



المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي

بتيسمسيلت



معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

الموضوع :

آليات إنضمام المؤسسة الجزائرية إلى البورصة

دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وتونس والدار البيضاء (المغرب)

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص : علوم المالية

تحت إشراف الأستاذ :

لخضر بلحسين

من إعداد الطلبة :

✓ الجوهر شاد

✓ عائشة لعيدوي

لجنة المناقشة :

الأستاذ : سعد الله بكاري.....رئيسا

الأستاذ : لخضر بلحسين .....مقررا

الأستاذ : سالم عادل مجدي .....ممتحنا

السنة الجامعية : 2016/2015

## الشكر والتقدير

قال تعالى: «وَلَكِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ» سورة إبراهيم الآية (07).

اللهم لك الحمد حمدا كثيرا، طيبا مباركا فيه، ولك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك  
ولك يارب على ما أنعمت علينا من قوة وصبر في إنهاء هذا العمل.  
فلنشكر الله شكر الشاكرين عدد ما كان وعدد ما يكون، على توفيقه لنا وتسهيل الصعب أمامنا  
ونسأل الله أن يكون هذا العمل خالصا لوجهه الكريم، فإن أصبنا فمن عند  
الله وإن أخطئنا فمن قصور علمنا، والصلاة والسلام على رسول الله قدوتنا، وعلى آله وأصحابه  
التابعين له بإحسان إلى يوم الدين.

نشكر كل من علمنا حرفا ولقننا درسا وأعطانا نصحا، وكان نعم الموجه، فلإرشاداته القيمة وروحه  
الطيبة الفضل الأكبر في إنجاز هذا العمل، ألا وهو الأستاذ المشرف "الخضر بلحسين"، والشكر  
موصول إلى كل أساتذة قسم العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بالمركز الجامعي بتيسمسيلت،  
كما نشكر أعضاء اللجنة الموقرة الذين تكرموا علينا، وتشرفنا بمناقشتهم لعملنا هذا. "الأستاذ سعد  
الله بكارى رئيسا، والأستاذ سالم عادل مجدي ممتحننا".

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأخ محمد وهاب الذي لم ييخل علينا، وزودونا بالمراجع  
القيمة.

مع توجيه الشكر والعرفان إلى كل من ساعدنا في تقديم هذا العمل من إبتسامة إلى مد يد عون.

الطالبتين : عائشة لعيدوي

الجوهر شاد

## الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى :

إلى من قاسمتني السهر والعناء فكانت لأسقامي خير دواء "والدتي حفظها الله وأطال في عمرها".

إلى من أعطى فلم يكل العطاء وبذل فكان أسمى من السخاء "والدي حفظه الله وأطال في عمره".

إلى كل إخوتي وأخواتي.

إلى من كانوا لي القدوة الحسنة ولدربي النبراس المضيء "أساتذة المركز الجامعي بتيسمسيلت".

إلى صديقتي الغالية "عائشة" التي قاسمتني إنجاز هذا العمل.

إلى من كانوا نعم الأصدقاء والإخوة "زملائي وزميلاتي في الجامعة".

مع تمنياتي لهم بالتوفيق جميعاً.

إلى كل من أحاطني بالمحبة والإهتمام.

الطالبة: الجواهر شاد

## الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى :

إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني، إلى بسملة الحياة وسر الوجود، إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي " أمي الحبيبة".

إلى من كلله الله بالهيبية والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل أسمه بكل افتخار "والدي العزيز".

إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والعطاء إلى يبايع الصدق الصافي إلى من معهم سعدت، وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة سرت " أخواتي".

إلى من سرنا سويلاً ونحن نشق الطريق معاً نحو النجاح والإبداع إلى صديقتي "الجوهر".

إلى كل من التقيت بهم في درب الدراسة "الأصدقاء".

إلى من علمونا حروفاً من ذهب وكلمات من درر وعبارات من أسمى وأجلى عبارات في العلم إلى من صاغوا لنا علمهم حروفاً ومن فكرهم منارة تنير لنا سيرة العلم والنجاح إلى " أساتذتنا الكرام".

الطالبة : عائشة لعيدوي

## قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
04	المتدخلون في الأسواق المالية	الشكل (1.1)
12	أهمية البورصة في الإقتصاد	الشكل (2.1)
16	أنواع كفاءة السوق المالي	الشكل (3.1)
19	فرضيات الصيغ الثلاث لكفاءة السوق المالي	الشكل (4.1)
42	هيكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	الشكل (1.2)
53	الهيكل التنظيمي العام للشركة التونسية للأوراق المالية	الشكل (2.2)
62	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء (المغرب)	الشكل (3.2)
95	تطور البورصة خلال الفترة (2011-2016)	الشكل (1.3)
98	تطور مؤشر توناندكس (الفترة 2011-2014)	الشكل (2.3)
99	تطور الرسملة السوقية (بملايين الدينارين 2013-2014)	الشكل (3.3)
101	التطور الشهري لمؤشر مازي العائم ورسملة البورصة سنة 2013 (بمليار درهم)	الشكل (4.3)
101	تطور مؤشر فوتسي CSE المغرب ومؤشر مازي العائم سنة 2013 (بمليار درهم)	الشكل (5.3)

## قائمة الإختصارات والرموز

الرمز	الدلالة بالعربية	الدلالة بالفرنسية
APSI	وكالة دعم وتطوير الإستثمار	Agence de Promotion et de Soutenir l'Investissement.
BADR	بنك الفلاحة والتنمية الريفية	Banque de l'Agriculture et du Développement Rural.
BDL	بنك التنمية المحلية	Banque Développement Local
BEA	البنك الخارجي الجزائري	Banque Extérieur d'Algérie
BNA	البنك الوطني الجزائري	Banque Nationale d'Algérie
BVM	بورصة القيم المنقولة	Bourse des Valeurs Mobilières
CNEP	الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط	Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
CPA	القرض الشعبي الجزائري	Crédit Populaire d'Algérie
FCP	صناديق الإستثمار المشتركة	Fond Commun de Placement
IBS	الضريبة على أرباح الشركات	Impôt sur les Bénéfices des Sociétés
IOB	الوسطاء في عمليات البورصة	Intermédiaires en Opération de Bourse
NSC	نظام التداول الإلكتروني	Nouveau Système de Cotation
OPCVM	القيم المنقولة في نظام الإستثمار	Organisme de Placement en Valeurs Mobilières
SARL	شركة ذات مسؤولية محدودة	Société à Responsabilité Limitée
SICAV	شركة الإستثمار مع رأس المال المتغير	Société d'Investissement à Capital Variable
SGBV	شركة تسيير بورصة القيم	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs
SVM	مؤسسة القيم المنقولة	Société des Valeurs Mobilières
SNC	شركات الأشخاص	Société en Nom Collectif
SPA	شركة ذات أسهم	Société Par Actions
TAIC	الرسم على النشاط الصناعي للعمال	Taxe sur l'Activité Industrielle et Commerciale
TVA	الرسم على القيمة المضافة	Taxe Valeur Ajoutée
VF	الدفع الجزائي	Versement Forfaitaire

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
114	تطورات وأداء بورصة الجزائر	الملحق (01)
115	تطورات وأداء بورصة تونس	الملحق (02)
117	تطورات وأداء بورصة الدار البيضاء	الملحق (03)

## الملحق رقم (01) : تطورات وأداء بورصة الجزائر

سبتمبر	أوت	جويلية	2015	2015	2014	
			الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
						عدد الشركات المدرجة
2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
						القيمة السوقية
9.718	9.713	9.701	9.718	9.780	9.689	بالدينار الجزائري (مليون)
91.5	91.6	97.7	91.5	98.7	116.4	بالدولار الأمريكي (مليون)
						أحجام التداول
5.433	5.455	5.488	15.376	19.632	18.765	بالدينار الجزائري (ألف)
41.7	51.5	55.3	144.8	198	225.5	بالدولار الأمريكي (ألف)
11.2	12	11.2	34.4	33.3	31.5	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
8	9	8	25	24	24	عدد أيام التداول
5.22	5.72	6.91	5.79	8.25	9.40	متوسط التداول اليومي (ألف)
0.05	0.05	0.06	0.16	0.20	0.19	معدل دوران السهم (%)
						مؤشر صندوق النقد العربي
2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
91.5	91.6	97.7	91.5	98.7	116.4	القيمة السوقية (مليون دولار)
66.9	67	71.5	66.9	71.7	85.4	مؤشر الأسعار
-0.2	-6.3	-0.2	-6.7	-5.5	-4.8	نسبة التغير في مؤشر الأسعار
						أسعار الصرف
106.2	106	99.3	106.2	99.1	83.2	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-0.2	-6.7	-0.2	-7.1	-5.8	-5	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر : صندوق النقد العربي، "النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، الربع الثالث، العدد الثاني

والثمانون، 2015، ص 75.

## الملحق رقم (02) : تطورات وأداء بورصة تونس

سبتمبر	أوت	جويلية	2015	2015	2014	
			الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
						عدد الشركات المدرجة
78	78	78	78	77	78	بورصة تونس
						القيمة السوقية
17.493.0	18.190.7	18.691.3	17.493.0	19.167.2	14.702.4	بالدينار التونسي (مليون)
8.896.4	9.302.3	9.498.6	8.896.4	9.744.9	8.160.3	بالدولار الأمريكي (مليون)
						أحجام التداول
12.1	14.4	16.8	43.3	75.6	33.2	بالدينار التونسي (مليون)
6.2	7.4	8.6	22	38.5	18.4	بالدولار الأمريكي (مليون)
94.4	154.3	119.6	368.3	635.997	198.5	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
20	20	22	62	63	61	عدد أيام التداول
0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.3	متوسط التداول اليومي

0.07	0.08	0.09	0.25	0.39	0.23	معدل دوران السهم (%)
						المؤشرات المحلية
5.274.5	5.488.3	5.634.3	5.274.5	5.718.9	4.580.3	مؤشر بورصة تونس
-3.9	-2.6	-1.5	-7.8	7.6	-0.3	نسبة التغير في المؤشر (%)
14.6	15.2	15.6	14.6	16	13.2	مضاعف السعر إلى العائد
2.2	2.2	2.3	2.2	2.4	1.7	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
3.8	3.6	3.6	3.8	3.4	3.9	الربح (%)
						مؤشر صندوق النقد العربي
36	36	36	36	36	36	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
6.096.7	6.111.3	6.392.7	6.096.7	6.553.1	5.342.4	القيمة السوقية (مليون دولار)
83.4	83.6	87.5	83.4	89.7	73.1	مؤشر الأسعار
-0.2	-4.4	-2.4	-7	6.7	-1.7	نسبة التغير في مؤشر الأسعار
						أسعار الصرف
1.9663	1.9555	1.9678	1.9663	1.9669	1.8017	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-0.5523	0.6251	-0.0458	0.0305	-0.2191	-7.1930	نسبة التغير في أسعار الصرف

المصدر : صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 27.

## الملحق رقم (03) : تطورات وأداء بورصة الدار البيضاء

سبتمبر	أوت	جويلية	2015	2015	2014	
			الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الثالث	
						عدد الشركات المدرجة
75	75	75	75	75	74	بورصة الدار البيضاء
						القيمة السوقية
477.589	476.594	496.267	477.589	486.715	497.008.4	بالدرهم المغربي (مليون)
49.072.6	49.081.8	50.565.7	49.072.6	49.975.3	56.879.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
						أحجام التداول
6	6.2	11.9	24.1	37.6	50.9	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
18	18	21	57	64	60	عدد أيام التداول

6.7	6.8	8.4	7.4	9.8	12.8	متوسط التداول اليومي (مليون)
0.2	0.2	0.3	0.9	1.2	1.3	معدل دوران السهم (%)
						المؤشرات المحلية
9.223.4	9.345.7	9.74	9.223.4	9.578.3	10.080.8	مؤشر بورصة الدار البيضاء
-1.3	-4	1.7	-3.7	-6.7	9.3	نسبة التغير في المؤشر (%)
						مؤشر صندوق النقد العربي
37.402	37.750	38.050	37.402	38.137	40.006	القيمة السوقية (مليون دولار)
399.4	403.1	406.3	399.4	407.2	472.2	مؤشر الأسعار

-0.9	-0.8	-0.2	-1.9	-6.4	7.1	نسبة التغير في مؤشر الأسعار
						أسعار الصرف
9.7323	9.7102	9.8143	9.7323	9.7391	8.7379	أسعار الصرف في نهاية الفترة
-0.23	1.06	-0.77	0.07	-0.45	-6.6508	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر : صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 53.

## الملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى إستنباط أهم نقاط الإشتراك والإختلاف بين بورصات دول المغرب العربي (الجزائر، المغرب وتونس)، من خلال الدراسة المقارنة بين الجانبين النظري والتطبيقي للبورصات. ونظرا لما يمتاز به هذا الموضوع من أهمية بالغة. وبما أن البورصة مكان لمحاولة تكاثر أموال الشخص المخاطر فيها، فإنها تعد مركز إهتمام العديد من رجال الأعمال والمستثمرين، والكثير من حملة رؤوس الأموال على إختلاف أشكالهم.

حيث وصلنا إلى بعض النتائج الملموسة، أن بورصة الجزائر من أضعف الأسواق على مستوى العالم، وحتى العربي (مقارنة ببورصة تونس والمغرب كما تم توضيحه في الدراسة)، بل أكثر من ذلك فلقد وجدنا أنها في تراجع في خط مستمر، وترجع أهم الأسباب إلى عدم تحسين وضعية السوق المالية، وفق ما تقدمه الدراسة النظرية والأبحاث التجريبية في النظرية المالية، إضافة إلى ضعف رأسمال البورصة. ولتحسين السوق المالية، تعتمزم بورصة الجزائر التحضير لتدابير خاصة، تسمح للمستثمرين بشراء الأسهم في السوق المالي أو البورصة، بالإضافة إلى فتح شبائيك لها على مستوى جميع البنوك، لتكون هناك أكثر فعالية، وحركية على مستوى البورصة.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية، كفاءة الأسواق المالية، البورصة، آليات الإدراج، المعوقات.

**Résumé :**

Cette étude entre dans le but de faire une étude comparé points et la différence entre les marchés boursiers des pays du Maghreb (Algérie, Maroc et la Tunisie), à travers une étude comparative entre les parties théoriques et pratiques. Compte tenu de l'avantage et de l'importance de cette question. L'étude est basée sur l'idée qu'il existe des avantages et des inconvénients qui accompagne les entreprises dans leur essai d'introduire la bourse. Ce marché boursier et plein de divers partis prenantes que l'entreprise doit savoir tirer le maximum de profit, avec un important arsenal de communication, de coûts et beaucoup de argument pour les investisseur qui vont assurer le futur financement de différents formes.

Nous avons trouvé quelques résultats dont la faiblesse inquiétante de la bourse d'Alger par rapport a l'international et même au niveau du Maghreb. mais plus que cela, on a constaté que c'est en baisse dans une ligne continue, dans un temps où la théorie financière fournis beaucoup de solutions, et la où tous les pays et compris celle du Maghreb essayent de garder une évolution contenu de leurs marchés financiers.

**Mots clés :** marchés financiers, l'efficacité des marchés financiers, le marché boursier,

## فهرس المحتويات

الصفحة	البيان
III	الإهداء
IV	الشكر والتقدير
V	الملخص
VIII-VI	فهرس المحتويات
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الملاحق
XI	قائمة الإختصارات والرموز
أ-و	المقدمة العامة
	<b>الفصل الأول : الأسس النظرية للأسواق المالية وآليات الإنضمام إليها</b>
02	تمهيد الفصل
03	<b>المبحث الأول : مدخل إلى الأسواق المالية</b>
03	المطلب الأول : تقديم الأسواق المالية
09	المطلب الثاني : وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية
13	المطلب الثالث : خصائص سوق الأوراق المالية
14	<b>المبحث الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية</b>
14	المطلب الأول : مفهوم كفاءة وأنواع سوق الأوراق المالية
17	المطلب الثاني : أهمية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثالث : معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية
24	<b>المبحث الثالث : النماذج النظرية لأسباب ومعوقات الإنضمام إلى الأسواق المالية</b>
24	المطلب الأول : النماذج النظرية الشارحة لأسباب الإنضمام
29	المطلب الثاني : المعوقات النظرية المرتبطة بالإنضمام إلى البورصة
30	المطلب الثالث : تنظيم عملية الإدراج في البورصة

33	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : تقديم بورصات دول المغرب العربي قيد الدراسة
35	تمهيد الفصل
36	المبحث الأول : بورصة الجزائر
36	المطلب الأول : نشأة وتطور بورصة الجزائر
43	المطلب الثاني : أسباب وشروط الإدراج في بورصة الجزائر
46	المطلب الثالث : معوقات وتحفيزات بورصة الجزائر
51	المبحث الثاني : بورصة تونس
51	المطلب الأول : نشأة وتطور بورصة تونس
54	المطلب الثاني : شروط الإدراج في بورصة تونس
58	المطلب الثالث : مزاي وعوائق الإستثمار في بورصة تونس
60	المبحث الثالث : بورصة الدار البيضاء (المغرب)
60	المطلب الأول : نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء
63	المطلب الثاني : شروط إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء (المغرب)
65	المطلب الثالث : مزاي وعوائق الإدراج في بورصة الدار البيضاء
68	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث : دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وتونس والدار البيضاء (المغرب)
70	تمهيد الفصل
71	المبحث الأول : المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب الإقتصادي والمالي.
71	المطلب الأول : الجانب الإقتصادي
73	المطلب الثاني : الجانب التنظيمي والإطار التشريعي
78	المطلب الثالث : الجانب المالي (الإفصاح المالي ودقة المعلومات)
80	المبحث الثاني : تقييم أداء أسواق الأوراق المالية المغربية.
80	المطلب الأول : تقييم أداء بورصة الجزائر
84	المطلب الثاني : تقييم أداء بورصة تونس

88	المطلب الثالث : تقييم أداء بورصة الدار البيضاء
92	المبحث الثالث : تدابير النهوض بالسوق المالي (البورصة).
92	المطلب الأول : أنشطة بورصة الجزائر
96	المطلب الثاني : أنشطة بورصة تونس
100	المطلب الثالث : أنشطة بورصة الدار البيضاء
102	خلاصة الفصل
104	خاتمة عامة
108	قائمة المصادر والمراجع
114	الملاحق

## تمهيد :

إثر إنحيار سياسات الإقتصاد الموجه، جاء ما يعرف بإقتصاد السوق ليعوض ما سبقه، ومن المعروف أن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية أرتبط بمجيء وتطور الرأسمالية. ومن هنا برزت أهمية الأسواق المالية المغاربية، كأحد أهم الآليات، التي يتم بواسطتها توفير المصادر التمويلية لجميع القطاعات الإقتصادية.

وهذا ما إستدعى ضرورة البحث عن مصادر أخرى للتمويل، تسمح بتدخل وسطاء ماليين، للجمع بين عارضي الأموال وطالبيها، والتي تتمثل في الأسواق المالية.

ونظرا لما تتمتاز به الأسواق المالية من مرونة عالية، مقارنة بأسواق أخرى لرؤوس الأموال، ما جعلها تنفرد بميزة التأقلم مع المتغيرات، ولذا حظيت هذه الأخيرة بأهمية بالغة في الإقتصاد بصفة عامة، ولدى المستثمرين والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية بصفة خاصة، حيث يمثل السوق المالي الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية، من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، فهي تمثل فرص إستثمارية ممتازة، وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، وتهدف البورصات إلى تأمين السيولة، وتجميع المدخرات للإسهام الإنتاجي أو في إضافة وحدات إنتاجية جديدة، وعن طريق البورصات حتى تتمكن الدول من سد إحتياجاتها المالية اللازمة، للقيام بأعبائها المتزايدة ولتمويل أهداف التنمية، وذلك بإصدار سندات طويلة الأجل، والبورصات سوق مثالي تتحقق فيه المنافسة الحرة، وتحدد فيه الأسعار، وفقا لقانون الطلب والعرض.

تعمل البورصة التي أصبحت تمثل في العقود الأخيرة المرآة العاكسة لإقتصاديات الدول، 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 أقوىاء كانوا أم بسطاء، كما تحمي مصالحهم وأموالهم، من أساليب الغش، الإستغلال والتدليس.

## ❖ مشكلة الدراسة :

تكمن إشكالية هذا البحث في عدم وجود إهتمام فعلي وكافي من طرف الوصاية للبورصة، بإيجاد الطرق والسبل الملائمة لتنشيطها وتنميتها. فالبورصة تفتح الأبواب أمام المؤسسات لتنويع مصادر تمويلها، بحيث أن الإنضمام إلى البورصة يمكن من ترقية نمط التسيير بالمؤسسة، وتحقيق النقلة النوعية على مستوى ترشيد الحكامة بالمؤسسات.

ويعد الدخول في البورصة عملية معقدة تتطلب عملا معمقا بالنسبة لهذه المؤسسات، التي تستفيد دائما من تمويل أكيد من الخزينة العمومية أو البنوك، مع ضرورة مضاعفة الجهود لتطوير المؤسسة الجزائرية، من خلال إجراءات مرافقة بغرض إضفاء مزيد من الشفافية، إضافة إلى إعداد مخطط تنمية لضمان إستمراريتها وبقائها ضمن النسيج الإقتصادي. مما يوجب على الدولة أن تؤلّيها إهتماما خاصا نظرا لكونها ترتبط بمعظم أوجه النشاط الإقتصادي.

ومن خلال ما سبق يمكن حصر الإشكالية العامة في التساؤل الرئيسي التالي :

ما هي المتطلبات التي يجب أن تتوفرها المؤسسة حتى يتسنى لها الإدراج في البورصة في ظل ما توفره هذه الأخيرة من آليات لتذليل العقبات التي تعيق سير العملية ؟

ولفهم وتبسيط التساؤل الرئيسي نقوم بصياغة الأسئلة الفرعية التالية :

- \* ما المقصود بالأسواق المالية، وما هي الخصائص المميزة لها ؟
- \* ما المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية ؟ وكيف يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة ؟
- \* ما هي العقبات التي تواجه البورصة الجزائرية ؟ وما هي الأسباب والظروف التي حالت دون بروز بورصة القيم المنقولة، وإنطلاقها الحسن بالجزائر مقارنة ببورصتي تونس والدار البيضاء (المغرب) ؟

#### ❖ الفرضيات :

- من خلال الإشكالية المطروحة، إرتأينا صياغة مجموعة من الفرضيات والتي نعتبرها كإجابات أولية على الإشكالية وأسئلتها الفرعية، وهي كالتالي :
- \* السوق المالي هو ذلك المكان الذي يتم فيه تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي (المدخرين) إلى وحدات العجز المالي (المستثمرين). ونظرا للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية، بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع، بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
  - \* تحقيق كفاءة السوق المالي تعتمد بالدرجة الأولى على مدى توفر المعلومة وصحتها، إذ أنها تساهم بشكل أساسي في توقع العائد، وتسمح للمستثمر بتحديد القيمة التي يتم على أساسها إتخاذ القرار الإستثماري في سوق الأوراق المالية.
  - \* العقبات التي تواجه بورصة الجزائر عقبات سياسية، قانونية، إقتصادية، إجتماعية وثقافية.

## ❖ أهمية الدراسة :

تكمن أهمية هذه الدراسة في توضيح الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية، ومدى أهميتها بالنسبة للإقتصاد وللمستثمر. وكيف تتم عملية الإدراج بالنسبة للأصول المالية في البورصة، ومحاولة التعرف على أهم الصعوبات والأخطاء التي تعترض عملية الإدراج في البورصة. لتتم عملية الإدراج بصورة ناجحة وتفتح المجال أمام المؤسسات الأخرى. كون بورصة الأوراق المالية تعد قناة من قنوات التمويل بالنسبة للإقتصاد، بحيث تقوم بمنح فرص الإستثمار، وتنويع محافظ المستثمرين في الأصول المالية، هذا من جهة، وتعمل على سد الإحتياجات التمويلية لأصحاب العجز المالي من جهة أخرى، والملاحظ أن بورصة الجزائر لم تقوم بهذا الدور التمويلي، مما ترك عدة نقاط إستفهام تتبادر إلى أذهان أغلب الباحثين والإقتصاديين.

## ❖ أهداف الدراسة :

نظرا للأهمية البالغة لهذا الموضوع يصبو هذا البحث إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها :

- \* تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية.
- \* محاولة التعرف على نظرية كفاءة الأسواق المالية ومتطلباته، والوقوف على أهم معوقات قيامها.
- \* تحديد المعوقات والتحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية المغاربية، وبدرجة أكبر السوق المالي الجزائري ومحاولة إقتراح حلولاً للحد من المعوقات ومواجهة التحديات.

## ❖ الدراسات السابقة :

لم تكن هناك دراسات سابقة تربط بين متغيرات الدراسة، وكل الدراسات المستعان بها كانت حول أحد جوانب الموضوع، حيث تناولت كل الدراسات السابقة معوقات الأسواق المالية، كفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية في الجزائر. ولم تخصص دراسات في آليات إنضمام المؤسسات إلى البورصة.

