ومصدر مخاطر المحافظ الائتمانية يضم نوعين من المخاطر هما:

1 - المخاطر غير النظامية أو الخاصة بالشركة، وتسمى بالمخاطر الاستثنائية، وينشأ هذا النوع من المخاطر بسبب ظروف تتعلق بالوحدة الاقتصادية أو شركات الأعمال مثل مخاطر الصناعة (كالتقص الحاصل في المواد الخام، واكتشاف تطورات جديدة) أو الأخطاء الإدارية، ويمكن تجنبها من خلال عمليات تنويع المحفظة الائتمانية، والتي تضمن لها تخفيف المخاطر، واستقرار العوائد.<sup>1</sup>

وعندما تكون جميع مخاطر المحفظة هي مخاطر خاصة بالشركة، فالتوزيع يكون ذا فوائد من خلال تخفيض المخاطر إلى مستويات متدنية، ولكن لا تصل إلى الصفر، كنتيجة لوجود عوامل الاقتصاد الكلية التي تؤثر على المحفظة الائتمانية.<sup>2</sup>

2 - المخاطر النظامية أو المخاطر العامة أو مخاطر السوق، وتنشأ هذه المخاطر من خلال الظروف الاقتصادية العامة، ولا يمكن تجنبها من خلال عمليات التنويع وتضم هذه المخاطر ( دورة الأعمال والأنشطة، التضخم، التغيرات في معدلات الفائدة، الكساد الاقتصادي، تغير معدلات صرف العملات الأجنبية، التغير في أذواق المستهلكين والتطورات التكنولوجية...إلخ)، وهذا النوع من المخاطر يسهم وبشكل أساسي في تباين عوائد المحافظ الائتمانية المتوقعة<sup>3</sup>

إن أساس فكرة Markowitz هو ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة، وذلك من خلال مراعاة درجة الارتباط (Corrélation) بين عائد تلك الاستثمارات، فكلما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة أو ليس هنالك علاقة فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة يكون أقل مما لو كان هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات.

<sup>1</sup>. Joseph C., **Credit risk analysis potfolio credit mitigation**, 1<sup>st</sup> edition. Mc Graw Hill, New Delhi 2006, p249-250.

<sup>2</sup>. Bodie Zvi. Kane. Alex. And Marcus J. Alex, **investments**, 6<sup>th</sup> edition, Mc Graw Hill, New delhi 2005, p224-225.

<sup>3</sup>. Joseph. C, **Crédit risk analysis. Portfolio crédit mitigation**, référence auparavant cité, p242.



## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

وقد استنتج Markowitz أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الأصول الفردية، كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، وهذا يعني ضرورة أن يسعى متخذ القرار الاستثماري إلى تشكيل محفظة من الأصول الاستثمارية بحيث يكون معامل الارتباط بين عوائد استثماراتها أقل ما يمكن<sup>1</sup>.

وعندما تحصل هناك زيادة في معامل الارتباط الموجب فإن فرص تنوع مخاطر المحفظة يكون أقل، وعندما يكون معامل الارتباط سالب فإننا نستطيع تخفيض مستوى المخاطر إلى حدودها الدنيا وفي هذه الحالة نستطيع الوصول إلى النقطة التي تعطي أقل انحراف معياري وبناء محفظة لها تباين معدوم<sup>2</sup>.

اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق رأس المال على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى إطار نظري وهو ما جعل Fama يقوم بصياغة فرضية السوق الكفاء في إطار نموذج المباراة العادلة، والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، ويتسق مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

ويعتمد سعر الورقة المالية وفقاً لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية (t) ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (t) و(t+1) ليصل السعر إلى (P<sub>t+1</sub>) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة ويتصف ورود المعلومات بالحركة العشوائية، مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية (t+1) لا يكون مساوياً - في الغالب - للسعر الذي يتم عنده التداول في تلك اللحظة (t+1).

ويؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في اللحظة الزمنية (t+1) والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في تلك اللحظة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> . Bodie Zvi. Kane. Alex. And Marcus J. Alex, **investments**, référence auparavant cité, p240-246.

<sup>2</sup> . Bodie Zvi. Kane. Alex. And Marcus J. Alex, **investments**, référence auparavant cité, p227.

<sup>3</sup> . إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000، ص31-32.

### المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

- ظهر مفهوم كفاءة الأسواق المالية نتيجة للتطورات التي شهدتها هذه الأسواق وقد أثار هذا المفهوم الكفاءة- الكثير من التساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته.
- وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: نظرية كفاءة الأسواق المالية

يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية مدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، للتعرف إلى أي مدى تعكس الأسعار السائدة في هذا السوق موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، كما أن الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها.<sup>2</sup>

تتسم سوق الأوراق المالية الكفاء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب ويتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناءً على هذه المعلومات.<sup>3</sup>

والسوق الكفاء هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، والسوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفوًا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.<sup>4</sup>

كما نجد تعريفاً أكثر بساطة وهو:

أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان 2008، ص31.

<sup>2</sup>. محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص41.

<sup>3</sup>. Bodie Z.Kane et Marcus A, **essentials of investments**, time minor higher education group, INC Chicago USA, p54.

<sup>4</sup>. محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص41.

<sup>5</sup>. Charles, P Jones, **investments analysis and management**, John milg and sons INC, New York 1996, p245.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

ثم عرض بيفر (Beaver 1981) تعريفاً بسيطاً وواضحاً استطاع أن يتقلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفاءً بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة.<sup>1</sup>

هناك نوعين من الكفاءة وهما:

### الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

#### الفرع الأول: الكفاءة الكاملة

يعتمد هذا النوع من الكفاءة على مبدأ وهو الانعكاس السريع لورود المعلومة إلى السوق على سعر السهم، أي أنه لا توجد فترة زمنية فاصلة بين الحصول على المعلومة وتحليلها والتغير في سعر السهم.

ولكي يتحقق مفهوم الكفاءة الكاملة وجب توفر عدة شروط نذكرها فيما يلي:<sup>2</sup>

**أولاً:** أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.

**ثانياً:** عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.

**ثالثاً:** للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

**رابعاً:** وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

**خامساً:** اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء

استغلال ثرواتهم.

لكن إذا تمعنا جيداً في هذه الشروط فسوف نجد أن أغلبها شروط نظرية أكثر منها واقعية، فبالنسبة إلى الشرط الأول فمن غير المضمون أن لا يكون لأحد المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة أو قرابة تمكنه من الحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين.

كما لا يمكننا التغاضي عن وجود تكاليف للمعاملات في أسواق رأس المال حتى وإن كانت تختلف من سوق لآخر.

وإذا لاحظنا في الشرطين الثاني والثالث فنجد أنهما بعيدين عن الواقع إذ أنه "توجد فعلاً شروط وقيود تفرض على المنشآت التي ترغب في الدخول إلى أسواق رأس المال، وهي الشروط التي تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة

<sup>1</sup> إبراهيم سلطان- محمد صالح الحناوي- جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001-2002، ص 347.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

عمليات البورصة، وعليه فإن هناك قيوداً على المعاملات في أسواق رأس المال، كما توجد تكاليف للتعامل بالإضافة إلى الضرائب كذلك".<sup>1</sup>

أما بالنسبة للشرط الرابع فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير " إلى أن ما بين 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان من الضخامة بحيث يترك في بعض الأحيان آثاراً على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة".<sup>2</sup>

يبقى الشرط الخامس وهو " الشرط الوحيد المعقول والمعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة؛ وعليه فإنه بتحقيق هذا الشرط نكون قد أثّرنا فكرة الكفاءة الاقتصادية".<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية

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

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.<sup>4</sup>

إن الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هي مدى تأثر السوق الكفاء باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف ودرجة تقبل المخاطر من قبل المستثمرين، وتستند الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، عليه يتطلب منه الدخول في سباق نحو الحصول على البيانات والمعلومات الكافية عن الأوراق المالية واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط عند اتخاذ القرار وتحقيق هذا الهدف.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 2009-2010، ص85.

<sup>2</sup>. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص402.

<sup>3</sup>. لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص85.

<sup>4</sup>. عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص32.

<sup>5</sup>. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان 2012، ص76.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

انطلاقاً مما سبق نستطيع تعريف كفاءة السوق المالي على أنه "هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالٍ من المرونة ويحقق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق وبعدها، ويؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للأوراق المالية مع القيمة الحقيقية لها.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة:

إن السوق الكفء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر<sup>2</sup>:

**أولاً: الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤدّاهما أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية. هذا يعني، أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

**ثانياً: الدور غير المباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول. ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير - وتسمى أيضاً بكفاءة المعلومات أو الكفاءة الخارجية - وكفاءة التشغيل - الكفاءة الداخلية -.

### 1 - كفاءة التسعير:

تعرف كفاءة التسعير بأنها الكفاءة الخارجية، لأنها تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة في السوق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>. دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 77.

<sup>2</sup>. عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup>. إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق، إلا أنه أيضا، أمر غير مستحيل، فقد يبنى مستثمر عدس الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، غير هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.<sup>1</sup>

وتتحقق كفاءة السوق المالي الخارجية عندما يحصل جميع المتعاملين في السوق على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي الوقت نفسه وبدون كلفة إضافية وبفرص متكافئة، وأن تكون هذه المعلومات دقيقة وحقيقية.

إن ذلك يعني أن حركة الأسعار ستكون على أساس المعلومات وليس الإشاعات.<sup>2</sup>

### 2 - كفاءة التشغيل:

النوع الآخر من الكفاءة هي كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) أو الكفاءة الداخلية، وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليفا عالية عن العمولات للوسطاء الماليين، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالى فيه.<sup>3</sup>

إن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدّها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به تلك الورقة.<sup>4</sup>

إن ذلك يعني أن التغيرات المتتابة التي تحدث في أسعار الأوراق المالية لا توجد بينها علاقة (Random Walk) وأنه من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية (Abnormal Returns) في ظل وجود سوق كفؤ.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، ص215.

<sup>2</sup>. دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص74.

<sup>3</sup>. دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص75.

<sup>4</sup>. عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1995، ص154.

<sup>5</sup>. دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص75.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

هناك ثلاث افتراضات للسوق الكفاء<sup>1</sup>:

### افتراض النوع الضعيف Weak from Efficiency:

الأساس في هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية أخذت في حسابها جمع المعلومات التاريخية والتقارير المحاسبية والمالية المنشورة بواسطة الشركات المصدرة للأوراق المالية. ونظرا لعدم إمكان تحقيق أي مستثمر لأي أرباح استثنائية عن طريق التوصل إلى استراتيجية تعتمد على المعلومات التاريخية التي تكون متاحة ومستوعبة تماما من قبل الجميع في السوق الضعيفة، لذا فإن قيم الأسهم لا تتغير بناء على معلومات خاصة جديدة، حيث يصعب التنبؤ بالتغيرات المرتقبة في الأسعار، الأمر الذي يظهر هذه التغيرات في الأسعار على أنها تغيرات عشوائية.

### افتراض النوع المتوسط الكفاءة Semi-Strong from Efficiency:

يعتمد هذا الافتراض على أن أسعار الأوراق المالية السائدة في السوق تتغير لحظيا وبطريقة غير متحيزة لأي معلومات جديدة، حيث تنتشر هذه المعلومات بصفة مستمرة ومباشرة للسوق. وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أي أرباح استثنائية عن طريق التوصل إلى استراتيجية تعتمد على المعلومات التاريخية وهذه المعلومات الجديدة المتاحة للجميع. أي أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية إلا من خلال معلومات جديدة لم يتم نشرها وغير متاحة للجميع.

### افتراض النوع القوي الكفاءة Strong from Efficiency:

والأساس في هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس بجانب المعلومات المنشورة كافة المعلومات الأخرى المستقبلية غير المنشورة العامة والخاصة بالشركات. وعلى هذا الأساس إذا لم يتم نشر أي معلومات جديدة عن الشركة فإن أسعار أسهمها لن تتأثر وبالتالي لن يستطيع أي مستثمر تحقيق أية أرباح استثنائية ويمكن تحقيق أرباحا استثنائية في حالة توفر معلومات خاصة مستقبلية عن الشركة لمستثمر دون غيره، وهذا الأمر محرم قانونا في معظم دول العالم.

<sup>1</sup>. محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص43-44.

### المطلب الثالث: معوقات الحصول على سوق مالي كفاء

هناك عدة أسباب تحول دون قيام سوق مالي كفاء، نستعرض من بينها<sup>1</sup>:

- 1 عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي، وتأخير نشر هذه البيانات والمعلومات على المتعاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- 2 تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويزداد عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية غير صحية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.
- 3 انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي، مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراءً والتأثير على سيولة السوق.
- 4 انتشار ظاهرة التجارة الداخلية للمعلومات أي الاستفادة الإدارية العليا والمتنفذين من المالكين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات، وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية نتيجة الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ قرارات البيع والشراء.
- 5 قيام بعض الوسطاء بإنجاز صفقات صورية والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة، تؤثر على أسعار الأوراق المالية وتؤدي إلى تحقيق أرباح غير اعتيادية.

<sup>1</sup>. دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 87.



### المبحث الثالث: المعوقات الخارجية.

إن معظم الأسواق المالية في العالم تتمتع بإمكانيات كبيرة مما يسمح لها بالمضي نحو التقدم واحتلال مكانة عالمية؛ وذلك بالاعتماد على عدة أساليب وسبل وما وصلت إليه التكنولوجيا من تطور؛ وإحداث قوانين وإصلاحات تتماشى والتغير الحاصل في اقتصاديات العالم. إلا أنه هناك دائماً عوائق تقف أمام تطورها وتوسعها -الأسواق المالية- وتضعها أمام تحدٍ يجعلها تبحث عن منافذ للتخلص من هذه العوائق.

### المطلب الأول: العائق الاقتصادي

إضافة إلى المعوقات التي تعتبر داخلية وتحول دون قيام سوق مالي كفؤ؛ هناك عدة معوقات خارجية نذكر من بينها:

### الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية

**أولاً: التضخم:** وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلاً، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخول الثابتة أو المنخفضة للجوء إلى مدّخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها. وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها؛ كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة والعائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءاً من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعاً لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>. السيد محمد أحمد جامين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978/1981، دار النهضة العربية، القاهرة 2001، ص363.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

ثانيا: السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.<sup>1</sup>

الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل الخفي لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم اقتصاد الظل هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية، وكذا مدفوعات الضمان الاجتماعي، وفي دراسة قام بها صندوق النقد الدولي على عينة متكونة من 84 بلدا من أنحاء العالم لقياس حجم اقتصاد الظل كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي الرسمي للفترة 1998-2000 تم تسجيل النتائج التالية:

✓ البلدان النامية 35% - 44%.

✓ بلدان التحول الاقتصادي 21% - 30%.

✓ بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي 14% - 16%.

وتمثل هذه السوق قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهضة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة.

ثالثا: ضالة الطلب والعرض: وتعود أسباب ضالة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:<sup>2</sup>

### 1 - انخفاض العائد:

الحصل عليه من الاستثمار في بعض أسواق الأوراق المالية، وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات والودائع.

2 - عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في

عملية الاستثمار في السوق، إذ نجد ازدواجية الضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها

<sup>1</sup>. زيدان محمد، نورين بومدين، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006.

<sup>2</sup>. بوضياف عيبر، سوق الأوراق المالية في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، مذكرة شهادة الدراسات العليا المتخصصة PSG، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص 113-116.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار، ومن ثم على الاستثمار.