**بوكساني رشيد :** معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهي رسالة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، بجامعة الجزائر سنة 2006، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية، وسبل تطويرها قصد ترابطها.

قام الباحث بتقسيم دراسته إلى بابين، حيث إهتم في الباب الأول بدراسة الجوانب النظرية، والفنية لأسواق الأوراق المالية، وفيه تناول ثلاثة فصول بالترتيب التالي: الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة

ومؤشرات أسواق الأوراق المالية، وأثر العولمة عليها، أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما، وأسواق الأوراق المالية الناشئة.

أما الباب الثاني من هذه الأطروحة، فقد درس فيه الباحث، واقع أسواق الأوراق المالية العربية، وسبل تفعيلها، حيث خصص الفصل الأول لواقع أسواق الأوراق المالية العربية، ثم تناول في الفصل الثاني، معوقات هذه الأسواق، وتضمن الفصل الثالث من هذا الباب تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها. بوضياف عبير : سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، لكلية العلوم الإقتصادية والتسيير، بجامعة منتوري قسنطينة، سنة 2007، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول ضرورة حتمية بورصة الأوراق المالية كآلية فرضتها التعاملات والعمليات الناشئة بين المتعاملين الإقتصاديين.

قامت الباحثة بتقسيم دراستها إلى ثلاثة فصول، حيث إهتمت في الفصل الأول بماهية السوق المالي، ودوره في تمويل التنمية الإقتصادية، وفيه تناولت مبحثين بالترتيب: ماهية السوق المالي، دور السوق المالي في تمويل التنمية. أما الفصل الثاني من هذه الأطروحة، فقد درست فيه الباحثة بورصة الأوراق المالية، حيث خصصت المبحث الأول لماهية البورصة، ثم تناول في المبحث الثاني الأوراق المالية، أما بالنسبة للمبحث الثالث، فتطرق إلى كيفية التعامل في سوق الأوراق المالية، والأطراف المتدخلة فيها. وتضمن الفصل الثالث بورصة الجزائر، والذي يحتوي على مبحثين، تطرقت في المبحث الأول إلى نشأة بورصة الجزائر وإمكانية تفعيلها، أما بخصوص المبحث الثاني، فدرست فيه معوقات أسواق الأوراق المالية، مع التركيز على حالة الجزائر.

### صعوبات الدراسة :

- تتجلى أبرز الصعوبات التي إعتضت لإنجاز هذا البحث في :
- \* قلة المراجع خاصة فيما يتعلق ببورصة الدار البيضاء وبورصة تونس.
  - \* صعوبة الحصول على إحصائيات دقيقة وكافية لإنجاز البحث.
  - \* إختلاف الإحصائيات بين المصادر (فإحصائيات وزارة المالية ليست هي إحصائيات المجلس الوطني الإقتصادي والإجتماعي وليست هي إحصائيات الديوان الوطني للإحصائيات).

## ❖ أسباب إختيار الموضوع :

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة إلى إختيار هذا الموضوع فيما يلي :

\* الإرتباط الوثيق الموجود بين الموضوع وطبيعة الإختصاص "علوم المالية " فهو يمثل مجالا خصبا للبحث، كما أنه يقع ضمن دائرة الميول والرغبة الشخصية.

\* محاولة الإسهام بشكل فاعل في إثراء المكتبة بدراسة تكون قبلة لأهل الإختصاص، والمتعطشين لمعرفة حبايا البورصة، والدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تنشيطها.

## ● منهج الدراسة :

للإجابة عن الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها، ومحاولة إثبات أو نفي الفرضيات المتبناة، بالنظر إلى طبيعة الموضوع، وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة، والإحاطة بمختلف جوانبها، تم المزج بين العديد من المناهج، وهي :

## \* المنهج التاريخي :

حيث ستم الإستعانة به في تتبع الأحداث والتطورات التاريخية في بعض أجزاء البحث، كالنشأة والتطور، بالنسبة للأسواق المالية، والبورصات الثلاثة (الجزائر، تونس، المغرب).

## \* المنهج الوصفي :

تم الإستعانة به بالنظر إلى طبيعة العناصر، التي سيتم تناولها من خلال عرض الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية، كفاءة هذه الأسواق، كما تم الإستعانة به في تتبع تطورات البورصة للدول المغاربية.

## \* المنهج التحليلي :

تطلب الأمر إستخدام المنهج التحليلي عند رصد أداء الأسواق المالية المغاربية، وذلك بهدف إستنتاج أهم العقبات، التي تقف في وجه هذه الأسواق، وتقديم بعض الحلول لتطوير وتفعيل أداء الأسواق المالية المغاربية.

## ❖ حدود الدراسة :

لهذه الدراسة حدودا علمية وأخرى زمانية.

## \* الحدود العلمية :

تحاول هذه الدراسة التعريف بالبورصة، والأساسيات النظرية لكفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى متطلبات الحصول على هذه الكفاءة، والمعوقات التي تحد منها، وآليات الإدراج في البورصة. هذا بشكل عام، ثم التطرق إلى هذه المفاهيم وتطبيقها على بورصة الجزائر، تونس والمغرب وإستخلاص أهم النتائج التي تم التوصل إليها.

## \* الحدود الزمانية :

بدأت الدراسة من تاريخ 2016/01/28 إلى غاية 2016/05/12، وذلك من أجل أخذ الوقت الكافي، حتى يتسنى لنا التمعن أكثر في الموضوع، وتوضيح الإطار التنظيمي والعملي لبورصة الجزائر، تونس والمغرب.

## ❖ هيكل الدراسة :

تم تقسيم العمل إلى ثلاثة فصول، حيث تضمن الفصل الأول الأساسيات النظرية للأسواق المالية، وكذا العوامل المرتبطة بالإنضمام، والذي بدوره قسّم إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تناولنا فيه مدخل إلى الأسواق المالية عن طريق تقديم الأسواق المالية من حيث المفهوم، المكونات، الوظائف، الأهمية، وبالإضافة إلى خصائص سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني يتطرق إلى كفاءة أسواق الأوراق المالية، والذي تناول مفهوم وأنواع كفاءة السوق المالي، أهمية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، كذلك معوقات كفاءة أسواق الأوراق المالية. والمبحث الثالث عبارة عن النماذج النظرية المتعلقة بالإنضمام إلى البورصة.

الفصل الثاني تطرقنا فيه إلى تقديم بورصات دول المغرب العربي قيد الدراسة، وقد قسّم إلى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول قدمنا فيه بورصة الجزائر، والمبحث الثاني تطرقنا فيه إلى بورصة تونس، أما المبحث الثالث قمنا فيه بعرض بورصة الدار البيضاء (المغرب). أما فيما يخص الفصل الثالث أردنا من خلاله إجراء دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر، تونس، والدار البيضاء (المغرب)، وقسمناه إلى ثلاثة مباحث، يدور المبحث الأول حول الجانب الإقتصادي والمالي، بالإضافة إلى الإطار التشريعي والتنظيمي، والمبحث الثاني تطرقنا فيه إلى تقييم أداء أسواق الأوراق المالية العربية (الجزائر، تونس والمغرب).

وبالنسبة للمبحث الثالث فتطرقنا إلى، مختلف تدابير النهوض بالسوق المالي (البورصة). وذلك بتقسيمه إلى ثلاثة مطالب، وهي بالترتيب، معظم الأنشطة التي قامت بها البورصة الجزائرية، أنشطة بورصة تونس، أنشطة بورصة الدار البيضاء.

## الفصل الأول : الأسس النظرية للأسواق المالية وآليات الإنضمام إليها

### تمهيد الفصل :

نظرا للأهمية التي تحظى بها الأسواق المالية في أداء دور الوسيط، بين الفئات التي لديها فوائض مالية (المدخرين)، والتي تبحث عن مجالات لإستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي (المستثمرين)، الذين هم بحاجة إلى تمويل مشاريعهم، حيث يتم تبادل رأس المال وفق أشكال وإجراءات معينة، مع توفر الشروط الضرورية، مثل الإستقرار السياسي، البنية التحتية، ملائمة القوانين والتنظيمات.

ولكي تكون الأسواق المالية ذات كفاءة، يجب أن تتمتع تلك الأسواق بقدر عال من المرونة، بحيث تسمح بتحقيق إستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

وعلى الرغم من حدوث بعض التطورات في الأسواق المالية، تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، والتحسن الملحوظ في أدائها، إلا أن هناك بعض السلبيات والمعوقات تعمل على عرقلة تطورها، وتحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور المنشود منها.

إن إدراج الأصول المالية في الأسواق المالية، لا يعني بالضرورة نجاح العملية، ولذلك سنوضح آليات إدراج الأصول المالية فيها، بالإضافة إلى الصعوبات والأخطاء التي تواجه عملية الإدراج في البورصة، وما هي طرق معالجة مثل هذه المشاكل لإنجاح عملية الإدراج، ولفتح المجال أمام المؤسسات الأخرى.

ولهذا سوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى التعرف على الأساسيات النظرية للأسواق المالية، والعوامل المرتبطة بالإنضمام إليها، وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث وهي كالاتي :

- ❖ المبحث الأول : مدخل إلى الأسواق المالية.
- ❖ المبحث الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية.
- ❖ المبحث الثالث : النماذج النظرية لأسباب ومعوقات الإنضمام إلى الأسواق المالية.

## المبحث الأول :

## مدخل إلى الأسواق المالية

تمثلت مهمة الأسواق المالية عند ظهورها، كمكان يلتقي فيه طالبي الأموال وعارضيهما، وإتسع دورها لتصبح إحدى المؤسسات النقدية والمالية، والركيزة الأساسية، التي تقوم عليها الإقتصاديات الرأسمالية. وبين ذلك وذاك تبقى الأسواق المالية المصدر الأهم، للحصول على الموارد المالية في عصر سيطرت عليه قواعد لعبة العملة المالية والإقتصادية.

## المطلب الأول :

## تقديم الأسواق المالية

يمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين، كونها ضرورية لجمع الأموال، وحشد الإدخارات، وتوجيهها نحو الإستثمارات، وتدخّل مساهمة البنوك في السوق المالي، كمساعدة في عمليات التمويل والإستشارة، من خلال العمل كوسطاء في السوق أو مستثمرين، وتقوم المصارف بتوفير التمويل على شكل قروض.

## 1. مفهوم الأسواق المالية

للأسواق المالية تعاريف متعددة ولكنها تصب في معنى واحد.

## 1.1 تعرف الأسواق المالية على أنها :

« الآلية (الأساليب والإجراءات)، التي يتم بواسطتها بيع وشراء، ومبادلة السلع أو الخدمات، أو الأصول المالية (الأسهم والسندات وما شابهها)<sup>1</sup> ».

## 2.1 أما دريد كامل آل شبيب فيعرفها على أنها :

« أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية، مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الإقتصادية، من وحدات الفائض إلى وحدات العجز<sup>2</sup> ».

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شحوط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008، ص 06.

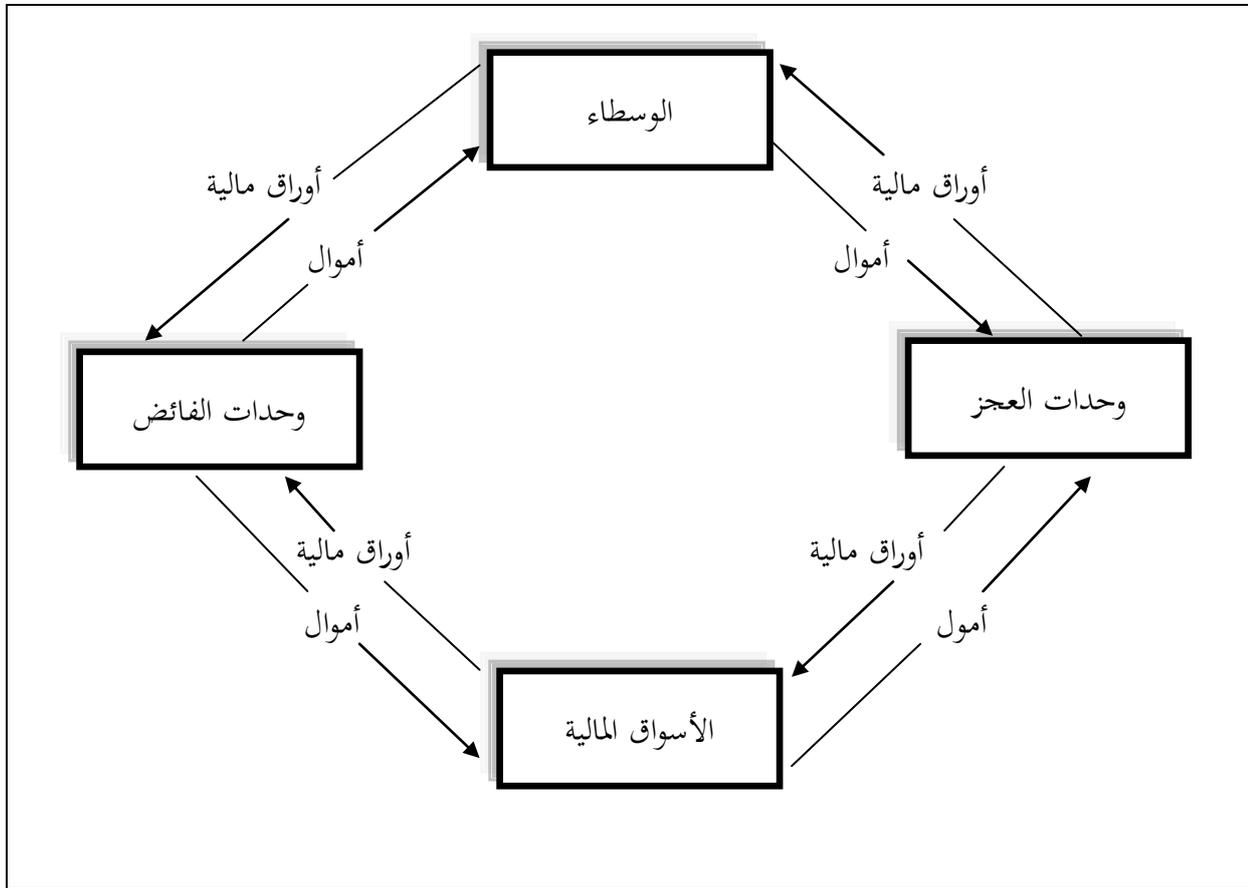
<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص 37.

### 3.1 وتعرف أيضا بأنها :

« نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين 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<sup>1</sup> .»

وعليه فإن مفهوم السوق المالي طبقا للمفاهيم السابقة، تحقق مزايا لكل من وحدات الفائض ووحدات العجز، وهذا ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل (1.1) : المتدخلون في الأسواق المالية



المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على التعاريف السابقة.

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)"، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن/عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 22.

## 2. مكونات الأسواق المالية

يشكل أجل العمليات المالية التي تتم في الإطار التنظيمي لسوق المال أهم معيار للتفرقة بين جناحي سوق المال في أي بلد، وهما : السوق النقدي وسوق رأس المال.

## 1.2 الأسواق النقدية

هي الأسواق التي تتداول فيها أدوات الإستثمار قصيرة الأجل، مثل أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول<sup>1</sup> ... إلخ.

## 2.2 أسواق رأس المال

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، التي تزيد آجال إستحقاقها عن سنة، وتعد من الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، وهي من الأسواق الحاضرة، التي من خلالها يتم تداول الأوراق المالية، بيعا وشراء، مع تنفيذ عمليات البيع والشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية، كبيع الأسهم والسندات في السوق المالي<sup>2</sup>. ويمكن إيجاز مكونات سوق رأس المال فيما يلي :

## 1.2.2 الأسواق الفورية

تتفرع الأسواق الفورية بدورها إلى :

## ❖ الأسواق المنظمة (البورصة)

وهي التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات الرسمية، وفقا للقواعد واللوائح المنظمة، بيعا وشراء لكافة أنواع وأشكال الأسهم والسندات، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات<sup>3</sup>.

## ❖ الأسواق غير المنظمة (الموازية)

ويقصد بها المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، وتكون طريقة التداول بواسطة بيوت السمسرة، من خلال إستخدام شبكة كبيرة من الإتصالات السريعة، التي تربط بين السماسرة، التجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، "أساسيات الإستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 31.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، "مرجع سبق ذكره"، ص 49.

<sup>3</sup> رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة"، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2011، ص 14.

<sup>4</sup> ماجد أحمد عطا الله، "إدارة الإستثمار"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2011، ص 152.

## ❖ الأسواق الإحتكارية

هي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، التي تحدد الجهة المصدرة سعر تداولها، إذ تحتكر تلك الجهات عملية الإصدار وتسعيرة الأداة المصدرة، كإصدارات السندات من قبل الحكومة بسعر فائدة، إذ تحتكر الحكومة عملية الإصدار، وتسعيرة فائدة السندات<sup>1</sup>.

## 2.2.2 أسواق العقود المستقبلية

وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود، يتم تنفيذها في المستقبل، كأن تشتري أوراقا مالية وتتعاقد عليها الآن، ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية، قد تطول إلى عدة أشهر<sup>2</sup>.

## 3. تقسيمات الأسواق المالية

تنقسم الأسواق المالية إلى عدة تقسيمات مختلفة، ومن بينها :

## 1.3 حسب طبيعة العملية وتوقيت الإصدار

## 1.1.3 الأسواق الأولية

هي تلك الأسواق التي تتعامل بالإصدارات الجديدة من الأدوات المالية، سواء كانت للشركات في مرحلة التأسيس، أو الشركات القائمة، التي تقوم بزيادة رأس المال، وتباع الإصدارات الجديدة بالجملة، أي أنه يتم في هذه السوق طرح الأدوات المالية، للإكتتاب لأول مرة، والهدف الرئيسي لهذه السوق الحصول على التمويل، بغرض التأسيس لمشروعات جديد، أو للتوسع في مشاريع قائمة بغرض زيادة رأسمالها. حيث تعتبر هذه الأسواق الوسيلة التي يتم من خلالها جمع المدخرات، وتحويلها مباشرة إلى إستثمارات<sup>3</sup>.

## 2.1.3 الأسواق الثانوية

هي الأسواق التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية التي سبق إصداره، وتم توزيعها وبيعها بواسطة بنوك الإستثمار، أو أحد المؤسسات المالية المتخصصة في الأسواق الأولية، لذلك تعبر السوق الثانوية عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، سواء تمت من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، "مرجع سبق ذكره"، ص 58.

<sup>2</sup> زياد رمضان، مروان شموط، "مرجع سبق ذكره"، ص 19.

<sup>3</sup> سميحة بن محياوي، "دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية"، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص 21.

<sup>4</sup> "نفس المرجع السابق"، ص 22.

## 3.1.3 السوق الثالث

وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم<sup>1</sup>.

## 4.1.3 السوق الرابع

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الإستثمارية الكبرى، والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. فالسوق الثالث والسوق الرابع هما جزء من السوق الثاني، الذي يتضمن كل من الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، ويمكنهما التعامل في أوراق مالية متداولة في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة<sup>2</sup>.

## 2.3 حسب آجال العمليات

## 1.2.3 الأسواق النقدية

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي ترتفع درجة سيولتها، وتنخفض درجة المخاطر فيها. ولذلك تقل فيها معدلات الفائدة، بالمقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، التي يتم تداولها والتعامل بها في الأسواق المالية<sup>3</sup>.

## 2.2.3 أسواق رأس المال

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل، التي يزيد أجل إستحقاقها عن سنة، سواء أوراق ملكية أو مديونية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 45.

<sup>2</sup> عصران جلال عصران، "الإستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010، ص.ص 266-267.

<sup>3</sup> فليح حسن خلف، "النقود والبنوك"، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 212.

<sup>4</sup> السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، "الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الإستثمار)"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2009، ص 13.

## 3.3 حسب المنتجات المتداولة

## 1.3.3 بورصة السلع

وهي السوق التي نعرفها جميعا، والتي تشمل المنتجات الصناعية والزراعية... إلخ، وقد تكون عبارة عن سوق جملة أو سوق تجزئة<sup>1</sup>.

## 2.3.3 بورصة الأوراق المالية

هي عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعملية التداول (بيع أو شراء الأوراق المالية)، مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات، وبذلك تكون هذه السوق حيزا لإلتقاء رغبات البائع والمشتري، ومن ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب<sup>2</sup>.

## 4.3 حسب المجال المغطى

## 1.4.3 الأسواق المحلية

ويقصد بها الأسواق المالية في الدولة، حيث تتمثل غالبية التعاملات في الأوراق المالية، التي تصدرها الشركات والجهات المحلية بنفس البلد<sup>3</sup>.

## 2.4.3 الأسواق المالية الدولية

ويقصد بها الأسواق الدولية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، التي تصدرها الشركات والجهات في مختلف الدول، ومن أمثلة هذه الأسواق السوق الأوروبية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية"، مع الإشارة لحالة بورصة تونس، أطروحة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2012، ص 12.

<sup>2</sup> "نفس المرجع السابق"، ص 17.

<sup>3</sup> محمد أحمد عبد النبي، "مرجع سبق ذكره"، ص 33.

<sup>4</sup> محمد أحمد عبد النبي، "مرجع سبق ذكره"، ص 34.

المطلب الثاني :

وظائف وأهمية سوق الأوراق المالية

### 1. وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً وحيوياً، في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الإقتصادية في الإستثمار، الإدخار. ومن خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الإستثمار الأفضل للموارد المالية، وتحقيق التوازن في توزيعها، ومن أهم الوظائف هذه ما يلي<sup>1</sup> :

#### 1.1 تشجيع الإدخار

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الإدخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى إستثمارات، في الأسهم والسندات، وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم.

#### 2.1 المحافظة على الثروة وتنميتها

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية)، حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، فيتم بيعها إذ تولد أرباحاً تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

#### 3.1 تسهيل الحصول على السيولة

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات)، إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

#### 4.1 تسهيل الحصول على الائتمان

والمقصود به إقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للإئتمان، والحصول عليه لمن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

#### 5.1 تسهيل المدفوعات

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة (الكيميالات والبطاقات الائتمانية) والتعامل معها، والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والإقتصادية المختلفة.

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي، "مرجع سبق ذكره"، ص 15.

### 6.1 المساعدة على تخفيض مخاطر الإستثمار

يتم تخفيض مخاطر الإستثمار بأحد الأساليب التالية :

#### ❖ التأمين

ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات... إلخ، وخاصة في مجالات الإستثمار الحقيقي.

#### ❖ التنوع

أي تنوع مجالات وأوجه الإستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة)، وهو أمر واضح، ومفاده أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد، أو شركة واحدة، وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنوع.

#### ❖ التحوط

أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم، التي قد تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في إتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة)، بتاريخ معين وبسعر متفق عليه من الآن، وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

### 7.1 المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة، والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب، منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية، من بين أيدي الجمهور والبنوك، فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات الخزينة)، ويبيعها بأسعار تعود على المشترين بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود (يضخ) في الإقتصاد مبالغ من النقود، عن طريق شراء سندات، أوراق وأدوات مالية أخرى.

### 8.1 كفاءة تخصيص الموارد

إن التخصيص الكفء للموارد يتوقف على مدى توفر سمات كفاءة في سوق رأس المال، ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للإستثمارات، مع زيادة توافر المعلومات في سوق رأس المال، حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> رشيد هولي، "مرجع سبق ذكره"، ص 17.

## 2. أهمية سوق الأوراق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا ذو أهمية بالغة في إقتصاد الدول، باعتبارها المحرك الأساسي لباقي القطاعات، من أجل المساهمة في تحقيق التنمية وللحاق بالدول المتقدمة، وتتجلى هذه الأهمية في<sup>1</sup> :

**1.2** يلعب السوق المالي دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية للدولة، إذ بواسطة السوق المالي (النقدي) يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة. وأيضا عن طريق التحكم في إحتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق.

**2.2** وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل، مما يؤدي بدوره إلى إنخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية، مما يخلق إنتعاشا أو إزدهارا إقتصاديا.

**3.2** يمكن السوق المالي من تنمية الإدخار وتوجيهها لخدمة الإقتصاد الوطني، وذلك عن ما يتيح وجود السوق، من تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية.

**4.2** وجود السوق المالي يمكن من تنظيم ومراقبة الإصدارات في الأوراق المالية، والمتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسرعته، وذلك فيه ضمان لمصلحة صغار المدخرين والمصلحة المالية، التي هي إنعكاس للمصلحة الإقتصادية عموما.

**5.2** تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الإقتصادية المرتفعة، أي إستخدام الأموال في الأنشطة الراجعة التي تحقق أعلى عائد.