### 3 ضعف السيولة:

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للمواد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية.

### 4 المتقلبات الشديدة في الأسعار:

من الخصائص الأساسية التي تتصف بها بورصات الأوراق المالية في الوقت الحاضر هي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض، وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية. للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي.

### 5 ضعف الفرص المتاحة للتنوع:

تتسم البورصات الصغيرة بضعف الفرص المتاحة للتنوع، "هذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواءً للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.... كما أصبح سهل المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطاع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن، قطاع الإسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يركز التعامل على قطاعين أو ثلاثة في البورصة"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. بوضياف عبير، مرجع سبق ذكره، ص115.

### 6 حثالة الانفتاح على الخارج<sup>1</sup>:

من العوامل التي لا تزال تعيق عمل الأسواق المالية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق المالية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

### 7 مشكلة هجرة الأموال إلى الخارج<sup>2</sup>:

تمثل قضية توطين الأموال بالخارج، والحد من هجرتها إحدى الأولويات الإستراتيجية وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الاقتصادية بما فيها رأس المال وبين المردود الاقتصادي والاجتماعي لهذه الموارد، ويتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات الخارجية. ومن المعروف أن النظرية الاقتصادية تركز على انتقال رؤوس الأموال من بلدان الفائض إلى بلدان العجز، والواقع أن التطبيق العملي قد أثبت إلى جانب ذلك انتقال رؤوس الأموال في الاتجاه المضاد أي من بلدان العجز إلى بلدان الفائض.

## المطلب الثاني: العائق المالي

### الفرع الأول: خطر سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية. فالمستثمرون مطالبون بالاختيار بين الاقتراض (البنوك)، أو المشاركة (سوق الأوراق المالية)، وليس هذا وحسب، بل هم مطالبون باختيار الأسلوب المناسب لتجنب محاذير كل مصدر تمويلي وآثارها على المدى الطويل. فالإقتراض من البنوك قد يكون قصيرا أو متوسط الأجل، وهو في الأغلب مرتفع التكلفة، وقد يكون طويل الأجل

<sup>1</sup>. إبراهيم حسن، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحديات، بحث مقدم إلى ندوة صندوق النقد العربي، دور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية، الكويت 1999، ص7.

<sup>2</sup>. عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، السعودية.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

وبتكلفة أقل نسبيا إذا تم من خلال طرح سندات في سوق المال، حيث يمكن التعامل مباشرة مع أصحاب المدخرات دون وساطة البنوك.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خطر سعر الصرف

الخطر المالي هنا مرتبط بالتغيرات الحاصلة في عملة أجنبية بالنسبة للعملة المرجعية (المحلية) المستعملة من طرف المستثمر.

نميز بين عدة أوجه من خطر سعر الصرف، نبين منها وجهين في الجدول التالي<sup>2</sup>:

#### الجدول رقم(1-1): أنماط خطر سعر الصرف

التفسير	نوع خطر سعر الصرف
هذا النوع متعلق بالمستثمرين الذين يملكون مساهمات بالخارج. إن تحويل قيمة الأصول المالية إلى العملة المحلية يمكن أن ينتج عنه نقصان في قيمتها لدى المستثمر في حساباته السنوية.	متعلق بالذمة المالية
هذا النوع يتعلق بالخطر المتكبد جراء المعاملات (بيع وشراء الأصول المالية) التي يستعمل فيها المستثمر عملة أجنبية، في حالة هبوط غير مرغوب في سعر صرف العملة المستعملة في المعاملات، المستثمر سيتكبد هبوطا في عوائده.	متعلق بالمعاملات

المصدر:

Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **DECF 4 Manuel & Applications Gestion financière**, 13<sup>ème</sup> Edition, DUNOD, Paris 2004, p111.

### الفرع الثالث: خطر السوق

خطر السوق هو خطر الهبوط العام في أسعار الأسهم، هذا الهبوط يكون نتيجة لعدة أسباب من بينها الركود الاقتصادي، ارتفاع معدلات الفائدة، العجز في الميزان التجاري، التغيرات السياسية والصراعات بين الدول.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>. بوضياف عبير، مرجع سبق ذكره، ص113-116.

<sup>2</sup>. Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **DECF 4 Manuel & Applications Gestion financière**, 13<sup>ème</sup> Edition, DUNOD, Paris 2004, p111.

<sup>3</sup>. Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, référence auparavant cité, p115.

## الفصل الأول: كفاءة سوق رأس المال ومعوقات الحصول عليها

### المطلب الثالث: المعوقات السياسية والثقافية

#### الفرع الأول: المعوقات السياسية

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدماً مثل أمريكا، اليابان، ألمانيا وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها.

ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملاً مهماً في البورصة.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: المعوقات الثقافية:

إن السياسة السليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، لذا تتمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراماً من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2005/2006، ص 279-280.

<sup>2</sup>. بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 281.

### خلاصة الفصل:

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى الأهمية الكبيرة التي تكتسبها الأسواق المالية عامة والبورصة خاصة في المجال الاقتصادي كوحدة من أهم الأدوات المالية وذلك من خلال التعرف على البورصة بمفهومها العام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص والعمليات التي تحدث داخلها.

كما لاحظنا أن الأسواق المالية تحتل موقعا جدهام في الاقتصاد حيث تعمل على تنشيط الأموال الخاملة وجعلها فعّالة، وجذب موارد جديدة.

ولقد عرّجنا للتعرف على نظرية الأسواق المالية وكيفية ظهورها ومختلف الفروض التي تقوم عليها؛ والتعرف على النماذج المتبعة لتحديد الأسعار المناسبة للأصول المالية التي تعتبر سلعة بالنسبة لبورصة الأوراق المالية.

كذلك تطرقنا في هذا الفصل إلى نظرية كفاءة الأسواق المالية وتبيان أنواع هذه الكفاءة والشروط التي تقوم عليها؛ ولكي نتوصل إلى هذه الكفاءة كان لزاما توفر مجموعة من المتطلبات والتي ذكرناها في المطلب الثاني من المبحث الثاني والذي ذكرنا فيه كذلك مختلف افتراضات مستويات الكفاءة.

إلا أنه لتطبيق أي نظرية لا بد من وجود معوقات تقف حائلا دون تطبيق جزء منها أو كلها، وعليه تطرقنا في المبحث الثالث إلى مختلف المعوقات.

### الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر

#### تمهيد الفصل:

ظهرت فكرة إنشاء البورصة في الجزائر مع التحولات التي شهدتها البلاد منذ عام 1988 فقد تمت المصادقة على قوانين اقتصادية تزكي استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة بشكل يكفل الجزائر إلى اقتصاد السوق<sup>1</sup>، الأمر الذي يجعل من رأس مال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة، ومن هنا ظهرت الشركات ذات الأسهم، تسيير وفق القانون التجاري لسنة 1975 والمكمل بقانون 1988، ففي ظل التحولات الاقتصادية، ظهرت الحاجة إلى سوق مالي من شأنه أن يعطي نفسا جديدا للاقتصاد الوطني وأن يلعب دورا في تحسين فعالية النظام المالي، خصوصا في توزيع الموارد المالية للهيئات والمؤسسات الأكثر مردودية، فكل هذا جعل الدولة تستجيب بالبحث عن طرق أخرى لتمويل المؤسسات أو الاقتصاد الوطني بصفة عامة، مما أثمر عن بداية الإعداد لإنشاء سوق أوراق مالية -بورصة- وذلك بدعم من هيئات استثمارية دولية منها: الكندية "كوبير أندلايرند"، تهدف إلى ضمان تمويل دائم وفعال لمختلف النشاطات يتماشى وقانون النقد والقرض رقم 10/90 المؤرخ في 14/04/1990 الذي يسمح للمؤسسات بتمويل مختلف استثماراتها دون اللجوء إلى القروض البنكية.

قمنا في هذا الفصل بالتطرق إلى بورصة الجزائر وذلك من خلال ثلاثة مباحث، ففي المبحث الأول سنقوم بتقديم عام لبورصة الجزائر، أما في المبحث الثاني سنعرض المؤسسات المسيرة لهذه البورصة، وفي المبحث الثالث سنتعرف على الأطراف المتدخلة في بورصة الجزائر.

<sup>1</sup> عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي تبسة 2004، ص153.



### المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر

إن مع التحولات الاقتصادية والسياسية عبر العالم، والتي أثرت في الجزائر، والميل شيئاً فشيئاً إلى الاقتصاد الرأسمالي أو الاقتصاد الحر، و الحديث عن خصوصية المؤسسات العمومية واقتصاد السوق كان لا بد من إنشاء بورصة الجزائر والتي لا تزال حديثة العهد وغير معروفة عند غالبية المجتمع الجزائري.

### المطلب الأول: بورصة الجزائر

قبل الخوض في موضوع بورصة الجزائر، ربما يتبادر إلى أذهاننا التساؤل التالي ألا وهو: لماذا لم تعتمد بورصة الجزائر قبل تاريخ إنشائها رسمياً والذي يعتبر حديثاً جداً؟

غداة الاستقلال وجدت الجزائر نفسها في مواجهة العديد من الأزمات: اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية، وكان حرياً على كل المسؤولين آنذاك إيجاد الحلول وبسرعة للخروج من هذه الأزمات والشروع بعد ذلك في تنمية اقتصادية شاملة، وهذا ما تجسد في اتخاذ الاشتراكية منهجاً إيديولوجياً لبناء الاقتصاد، وقد تبلور هذا المنهج بتحويل الاقتصاد وأغلب النشاطات الاقتصادية والمؤسسات عن طريق التأميم، وتجسيد مبدأ ملكية الدولة بمفردها للقطاع العمومي دون الاعتراف بالملكية الخاصة، وتبني التسيير الاشتراكي للمؤسسات المملوكة للدولة. لكن وبعد سنوات بدى ملموساً أن اتخاذ المذهب الاشتراكي كفكر اقتصادي لتسيير المؤسسات لم يكن ليحقق أهداف التنمية الاقتصادية الشاملة المرجوة منه وأظهر أكثر فأكثر محدوديته.

وابتداءً من الثمانينات شرعت الدولة في تطبيق سلسلة إصلاحات شملت إعادة هيكلة المؤسسات العمومية التي انطلقت بصدور المرسوم المتعلق بها عام 1980 ضمن المخطط الخماسي للتنمية، وذلك استجابة لمتطلبات الوضعية التي كانت تمر بها المؤسسات ووضعية الاقتصاد ككل، إلا أن ذلك لم يغير من مبدأ تركيز التسيير وعدم استقلالية المؤسسات.<sup>1</sup>

عقب ذلك بدأت سلسلة أخرى من الإصلاحات تهدف إلى هيكلة شاملة للاقتصاد الوطني تمثلت في تطهير المؤسسات الاقتصادية بالخصوصية أو حل البعض منها، انفتاح الاقتصاد الوطني على الأجانب والتحضير للدخول في منظمة التجارة العالمية وهذا ما يرتبط ارتباطاً حتمياً بإعادة النظر في تنظيم الاقتصاد، وتجسد ذلك بالاعتراف بالقطاع الخاص وأهميته في الاقتصاد، إنشاء وكالة دعم ومتابعة الاستثمار، حرية التجارة، وتحرير الأسعار والمنافسة.

بعد أن كانت المؤسسات المالية تستعمل في يد الدولة كمقرض للمؤسسات في حالة عجزها وانحصار دورها في هذا المجال فقط؛ أعيد النظر في إعادة بعث المؤسسات المالية بفتح الباب أمام إنشاء مؤسسات مالية

<sup>1</sup>. ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار الحمية العامة، الجزائر 1998، ص 183.

جديدة وبداية البحث عن سبل معاصرة لتمويل المؤسسات على غرار باقي الدول؛ هذا ما أفضى إلى إنشاء البورصة كمصدر جديد لتوفير الأموال التي يحتاجها الاستثمار في مختلف القطاعات. كما أن عدم اعتماد الاقتصاد الوطني للبورصة يعود أساسا إلى طريقة تمويل الاستثمارات والتي كانت مضمونة من طرف الجهاز المصرفي والخزينة العمومية، وقد كان البنك المركزي يمولها -الاستثمارات- ويمول البنوك الأخرى عن طريق الإصدار النقدي.

كما أن الفكر السائد كان يمنع من أن يملك الأفراد أسهما في الشركات العمومية الاقتصادية. وعليه أصبح إنشاء سوق مالي في الجزائر ضرورة اقتصادية ملحة نظرا لمزاياه وللوضعية الحالية للاقتصاد الوطني، وبدخولها في التطبيق الفعلي بتجربة بيع سندات شركة سوناطراك التي نجحت فيها إلى حد بعيد، بعد تحضيرها لقانونها وهيئتها، تكون بورصة الجزائر قد دشنت عهدا جديدا في طرق التمويل وخلق عادات استثمار واستعمال الأموال بشكل أكثر عقلانية من طرف الفرد الجزائري، وهذا كله لفائدته، ولفائدة الاقتصاد الوطني.<sup>1</sup> إن القوانين التي عززت فكرة إنشاء بورصة الجزائر هي قانون 88-01 المتعلق بتوجه المؤسسات العمومية الاقتصادية، قانون 88-03 المتعلق بتشكيل ثمانية (08) صناديق مساهمة، قانون 88-04 المعدل والمكمل للأمر رقم 59-75 بتاريخ 1975/09/26 والمتعلق بالقانون التجاري، علما أن هذه القوانين عملت على التفرقة بين دور الدولة كمساهم ودورها كقوة عمومية.<sup>2</sup>

وفي سنة 1990 تم إنشاء مؤسسة القيم المنقولة (Société des Valeurs Mobilières) SVM، وهي شركة مساهمة (SPA) رأسمالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة وكان رأسمال هذه المؤسسة في حدود 000 320 دج، قبل أن يصل إلى 932 000 دج سنة 1992، وتم تعديل المركز الاجتماعي لها لتصبح بورصة القيم المنقولة (Bourse des Valeurs Mobilières) BVM.<sup>3</sup>

تمثلت هذه الصناديق الثمانية أو ما يسمى حاليا بالشركات القابضة (les holding)، في<sup>4</sup>:

- ✓ صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛
- ✓ صندوق مناجم الفحم والري؛
- ✓ صندوق التجهيز؛
- ✓ صندوق البناء؛

<sup>1</sup>. ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 108.

<sup>2</sup>. الشريف ربحان، الطاوس حمدوي، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عدد 34، عنابة جوان 2013، ص 49-50.

<sup>3</sup>. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مرجع سبق ذكره، ص 50.

<sup>4</sup>. حفصي رشيد، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر (دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2010-2011، ص 96.

✓ صندوق الكيمياء، البيتروكيميا والصيدلة؛

✓ صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي؛

✓ صندوق الصناعات المختلفة؛

✓ صندوق الخدمات؛

إلا أن هذه الأخيرة تراجعت لسبب رئيسي وهو ضعف رأسمالها، وكذا سياسة الدولة المنتهجة وذلك بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية، ومعدل التضخم المرتفع وهذا ما يتنافى ومبادئ البورصة.<sup>1</sup> هذا التراجع راجع إلى عدم التمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها وتكييف القانون التجاري لقواعد اقتصاد السوق، وكان النص التشريعي رقم 93-08 بتاريخ 25/04/1993 متمم ومعدل للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري ويحمل في طياته النص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وأيضا تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.

في حين الأمر 27-96 بتاريخ 09 ديسمبر 1996 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري، قد تطرق إلى تعريف قواعد تشغيل مختلف المؤسسات التجارية. كما يرجع الفضل للنص التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23 ماي 1993 في<sup>2</sup>:

- إنشاء بورصة القيم المنقولة.