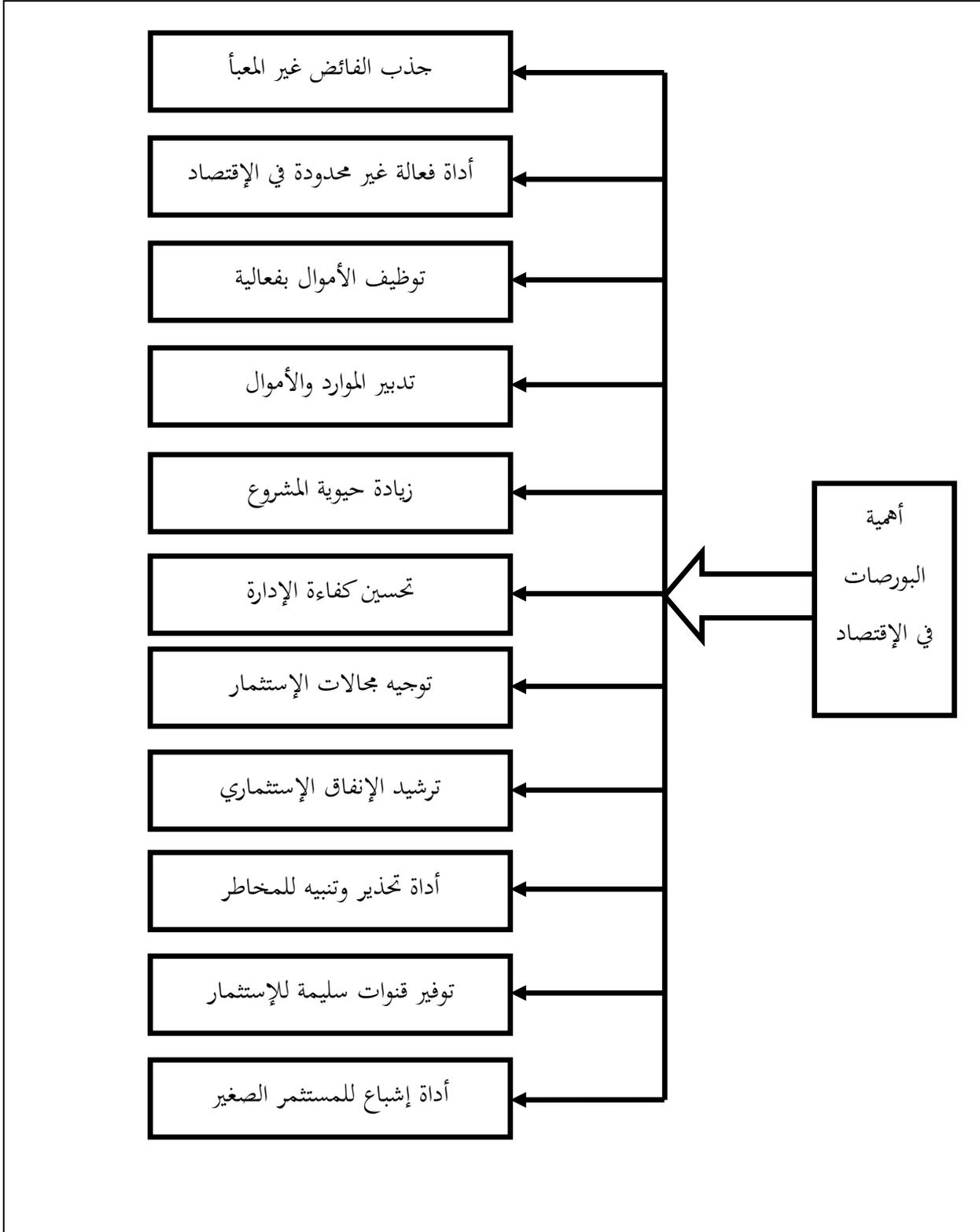
**6.2** السوق المالي يساهم بفاعلية في تمويل الإستثمارات، التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الإقتصاد القومي.

**7.2** للسوق المالي أهمية في تحويل الأموال بين القطاعات الإقتصادية المختلفة، إذ يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر، للمنشآت، الأفراد، الحكومات وتغطية الفجوة المالية، والشكل الموالي يوضح أهمية البورصة في الإقتصاد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> طاهر حيدر حردان، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 29-30.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، "مرجع سبق ذكره"، ص 36.

الشكل (2.1) : أهمية البورصة في الإقتصاد



المصدر : عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار الصفاء، عمان، الأردن،

2010، ص 128.

## المطلب الثالث :

## خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، نوجزها كما يلي<sup>1</sup> :

- 1) سوق الأوراق المالية سوق منتظمة، ففي بعض البلدان هناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية، وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- 2) التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية، بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.
- 3) التداول في الأسواق المالية يوفر المناخ الملائم لظهور سوق منافسة كاملة، وبالتالي تتحدد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- 4) نظرا للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية، وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الإتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية، بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع، بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- 5) أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.
- 6) الإستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية، وإتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الإستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات الضارة بالمستثمر والمجتمع.
- 7) إيجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات، من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية، وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة، وإنشاء شركات وساطة مالية عريقة، قادرة على أن تكون حلقة وصل حيادية بين البائع والمشتري، وأن تلتزم بأخلاقيات المهنة وتأمين مصلحة المتعاملين في السوق المالي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> الطاهر حيدر حردان، "مرجع سبق ذكره"، ص 35.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، "مرجع سبق ذكره"، ص 41.

المبحث الثاني :

### كفاءة سوق الأوراق المالية

كفاءة السوق المالي تعتمد بالدرجة الأولى على مدى توفر المعلومة وصحتها، إذ أنها تساهم بشكل أساسي في توقع العائد، وتسمح للمستثمر بتحديد القيمة التي يتم على أساسها إتخاذ القرار الإستثماري في سوق الأوراق المالية.

إلا أنها لا تخلو من معوقات التي تحول دون تحقيق الفعالية المرجوة منها، وهذه العقبات قد تأخذ طابع إقتصادي، إجتماعي، ثقافي وسياسي وغيرها.

المطلب الأول :

### مفهوم وأنواع كفاءة السوق المالي

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية، من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الإقتصاد الوطني، بالإعتماد على توفر المعلومات لدى المستثمرين، في نفس الوقت وبدون تكلفة.

### 1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية

لكفاءة الأسواق المالية عدة تعاريف من بينها :

**1.1** « هي تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها<sup>1</sup> ».

### 2.1 تعرف كفاءة السوق المالي أيضا :

« بأنها السوق التي يتم تداول فيها عدد كبير من المشاركين، الهادفين لتعظيم الأرباح، المنافسين منافسة حرة نشطة، الذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية، بحيث تكون المعلومات الموجودة لديهم كافية ومتاحة للجميع، بشكل متساوي ودون أي تكاليف<sup>2</sup> ».

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2013، ص 86.

<sup>2</sup> Eugent Fama, "Efficient capital Markets: A Review of Theory and Empirical work", Journal of finance 25, n. 2, May 1970, p 384.

ومنه فإن كفاءة الأسواق المالية تعتمد أساساً على المعلومة المتوفرة لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية، التي تساعدهم على إتخاذ القرار الإستثماري، وكذلك توقع أسعار الأسهم المستقبلية بغية تعظيم الأرباح.

ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر بعض الشروط تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

- 1) تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة.
- 2) لا توجد أي قيود على التعامل، وذلك على النحو التالي :
  - ❖ لا توجد تكاليف للتعاملات ولا توجد ضرائب.
  - ❖ يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية.
  - ❖ عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق.
- 3) يوجد عدد كبير من المستثمرين في السوق، ومن ثم فإن قرارات أي منها لا يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم.
- 4) يتصف المستثمرون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم منفعتهم من مواردهم المتاحة.

## 2. أنواع كفاءة السوق المالية

يمكن تحديد أنواع كفاءة السوق المالية على النحو الآتي<sup>2</sup> :

### 1.2 كفاءة السوق بالشكل الضعيف

إن الأسعار السابقة للورقة المالية ينظر على أنها معلومات تاريخية، ليس لها قيمة للمستثمر للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، وبشكل يسمح لعموم المشتركين من تحقيق عوائد إضافية، عند اعتماد إستراتيجية الشراء. وعليه فإن تحركات الأسعار أو العوائد المستقبلية تكون مستقلة بشكل كامل عن التحركات السابقة، وموزعة بشكل متماثل.

### 2.2 كفاءة السوق بالشكل شبه القوي

يكتسب السوق المالي الكفاءة شبه القوية عندما تنعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع، بشكل كامل وسريع بالأسعار السوقية. ويقصد بالمعلومات العامة تلك المتعلقة بالشؤون الدولية والظروف الإقتصادية المحلية، أو ظروف الصناعة أو ظروف الشركة، ذات العلاقة عبر تقاريرها المنشورة، مثل الإعلان عن الأرباح الفصلية أو توزيعات الأرباح على المساهمين، وغيرها من الظواهر التي تؤثر بالأسعار السوقية للورقة المالية.

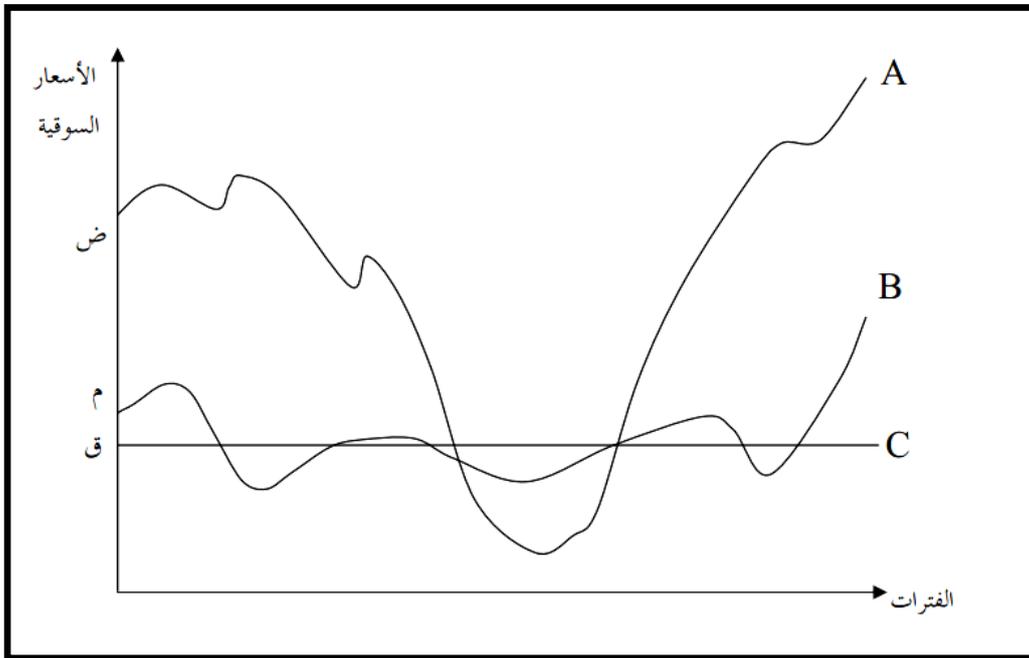
<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 151.

<sup>2</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مرجع سبق ذكره"، ص 90.

## 3.2 كفاءة السوق بالشكل القوي

إن الأسعار السوقية للورقة المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة بشكل علني، وهي المعلومات التي تتدفق من قنوات خاصة (البعض يصفها بالسرية)، أي أنه لا يمكن لأي مستثمر من تحقيق عوائد إضافية، حتى لو إستعان بخبرات محلي ومستشاري الأسواق المالية، لأن التغيرات التي تحصل في الأسعار تكون عشوائية ومستقلة. والشكل التالي يوضح أنواع الكفاءة للسوق المالي :

## الشكل (3.1) : أنواع كفاءة السوق المالي



المصدر : عاطف وليم أندراوس، "مرجع سبق ذكره"، ص 163

يتضح من الشكل وعند المنحنى (A) الإختلاف الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق، وقيمتها الحقيقية، ليعكس الشكل الضعيف لكفاءة السوق، في حين المنحنى (B) يوضح وجود فروقات صغيرة بين سعر الورقة المالية في السوق، وقيمتها الحقيقية، ليعكس المستوى شبه القوي لكفاءة السوق، بينما يمثل المنحنى (C) السعر الورقي، ويعكس المستوى القوي للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة، وبدون أي فروقات أو إختلافات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص 48.

المطلب الثاني :

أهمية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

### 1. أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية

تظهر أهمية كفاءة السوق المالية من خلال النقاط الآتية<sup>1</sup> :

- 1) كفاءة السوق دالة على أن الأسعار المطروحة للأوراق المالية تمثل قيمتها العادية.
  - 2) يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات.
  - 3) في ظل كفاءة السوق يعتمد البائع والمشتري للورقة المالية على أن سعر الصفقة مقبول من قبل الطرفين.
  - 4) في كفاءة السوق تتماثل المعلومات.
  - 5) في ظل كفاءة السوق تندفق رؤوس الأموال بحرية وإنسيابية عالية.
2. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لتحقيق كفاءة السوق المالي لابد من توفر ما يلي :

### 1.2 الكفاءة التخصيفية

تعبّر عن مدى القدرة على توجيه الموارد الإقتصادية إلى الإستخدامات البديلة، مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ومنه فإن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر، وذلك عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما، والثاني غير مباشر الذي يتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها<sup>2</sup>.