- تعريف البورصة واعتبارها الإطار التنظيمي وحيث إجراء العمليات على الأوراق المالية الصادرة من طرف الدولة، الأشخاص المعنوية الأخرى في القطاع العام وشركات المساهمة.

- تعريف الهيئات المركبة للبورصة:

✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وهي التي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة.

✓ شركة تسيير بورصة القيم SGBV وهي مؤسسة السوق.

✓ وسطاء في عمليات البورصة IOB، مؤسسات استثمار.

أما القانون رقم 95-22 بتاريخ 26 أوت 1995 المرتبط بخصخصة المؤسسات العمومية معدل ومتمم بالأمر رقم 97-12 المؤرخ في 19 مارس 1997 فقد أدرج الرجوع إلى ميكانيزمات البورصة كأسلوب للخصخصة. كذلك القانون رقم 95-25 بتاريخ 25 سبتمبر 1995 المرتبط بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة، عرف القواعد الخاصة بتنظيم وتسيير ومراقبة الصناديق العمومية المملوكة من طرف الدولة في شكل قيم منقولة ممثلة لرأس المال.

<sup>1</sup>. بوضياف عيبر، مرجع سبق ذكره، ص 99-100.

<sup>2</sup>. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مرجع سبق ذكره، ص 50.

كما نجد أن الأمر 08-96 بتاريخ 10 جانفي 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (FCP و OPCVM, SICAV) قد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات.

في حين الأمر رقم 01-04 بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم تسيير وخصوصية المؤسسات الاقتصادية العمومية فهو يرمي إلى تسريع فتح رأسمال المؤسسات الاقتصادية العمومية للخواص المحليين والأجانب؛ تعيين وتوضيح الأدوار؛ تسهيل وتبسيط الإجراءات ومعايير القرار.

إن القانون رقم 03-04 بتاريخ 17 فيفري 2003 قد أتى بما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ أضفى على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية؛
- ✓ دعم السلطات القانونية للمراقبة والجزاء للجنة الـ COSOB؛
- ✓ وسع نطاق وسطاء البورصة IOB ليشمل عدة مجالات مثل ضمان السير الحسن للعمليات المالية وتقديم النصيحة للمستثمرين؛
- ✓ وسّع تطبيق نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية؛
- ✓ أدخل المؤتمن المركزي (الشركة الجزائرية للحفظ المركزي للأوراق المالية والتي تحمل تسمية تجارية: الجزائر كليرينغ (Algérie clearing) كهيئة جديدة مركبة للبورصة. حيث يفتح المؤتمن ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحسابات -الحافظين المنخرطين فيه-، وبمركز بذلك حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب، كما ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأس المال...)، ويقنن السندات المقبولة في عملياته، حسب المقياس الدولي، كما ينشر أيضا المعلومات المتعلقة بالسوق. وتشمل السندات المقبولة في عمليات المؤتمن، القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين... المسعرة أو غير المسعرة في البورصة، سندات الخزينة العامة، سندات الدين القابلة للتداول، حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية، كل مجموعة السندات التي تخوّل لحائزها حقوقا مماثلة، كما يجوز للمؤتمن المركزي أن يقبل في عملياته سندات مادية.

ويقدم المؤتمن المركزي وظائفها منها أنه يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير السندات، ويسمح بالتعامل مع طرف واحد في مجال تسيير السندات عن طريق الوسطاء الماليين (السندات المسعرة أو غير المسعرة، السندات القصيرة والطويلة الأجل)، كما يسمح بإزالة الطابع المادي عن سندات الشركات المسعرة في بورصة الجزائر، ويسهل تعميم إزالة الطابع المادي عن السندات إذا ما قررت السلطات العمومية ذلك، بالإضافة إلى أنه يسمح لمصدري السندات بأن يقلصوا بشكل محسوس تكاليف اللجوء

<sup>1</sup>. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مرجع سبق ذكره، ص 50-51.

العلي للاذخار لا سيما منها التكاليف المتصلة بطبع الشهادات المادية، ويضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم: حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية لتداول أنجز في سوق مقننة أو بالتراضي في آن واحد. وبذلك تقيّد السندات لدى المؤمن وتقيّد النقود لدى بنك الجزائر في آن واحد، كما يزيح خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها أو إتلافها. بالإضافة إلى أنه يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات، كما يحسّن بشكل كبير معالجة العمليات على السندات (تحصيل الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...). أما بخصوص التحفيزات الجبائية لدفع الاستثمار في البورصة، نجد أنه بحسب قانون المالية لسنة 1999، فإن عوائد الأسهم والأصول المشابهة والسندات وأصول القروض السندية المدرجة رسمياً في بورصة القيم المنقولة هي معفاة من الضريبة على الدخل الإجمالي IRG لمدة خمس سنوات بدءاً من دورة 1998. كذلك تبعاً لقانون المالية لسنة 2004، فإن مداخيل القيم المنقولة المدرجة في البورصة أو المتداولة على مستوى سوق منظم فهي معفاة من ضريبة IRG و IBS خلال فترة خمس سنوات بدءاً من سنة 2003.

أما بخصوص الاستثمار في المحفظة لفائدة غير المقيمين، نجد أن قاعدة بنك الجزائر رقم 2000-04 بتاريخ 02 أفريل 2004 عرّفت شروط دخول وخروج رؤوس الأموال للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لغير المقيمين، ذلك أن يكون دخول العملات وتحويلها لأجل شراء القيم المنقولة المدرجة في البورصة حرّاً كما هو الأمر بشأن تحويل العوائد المتأتية من التوزيعات والفوائد، وتحويل ناتج التنازل عن القيم المنقولة، ويتم التحويل عن طريق البنوك، المؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين لفائدة المستثمرين غير المقيمين.<sup>1</sup>

من خلال التطرق لمختلف القوانين والمراسيم والأوامر التي أصدرت من أجل إنشاء بورصة الجزائر ومحاولة وضعها في مسار البورصات العالمية نستطيع أن نلاحظ أن بورصة الجزائر مرّت بعدة مراحل من الإنشاء إلى التفعيل وهذا ما نلخصه فيما يلي:

### المرحلة التقريرية 1990-1992:

بعد صدور قانوني 88-01 و 88-03 الذين تضمننا توجه المؤسسات العمومية الاقتصادية، وإعادة تكييف علاقة المؤسسة بالدولة أي الفصل بين السلطة الإدارية والسلطة الاقتصادية ما يعطيها صلاحية اتخاذ القرارات بكل حرية واستقلالية، وتشكيل ثمانية (08) صناديق مساهمة بمقتضى قانون 88-03، جاء الإعلان عن إنشاء بورصة الجزائر تحت اسم شركة القيم المنقولة في أكتوبر 1990، تلاها في سنة 1991 صدور مرسومين تنفيذيين تحت رقمي 169 و 177 يتضمنان تنظيم العمليات على القيم المنقولة المتداولة وكذا توضيح أنواع وأشكال القيم المنقولة وشروط الإصدار من طرف شركات رأس المال، وفي سنة 1992 تم رفع رأس مال شركة القيم المنقولة من 320.000.00 دج إلى 9.320.000.00 دج.

<sup>1</sup>. مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مرجع سبق ذكره، ص 51-52.

### المرحلة الابتدائية 1993-1996:

اتّسمت كذلك هذه المرحلة بظهور قوانين سواءً كانت جديدة أو لتعديل مراسيم وقوانين سابقة، فالمرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 قد عدّل ما صدر في قانون 88-04 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والذي كان يمنع عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية. وبموجب هذا القانون (93-08) أُدرجت إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وقد تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من ثلاثة ملايين دينار جزائري 3 000 000.00 دج إلى خمسة ملايين دينار جزائري (5 000 000 00 دج) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار، وإلى مليون دينار جزائري (1 000 000 00 دج) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار. كما قام هذا القانون بتعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة، وتمثلت هذه القيم في: أسهم التمتع؛ شهادات الاستثمار؛ شهادات الحق في التصويت؛ شهادات المشاركة؛ السندات؛ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الإكتتاب. كما قام المشرع الجزائري بوضع قانون لخصوصية المؤسسات العمومية وذلك ما نجده في القانون رقم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995.

### مرحلة الانطلاقة الفعلية 1996 إلى وقتنا الحالي:

في هذه الفترة كان كل شيء جاهزاً تقريباً من الناحية التشريعية لقيام بورصة الجزائر وذلك بعد وضع النصوص القانونية لإنشائها، كما أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة وتم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB إلى جانب شركة تسيير القيم SGBV، إضافة إلى وضع قواعد تشكيل وتشغيل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (SICAV، OPCVM، FCP) وهذا ما نلمسه في الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996.

مع بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة الذين بلغ عددهم تسعة وثلاثين (39) وسيطا يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك، شركات تأمين)، حيث تولّت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء -الوسطاء- عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي، وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة 1997.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>. تكارلي صوفية نبيلة، السوق المالي وبورصة الجزائر، بحث مقدم ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2005-2006، ص 98-99.

## الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر

وانطلق رسميا نشاط البورصة في 02 جانفي 1998 وتم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر متمثلة في القرض السندي لسوناطراك.

أما فيما يخص الإعفاءات الضريبية فنجد قوانين المالية لسنتي 1999 و2004 قد أعفى من الضريبة، على الدخل الإجمالي IRG وكذا الضريبة على أرباح الشركات IBS لمدة خمس سنوات بدءاً من دورتي 1998 و2003 على التوالي، كل عوائد الأسهم والأصول المشابهة والسندات وأصول القروض السنديّة المدرجة رسمياً في بورصة القيم المنقولة.

### المطلب الثاني: مؤسسات تسيير بورصة الجزائر

لقد وضعت لجنّتين لتسيير بورصة الجزائر وهما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، وشركة تسيير القيم المنقولة SGBV.

إن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لها دور على غرار لجنة عمليات البورصة بفرنسا COB\* أو لجنة حماية التبادل SEC\*\* بالولايات المتحدة الأمريكية.

كما تقوم بإعطاء تأشيرة القبول للشركة التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض والاكتتاب العام في 18 نوفمبر 1997، ثم رياض سطيف، صيدال والأوراسي<sup>1</sup>.

نستعرض في هذا المطلب الكيفية التي يتم بها تكوين هذه اللجنة وكذا الوظائف والصلاحيات المخوّلة لها.

### الفرع الأول: تكوين اللجنة

تشكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الهيئة العليا للسوق المالي في الجزائر، أنشئت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 171/91 المعدل بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وتم تنصيبها -اللجنة- رسمياً في 13 فيفري 1996.

تهدف هذه اللجنة إلى حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير العمليات داخل البورصة وشفافيتها، إضافة إلى مراقبة وترقية سوق القيم المتداولة، كما تسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسسي لسوق رؤوس الأموال، فهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تشكل محيطاً لسوق مالي حقيقي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. بن عمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان 2012-2013، ص161.

<sup>2</sup>. بوعزة دين، مجلة علوم تكنولوجيا وتنمية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في الجزائر، الوكالة الوطنية لتنمية البحث العلمي، العدد 01 2007، ص26.

\*. COB : Commission d'Opération de Bourse.

\*\* . SEC : Securities and Exchange Commission.

تخضع القوانين واللوائح التي تصدرها اللجنة إجباريا لموافقة وزير المالية، ثم تنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية في المرسوم التشريعي المتعلق ببورصة القيم.<sup>1</sup>

وفي هذا الصدد، قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بوضع ثلاث أنظمة رئيسية هامة للانطلاق الحقيقية لسوق البورصة:<sup>2</sup>

**أولا:** يتمثل الأول في نظام الوسطاء في عمليات البورصة (النشاط، المراقبة والقبول).

**ثانيا:** يتعلق النظام الثاني بالعرض العمومي للادخار، العرض العمومي للبيع والدخول إلى البورصة.

**ثالثا:** يخص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، التي تشكل أحد أهم القنوات لتوجيه الادخار نحو سوق الأوراق المالية.

طاقم هذه اللجنة يتكون من رئيس وستة أعضاء:<sup>3</sup>

**أولا:** الرئيس ويعين بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها أربع سنوات، يمارس مهمته كامل الوقت، ولا يجوز له ممارسة مهن أخرى كالوظيفة الحكومية أو الوظيفة العمومية باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري.

**ثانيا:** باقي أعضاء اللجنة يعينون لمباشرة عملهم لنفس المدة أي أربع (04) سنوات بقرار من وزير المالية، وذلك حسب التوزيع الموالي:<sup>4</sup>

1 قاض يقترحه وزير العدل.

2 عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

3 عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

4 أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي ويختار لكفاءاته في المجال المالي أو البورصة

5 عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة

6 عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.

وتجدر الإشارة أن أعضاء اللجنة يتجددون كل سنتين (02) على الأقل باستثناء الرئيس، ولا يجوز لهم التعامل في القيم المنقولة في البورصة، ويسمح لهم في المقابل بمباشرة أنشطة تعليمية، فنية وإبداعية دون التوظيف العمومي أو العمل في السلك الحكومي.

<sup>1</sup> المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

<sup>2</sup> بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2008-2009، ص109.

<sup>3</sup> منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تنظيم اللجنة مهامها وصلاحياتها، 2004.

<sup>4</sup> الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المادة 12-13، العدد 11، 19/02/2003، ص23.



وتستفيد اللجنة من إعانة تسيير تمنح إياها من ميزانية الدولة وتتقاضى أتاوى على الأعمال والخدمات التي تؤديها.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: وظائف وصلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة البورصة

تقوم هذه اللجنة بتكليف الجو المناسب لكافة المتعاملين بالبورصة وذلك من خلال طرح عدد من النصوص التنظيمية والتي نجد من بينها:<sup>2</sup>

**أولاً:** النظام رقم 02-96 يتعلق بالمعلومات التي ينبغي نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للإيجاز.

**ثانياً:** النظام رقم 03-96 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة.

**ثالثاً:** النظام رقم 01-97 يتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

**رابعاً:** النظام رقم 02-97 يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء مفاوضات على القيم المتداولة.

**خامساً:** النظام رقم 03-97 يتعلق بسير بورصة القيم المتداولة.

**سادساً:** النظام رقم 04-97 الخاص بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

**سابعاً:** النظام رقم 05-97 المرتبط باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وعملائهم.

**ثامناً:** التعليم رقم 01-97 الصادرة يوم 1997/11/30 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

إضافة إلى ذلك، قامت اللجنة بإعداد مجموعة من الدلائل وهي:

دليل المستثمر، دليل قبول القيم، دليل القيم المنقولة، دليل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، دليل الإصدار.

وتتلخص الوظائف الرئيسية للبورصة فيما يلي:<sup>3</sup>

### أولاً: حماية المستثمرين في القيم المنقولة

تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للادخار علنيا عند إصداره قيما منقولة، وذلك عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية العرض العمومي للادخار.

<sup>1</sup>. بن صوشة ثامر، مرجع سبق ذكره، ص 110.

<sup>2</sup>. حفيظ عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 156.

<sup>3</sup>. منشورات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سبق ذكره، 2004.

كما لا تتضمن التأشيرة على نوعية السندات أو تقدير جدوى العملية المقررة من طرف مصدرها، بل تعني أن الإعلام الذي تتضمنه المذكرة مناسب، مترابط وشامل، الأمر الذي يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في القيم المنقولة.