### 2.2 الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير)

تسمى أيضا بكفاءة التسعير ويقصد بها أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

<sup>1</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مرجع سبق ذكره"، ص 85.

<sup>2</sup> بن عزوز عبد الرحمن، "مرجع سبق ذكره"، ص 56.

لكن في واقع الأمر فإن تحقيق عوائد غير عادية ممكن، وذلك بسبب إختلاف خلفيات المستثمرين، وقدرتهم على تحليل المعلومات وسرعة إستثمارها للحصول على نتائجها، كما يمكن أن تتسرب بعض المعلومات إلى عدد محدود من المستثمرين، فتكون الفرصة متاحة في تحقيق أرباح غير إعتيادية<sup>1</sup>.

### 3.2 كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)

وهي تتعلق بالنواحي التنظيمية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون فيه على تكاليف عالية، ودون أن يتاح للتجار فرصة تحقيق هامش ربح<sup>2</sup>. تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية، ويمكن القول أنها قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل<sup>3</sup>.

### 3. الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

لكفاءة سوق الأوراق المالية صيغ مختلفة وتمثل فيما يلي :

#### 1.3 الشكل الضعيف لكفاءة السوق المبني على المردودية في المدى القصير

تتضمن هذه الصيغة أن أسعار الأصول الرأسمالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين، والبائعين عن المدة السابقة، يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، ويعرف الشكل الضعيف بنظرية الحركة العشوائية<sup>4</sup>.

#### 2.3 الصيغة المتوسطة

وفقا لهذه الصيغة، فإن أسعار الأوراق المالية الحالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، كل المعلومات الحالية المتاحة حول الشركة، مثل الأرباح، التوزيعات، المنتجات الجديدة، التغيرات في أنظمة المحاسبة وغيرها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد الهاشمي حجاج، "مرجع سبق ذكره"، ص 42.

<sup>2</sup> جهيدة زيد، "دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي"، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014/2013، ص 06.

<sup>3</sup> بن عزوز عبد الرحمن، "مرجع سبق ذكره"، ص 57.

<sup>4</sup> بلجبلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2009، ص 37.

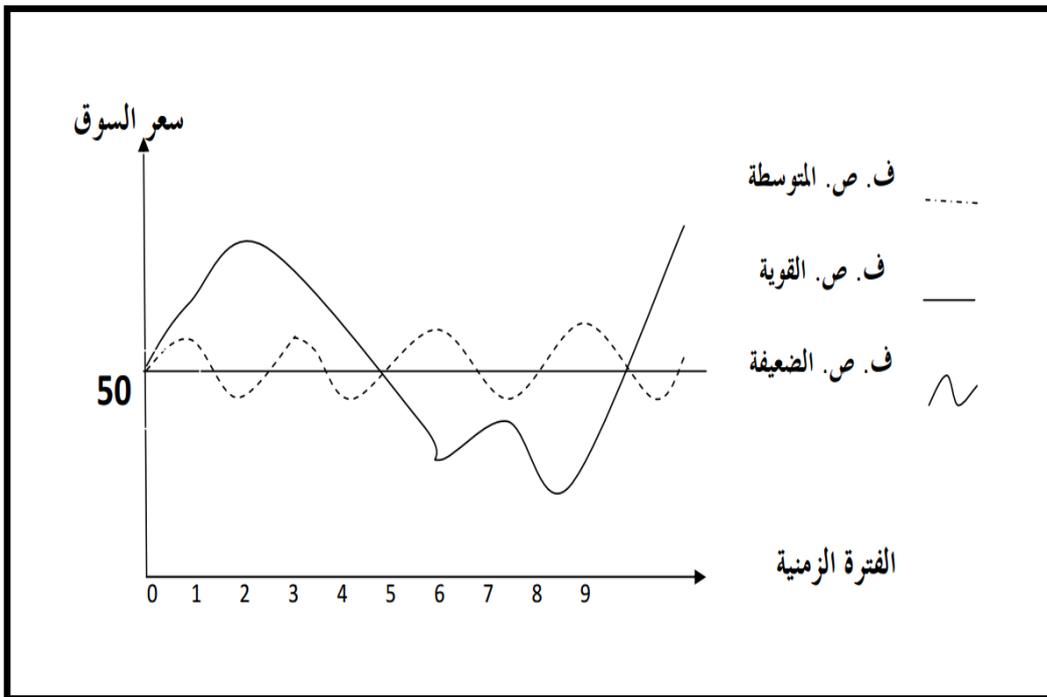
<sup>5</sup> محمد المبروك أبو زيد، "مرجع سبق ذكره"، ص 274.

## 3.3 الصيغة القوية

وهي صيغة تبين السعر الجاري للأصل المالي يعكس المعلومات العامة والخاصة، والتي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة<sup>1</sup>.

والشكل التالي يوضح الصيغ الثلاث لكفاءة السوق المالي :

## الشكل (4.1) : فرضيات الصيغ الثلاث لكفاءة السوق المالي



المصدر : بن عمر ابن حاسين، "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر

بلقايد، تلمسان، 2013/2012، ص 75.

<sup>1</sup> بلجيلية سمية، "مرجع سبق ذكره"، ص 42.

المطلب الثالث :

## معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية

تواجه الأسواق المالية حتى تصل إلى الكفاءة المطلوبة مجموعة من العوائق التي تعرقل سيرها بشكل جيد وتمثل هذه العوائق في :

### 1. المعوقات التنظيمية والقانونية

#### 1.1 المعوقات التنظيمية

تتمثل المعوقات التنظيمية فيما يلي<sup>1</sup> :

#### ❖ قلة المؤسسات المدرجة

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها، حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح.

#### ❖ عدم تنوع الأوراق المالية

يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم مجالاً واسعاً لإختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، والتنوع لتخفيض حجم المخاطر.

#### ❖ غياب الشفافية

سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات، التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة، الحالية والمستقبلية للمؤسسة.

#### ❖ سير عمل البورصة

حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع، بالإضافة إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوع كامل، مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم

<sup>1</sup> زيدان محمد، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر (المعوقات والآفاق)"، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة يومي 22/21 نوفمبر 2006. ص 16.

غير منفذ كلياً وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

## 2.1 المعوقات القانونية

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي<sup>1</sup>

رقم 93-08 المؤرخ في 1993/05/23، يتضح إستمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من إعتماد التعامل بالأوراق

المالية، بمفهومها الواسع، الذي يشمل على الأسهم والسندات. وهذا يعني<sup>2</sup> :

❖ تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.

❖ إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.

❖ حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن إعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة، يعني فتح رأس المال أمام الخواص، لإمتلاك

جزء أو أجزاء من الشركة، مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها، بطرق مباشرة أو غير مباشرة.

أما إستبعاد الأسهم، ولاسيما العادية منها، فإن ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل

المشروعات، إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية.

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية، المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.

<sup>2</sup> صالح فلاحي، "بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار"، ملقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الإقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004.

## 2. المعوقات الإقتصادية والسياسية

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا محدودا في توفير السيولة، نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها، كل هذه المعوقات وغيرها يمكن إستخلاصها في النقاط التالية :

## 1.2 المعوقات الإقتصادية

يمكن حصر أهم نقاط المعوقات الإقتصادية التي تقف أمام تطور بورصة الأوراق المالية فيما يلي<sup>1</sup> :

## 1.1.2 ضيق نطاق السوق

يمكن الإستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها، من خلال حجم سوق الأوراق المالية، وعدد الشركات المدرجة في البورصة، فالملاحظ على أسواق الأوراق المالية أنها :

- ❖ تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي، وإنخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- ❖ قلة عدد الشركات المدرجة فيها، والتي تتركز ملكية أسهم الشركات المدرجة على إمتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة، وضعف حركة التداول وإنخفاض معدل الدوران.

❖ ضعف السيولة ويزر ذلك واضحا من خلال إنخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا.

## 2.2.2 ضآلة العرض والطلب

وتعود أسبابه إلى النقاط التالية<sup>2</sup> :

- ❖ إنخفاض معدلات الإدخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للإستثمار.
- ❖ عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق الأسواق المالية، حيث تؤدي دورا إزدواجيا كأن تفرض ضريبة على أرباح الشركات المقيدة في البورصة.
- ❖ ضآلة الفرص المتاحة للتنويع في البورصات العربية، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، أما أسواق السندات فلا تزال في مراحلها الأولى.
- ❖ إرتفاع سعر الفائدة، فكلما كان سعر الفائدة مرتفعا أحجم المستثمرون عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية، على خلاف لو كان منخفضا لأغرى المستثمرين على زيادة الطلب على الإستثمار في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معاري فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07-2010/2009، ص.ص 190-191.

<sup>2</sup> سميحة بن محياوي، "مرجع سبق ذكره"، ص 134.

❖ قلة الإنفتاح على الخارج لعدم وجود أنظمة إستثمار مفتوحة على كامل الدول العربية أثر سلبا على ثقة المستثمرين بالأسواق العربية وبالتالي عدم فتح المجال للإستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

## 2.2 المعوقات السياسية

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالإستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها، ومدى تأثيرها على الأوضاع السياسية<sup>1</sup>.

## 3. المعوقات الإجتماعية والثقافية

تعرض الأسواق المالية إلى العديد من المعوقات، وفي مختلف المجالات منها الإجتماعية، الثقافية، وغيرها. وهذا ما يعترض تطورها، وسوف نتناول بعض هذه المعوقات في النقاط الآتية :

## 1.3 المعوقات الإجتماعية

إن العامل الديمغرافي يجعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس، إضافة إلى ميلهم إلى توجيه إدارهم نحو البنوك العمومية، باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان، مما يؤدي إلى إعاقه عمل البورصة. كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع، وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بمهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل إستثمار أموالهم في القيم المتداولة<sup>2</sup>.

## 2.3 المعوقات الثقافية

إن السياسة السليمة لتجنيد الإدخار، وخاصة الإدخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الإعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات، من أجل توظيفها في القيم المتداولة، ومنه تتمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، بإعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا إنعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الإستثمار في العقارات، العملات وإعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بوضياف عيبر، "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص 125.

<sup>2</sup> زيدان محمد، "مرجع سبق ذكره"، ص 15.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، "مرجع سبق ذكره"، ص 281.

## المبحث الثالث :

## النماذج النظرية لأسباب ومعوقات الانضمام إلى الأسواق المالية.

إن إدراج الأصول في الأسواق المالية، لا يعني بالضرورة نجاح العملية، ولقد تطرقنا في السابق إلى أهمية البورصة، وضرورة إستعمالها كمصدر مهم لتوفير السيولة.

لكن ماهي حيثيات وآليات إدراج الأصول المالية فيها، وهل هناك في النظرية المالية أجوبة عن ماهية الصعوبات، والأخطاء التي تواجه عملية الإدراج في البورصة، وما هي طرق معالجة مثل هذه المشاكل لإنجاح عملية الإدراج، ولفتح المجال أمام المؤسسات الأخرى.

## المطلب الأول :

## النماذج النظرية الشارحة لأسباب الانضمام

إن الانضمام إلى البورصة يفتح العديد من الآفاق من أهمها، فتح الباب أمام مصدر مهم من مصادر التمويل، بل وتنوع هذه المصادر، وهذا ما يحمي المؤسسة من العديد من المشاكل<sup>1</sup>.

كما يمكن للمؤسسة الإستفادة من الكم الهائل من المشتقات المالية التي تعرض في البورصة، والتي تتميز كل منها بمزايا كبيرة ومختلفة، التي تساعد على مراقبة المسيرين (مثلا السندات القابلة للتحويل إلى أسهم)<sup>2</sup>. إضافة إلى رفع القدرة على المساومة أمام البنوك، ومؤسسات القرض من جهة، ومن جهة أخرى، وكنتيجة لقوانين البورصة الملزمة للإفصاح المالي، فإن البنوك تتميز بقدرتها بين جمع المعلومات مقارنة بالمقرضين الآخرين، هذه الوضعية تساعد الحصول على الأموال بتكاليف أقل<sup>3</sup>.

كما أن الانضمام إلى البورصة يفيد المساهمين القدامى (الشركاء)، برفع سيولة الأصول المالية، كما يمكن لهم الإنسحاب وبسهولة، بالتنازل على الملكية ببيع الأصل المالي.