### ثانيا: مراقبة السوق

يلزم أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وأعوانها بالسهر على تناسق قواعد السوق مع مختلف النصوص القانونية والتشريعية التي تحكم السوق وذلك بالإطلاع على جميع الأعمال التنظيمية قصد مراقبتها، وكذا ضمان تنفيذها طبقاً للأحكام التشريعية، وتمثل المهمة الرئيسية من مراقبة السوق في ضمان شفافية ونزاهة سوق القيم المنقولة، ذلك من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وشركة تسيير القيم المنقولة، والمؤتمن المركزي للسندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من:

- 1 احترام الوسطاء للقواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مجحف.
  - 2 اشتغال السوق وفق القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.
  - 3 سمية إدارة السندات وتسييرها وفق القواعد التي حددتها سلطة ضبط السوق.
- وتهدف هذه المراقبة أيضا على ترصّد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية، أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة أو المظلمة.

لكي تؤدي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وظيفة مراقبة السوق فإنها تتبع الإجراءات التالية:<sup>1</sup>

- 1 تتشر الملاحظات أو المعلومات التي تمّ الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أي أداة إعلامية أخرى.
- 2 القيام بتحقيقات حول الشركات التي تلجأ إلى التوفير العلني والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة.
- 3 استدعاء أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها.
- 4 اتخاذ القرار بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات أو شطبها.

<sup>1</sup>. فتيحة بن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وآفاق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2002-2003، ص 103-104.

تقوم هذه اللجنة بمهامها وفقا لمجموعة من الصلاحيات وهي:<sup>1</sup>

### 1 السلطة التنظيمية

تهدف من خلال هذه السلطة حماية المستثمرين والسير الحسن للبورصة، من خلال سن اللجنة الأنظمة المتعلقة خصوصا بما يأتي:<sup>2</sup>

- ✓ التزام المصدرين في الإعلام أثناء إصدارهم قيما منقولة باللجوء العلني للادخار، أو الدخول في البورصة، أو العروض العمومية.
- ✓ قواعد مهنة الوسطاء ونطاق مسؤولياتهم والضمانات المقدمة باللجوء العلني من طرفهم لزيائتهم.
- ✓ شروط تداول ومقاصة القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- ✓ القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.
- ✓ القواعد المتعلقة بتسيير نظام السيولة والتسليم المتصل بالسندات.
- ✓ تسيير حافظة القيم المنقولة.
- ✓ القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤمن المركزي للسندات والمستفيد من خدمته.
- ✓ يوافق وزير المالية على الأنظمة التي تصدرها اللجنة وتنشر في الجريدة الرسمية.

### 2 سلطة المراقبة والرقابة

تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد مما يلي:

- ✓ احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق.
- ✓ تقييد الشركات التي تقوم بالنداء العام للادخار APE بشروط الإعلام التي هي ملزمة بها.
- ✓ السير الحسن للسوق من خلال القيام بالتصحيحات اللازمة عند ملاحظة أي مخالفات للقيام بمهمة المراقبة والرقابة، فاللجنة مخول لها القيام بالتحقيقات لدى المؤسسات، الهيئات المالية أو الأشخاص المعنيين بعمليات القيم المنقولة.

### 3 السلطة التأديبية والتحكيمية

تتضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية مكونة من:

- ✓ رئيس اللجنة (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة).
  - ✓ عضوين معينين من بين أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
  - ✓ قاضيان معينان من طرف وزير العدل، ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.
- وتنطوي مهمتها -اللجنة- على جانبين مهمين:

<sup>1</sup>. الجريدة الرسمية، مرسوم تشريعي رقم 10/93، المادة 35-60، العدد 34، 23 ماي 1993، ص 7-10.

<sup>2</sup>. الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المادة 15-19، العدد 11، 19 فيفري 2003، ص 24.

أ - الجانب التحكيمي: يتوجب على الغرفة النظر في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي

تحكم عمل سوق البورصة والذي يقع:

- ✓ بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- ✓ بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- ✓ بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأوراق المالية.
- ✓ بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.

ب - الجانب التأديبي: الغرفة مخولة بإعلام كل تقصير في الواجبات المهنية والأدبية لوسطاء عمليات البورصة،

نفس الشيء عند القيام بأي مخالفة للتدابير التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، كما يمكن لأي زبون لدى الوسطاء أن يتقدم بشكوى إلى الغرفة التأديبية والتحكيمية في حالة أية تجاوزات في حقه.

أما على المستوى الدولي فإن اللجنة:

- ✓ عضو في المنظمة العالمية للجان القيم التي تشكل إطارا مفضلا لتبادل المهارة والتفكير في التكييف الضروري لوظائف سلطات ضبط الأسواق في مختلف البلدان.
- ✓ ترتبط بعلاقات تعاون مع لجان مماثلة لها في مختلف البلدان (فرنسا، بلجيكا، كندا وغيرها).

### المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر

تتمثل الأطراف المتدخلة في البورصة في مصدرين، مستثمرين ووسطاء غير أننا اعتبرنا الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة لحسن سير البورصة أكثر مما هم المتدخلين الحقيقيين فيها، ونستعرض فيما يلي الأطراف المتدخلة في بورصة الجزائر:

أولا: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وهي عبارة عن سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية مهمتها حماية المستثمرين في القيم المنقولة وكذا حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.<sup>1</sup>

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)

أنشئت بتاريخ 25 ماي 1997، وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، حيث تتولى شركة تسيير بورصة القيم مهمة تنظيم جلسات التسعير وتسيير منظومة التفاوض؛ التنظيم العملي للإدخال في بورصة القيم المنقولة؛ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة والنشرة الرسمية للتسعيرة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> . COSOB, Rapport annuel 2011, p12-14.

### ثالثا: المؤتمن المركزي للسندات (Algérie clearing)

المؤتمن هي شركة ذات أسهم، يتكون رأسمالها الاجتماعي من 240 000 سهم بقيمة 1000.00 دينار من القيمة الاسمية وتحوزها ستة (06) بنوك عمومية (CNEP، BEA، BNA وBADR) حيث يحوز كل بنك نسبة مساهمة مقدرة بـ 17.8% وبنك التنمية المحلية بـ 13.6% والقرض الشعبي الجزائري بـ 4.43%، بالإضافة إلى شركتين مسعرتين في البورصة، وهما مجموعة صيدال بنسبة 2.34% ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي بـ 8.59%، ويقوم المؤتمن المركزي للسندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات وهي هيئة تتولى الوظائف الأساسية الثلاث التالية:<sup>2</sup>

1 - وظيفة الحفظ؛

2 - وظيفة حركة تداول السندات؛

3 - وظيفة إدارة السندات؛

وزيادة عن هذه الوظائف الأساسية فهو يقوم بتقنين الأدوات المالية؛ جمع المعلومات الاسمية بناءً على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار؛ وكذا تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات الشبيهة للجزائرية التي كانت سابقا موكلة إلى بنك الجزائر.<sup>3</sup>

### رابعا: المصدرون (Emetteurs)

هم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للادخار.<sup>4</sup> ويقدرون بعشرة (10) مصدرين وهم على التوالي:<sup>5</sup>

1 - Maghreb Leasing Algérie (MLA)؛

2 - Société de Refinancement Hypothécaire (SRH)؛

3 - Entreprise Nationale des Travaux aux Puits (ENTP)؛

4 - EEPAD TISP؛

5 - Air Algérie؛

6 - Arabe Leasing Corporation SPA (ALC)؛

7 - Algérie Télécom SPA؛

8 - Cevital؛

<sup>1</sup>. ذهبي ربة، الإستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميحي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2 2012-2013، ص188.

<sup>2</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2012**, p35.

<sup>3</sup>. ذهبي ربة، مرجع سبق ذكره، ص188.

<sup>4</sup>. عثمانى حسين وشعابنية سعاد، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، 07/06 ماي، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2012، ص12.

<sup>5</sup>. <http://www.cosob.org/listes-des-emetteurs/>, consulter le : 07/05/2015 à 09 :40 min.

9 - (ENAFOR) Entreprise Nationale de Forage؛

10 - Eriad setif؛

خامسا: الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)

هم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم معتمدون من طرف اللجنة -COSOB- يقومون بإجراء مفاوضات تتناول القيم المنقولة شرط أن تكون داخل البورصة ويخوّل لهم إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن.

يتمتع وسطاء عمليات البورصة بالاحتكار المطلق لعمليات التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة؛ على الوسطاء تقديم ضمانات كافية من خلال:<sup>1</sup>

1 - حيازة الحد الأدنى من رأس المال المحدد من طرف لجنة التنظيم والمراقبة -COSOB-؛

2 - الحيازة على تنظيم وسائل تقنية ملائمة لنشاطها،

3 - مستخدمون يتمتعون بالمؤهلات اللازمة؛

سجلت سنة 2014 استخراج ترخيص لشركة تجارية وإدراجها ضمن وسطاء عمليات البورصة، هذه الشركة هي "Tell Markets, SPA" والتي تعتبر مشروع شركة تجارية وسيطة في عمليات البورصة في شكل شركة ذات أسهم.

الساحة المالية تحتوي حاليا على ثمانية (08) وسطاء في عمليات البورصة وهم:<sup>2</sup>

1 - البنك الوطني الجزائري BNA؛

2 - بنك التنمية المحلية BDL؛

3 - البنك الخارجي الجزائري BEA؛

4 - بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR؛

5 - الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP؛

6 - القرض الشعبي الجزائري CPA؛

7 - BNP Paribas El-Djazair؛

8 - Société Générale Algérie؛

هذا دون احتساب شركة "Tell Markets, SPA" التي قدّم لها ترخيص الإدراج ضمن الوسطاء في عمليات البورصة في سنة 2014.

<sup>1</sup>. فيصل حميدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، فرع علوم اقتصادية، التخصص دراسات اقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2006، ص99.

<sup>2</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2014**, p24.

### سادسا: ماسكي الحسابات حافضي السندات

هم عبارة عن سبعة (07) ماسكي حسابات وحافضي سندات، ستة بنوك عمومية تم تأهيلها سنة 2004، بالإضافة إلى تأهيل بنك BNP Paribas في سنة 2005، وتشغل هذه الوظيفة في الغالب على مستوى البنك.<sup>1</sup>

نذكر فيما يلي أسماء هذه البنوك التي تعتبر ماسكة للحسابات وحافضة للسندات:<sup>2</sup>

- 1 البنك الخارجي الجزائري BEA؛
- 2 البنك الوطني الجزائري BNA؛
- 3 بنك التنمية المحلية BDL؛
- 4 بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR؛
- 5 الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP؛
- 6 القرض الشعبي الجزائري CPA؛
- 7 BNP Paribas El-Djazair؛

<sup>1</sup>. ذهبي ريمة، مرجع سبق ذكره، ص189-190.

<sup>2</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2014**, p32.

### المبحث الثاني: نشاط بورصة الجزائر

في هذا المبحث سنتناول كيفية الولوج أو الانضمام إلى بورصة الجزائر والتطرق إلى الهيكل الإداري العام لها وهذا في نظام البورصة، أما فيما يخص التنظيم سنعرِّج على كيفية اعتماد الوسطاء، تسجيل المتداولين وكذا تسجيل المسيرين (ماسكي الحسابات حافظي السندات)، أما في الأخير سنرى الطريقة التي يتم بها بيع الأسهم وذلك من خلال العرض العام للبيع.

### المطلب الأول: شروط الإدراج في البورصة

كغيرها من البورصات، تضع بورصة الجزائر شروطا للإدراج ضمنها، ونميز بين نوعين من هذه الشروط وهما:<sup>1</sup>

**الفرع الأول: شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:**

**أولاً:** لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.

**ثانياً:** لا بد من تحديد قيمة كل سهم.

**ثالثاً:** القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

**رابعاً:** الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل، وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

**خامساً:** القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

**الفرع الثاني: شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج: وهي:**

**أولاً:** الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار جزائري.

**ثانياً:** إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

**ثالثاً:** نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

**رابعاً:** تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

**خامساً:** أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباحاً خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

**سادساً:** إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

**سابعاً:** تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

**ثامناً:** أن تقدم دليلاً عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

<sup>1</sup> . Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997, p69.



### المطلب الثاني: النظام والتنظيم

#### أولاً: النظام

النظام الحالي للبورصة- قد وضع في سنة 2003، حيث نجد رئيساً، أمانة عامة وثلاث (03) مديريات:<sup>1</sup>

- 1 - مديرية تنمية ومراقبة السوق: مكلفة بمتابعة عمليات البورصة، مراقبة المتدخلين وتنمية السوق؛
  - 2 - مديرية العمليات والمعلومات المالية: مكلفة بتعليمات طلبات التأشيرة ومراقبة المعلومة المالية؛
  - 3 - مديرية الشؤون القانونية والإدارية: مكلفة بالتسيير الإداري والمالي وكذا المسائل القانونية؛
- أما الأمانة العامة فتتصل بها خلية الاتصال والعلاقات العامة، كما نجد مستشارين مقربين من الرئيس.<sup>2</sup>
- ولتوضيح هذا التنظيم أكثر نعلم على المخطط التالي:<sup>3</sup>

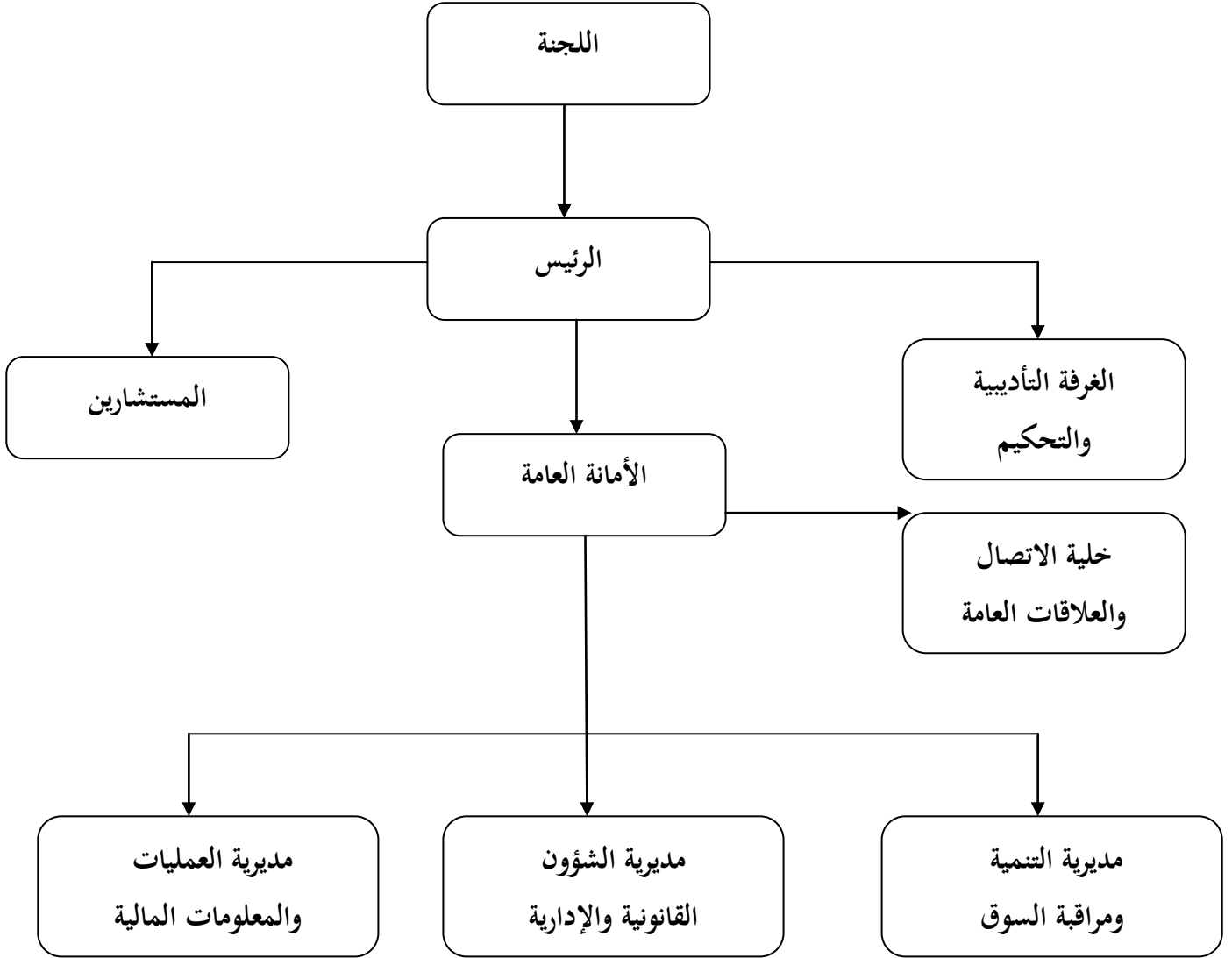
---

<sup>1</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2012**, p78.