<sup>1</sup> Jacquillat, B., « Introduction en bourse, que suis-je ? », PUF, 2° édition, France, 1994, P 127.

<sup>2</sup> Boisselier, P., et Dufour, D., « Bulle financière et introduction des sociétés Internet au Nouveau Marché », Finance Contrôle Stratégie, vol 10, France, 2007a, P 70.

<sup>3</sup> Rajan, R.G., « Insiders and outsiders : The choice between informed and arm's length debt », The journal of Finance, vol. 47, PP 1367-1380.

## 1. النماذج المبنية على مزايا الإنضمام

العديد من النماذج النظرية ركزت على مزايا الإنضمام لشرح أسباب عملية إنضمام المؤسسات إلى البورصة.

## 1.1 الحاجة للأصول المالية الخارجية

الإنضمام إلى البورصة يشكل طريقة مثلى للرفع من رأس المال. وحسب هؤلاء الباحثين فإن سبب رفع رأس المال كسبب لرغبة المؤسسات بالدخول إلى البورصة مذكور في جل الأبحاث الخاصة بأسباب إدراج المؤسسات لأسهمها في البورصة، إما بصفة مباشرة أو غير مباشرة<sup>1</sup>.

بعض الباحثين كرجان في سنة 1992، شرح أسباب اللجوء إلى البورصة بالمصاعب التي تواجهها المؤسسات عند اختيار وسائل التمويل الأخرى (القروض البنكية)<sup>2</sup>، وذلك لتركز المراقبة في عنصر ضيق (البنك)، عكس اللجوء إلى البورصة الذي سيوزع المراقبة على عدد كبير من المتدخلين، وبالتالي مجال للحركة أفضل مهما تغيرت حالة المشروع، (قيمة حالية صافية موجبة أو سالبة)، وذلك لنقص التحكم في المعلومات لدى المستثمرين و ضعف قدرتهم على التحليل المالي مقارنة بالبنوك.

أما مجموعة أخرى من الباحثين<sup>3</sup>، فقد أعتبر أن أحسن بديل للقروض البنكية، هو اللجوء إلى البورصة في حالة عدم توازن المعلومات، فعندما تكون المؤسسة في حالة تمويل (مديونية عالية) فسوف تواجه بمعدلات فائدة أكبر، اللجوء إلى البورصة، حسب الباحثين سيحمي المؤسسة من هذه المشكلة، بل وسيقوي بعد ذلك ملف طلب القرض البنكي إذا احتاجت إلى ذلك. ويستنتج هؤلاء الباحثين في الأخير أن المؤسسات التي تعاني من تكاليف أكبر عند طلبها لقرض بنكي، هي الأكثر لجوءاً إلى السوق المالي.

مما يقوي هذا الطرح هو ماقدمه هاريس ورافيف (Harris et Ravive)، أن المؤسسات ذات مستويات الدين المرتفعة هي المؤسسات الأكثر مراقبة من طرف البنوك، وهذا ما سيجعل المستثمرين في السوق المالي أكثر راحة، حيث يعتبرون أن البنوك هي أحسن من يراقب تسيير أموالهم المستثمرة في مشاريع المؤسسة لتجبر بعد ذلك المؤسسات على تسيير أموالهم على أحسن وجه، في ظل مراقبة البنوك لكل خطوات الإستثمار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Pagano M., Panetta F., et Zingales L., « Why do companies go public: an empirical analysis », Journal of Finance, vol. 53, no 1, 1998, PP. 27-63.

<sup>2</sup> Rajan, R.G., Op.Cit., P 1389.

<sup>3</sup> Pagano M., Panetta F., et Zingales L., Op.Cit., P 50.

<sup>4</sup> Harris, M. et Raviv, A., « The theory of capital structure », The journal of finance, vol 146, n° 1, PP 297-355.

## 2.1 السيولة وتنوع المحفظة

إن الإنضمام إلى البورصة مرتبط بمبدأين أساسيين في تسيير المؤسسة، وهما توفير السيولة، وتنوع مصادر التمويل.

## 3.1 دور المعلومة

لقد أكدت أدبيات النظرية المالية على خطر الفصل بين الملكية والتسيير، فعند اللجوء إلى لبورصة ستولد تكاليف وكالة بين المستثمرين والمسيرين نتيجة لعدم توزع المعلومة بشكل متساوي.

إن وجود هذا النوع من التكاليف بين المؤسسة الداخلة للبورصة والمستثمرين لا يسمح بالتفريق بين المؤسسات التي تعاني من مشاكل (مشروع خطر وغير مريح)، والمؤسسات الأخرى. مما يولد تكاليف أخرى تتحملها المؤسسات من أجل تبيان أن لها القدرة على النمو (تكاليف الإشارة)، مما سيرفع من تكلفة التمويل (مقارنة بالبنوك التي لها معلومة أفضل ولها القدرة على التفريق بين المشاريع المرحة وغيرها).

هذا يأخذنا إلى إستنتاج أن المؤسسات الراغبة في الإنضمام إلى البورصة ينبغي أن تكون أكثر شفافية ولها نظام إفصاح مالي متطور يمنع حدوث مثل هذا النوع من الإختلال في نشر المعلومة، يبقى للمؤسسة أن تقارن بين مختلف تكاليف الوكالة لتختار الإنضمام إلى البورصة من عدمه<sup>1</sup>.

## 4.1 الربحية

حسب فرضيات التدفقات النقدية الصافية، المؤسسات التي لها سيولة كبيرة في السوق المالي، يفهم على أن لها نقص في إختيار الإستثمارات مما يولد ردة فعل سلبية عند المستثمرين، حسب (Jensen)، فإن المؤسسات الأكثر ربحية يجب أن تجد حلا للسيولة الموجودة عند انضمامها إلى البورصة، وبالتالي ستتوجه إلى الإستدانة كونها ترتبط بشرط دفع مبالغ سنوية للبنك. مما سيخفض إحتمال الشك في سوء إختيار الإستثمارات لدى المستثمرين.

إن إنضمام المؤسسات الأكثر ربحية إلى البورصة، وذات السيولة المنخفضة (خيارات إستثمارية وليس كونها غير قادرة على التحصيل)، سيشجع المستثمرين على الطلب عند إنضمامها إلى البورصة.

<sup>1</sup> Leland et Pyle, « Information asymmetries, financial structure and financial intermediation », Journal of finance, Mai, 1977, PP 371-387.

## 5.1 النماذج المبنية على توقيت السوق

تقوم هذه النظرية على أن المؤسسات تقوم بإصدار الأسهم عند إرتفاع قيمتها، وتقوم بشراء نفس الأسهم عند إنخفاض قيمتها في السوق المالي. وبالتالي الإنضمام إلى البورصة مرتبط أساسا بحالة السوق المالي. فلقد لوحظ في حالة ما إذا كان السوق المالي في حالة جيدة فإنه يرتبط بعدد كبير لطلبات الإنضمام إلى السوق المالي.

## 6.1 سمعة المؤسسة

كون المؤسسة منظمة للسوق المالي، يعطيها إسمًا وسمعة بين المستثمرين، كما تنشر في أوساط الإعلام والمحللين الماليين، هذه الشهرة و التداول سيعود عليها بتخفيض تكاليف التمويل.

## 7.1 تغيير هيكل الملكية والتسيير

الكثير من الباحثين أكد على أن الدخول إلى البورصة، لا يكون فقط من أجل الحصول على تمويل مناسب، لكن من أجل إعادة هيكلة الملكية أو تغيير طريقة المراقبة والتسيير.

## 2. النماذج المبنية على معوقات الإنضمام

الدخول إلى السوق المالي يكون مرتبط بمجموعة من التكاليف، المباشرة أو غير المباشرة، من بين التكاليف المباشرة، مثلا المصاريف القانونية، عمولات الوسطاء أو نسخ الوثائق المتعلقة بالدخول، أما المصاريف غير المباشرة، فيمكن أن تتمثل في خسارة جزئية أو كلية لملكية المؤسسة، الزمن والجهد، التكاليف الأخرى من طرف مجلس الإدارة والمتعلقة بالدخول، جمود الإفصاح المالي، ويمكن أن تصل إلى حد تدني تقييم الأصول المدرجة.

## 1.2 التكاليف المرتبطة بعملية الإنضمام

حصر الباحثين ثلاث أنواع يمكن أن تمثل المصاريف المباشرة للإنضمام إلى البورصة، وهي :

### 1.1.2 المصاريف السابقة لعملية الإنضمام

ينتج عن الإنضمام إلى البورصة، إعادة هيكلة قانونية ومالية، كإستجابة لمتطلبات السوق المالي، مثلا إعادة تكوين رأس المال، للوصول إلى عدد أو حد أدنى من الأسهم، أو إعادة هيكلة الشكل القانوني (بعض القوانين في المؤسسات تشترط بعض النقاط مرفوضة تماما في السوق المالي كحماية بعض المساهمين أو إتفاقيات الأغلبية<sup>1</sup>... إلخ).

<sup>1</sup> Pilverdier-Latereyte J., « Marchés boursier français : lecture de la cote », Encyclopédie des marchés financiers, éd. Y.Simon, Economica, 1997, P 34.

## 2.1.2 المصاريف المصاحبة لعملية الإنضمام

يمكن تقسيمها إلى المستوى الداخلي والمستوى الخارجي<sup>1</sup> :

## أ. المستوى الداخلي

يجب على المؤسسة التحضير داخليا، من أجل مواكبة عملية الإنضمام مثلا : العمال، الهياكل المختلفة، محاولة إعادة التنظيم، الإتصال الداخلي، وبالأخص رسكلة مصلحة المالية والمحاسبة، من أجل تحدي إفصاح مالي صريح وشفاف.

## ب. المستوى الخارجي

يجب أن يتمثل مصدر التكاليف في :

❖ رواتب وأجور الوسطاء الماليين.

❖ الإفصاح المالي.

## 3.1.2 تكاليف تدني التقييم للأصول المالية

تأتي مشكلة تدني تقييم الأصول المدرجة، لتعمق من تكاليف الإنضمام إلى البورصة، حيث يؤكد مجموعة كبيرة من الباحثين، بأنه عند إدراج الأسهم في البورصة، يحدث هناك فرق إيجابي بين أول سعر مدرج، وسعر العرض<sup>2</sup>.

وهذا ما يسبب خسارة للمساهمين الأصليين، يستفيد منه المساهمين الجدد، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، تتأثر قيمة المؤسسة السوقية سلبا، مما سيرفع من تكاليف الإنضمام.

## 2.2 تكاليف مرتبطة بالتواجد في البورصة

## 1.2.2 تكلفة الإفصاح المالي

بما أن المؤسسة المدرجة في البورصة لها إمكانية رفع رأس المال بصفة غير محدودة، فإن السلطات السوقية تفرض عليها نشر قوائمها المالية بشكل منتظم، هذا الإلزام يعني الشفافية، له مصاريف مالية، فالمؤسسة تدفع للمدققين والمراجعين الماليين لكي يعتمدوا حساباتهم، إضافة إلى مصاريف النشر في النشرة الرسمية للبورصة، مع

<sup>1</sup> Pagano M., Panetta F., et Zingales L., Op.Cit., P 63.

<sup>2</sup> Ritter J., « The costs of going public », Journal of Financial Economics, 1987, PP 269-281.

التأكيد أن من بين هذه المعلومات المنشورة قد توجد معلومات جد حساسة ومهمة (مهمة بالنسبة للمنافسين، الزبائن والدولة<sup>1</sup> ... إلخ).

### 2.2.2 تكلفة التواجد في المقاصة

المؤسسات المدرجة في البورصة تتحمل تكاليف حمل الأسهم وتكاليف السمسرة، إضافة إلى هذا يمكن أن توقع بعض المؤسسات في بعض الأسواق المالية، على شرط ضمان السيولة للأسهم، حيث تلتزم بالمشاركة في سيولة السوق.

### 3.2.2 خطر فقدان الملكية وتسيير الأسعار

من أهم ما يمنع المؤسسات من الإنضمام إلى البورصة، هو خطر فقد أغلبية رأس المال في السوق المالية، وبالتالي ملكية المؤسسة.