<sup>2</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2011**, p14.

<sup>3</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2012**, p13.

الشكل (1-2): هيكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة



المصدر: COSOB, Rapport annuel 2012, p13.

### ثانيا: التنظيم

فيما يخص التنظيم، نجد أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) قد وضعت شروطا لاعتماد الوسطاء وتسجيل المتداولين والمسيرين.

#### 1 - اعتماد الوسطاء (IOB):<sup>1</sup>

المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم، الخاص ببورصة القيم المنقولة، سمح للبنوك، المؤسسات المالية وشركات التأمين، بصفة عابرة ولمدة خمس (05) سنوات بدءاً من تاريخ الإعلان، بالنشاط كوسيط في عمليات البورصة.

في أواخر عام 1997، ستة (06) بنوك تجارية عمومية، مؤسسة مالية وخمس (05) شركات تأمين عمومية حصلت على اعتماد مؤقت كوسيط في عمليات البورصة.

إعلان قانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الخاص بالبورصة والقيم المنقولة، سمح للبنوك والمؤسسات المالية أو أحد فروعها بممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة.

#### 2 - تسجيل المتداولين:<sup>2</sup>

النجاح في امتحان الكفاءة المهنية، المنظم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالتنسيق مع شركة تسيير البورصة، يعد مرحلة ضرورية قبل التحصل على "مداول في عمليات البورصة".

خلال سنة 2014، مترشح واحد (01) من البنك الخارجي الجزائري (BEA) سجل في تكوين نظام تداول البورصة الذي يلي امتحان الكفاءة المهنية.

#### 3 - تسجيل المسيرين (ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC):<sup>3</sup>

المؤسسات المؤهلة لتكون ماسكة للحسابات حافظة للسندات (TCC)، يجب أن تعين أشخاصا طبيعيين يتحملون مسؤولية مسك الحسابات وحفظ السندات، وتقدم قبل هذا ملفا يوضع على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، محتوى هذا الملف محدد في تعليمات اللجنة رقم 03-01 المؤرخة في 21 ديسمبر 2003 المحددة لكيفيات تأهيل ماسكي الحسابات حافظي السندات.

خلال سنة 2014 مسؤول وحيد ماسك للحسابات حافظ للسندات، ممثل للبنك الخارجي الجزائري BEA، قد أهّل من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

<sup>1</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2004**, p28.

<sup>2</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2014**, p24.

<sup>3</sup>. COSOB, **Rapport annuel 2014**, p24.

### المطلب الثالث: العرض العام للبيع

المقصود بهذه الطريقة أن تعرض الدولة طرح كل أو جزء من أسهم رأس المال للبيع للجمهور من خلال البورصة، وعند ذلك يتطلب الأمر القيام بتقسيم الشركة وتقدير عدد الأسهم وتحديد الأسعار التي تباع بها الأسهم، ثم تطرح للاكتتاب العام وقد يكون هذا الطرح كلياً أو جزئياً، فأما إذا كان الطرح كلياً فإن ذلك يستلزم توافر مجموعة من الشروط لعل أهمها أن تكون البورصة ذات فعالية عالية وعلى قدر عال من الكفاءة وذات طاقة استيعابية كافية لتغطية الأسهم المطروحة للبيع، كما أنه يجب تتوافر مدخرات محلية وأن تكون ثقافة البورصة منتشرة في أوساط المستثمرين وصغار المدخرين على حد سواء، لذلك فإن هذا النوع من العروض لا يناسب الكثير من دول العالم غير المتقدم لما تتسم به بورصاتها من عدم الكفاءة وصغر الحجم وقلة المدخرات.

وأما إذا كان البيع جزئياً فيكون أكثر انسجاماً مع حالة بلدان العالم النامي لأنه يتم بالتدرجية في بيع الأسهم، وقد يمكننا مراقبة العملية والتحكم فيها وتفادي المخاطر أقصى ما يمكن. كما أن بيع الأسهم بشكل جزئي يناسب عملية تحويل الملكية عن طريق البورصات التي تمت إعادة هيكلتها كما أن هذه الطريقة يمكن أن تساعد على وجود عدد أكبر من المساهمين مما يوسع قاعدة الملكية، وبالتالي يخلق نوعاً من الرضى وعدم الانتقاد لدى النقابات العمالية والمعارضين لبرامج الخصخصة من سياسيين وغيرهم، وتبعاً لذلك فإننا نثير نقطتين، فالأولى هي قيمة المؤسسة المعروضة للبيع والتي تحسب بإحدى طرق التقييم المعتمدة، أما الثانية فهي تحديد أسعار الأسهم المعروضة للبيع والتي يجب أن تحقق علاقة المساواة بين الجزء المعروض للبيع من جهة وسعر السهم مضروب في عدد الأسهم المعروضة من جهة أخرى.<sup>1</sup>

سنقوم بأخذ شركة تسيير فندقية الأوراسي كمثال لشرح عملية العرض العام للبيع، والتي كانت مبرمجة من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999.

### أولاً: القرارات الخاصة بالعملية<sup>2</sup>

انعقاد الجمعية العامة غير العادية في 21 جوان 1998، اعتمد القرارات رقم 1 و2، باقتراح مجلس الإدارة، سمح لمؤسسة تسيير فندقية الأوراسي بإدخال 20% من رأسماله إلى البورصة، هذا القرار اتخذ تماشياً مع قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة انطلاقاً من اجتماعه المنعقد يوم 5 فيفري 1998، في إطار الخوصصة، والتعليم رقم 95-22 المؤرخة في 26 أوت 1995 الخاصة بخوصصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخوصصة المعتمد من طرف الحكومة.

<sup>1</sup>. حميدة مختار، مجلة الباحث، التخصصية عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، عدد 07، ورقة 2009-2010، ص 295-296.

<sup>2</sup>. Notice d'information 99 Hôtel El-Aurassi, p06.

ثانيا: مبلغ العرض العام للبيع<sup>1</sup>

العرض العام للبيع حمل 1 200 000 سهم من مجموع 6 000 000 سهم عادي بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم، تمثل 20% من رأسمال فندق الأوراسي.

### 1 - شكل وفئة الأصول المالية

الأسهم محل البيع في هذه العملية تعتبر أسهما: عادية، اسمية، لحاملها حرية الاكتتاب وحرية التحويل.

### 2 - تاريخ استحقاق الأصل المالي

الأسهم محل البيع في هذه العملية حدد تاريخ استحقاقها في 01 جانفي 1999.

### 3 - الحقوق الملحقة

كل سهم يخول لصاحبه الحق في الانتخاب، الحق في الحصول على النتيجة، حق المفاضلة في الاكتتاب المناسب ومبلغ الأسهم المحصل عليها وكذلك الحق في العائد بعد البيع.

---

<sup>1</sup>. Notice d'information 99 Hôtel El-Aurassi, p06.

المبحث الثالث: واقع بورصة الجزائر

في هذا المبحث سنتحدث بلغة الأرقام الخاصة ببورصة الجزائر وعرض البعض منها، ومن ثم نقوم بمقارنتها مع مثيلاتها من البورصات العربية والأجنبية، وفي الأخير نستنتج الواقع الملموس لبورصة الجزائر.

المطلب الأول: بورصة الجزائر في أرقام

سنقوم في هذا المطلب بالتطرق إلى الإحصائيات المتاحة والخاصة ببورصة الجزائر (الفترة الممتدة من 2010 إلى سنة 2015) وذلك من خلال عرض أرقام مجموعة من العمليات كعدد الأوامر المصدرة وحجمها، حجم المخاطر، عدد الصفقات ورسملة البورصة إلى غير ذلك. من خلال تجميع بعض المعلومات من الموقع الإلكتروني الخاص بشركة تسيير بورصة الجزائر (SGBV) تحصلنا على الجدول أدناه.

الجدول (1.2): إحصائيات خاصة بالأوامر، المخاطر والصفقات.

السنوات					
2014	2013	2012	2011	2010	
3703	4271	5078	2343	2632	عدد الأوامر
2 964 284	2 673 065	2 779 493	1 370 054	1 081 977	حجم الأوامر
101 950	127 589	164 827	252 954	117 729	حجم المخاطر
148 946 340,00	101 027 990,00	673 186 960,00	321 222 985,00	670 069 575,00	قيمة المخاطر
299	177	277	520	361	عدد الصفقات

المصدر: [www.sgbv.dz/index.php](http://www.sgbv.dz/index.php): le 12/05/2015 à 15 :30 min

## الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر

كما يمكننا في هذا المطلب التكلم عن رسملة البورصة وذلك في الجدول التالي:

(مليار دينار)

جدول (2.2): رسملة البورصة

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
رسملة البورصة	7,9	14,96	13,03	13,82	14,79

المصدر: Report annuel du COSOB -2014- p46

لماسكي الحسابات حافظي السندات الحق في فتح حسابات للأشخاص طبيعيين كانوا أو معنويين وهذا ما يظهره الجدول أدناه:

جدول (3.2): عدد الحسابات المفتوحة لدى ماسكي الحسابات حافظي السندات

السنوات					
2010	2011	2012	2013	2014	
12 339	12 631	16 703	18 086	18 138	أشخاص طبيعيين
325	318	364	419	391	أشخاص معنويين
12 664	12 949	17 067	18 505	18 529	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على COSOB, rapports annuels 2010-2014

المطلب الثاني: المقارنة بين بورصة الجزائر والبورصات العربية والأجنبية

بالرغم من حداثة أغلب أسواق المال في البلدان النامية بشكل عام وفي البلدان العربية بشكل خاص، نجد أن معظمها قد قطع شوطا في التقدم ولو بالشيء اليسير إذا ما قورنت بالسوق المالي الجزائري. لقد أنشئت بورصة الجزائر في وقت غير بعيد، وهذا التأخر كان لعدة اعتبارات لعل أهمها الميول الاقتصادي للاشترابية غداة الاستقلال، وبالمقارنة من الجانب التاريخي للإنشاء نجد على سبيل المثال لا الحصر أن سوق الكويت للأوراق المالية أفتتح مقره في أوت من سنة 1972، أما بورصة عمان فقد افتتحت رسميا في 01 أفريل 1978، السوق المالي المصري هو الآخر من أقدم الأسواق المالية، فنجد بورصة الإسكندرية قد أنشئت في عام 1883، وبورصة القاهرة في عام 1898، هذه الأخيرة بدأت في مزاوله نشاطها في سنة 1929، أما في المغرب نجد بورصة الدار البيضاء التي أنشئت في عام 1929.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>. أنظر: بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص214-224.

ومن ناحية الشركات المسعرة نجد في سنة 2014 أن بورصة الجزائر لا تحتوي إلا على عشرة (10) شركات مسعرة أو مصدرة، ومقارنتها مع نظيرتها الفرنسية، هذه الأخيرة في سنة 2009 احتوت على حوالي ستمائة وتسعة وثلاثون (639) شركة، أما بورصة عمان فقد حوت مائتين وسبعة وسبعون (277) شركة. إن نشاط التداول في البورصة يبين قيمة الأسهم محل التداول، في الثلاثي الأخير من سنة 2014 نجد أن حجم التداول في السوق المالية السعودية بلغ نحو 130.7 مليار دولار، في سوق دبي المالي بلغ 18 مليار دولار، في بورصة قطر بلغ 12.66 مليار دولار، في البورصة المصرية بلغ 8.96 مليار دولار، في سوق أبو ظبي للأوراق المالية بلغ 5.7 مليار دولار، في سوق الكويت للأوراق المالية بلغ 05 مليار دولار، في بورصة الدار البيضاء بلغ 2058 مليون دولار، في بورصة عمان بلغ 785 مليون دولار، في سوق مسقط للأوراق المالية بلغ 373 مليون دولار، في سوق الخرطوم للأوراق المالية بلغ 268.6 مليون دولار، في بورصة بيروت بلغ 144.2 مليون دولار، في بورصة البحرين بلغ 91.7 مليون دولار، في سوق فلسطين للأوراق المالية بلغ 75.8 مليون دولار، في سوق دمشق للأوراق المالية بلغ 1.5 مليون دولار أما في الجزائر فقد بلغ نشاط التداول 210 ألف دولار.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: استنتاج الواقع

من خلال عرض بعض الإحصائيات الخاصة ببورصة الجزائر ومقارنتها ببعض الأسواق المالية، نرى أن بورصة الجزائر تتميز بضعف كبير وهذا ما يتجلى في واقع الأرقام التي تعكس هذا الضعف، هذا ما نلمسه في سنة 2014، فنجد أن عدد الشركات المدرجة في البورصة لا يتعدى الشركتين، وقلة عدد الأسهم المتداولة الذي لا يتجاوز عتبة الخمسة والثلاثون (35) سهما، إضافة إلى عدد أيام التداول الذي لا يتجاوز الأربعة والعشرين (24) يوما، وانعدام المؤشرات المحلية كمؤشر بورصة الجزائر، وضعف متوسط التداول اليومي الذي لا يتعدى 10.98، وانخفاض القيمة السوقية والتي لا تتجاوز 9.889 مليون دينار، كما أن رصمة البورصة والتي تساوي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة نسبة إلى الناتج الداخلي الخام لا تتعدى نسبة 0.1% في سنة 2014 لدى فهي تعتبر ضئيلة جدا.

### خلاصة الفصل:

من خلال عرضنا لهذا الفصل تبين لنا أن الظروف الاقتصادية لإنشاء بورصة الجزائر كانت صعبة نوعا ما خصوصا تبعات انخفاض أسعار البترول سنة 1986 ومعالجة البنك المركزي لنقص السيولة باللجوء للاقتراض من

<sup>1</sup>. أنظر: مجلة أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 79، صندوق النقد العربي 2014.



طرف صندوق النقد الدولي والإصدار النقدي والذي انجرَّ عنه ارتفاع معدل التضخم وانخفاض قيمة العملة الوطنية.

إن إنشاء البورصة يقتضي إتباع مجموعة من الإجراءات كوجود شركات مساهمة وأخرى خاصة، لذا سعت الجزائر لتطبيق قانون الخوصصة وتكليف المؤسسات العمومية من خلال عرض جزء من رأس مالها للمساهمين للاعتماد على التمويل الذاتي والحد من اللجوء إلى الخزينة العمومية لتغطية العجز، كما تم إصدار عدة مراسيم وقوانين لتنظيم دور الهيئات القائمة على تنظيم ونشاط البورصة وإبراز الصلاحيات والوظائف المخولة لها، كما تم وضع الشروط المواتية للانضمام للبورصة وكذا طريقة العرض العام للبيع الخاصة ببيع جزء من رأس المال للمؤسسات التي تريد الإدراج.

تم في المبحث الأخير من هذا الفصل إبراز بعض أنشطة البورصة من خلال أرقام التي تعكس واقعها الملموس خاصة عند مقارنتها بمثيلاتها من البورصات العربية والعالمية، وتم من خلاله أن بورصة الجزائر تحتل المراتب الدنيا من حيث قيمة وحجم التداول، ومن حيث الجانب الذي وجدت من أجله البورصة ألا وهو تعبئة الادخار. لكن رغم الجهود المبذولة لتفعيل البورصة إلا أنها ظلت تراوح مكانها وذلك بسبب الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية وخاصة الأمنية السائدة في الآونة التي برزت فيها بورصة الجزائر إلى الوجود.

### الفصل الثالث: مقاربات بورصة الجزائر

#### تمهيد الفصل:

إن السوق المالي في الجزائر يتميز كغيره من الأسواق المالية العالمية بنظام عام يحكمه ويسيرّه، وذلك من خلال مجموعة من الضوابط واللوائح والتشريعات والتي أصدرت منذ البدء في التفكير في إنشاء سوق مالي- البورصة- بالجزائر.

سوف نقوم في هذا الفصل بتقديم مقارنة حول التنظيم المتبع في بورصة القيم المنقولة بالجزائر وهذا ما سندرجه ضمن المبحث الأول، أما المبحث الثاني فسيخص المقاربة المقدمة حول نشاط البورصة الجزائرية أما المبحث الثالث فسنسرد فيه مقارنة الكفاءة.

### المبحث الأول: المقاربة التنظيمية

إن الملاحظات الممكن سردها حول التنظيم الخاص ببورصة الجزائر بعضها يرجع إلى مجموعة القوانين والأوامر الصادرة منذ بداية طرح فكرة الإنشاء الخاصة ببورصة الجزائر، ومنه نلاحظ أن:

1 - الشركات القابضة (les holding) تراجع نشاطها في بداية تأسيس البورصة وذلك راجع أساسا إلى ضعف رأسمالها (الشركات القابضة)؛ وكذلك سياسة الدولة المنتهجة في تبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية.

2 - إن القانون رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 بصدوره أعطى قفزة نوعية إن صحَّ القول للبورصة وذلك من خلال إعطاء البورصة الهيكل التنظيمي وحيز إجراء العمليات على الأوراق المالية الصادرة من طرف الدولة، الأشخاص المعنوية الأخرى في القطاع العام وشركات المساهمة؛ كما عرّف هذا القانون الهيئات المكونة للبورصة والمتمثلة في: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB والتي تشكل سلطة القيم المنقولة، شركة تسيير بورصة القيم SGBV وهي مؤسسة السوق والوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة IOB.

3 - إن الخوصصة تعتبر البوابة الرئيسية لأي اقتصاد يريد أن يدرج البورصة ضمنه لتمويل المشاريع الاقتصادية، هذا ما نلاحظه من خلال القانون رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 والذي أكد أن الخوصصة ميكانيزم من ميكانيزمات اعتماد البورصة كمول للمشاريع.

4 - بعد صدور القانون أعلاه (22/95)، جاء القانون رقم 25/95 المؤرخ في 25 سبتمبر 1995 ليؤكد على ضرورة الخوصصة وذلك من خلال تعريف القواعد الخاصة بتنظيم وتسيير ومراقبة الصناديق العمومية وتحويل جزء من رأس المال إلى قيم منقولة.

5 - في سنة 2001 جاء الأمر رقم 01/04 المؤرخ في 20 أوت 2001 والذي يدعو إلى الإسراع في فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية للخواسب والأجانب والمحليين وكذا تبسيط الإجراءات ومعايير القرار.

6 - سعت السلطات المالية الجزائرية إلى تعديل أو إتمام القوانين التي لم تؤتي أكلها في الميدان أو إصدار قوانين جديدة، لقد جاء القانون رقم 03/04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 لإتمام القانون الخاص بإنشاء البورصة فقد منح للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB الشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، ودعم السلطات القانونية لهذه اللجنة؛ وسع مجال نشاط ووسطاء البورصة IOB

وأضاف مجالات أخرى كتقديم النصيحة للمستثمرين وتوسيع نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية.

من بين العوامل المحفزة للاستثمار في البورصة نجد الجانب الضريبي الذي كلما كان مناسباً كلما كان جاذباً للاستثمار، وما يلاحظ في قوانين المالية الجزائرية أنها سعت إلى تخفيض الجباية الخاصة بالمستثمرين في البورصة، فنجد على سبيل المثال قانون المالية لسنة 1999 الذي أعفى عوائد الأسهم والأصول المشابهة والسندات وأصول القروض السندية المدرجة رسمياً في بورصة القيم المنقولة من الضريبة على الدخل الإجمالي IRG لمدة خمس سنوات بدءاً من دورة 1998، كما نجد أيضاً قانون المالية لسنة 2004 قد أعفى من الضريبة مداخيل القيم المنقولة المدرجة في البورصة لمدة خمس سنوات بدءاً من سنة 2003.

7 - أنشئت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB لتحقيق عدة وظائف والتي نجد من بينها: حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير العمليات داخل البورصة وشفافيتها؛ مراقبة وترقية سوق القيم المتداولة وإعطاء الصبغة القانونية والمؤسسية لسوق رؤوس الأموال، كما تقوم اللجنة بإصدار القوانين واللوائح والتي تخضع هذه الأخيرة إجبارياً لموافقة وزير المالية ومن ثمّ تنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

كما تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على ثلاث (03) أنظمة رئيسية هامة تتمثل في نشاط، مراقبة وقبول الوسطاء في عمليات البورصة؛ العرض العمومي للبيع والدخول إلى البورصة؛ أما النظام الأخير فيخص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ومن الملاحظ قيام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإصدار مجموعة من النصوص التنظيمية تتعلق أساساً بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة، وكذا مساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، إضافة إلى كيفية اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة. إضافة إلى الوظائف السابقة الذكر المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB والتي تندرج ضمن تنظيم عمل البورصة نجد وظيفة حماية المستثمرين في القيم المنقولة من خلال تسليم هؤلاء المدخرين تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للدخار علينا عند إصداره قيماً منقولة، ووظيفة أخرى تتمثل في مراقبة السوق وذلك من خلال العمل على تناسق قواعد السوق مع مختلف النصوص القانونية والتشريعية التي تحكم السوق بالإطلاع على جميع الأعمال

التنظيمية قصد مراقبتها، ويمكن تلخيص هذه الوظيفة في ضمان شفافية ونزاهة سوق القيم المنقولة، ولكي تحقق اللجنة هذه الوظيفة فإنها تتبع مجموعة من الإجراءات كنشر الملاحظات أو المعلومات التي تم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أي أداة إعلامية أخرى؛ والقيام بتحقيقات حول الشركات التي تلجأ إلى التوفير العلني والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة؛ كذلك يمكنها استدعاء أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها وكذلك اتخاذ القرار بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات أو شطبها.

ولكي تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمهامها فإنها تتوفر على مجموعة من الصلاحيات، وتمثل هذه الصلاحيات في السلطة التنظيمية والتي من خلالها تضمن اللجنة الحماية للمتدخلين والسير الحسن للبورصة؛ سلطة المراقبة والرقابة والتي تسمح هذه الأخيرة للجنة للتأكد من احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف الخاضعين لها من المتدخلين في السوق المالية، السير الحسن للسوق من خلال القيام بالتحقيقات لدى المؤسسات، الهيئات المالية أو الأشخاص المعنيين وتقديم التصحيحات اللازمة عند ملاحظة أي مخالفات؛ السلطة التأديبية والتحكيمية والتي من خلالها تنظر اللجنة في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة، كما للجنة الحق في الإعلام عن التقصير في الواجبات المهنية والأدبية لوسطاء عمليات البورصة.

### المبحث الثاني: مقارنة النشاط

إن النشاط القائم في أي سوق مالي في دولة ما يعكس مباشرة حال العجلة الاقتصادية في تلك الدولة، ويمكن معرفة هذا النشاط من خلال حركية عمليات البورصة من عرض عام لبيع الأوراق المالية وكذا شراء هذه الأخيرة، بالإضافة إلى نشاط السلطة القائمة على نشاط البورصة على مستوى الصعيدين المحلي والدولي. ولقياس حجم نشاط بورصة الجزائر، نستند في ذلك إلى مجموعة من المعايير المستخدمة لقياس مدى نشاط الأسواق المالية، هذه المعايير هي: حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركز.

### المطلب الأول: حجم السوق

يعتبر حجم السوق من أهم معايير تطور البورصة ويحدد هذا المعيار حسب المؤشرين التاليين:

#### الفرع الأول: معدل رسملة السوق

هو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتعبئة المخاطر.

#### الفرع الثاني: عدد الشركات المدرجة في البورصة

زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالي. نظرا لقلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فسنركز على معدل رسملة البورصة والتي تساوي هذه الأخيرة، القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة نسبة إلى الناتج الداخلي الخام. قمنا بإدراج معدل رسملة السوق في الجدول التالي باستخدام رسملة البورصة (مليار دينار) المذكورة في الجدول رقم (2.2) في الفصل الثاني:

جدول (1.3): الناتج الداخلي الخام ومعدل رسملة البورصة

السنوات					
2014	2013	2012	2011	2010	
20 000.5	16 751.29	15 897.75	14 570	12 039.84	الناتج الداخلي الخام (مليار دينار)
0.073	0.082	0.081	0.102	0.065	معدل رسملة البورصة (%)

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للجنة COSOB وبنك الجزائر للفترة 2010-2014

بتطبيق معيار حجم السوق على السوق المالي الجزائري نجد أن مجموعة " Oxford Business Group (OBG)، في تدخل لها تحت عنوان -الجزائر : تدعيم البورصة- ضمن نتائج برنامج إصلاحات الأسواق المالية المنعقد في ماي 2011، ترى أن رسملة البورصة تبقى محدودة جدا مقارنة بالمقاييس العالمية"<sup>1</sup>.

إن نشاط بورصة الجزائر يعتبر محدودا وحجم السوق المالي ضيق، فبالنظر إلى معدل رسملة البورصة فيعتبر هذا الأخير هامشي جدا إن لم نقل أنه يكاد يكون معدوما، حيث أنه لايتجاوز نسبة 1%، إذ وصل إلى 0.065% سنة 2010 وهي أدنى قيمة في الفترة المدروسة، هذا دليل على أن مؤشر معدل رسملة السوق - البورصة- والذي يعبر عن حجم السوق يعد منخفضا للغاية مقارنة مع أسواق مالية ناشئة أخرى، فهذا المعدل حقق نسبة 75% في المغرب سنة 2007، أما في سنة 2011 فقد وصل إلى 60.6%، أما في تونس فقد وصل إلى نسبة 15% سنة 2007، أما في سنة 2011 فقد حقق نسبة 20.8%. وبما أن مؤشر رسملة البورصة يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية للاستثمار وتوجيهها للشركات المدرجة في البورصة، يعكس انخفاض هذا المؤشر في بورصة الجزائر ضعف الاعتماد على التمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية.

<sup>1</sup> . <https://www.google.com/search?q=capitalisation+de+la+bourse+algérienne&ie=utf-8&oe=utf-8> Vu le : 20/05/2015 à 15 :50 min.

### المطلب الثاني: سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، وتميز مؤشرين لقياس هذه السيولة:

#### الفرع الأول: معدل قيمة التداول

وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيمة كنسبة من الناتج المحلي، إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معا لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المحلية.

#### الفرع الثاني: معدل الدوران

هو إجمالي الأسهم المتداولة مقسوما على رسملة السوق، وهذا المؤشر يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ يمكن أن يكون هناك سوقا كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض؛ إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول -السيولة- بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية.

الجدول رقم (1.3) يبرز بوضوح صغر حجم التداول على مستوى بورصة الجزائر وهذا ما يفضي إلى الضعف الكبير المسجل في سيولة الاقتصاد، فالملاحظ أن حجم الأسهم أو السندات المتداولة لم يتعدى عتبة المليون إلا في سنة 2010 وهذا راجع إلى قلة الشركات المدرجة ضمن البورصة والذي لا يفوق في أغلب الأوقات الثلاث (03) شركات.



جدول (2.3): حجم التداول

السنوات					
2014	2013	2012	2011	2010	
9682	40	27392	194475	1804511	Alliance Assurance
7829	11702	7048	170727	9382	El Aurassi
22244	6701	15031	29804	18032	Saidal
50359	102238	/	/	/	NCA Rouiba
90114	120681	49471	395006	1831925	مجموع الأسهم 1
/	/	/	/	5761	Air Algérie
10210	3860	15291	1700	1130	SPA Dahli 2016
/	/	/	4111	18374	Algérie Télécom
/	/	/	539	15561	Sonalgaz 2011
1629	3048	109128	14607	49483	Sonalgaz 2014
8215	/	500	3000	/	OAT*
20054	6908	124919	23957	90309	مجموع السندات 2
110168	127589	174390	418963	1922234	المجموع 2+1

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على COSOB, rapports annuels 2010-2014

من خلال التطرق إلى حجم التداول في الجدول (2.3) يمكننا الآن إبراز قيمة التداول وهذا ما سنبيّنه في الجدول

التالي:

الجدول: (3.3): قيمة التداول

السنوات					
2014	2013	2012	2011	2010	
5660690	27400	22733355	161414250	1433787970	Alliance Assurance
43339595	4246440	3110255	3659945	4222500	El Aurassi
12106480	3899550	10195255	20044240	7763465	Saidal
20303575	40943600	/	/	/	NCA Rouiba
81410140	49116990	36038865	185118435	1445773935	مجموع الأسهم 1
/	/	/	/	58915910	Air Algérie
99391000	36670000	88468038	16430000	8216900	SPA Dahli 2016
/	/	/	41228120	183940170	Algérie Télécom
/	/	/	5401120	156491630	Sonalgaz 2011
8145000	15241000	19864065	73045310	247519000	Sonalgaz 2014
8246328000	/	5020000	3512100000	/	OAT*
8353864000	51911000	113352103	3648204550	655083610	مجموع السندات 2
8435274140	101027990	149390968	3833322985	2100857545	المجموع 2+1

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على COSOB, rapports annuels 2010-2014

من خلال معطيات جدول قيمة التداول في بورصة الجزائر، يتبين أن قيمة التداول متدنية بدرجة كبيرة، وقد وصلت أعلى قيمة لها سنة 2011 وبلغت أكثر من ثلاثة (03) ملايين دينار وهذا راجع إلى دخول سندات الخزينة للسوق المالي الجزائري، هذا الانخفاض في قيمة التداول راجع إلى ضعف سوق الأسهم بصفة عامة والتعامل المتزايد في السندات، فبورصة الجزائر في الوقت الراهن لا تحتوي إلا على أربعة (04) أسهم وهي: سهم Alliance Assurance، سهم الأوراسي، سهم صيدال وسهم NCA Rouiba، وللإشارة هنا تعد شركة التأمين Alliance Assurance أول شركة خاصة تنظم إلى بورصة الجزائر لمنافسة الشركات العمومية المدرجة.

## الفصل الثالث: مقاربات بورصة الجزائر

هذا الأمر يستدعي من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB بالتعجيل بتطبيق مخطط عصرنة البورصة المعلن عنه في سنة 2006 الرامي إلى عصرنة وتحديث البورصة.

المؤشر الثاني في معيار سيولة السوق هو معدل الدوران والذي يتميز بالانخفاض وهو ما يعني انخفاض السيولة، وأن بيع وشراء الأوراق المالية لا يتم بسهولة، هذا ما سنبرزه من خلال الجدول التالي:

الجدول: (4.3): معدل الدوران

السنوات					
2014	2013	2012	2011	2010	
14.79	13.82	13.03	14.96	7.9	رسحمة البورصة (مليار دينار) 1
8435274140	101027990	149390968	3833322985	2100857545	قيمة التداول (دينار جزائري) 2
5.73	0.07	0.11	2.57	2.65	معدل الدوران (1/2) %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على **COSOB, rapports annuels 2010-2014**

لقد بلغ معدل الدوران أعلى مستوى له في سنة 2014 حيث بلغ 5.73% وهذا راجع إلى ارتفاع قيمة التداول في هذه السنة والتي بلغت أكثر من ثمانية (08) ملايين دينار.

يتميز معدل الدوران في بورصة الجزائر بالانخفاض وذلك لقلة عدد البائعين والمشتريين في البورصة والذي

يؤثر على سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، وكذا محدودية الأوراق المالية المتداولة.

**المطلب الثالث: درجة التركيز:** ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول.

إن عدد المؤسسات المدرجة ضمن بورصة الجزائر حاليا هو ثلاث (03) شركات، وهو عدد ضئيل جدا مقارنة ببورصات أخرى، فبورصة الدار البيضاء بالمغرب في سنة 2011 احتوت 75 شركة مدرجة؛ بهذه الضالة فإن تطبيق مبدأ MARKOWITZ القائم على تنويع الأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية للمستثمر

## الفصل الثالث: مقاربات بورصة الجزائر

---

لتخفيض المخاطر أو تجنبها يصبح محدودا جدا، كما أن العدد المحدود للأسهم يحدث خللا في التوازن بين العرض والطلب.

### المبحث الثالث: مقارنة الكفاءة

إن الاختلالات الاقتصادية التي حدثت للاقتصاد الوطني الجزائري جراء اتباع النظام الاشتراكي بعد الاستقلال أدت إلى ظهور نية في اتباع نظام اقتصاد السوق الذي من شأنه فرض بروز سوق مالي بالجزائر، هذا الأخير و الذي مرَّ بمراحل لإنشائه حاول الوصول إلى درجة الكفاءة التي تتميز بها الأسواق المالية العالمية. في هذا المبحث سنحاول تسليط الضوء على درجة كفاءة بورصة الجزائر من خلال التعرض إلى جل نظريات الكفاءة ونماذج تحديد أسعار الأصول المالية.

### المطلب الأول: المقاربة من حيث مفهوم البورصة وكفاءة أسواق الأوراق المالية

إن بورصة الجزائر من حيث المنتج المتداول فيها تتميز بتداول القيم المنقولة من أسهم وسندات قرض وسندات خزينة، أما من حيث المدى الزمني فإن بورصة الجزائر تنتمي إلى بورصات العقود المنحزة التي يتم فيها التعاقد على المبيعات وتسليمها واستلامها ودفع ثمنها، أما فيما يخص البعد الجغرافي فهي تنتمي إلى البورصات المحلية التي لا يمتد فيها التعامل إلى خارجها أين يعرف نشاط هذا النوع من البورصات بالحدود، أما من جانب اعتماد الدولة فبورصة الجزائر تنتمي إلى البورصات الرسمية المنشأة تبعاً للقوانين والقواعد والتي تمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم وتخضع لرقابة الدولة، أما في إطار تدخل الدولة فإن بورصة الجزائر تدار بأسلوب وسط ما بين الحرية للأفراد في التعامل وما بين التدخل الحكومي الشديد في عملها.

من خلال أخذ تعريف البورصة بأنها أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات من تداول وبيع وشراء في ساعات محدّدة من قبل معلن عنها، فإن القائمين على بورصة الجزائر قد حدّدوا يومين من الأسبوع لمباشرة عملية التداول وهما يومي الإثنين والأربعاء من الساعة التاسعة (09) إلى الحادية عشر (11) صباحاً.

وتقوم عمليات التداول على مستوى الوكالات البنكية التي تعتبر وسيطة في عملية البورصة؛ وحالياً لا يوجد مكان مخصص لإقامة عمليات التداول إلا على مستوى هذه الوكالات البنكية الوسيطة.

إن عدد الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر في السنة الجارية (2015) لا يتعدى الأربعة (04) حيث نجد سهم Alliance Assurance، سهم El Aurassi، سهم NCA Rouiba وسهم Saidal، أما فيما يخص السندات فنجد سند SPA Dahli.

### المطلب الثاني: المقاربة من حيث نظرية أسواق الأوراق المالية

إن نظرية المحفظة تعتمد على نظرية التوازن المالي التي وضع أسسها العالم Markowitz ثم طورها عدد من العلماء من بينهم Sharpe الذي استخلص نموذجا سمي بنموذج توازن الأصول المالية MEDAF والذي من أساسياته إمكانية التنوع في المحفظة الاستثمارية، إلا أن بورصة الجزائر تعتبر فقيرة جدا من حيث توفر وتنوع الأصول المالية التي من خلالها -التوفر والتنوع- يمكن تنويع المحفظة الاستثمارية، لذا فإن مبدأ Markowitz الداعي إلى تنويع المحفظة الاستثمارية من أجل التقليل من مخاطر العوائد المستقبلية لا يمكن تطبيقه في بورصة الجزائر للأسباب السالفة الذكر.

إن صياغة فرضية السوق الكفاء في إطار نموذج المباراة العادلة لدى Fama والذي فحواه أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، لا يمكننا تطبيقها على بورصة الجزائر لأن سعر الأسهم والسندات في هذه الأخيرة لا يخضع لقوى العرض والطلب كما هو الحال في بورصات عالمية كبورصة نيويورك بالولايات المتحدة الأمريكية.

### المطلب الثالث: مقارنة نظرية كفاءة الأسواق المالية ومعوقات تطور بورصة الجزائر

إن لنظرية الكفاءة الخاصة بالأسواق المالية فرضيات تقوم عليها، ومن بين هذه الفرضيات أن السوق المالي الكفاء يتسم بالتنافسية أي أن أسعار الأصول المالية وعوائدها تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، كما نجد فرضية أخرى تقول أن السوق المالي الكفاء يكون دوما في حالة توازن مستمر، بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، في حين نجد أن عدد الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الجزائر محدود ولا يرقى إلى الكم الهائل للأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية، لذلك فإن فرضية التنافسية المحددة لأسعار الأصول المالية المتداولة في بورصة الجزائر غير مطبقة.

يشار إلى السوق التي تنعكس فيها المعلومات بصورة كاملة وسريعة في الأسعار السوقية، بافتراض عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات بأنها سوق ذات كفاءة كاملة، وأن اتخاذ أي قرار استثماري في الأوراق المالية يتوقف على توفر معلومات مالية ومحاسبية تسمح باتخاذ القرار المناسب، وذلك من خلال إجراء عملية المقارنة ثم المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة على ضوء النتائج المالية والمحاسبية، وبالقياس فإن النظام المعلوماتي المتاح في بورصة الجزائر لا يمكن للمستثمر من الحصول على المعلومات اللازمة وبالنوعية المناسبة لإجراء تحليلاته، فينبغي على المستثمر في بورصة الجزائر انتظار التقارير السنوية التي تصدرها

المؤسسات المدرجة في البورصة لكي يتسنى له الحصول على معلومات تعتبر عامة وسطحية، إضافة أنه لا يوجد هناك هيئات ومجالات متخصصة في ميدان المال والأعمال تُعنى بتحليل هذه المعلومات المنشورة، الشيء الذي يزيد من تعقيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري، وعليه نستطيع أن نصنف بورصة الجزائر من حيث الكفاءة في افتراض النوع الضعيف Weak from Efficiency، زد على ذلك المكانة التي يتميز بها بعض المستثمرين تمكنهم من الحصول على معلومات دقيقة قد لا يستفيد منها بقية المستثمرين، هذا ما يُترجم إلى عدم الشفافية وكذا عدم توفر الكفاءة الإعلامية للسوق.

ويمكننا أن نضيف أن بورصة الجزائر تتوفر على كفاءة تنظيمية عالية وهذا بموجب الإطار التنظيمي الواضح المعالم والذي يحدد صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على إدارتها.

أما فيما يخص الكفاءة التقنية للسوق فهناك نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة ويستثني العمليات الآجلة، وللإشارة فإن مدة إنهاء الصفقات دوليا وكأقصى أجل حدّدت بيوم زائد ثلاثة أيام (03) أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر هو يوم زائد ثلاثون (30) يوما وهذا قبل إنشاء المؤتمن المركزي للسندات، هذا ما يعتبر بعيدا كل البعد عن أي طموح وذلك لطول الفترة بين انتهاء الصفقة والتسليم.

إن هذه المقاربات تجعلنا نرى أن لبورصة الجزائر عدة معوقات تحول بينها وبين تأدية المهام المنوطة بها، والارتقاء إلى مصف البورصات العالمية الكفؤة والنشطة، وفيما يلي نسرد بعض هذه المعوقات:

### أولا: عدم فعالية نظام المعلومات

إن قيام البورصة يتطلب وجود نظام معلوماتي فعّال يضمن لها الكفاءة، كما يمكن المتعاملين بها من التنبؤ بتغيرات الأسعار المستقبلية للأوراق المالية، هذا ما يفرضي إلى اتخاذ قرارات البيع والشراء حسب الوضعية مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس لحد ما القيمة الحقيقية لها.

وتجدر الإشارة هنا أن بورصة الجزائر تعاني نقصا كبيرا على مستوى النظام المعلوماتي، إذا تقتصر - كما ذكرنا سابقا - المعلومات على التقارير السنوية التي تصدرها الشركات المدرجة في البورصة، ونقص الجرائد والمجلات الإعلامية المتخصصة، إضافة إلى البيروقراطية واحتكار المعلومات، كل هذا يؤكد لنا أن بورصة الجزائر تفتقر للكفاءة الإعلامية مما يؤثر على المتعاملين في اتخاذ قرارات استثمارية ناجحة.

### ثانيا: معوقات المحيط السياسي

إن الاستقرار السياسي يعد من أهم العوامل التي تضمن فعالية وسيرورة بورصة الأوراق المالية، إذ أن المستثمر في الأصول المالية يبحث بالدرجة الأولى على عاملي الأمان والمردودية، وهذان العاملان لا يمكن توفرهما إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، حيث يلاحظ دوما هروب رؤوس الأموال من البلدان التي تعاني من الحروب، الانقلابات السياسية، التغييرات المستمرة للسياسات والقوانين المعمول بها. وكما هو معلوم، فإن الجزائر عاشت عشيرة سوداء في مطلع التسعينات من القرن الماضي، حيث تميزت هذه الفترة بعدم الاستقرار السياسي مما أثر على مباشرة النشاط الفعلي لبورصة الجزائر والتي كانت وليدة تلك الفترة.

### ثالثا: معوقات المحيط الاقتصادي

1. **عدم تنوع الأصول المالية:** إن التنوع في الأصول المالية كما سبق الإشارة إليه، يعد من أهم الدعائم التي تقوم عليها البورصة، وذلك مما يوفره من فرص أمام المستثمرين لتنوع أصولهم المالية كل حسب ما يلائم إمكانياته، أهدافه وميولاته الشخصية، وكذا تجنبهم لحجم المخاطر. أما بورصة الجزائر تعتبر حديثة جدا ولا يتداول فيها في الوقت الراهن (2015) سوى أربعة (04) أسهم وسند واحد (01)، هذا يستدعي ارتفاع حجم المخاطر، ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

2. **سعر الفائدة:** يعد سعر الفائدة من أدوات السياسة النقدية في يد البنك المركزي للتأثير على عرض النقود، ويساعد سعر الفائدة المرتفع في تشجيع الادخار، ويخضع ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة إلى حجم المطلوب من القروض مقارنة بحجم المعروض من المدخرات. إن أسعار الأسهم والسندات تتماشى عكسيا مع سعر الفائدة، والملاحظ أن ارتفاع سعر الفائدة يخفض من القيمة الحقيقية للأصول العينية.

3. **التضخم:** إن معدل التضخم يرتبط ارتباط وثيقا بنشاط وفعالية السوق المالي، إذ يؤثر ارتفاع هذا المعدل سلبا على حجم العمليات في البورصة، حيث يولي المستثمر في مثل هذه الظروف اهتمامه إلى تكاليف الأسعار الباهضة للسلع والخدمات ولن يفكر في الادخار أو توظيف أمواله في استثمار الأصول المالية. ولقد شهدت الجزائر ارتفاعا قياسيا في معدل التضخم في بداية التسعينات من القرن الماضي بسبب زيادة الكتلة النقدية المتداولة حيث أدى ذلك لارتفاع أسعار السلع، لكن رغم التحسن الملحوظ في معدلات



التضخم وأسعار الفائدة إلا أننا نلمس انخفاض أسعار الأسهم ببورصة الجزائر والسبب في ذلك مرده إلى قانون العرض والطلب.

**4. ضعف التسيير في المؤسسات الجزائرية:** إن المنهج الاقتصادي الذي سارت عليه الجزائر منذ استقلالها وحتى نهاية الثمانينات وضع المؤسسات الوطنية في محيط خال من كل الأخطار المتعلقة بالمنافسة وضعف المردودية، وذلك لاعتمادها المباشر على الدولة والتمويل من الخزينة العمومية أو لجوء البنك المركزي للإصدار النقدي لتغطية العجز المزمّن الحاصل في المؤسسات العمومية؛ وفي الوقت الراهن وبالرغم من الانتقال إلى اقتصاد السوق إلا أنه يلاحظ أن القطاع العام لا زال يسيطر على الساحة الاقتصادية؛ إضافة إلى تأخر خصوصية المؤسسات؛ وكذا تعتبر المؤسسات الخاصة كشركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن ومن حيث الحجم فهي تعتبر مؤسسات صغيرة أو متوسطة، وهذا يتنافى مع ما تشترطه البورصة التي تستقبل الشركات ذات الأسهم.

**5. النظام الجبائي:** النظام الجبائي الجزائري يتميز بالتعدد من جهة، ومن جهة ثانية يلاحظ ارتفاع معدلات الإخضاع للضريبة، فإذا أخذنا نسبة الضريبة على أرباح الشركات IBS فهي تعادل نسبة 30% من الأرباح، هذه الأخيرة تقلل نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زد على ذلك الضريبة على الدخل الإجمالي IRG التي تخضع لها التوزيعات مرة أخرى عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، هذه الضرائب تجعل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية منخفضة.

**6. السوق الموازية:** يتوفر هذا النوع من الأسواق على مؤسسات ويد عاملة غير مصرح بها، كما يمتاز بارتفاع أسعار المنتجات المعروضة بالإضافة إلى عدم دفع الضرائب، وتلعب هذه الأسواق دورا كبيرا في تحقيق الأموال خارج دائرة التمويل الرسمية، مما يؤدي إلى التضخم وعرقلة كل المبادرات المرتبطة بتوجيه الادخار نحو الاستثمار.

### ثالثا: معوقات المحيط الاجتماعي

ترك الاستعمار الفرنسي آثارا بادية في المجتمع الجزائري لعل أهمها نسب الأمية التي كانت مرتفعة، وقد بذلت الدولة الجزائرية جهودا مكثفة لاستئصال الظاهرة، وكما هو معلوم فإن ظاهرة الأمية تقف حائلا أمام المستثمرين لفهم أطر وميكانيزمات سير البورصة والاستثمار في الأصول المالية؛ كما أن انعدام الثقة والبيروقراطية

## الفصل الثالث: مقاربات بورصة الجزائر

واعتماد الجهاز المصرفي في تمويله على الخزينة العمومية، هذه الأسباب أفضت إلى عدم تنشيط قنوات تعبئة مدخرات الأفراد.

### رابعاً: معوقات المحيط الثقافي

إن انتهاء النظام الاقتصادي الاشتراكي في الجزائر لمدة طويلة، واعتماد طرق تمويل الاقتصاد على الخزينة العمومية، أبعث تفكير الجمهور في تقبل قيام بورصة الجزائر، هذا كله راجع إلى انعدام ثقافة البورصة في أذهان غالبية الشعب الجزائري، ما يجعل هذا الأخير لا يقدم على استثمار ما لديه من فائض مالي في الأوراق المالية، يرجع هذا إلى انعدام الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق، وما يوجد من حجم تداول بهذه السوق إنما يقتصر على بعض المناطق ونجد في مقدمتها الجزائر العاصمة، يُعزى كل هذا إلى قصور النظام المعلوماتي في نشر ثقافة البورصة عبر الوطن.

### خامساً: معوقات المحيط الديني

إن أول ظهور للبورصة كان في المجتمعات الغربية، وقد أوجدت كطريقة من طرق تمويل الاستثمار، إلا أنه في المجتمعات الإسلامية، يعتبر توظيف الأموال في استثمار الأوراق المالية والفوائد المحصلة من السندات بمثابة الربا المحرم في الإسلام، هذا ما يؤدي إلى إحجام المتعاملين عن الاستثمار في السندات، والإقبال على شراء الأسهم باعتبار عائدها لا يتعلق بالربا.

### خلاصة الفصل:

بتطبيق المعايير المستخدمة لمعرفة نشاط البورصة بيّن أن بورصة الجزائر تعاني من وجود انخفاض في درجة السيولة، ضيق حجم السوق، نقص الشركات المدرجة وانخفاض عدد المتدخلين، والتركيز على الكفاءة التنظيمية دون الكفاءة التقنية التي تبعث نشاط البورصة، وهذا ما يوضح جلياً أن السوق المالي في الجزائر يتراعى بين عدة أزمات، وأن بورصة الجزائر لا تزال عاجزة عن تجسيد الهدف الذي وجدت من أجله ألا وهو التمويل المباشر للاقتصاد الجزائري.

## الخاتمة العامة:

إن السوق المالي يعد وسيلة يتم من خلالها انتقال رؤوس الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز، ويتميز هذا السوق عن غيره من الأسواق وذلك باختلاف السلع المتداولة فيه، حيث تتمثل هذه السلع في الأوراق المالية من أسهم، سندات، أوراق تجارية وغيرها من الأصول المالية المتداولة في البورصة. لقد ارتبط ظهور السوق المالي إلى الاحتياجات المتزايدة للأموال لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، هذا ما يفسر عدم ظهور هذا النوع من الأسواق من العدم، أو إحداثها نزولا عند رغبة أحد القرارات السياسية، بل استوجب إقامته -السوق المالي- بمقتضى التطور على مستوى جميع الأصعدة عامة وعلى مستوى الجانب الاقتصادي خاصة.

من خلال دراستنا لموضوع بورصة الجزائر ومدى فعاليتها على الصعيد الاقتصادي، ومحاولة تطبيق المفهوم النظري للبورصة على الجانب التطبيقي والعملي لها، لاحظنا في بعض الأحيان أن هذه السوق تنتعش وتعطي انطبعا بالحركية والنمو، وتتراحى أحيانا فتعطي الانطباع على أنها تعيش على هامش الساحة الاقتصادية، الاستثمارية والمالية.

## ● نتائج الدراسة:

انطلاقا من هذه الدراسة، استطعنا التوصل إلى النتائج التالية:

- تعاني بورصة الجزائر من نقص كبير في معدل رسملة البورصة ورأس المال السوق، وهذا ما يعكس ضآلة حجم السوق الذي يعتبر معيارا هاما لقياس مدى نشاط البورصة.
- تتميز بورصة الجزائر بانخفاض عدد المتدخلين فيها، ونقص فادح في عدد الشركات المدرجة ضمنها، والذي لا يتعدى هذا الأخير عدد أصابع اليد الواحدة.
- إن قيمة التداول في بورصة الجزائر متدنية بدرجة كبيرة، وذلك لتعاظم التعامل بالسندات والافتقار لسبل تفعيل التعامل بالأسهم، كما أن بيع وشراء الأوراق المالية لا يتم بسهولة وذلك لقلّة العارضين والطالبين للأوراق المالية -هذا ما يعبر عن معدل الدوران-، كل هذا يؤثر بالسلب على درجة سيولة السوق والتي تعتبر في أدنى مستوياتها في بورصة الجزائر.
- نلمس أن هناك ضعفا كبيرا في عوائد الأسهم بالنسبة لبورصة الجزائر.
- نقص عدد الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الجزائر.

- تطبيق النظرية الداعمة لتنويع الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية لتجنب المخاطر المستقبلية، غير محقق في بورصة الجزائر، وهذا راجع إلى نقص عدد الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الجزائر.
- عدم توفر المعلومات الكافية والتي انطلقا منها يتبلور قرار الاستثمار في الأوراق المالية من عدمه، حيث يتطلب هذا الاستثمار معلومات مالية ومحاسبية خاصة بالوضع المالي للمؤسسة المدرجة في بورصة، وهذا ما تغفله الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وذلك تفاديا للتصريح بالأرباح الصافية.
- أغلب الشركات الفاعلة في الاقتصاد الجزائري تعتبر صغيرة أو متوسطة وهي غير مدرجة في بورصة الجزائر وذلك لعدة اعتبارات.
- من خلال التطرق إلى كفاءة وسيولة بورصة الجزائر، نستطيع أن ندرجها ضمن الأسواق المالية الناشئة وذلك لتواجدها ضمن اقتصاد نام، هذا من جهة، ومن جهة أخرى نستطيع نفي إدراجها ضمن الأسواق المالية الناشئة وذلك لغياب النمو من حيث الحجم وجودة الأدوات.
- توفر بورصة الجزائر على كفاءة تنظيمية معتبرة، لكنها تفتقر للكفاءة التقنية التي تبعث نشاط البورصة.

من خلال عرضنا للنتائج المتوصل إليها نستطيع الإجابة على السؤال الفرعي الأول وذلك بتأكيد الفرضية الأولى والتي ترى أن بورصة الجزائر لم تبلغ بعد ما يسمى بالسوق المالي الحقيقي، أما السؤال الفرعي الثاني فنستطيع الإجابة عليه من خلال النتائج وكذا تأكيد الفرضية الثانية والتي فحواها أن الاقتصاد الجزائري مازال يعتمد في تمويل مشاريعه على الخزينة العمومية، أما الإجابة على السؤال الفرعي الثالث فتضمنها الفرضية الثالثة والتي تقول أن هناك الكثير من العقبات التي تمنع تطور بورصة الجزائر.

### ● التوصيات والاقتراحات:

- إن ما تطرقنا إليه في الفصل الثالث من معوقات تحول دون قيام سوق مالي في الجزائر يدفعنا بالتفكير في جملة من الاقتراحات والتوصيات تخص بورصة الجزائر من أجل النهوض وبعث النشاط بها، نذكرها فيما يلي:
- إن للمعلومة دور أساسي في اتخاذ القرار الاستثماري، وذلك لما تفضيه من أخبار مالية ومحاسبية وسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة المدرجة في البورصة، لذا وجب تطبيق مبدأ الشفافية لترويج هذه المعلومات لكافة المستثمرين بالبورصة دون استثناء وذلك لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، وعليه يجب على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إجبار المؤسسات التي تنوي الإدراج ضمن البورصة على

- تقدم البيانات والشروحات اللازمة للجمهور وذلك بنشرها في مجالات خاصة بالمجال الاقتصادي، إضافة إلى ترسيخ مفهوم البورصة لدى العامة بزيادة الإشهار السمعي البصري، وإقامة أيام مفتوحة تمس مختلف ربوع الوطن.
- تطبيق مبدأ السيولة الذي يرمي إلى التسهيل لحاملي الأصول المالية بتحويل هذه الأخيرة إلى سيولة بأقل التكاليف، بسرعة وبدون أي قيود، ولتحقيق مبدأ السيولة وجب الاعتماد على حرية الاستثمار، حرية حركة رؤوس الأموال وكذا الاستقرار.
  - التأكيد على ضرورة وجود عدد هائل من المتعاملين على مستوى السوق المالي بفرعيه سوق الإصدار وسوق التداول لضمان التنافسية وتحقيق الفعالية للبورصة.
  - زيادة العرض وذلك برفع عدد الشركات المدرجة في البورصة عن طريق حوصصة المؤسسات العمومية، وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
  - زيادة الطلب على الأوراق المالية وذلك من خلال منح تخفيضات جبائية في بعض الأحيان، أو منح إعفاءات في أحيان أخرى على توزيعات الأرباح، كما نقترح تخفيض الضريبة على أرباح الشركات IBS بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة لتحفيز الشركات الصغير والمتوسطة للولوج ضمن البورصة رفع كفاءة البورصة عن طريق التقييم الجيد للأصول المالية تحسين طرق تسعيرها، وتسهيل انتقال ملكية الأوراق المالية، وكذلك حماية المدخرين.
  - يمثل السوق الموازي في الاقتصاد الجزائري ما يقارب 40% من الناتج المحلي الخام، وهي نسبة لا يستهان بها، إلا أن هذا السوق لا يحفز بالمرّة الاستثمار في الأصول المالية، لأنه سوق لا يقع تحت رقابة الدولة ولا يخضع للضرائب، لذا فهو قبلة لأغلب المستثمرين لما يدره عليهم من مداخيل مرتفعة، وعليه فإن على السلطات العمل على حل هذه الأسواق وإعادة تنظيمها وإخضاعها للمصالح الضريبية.

## ● آفاق الدراسة:

إن موضوع لبورصة يعتبر موضوعا واسعا وهو من مواضيع الساعة، ويعتبر هذا المجال خصبا للبحث، وواعدا لاستقطاب اهتمام الباحثين للإلمام به من عدة جوانب، وفيما يلي بعض الجوانب التي يمكن أن تكون مواضيعا للبحث في المستقبل:

- آليات تفعيل السوق المالي الجزائري.
- عزوف الاستثمار في بورصة الجزائر وكيفية الحد منه.
- كيفية استقطاب الاستثمار الأجنبي إلى بورصة الجزائر.





# المقدمة العامة

## قائمة الجداول

# الفهرس العام

**الفصل الأول:**

**كفاءة سوق رأس المال**

**ومعوقات الحصول عليهما**

# الفصل الثاني: السوق المالي في الجزائر

**الفصل الثالث:**

**مقاربات بورصة الجزائر**

## قائمة المصادر والمراجع

# الخاتمة العامة



## قائمة المصادر و المراجع :

الكتب باللغة العربية:

- 1 - إبراهيم سلطان- محمد صالح الحناوي- جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001-2002.
- 2 - السيد محمد أحمد جاهين، سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978/1981، دار النهضة العربية، القاهرة 2001.
- 3 - الزبيدي حمزة محمود، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان 2002.
- 4 - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000.
- 5 - حسام الدين محمد السيد، البورصة والأسهم، الطبعة الأولى، شركة ألفا للتجارة والتوزيع، مصر 2005.
- 6 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان 2012.
- 7 - شعون شعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر 2005.
- 8 - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، الطبعة الأولى، عالم الكتب، القاهرة 2003.
- 9 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000.
- 10 - عبد الغفار حنفي - رسمية قرياص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر 1997.
- 11 - عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1995.
- 12 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان 2008.
- 13 - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، القاهرة 2009.
- 14 - محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، مصر 1996.
- 15 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
- 16 - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمية العامة، الجزائر 1998.

## الكتب باللغة الأجنبية:

- 1- Bodie Zvi. Kane. Alex. And Marcus J. Alex, **investments**, 6th edition, Mc Graw Hill, New delhi 2005.
- 2- Bodie Z.Kane et Marcus A, **essentials of investments**, time minor higher education group, INC Chicago USA.
- 3- Charles, P Jones, **investments analysis and management**, John milg and sons INC, New York 1996.
- 4- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **DECF 4 Manuel & Applications Gestion financière**, 13<sup>ème</sup> Edition, DUNOD, Paris 2004.
- 5- Joseph C., **Credit risk analysis potfolio credit mitigation**, 1st edition. Mc Graw Hill, New Delhi 2006.
- 6- Mishkin F. S. & Eakins S. G, **Financial Markets & Institutions**, 5<sup>th</sup> Edition, Addison & Wisley 2006.
- 7- M.Montoussée, H. Bourachot, G. Renouard, J. -L. Rettel, **100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers**, 4<sup>o</sup> édition, Bréal, France 2010.
- 8- Philippe Bernard, **Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financières (MEDAF)**, Université Paris-Dauphine, Novembre 2007.
- 9- S. A. Ross, **Finance**, In M. Milgate & P. Newman J. Eatwell editor, Stockton Press, New York 1989.

## المذكرات:

- 1 - بن اعمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان 2012-2013.
- 2 - بن صوشة ثامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2008-2009.
- 3 -بوخلخال عائشة، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق، مذكرة ماجستير، فرع قانون الأعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، جامعة الجزائر 2001-2002.
- 4 -بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، مذكرة شهادة الدراسات العليا المتخصصة PSG، جامعة منتوري قسنطينة 2007.

- 5 - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006/2005.
- 6 - تكارلي صوفية نبيلة، السوق المالي وبورصة الجزائر، بحث مقدم ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006-2005.
- 7 - حفصي رشيد، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر (دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2010-2011.
- 8 - ذهبي ربة، الإستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميحي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2 2012-2013.
- 9 - عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي تبسة 2004.
- 10 - فتحية بن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وآفاق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2002-2003.
- 11 - فيصل حميدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، فرع علوم اقتصادية، التخصص دراسات اقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2006.
- 12 - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 2009-2010.

### البحوث والمجلات:

- 1 - إبراهيم حسن، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحديات، بحث مقدم إلى ندوة صندوق النقد العربي، دور القطاع الخاص في الاقتصاديات العربية، الكويت 1999.
- 2 - المشرىف ريجان، الطاوس حمداوي، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عدد 34، عنابة جوان 2013.
- 3 - بوعزة دين، مجلة علوم تكنولوجيا وتنمية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في الجزائر، الوكالة الوطنية لتنمية البحث العلمي، العدد 01، 2007.
- 4 - حميدة مختار، مجلة الباحث، التخصص عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات وشروط النجاح)، عدد 07، ورقلة 2009-2010.

- 5 - عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج في ظل العولمة (الحالة العربية)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، السعودية.
- 6 - مجلة أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 79، صندوق النقد العربي 2014.

## الملتقيات:

- 1 - عثمانى حسين وشعابنية سعاد، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، 07/06 ماي، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2012.
- 2 - زيدان محمد، نورين بومدين، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006.

## التشريعات والقوانين والجرائد الرسمية:

- 1 - الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المادة 12-13، العدد 11، 2003/02/19.
- 2 - الجريدة الرسمية، مرسوم تشريعي رقم 10/93، المادة 35-60، العدد 34، 23 ماي 1993.
- 3 - الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المادة 15-19، العدد 11، 19 فيفري 2003.
- 4 - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

## المنشورات والجرائد:

- 1 - منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تنظيم اللجنة مهامها وصلاحياتها، 2004.
- 2 - COSOB, Rapport annuel 2011, p12-14
- 3 - COSOB, Rapport annuel 2012, p35
- 4 - COSOB, Rapport annuel 2014
- 5 - Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997
- 6 - Notice d'information 99 Hôtel El-Aurassi, p06.

المواقع الالكترونية:

- 1 - <http://www.cosob.org/listes-des-emetteurs/>,
- 2 - [www.sgbv.dz/index.php](http://www.sgbv.dz/index.php)
- 3 - <https://www.google.com/search?q=capitalisation+de+la+bourse+algérienne&ie=utf-8&oe=utf-8>