المطلب الثاني :

### المعوقات المرتبطة بالإنضمام إلى البورصة

إن الإدراج في البورصة يعرض المؤسسة إلى مجموعة من المخاطر أهمها :

- ❖ إمكانية خسارة ملكية المؤسسة، فتح رأس المال يجعل الأصول المالية تتوزع بشكل كبير بين المساهمين الخارجيين، وهذا له أثر كبير على هيكل الملكية<sup>2</sup>.
- ❖ جونسن ماكلينغ بينا أهمية تكاليف الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية والتسيير، بل أكثر من هذا فقد تكون المؤسسة عرضة للحظة إستيلاء على الملكية من طرف المساهمين الخارجيين، مما يجتم على المؤسسة الداخلة للسوق المالي التسلح بطرق دفاعية.
- ❖ إن العراقيل ذات الأهمية الكبيرة هي قوانين السوق المالي الخاصة بإختيار المؤسسات على تقديم معطيات مالية بشكل مستمر، هذا النوع من الإفصاح يكلف المؤسسة الكثير. نظام معلومات مجدي مستخدمون أكفاء ومتخصصون، كذلك إعتقاد الحسابات وما يتبعها من مصاريف، كلها ضرورية للإستجابة إلى متطلبات الشفافية المالية. عدم الحذر في مثل هذا النوع من الشفافية قد يعرض المؤسسة لأخطار إفشاء الأسرار المهنية والخطوط الإستراتيجية خصوصا أمام المنافسين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Grinblatt M., et Titman S., « Financial markets and corporate strategy », Int ed., McGraw-Hill, USA, 1998 P 65.

<sup>2</sup> Jensen M., et Meckling W., « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, October, 1976, PP 305-360.

<sup>3</sup> Idem.

- ❖ كما يمكن إضافة التكاليف المرتفعة لعملية الإدراج في البورصة كالتكاليف الهيكلية القانونية الجديدة، دفع مستحقات الوسطاء الماليين، تكاليف الإشهار، تكاليف الحضور في المقاصة<sup>1</sup>... إلخ.
- ❖ تضاف لهذه التكاليف الظاهرة أو المباشرة تكاليف مستقبلية أو غير المباشرة كتدني التقييم للإصدارات الأولى للمؤسسات المدرجة حديثا في البورصة<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث :

#### 1. تنظيم عملية الإدراج في البورصة

على كل مؤسسة تريد الإنضمام إلى البورصة، أن تعرف وتحصي إيجابيات وسلبيات هذا الإنضمام، التسهيلات والعراقيل. لكن قبل ذلك يجب عليها أن تتعرف على مراحل هذا الإدراج وآلياته. الإدراج في البورصة يجب أن يحضر بشكل دقيق، وهو ليس مضمون، ويمكن أن يتحول إلى مشكلة، لذلك يجب على المؤسسات تحضير بيئتها القانونية، التنظيمية، ونظامها المالي والمحاسبي، وتحضير إتصالها الخارجي والداخلي وتحسيس عمالها بذلك.

#### 1.1 إختيار الشركاء لعملية الإدراج في البورصة

الإدراج في البورصة قبل كل شيء، هو عمل فريق مكون من المسيرين، المساهمين الداخليين وشركاء خارجيين، هؤلاء سيواجهون وسطاء ذو كفاءة وثقة، إضافة إلى فرق أخرى. تتعامل مع المؤسسة لتسهيل وإنجاح عملية الإدراج، كمحافظ الحسابات والمستشارين والخبراء، من أجل عملية الإفصاح المهمة جدا في هذه المرحلة.

لا يمكن العمل من دون تدخل وكالات الإفصاح والإتصال الماليين<sup>3</sup>.

#### 2.1 الوسطاء

يمكن أن يتمثل في بنك أو مؤسسة مالية معتمدة من طرف البورصة، الوسيط يلعب دورا مركزيا، لأنه المسؤول عن سيرورة عملية البيع والشراء، أثناء وبعد عملية الإدراج، يشارك في عملية التحضير للإدراج، الوثائق المطلوبة.

<sup>1</sup> Barbaret C., « Les introductions au second marché : caractéristiques et évaluation des coûts », Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, France, 1990, P 355.

<sup>2</sup> Ritter J., Op.Cit., P 275.

<sup>3</sup> Jacquillat, B., Op.Cit., PP 20-25.

إضافة إلى تحديده بالمشاركة مع المؤسسة لسعر الإتصال، وعدد الأصول المالية المراد عرضها، جل المهام الموكلة إليه تحدد في عقد، يوقع بينه وبين المؤسسة خاصة الضمانات المقترحة<sup>1</sup>.

### 3.1 محافظ الحسابات

إن اللجوء إلى خبرات شريك متخصص خاصة في ميدان المالية والمحاسبة، هو ضرورة حتمية عند عملية الإدراج، بل شيء إجباري.

باعتبار أن محافظي الحسابات هم الضمان الأساسي للمعلومات المالية والمحاسبية، الوفية لحقيقة المؤسسة في أوساط المستثمرين. ومشاركتهم تتمثل في اعتماد المعطيات المالية والمحاسبية.

### 4.1 وكالة الإفصاح المالي

تلعب هذه الوكالات دور جوهري في عملية الإدراج، حيث ترافق المؤسسة عند مختلف مراحل الإدراج في البورصة، يكمن دورها في تحضير الملفات الموجهة للنشر للمستثمرين. وكذلك نشر مصادر المعلومات للصحف والمحللين الماليين (مطبوعات، تقارير، دوريات... إلخ).

## 2. مراحل الإدراج في البورصة

### 1.2 أهمية المرحلة

هذه المراحل تبدأ من خلال طلب الإدراج من سلطات السوق المالي، يتم تحضيره من طرف المؤسسة ومختلف الشركاء، وهو ملف تقدم فيه المؤسسة، حالتها المالية، وتمركزها في السوق الذي تنشط فيه، كذلك يحتوي الملف على تقديرات النمو، شرح لسعر الأصل المدرج، والحقوق التي سيحصل عليها حامل هذا الأصل.

إن أهمية وحساسية هذه المعلومات، تتطلب عادة اللجوء إلى مختصين في هذا المجال.

وتجدر بنا الإشارة أن سلطات السوق المالي لها صلاحيات بأن تطلب أنواع مختلفة من المعلومات إذا تطلب الأمر ذلك.

إن التحضير لعملية الإدراج يشارك فيه الوسطاء، الذين يجب عليهم تنظيم دورات تقدم فيها المؤسسة، لكي يتم الإتصال بالمستثمرين المهتمين، والجمهور المالي عامة. هذه المراحل جد مهمة بالنسبة للمستثمرين، لتكوين فكرة صحيحة عن المؤسسة المدرجة.

<sup>1</sup> Ibid., P 36.

## 2.2 خيارات الإدراج

يمكن أن تتنوع خيارات الإدراج، ومن أهمها<sup>1</sup> :

## 1.2.2 العرض بسعر محدد

تحدد المؤسسة سعرا معيناً وبشكل نهائي، وكذلك بأعداد محددة قبل عملية الإدراج. على المستثمرين أن يحرروا أوامر شراء بهذا السعر، إضافة إلى العدد المطلوب.

## 2.2.2 العرض بسعر أدنى

في هذه الحالة نتيجة لعملية المزايدة، تقوم المؤسسة بتحديد السعر الأدنى، وعلى المستثمرين عرض أسعارهم، لتتدخل سلطات البورصة في الأجل القصير، وتقوم بتحديد السعر الذي يتم فيه الشراء.

## 3.2.2 العرض بسعر مفتوح

وهو إجراء حديث مقارنة بالأنواع الأولى، في هذه الحالة تعرض المؤسسة أصولها ضمن مجال أسعار معينة، وعلى المساهمين عرض طلباتهم وفقاً لهذا المجال.

## 4.2.2 التسعير المباشر

عكس النوع الأول، في هذه الحالة المؤسسة تحدد سعر أدنى، وليس سعراً محددًا، لكن يمكن أن يكون محددًا بسبب الأوامر التي تأخذ بعين الاعتبار على ذات السعر الأعلى أو يساوي سعر الإدراج.

<sup>1</sup> Ibid., P 40.

## خلاصة الفصل :

تناول الفصل الأول الذي جاء بعنوان الأساسيات النظرية للأسواق المالية والعوامل المرتبطة بالإنضمام إليها، وذلك من خلال مفهوم هذه السوق، مكوناتها، وتقسيماتها، وتوضيح مدى أهميتها بالنسبة للإقتصاد، ووظائفها المختلفة التي من خلالها يتمكن النظام المالي من تحقيق الإستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها، بالإضافة إلى خصائصها التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى.

فإنضح أن سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين، حيث يتم فيها تداول العديد من الأوراق المالية، وتعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات إستثمارية منتجة تعمل على زيادة معدلات الرفاهية للأفراد. وتبين أيضا أن سوق الأوراق المالية يقوم بأداء وظيفتين أساسيتين هما التجميع والتمويل.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى كفاءة سوق الأوراق المالية، من حيث المفهوم، الأنواع، وكذلك المتطلبات الواجب توفرها لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، ومختلف صيغها. بالإضافة إلى معوقات كفاءة سوق الأوراق المالية، ويرتبط تحقيق الكفاءة في هذه السوق بمدى توفر المعلومات لدى المستثمرين وعدالة فرص الإستفادة منها، وتبين كذلك أنه من أجل نجاح هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الإقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل، ووجود تشريعات وقوانين تحمي جميع المتعاملين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة تتعلق بالسوق في حد ذاته، كشرط توفر السيولة، الإفصاح والشفافية. غير أنها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون كفاءتها وتتعلق أساسا بالإطار التنظيمي والتشريعي، وضيق نطاق السوق والأدوات المتداولة فيه بالإضافة إلى ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية والإفصاح المحاسبي، كل هذه المعوقات وغيرها تحول دون كفاءة وفاعلية وتطور أسواق الأوراق المالية.

أما من خلال المبحث الثالث فقد تم التوصل إلى أن الإنضمام إلى البورصة يفتح العديد من الآفاق من أهمها، فتح الباب أمام مصدر مهم من مصادر التمويل، بل وتنويع مصادر التمويل، وهذا ما يحمي المؤسسة من العديد من المشاكل. ويجب على المؤسسة قبل الدخول إلى السوق المالي، تحضير عدة جوانب (قانونية، تنظيمية، مالية، محاسبية).

## الفصل الثاني : تقديم بورصات دول المغرب العربي قيد الدراسة

## تمهيد الفصل :

يلجأ الفرد إلى توظيف أمواله في البورصة، التي هي بمثابة سوق مالي منظم، لها قوانين تنظم عملها. وهذا نظرا لتطور فكرة الإدخار، ومحاولة لكسب المال بأسرع الطرق، ومن أهم ما تسعى إليه سوق الأوراق المالية مساعدة الأفراد والمؤسسات التي تملك فائضا، أي الذين يبحثون عن توظيف لأموالهم، والعمل على تسييرها بالطريقة التي تسمح لهم بزيادة ثروتهم من خلال الإدخار، كما تقدم لهم قروضا في حالة العجز المالي من أجل الإستثمار.

ومن بين دول العالم الثالث الدول المغاربية، التي كان ولا بد عليها من إنشاء هذه الآلية الضرورية، من أجل تسهيل العمليات المالية بين المقرضين والمقترضين. ولقد أصبحت البورصة أداة ضرورية، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الإقتصاد، وبذلك تدعم نظام التمويل دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي.

وباعتبار البورصة جزء من السوق المالي، وأداة لتوفير السيولة اللازمة وحتمية وجودها، فإن الكفاءة في البورصة تعتبر من أهم الجوانب الرئيسية لدراسة نشاط هذه السوق، والذي ينطوي في مضمونه على التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، مما يستدل به على فعالية النشاط داخل البورصة، من حيث حجم المعاملات، وتسعير الأوراق المالية، وتحقيق الأرباح ... إلخ.

وعلى هذا الأساس قمنا في هذا الفصل بالتطرق إلى بورصة الجزائر، بورصة تونس، بورصة الدار البيضاء

(المغرب)، وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث وهي كالآتي :

❖ المبحث الأول : بورصة الجزائر.

❖ المبحث الثاني : بورصة تونس.

❖ المبحث الثالث : بورصة الدار البيضاء (المغرب).

## المبحث الأول :

## بورصة الجزائر

ظهرت فكرة إنشاء البورصة في الجزائر مع التحولات التي شهدتها البلاد منذ عام 1988م، أين تقرر الانتقال من مرحلة الإقتصاد الاشتراكي إلى مرحلة الإصلاحات الإقتصادية، التي جاءت لمسايرة إقتصاد السوق وإرساء معاملة في الجزائر، ففي ظل هذه التحولات الإقتصادية، ظهرت الحاجة إلى سوق مالي، من شأنه أن يعطي نفسا جديدا للإقتصاد الوطني.

## المطلب الأول :

## 1. نشأة وتطور بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر برزت سنة 1990م، في إطار الإصلاحات الإقتصادية المعلنة منذ 1988. أما القوانين التي ساهمت في تعزيز فكرة إنشاء البورصة فهي<sup>1</sup> :

- 1) القانون 88-11 المتعلق بتوجه المؤسسات العمومية الإقتصادية.
  - 2) القانون 88-03 المتعلق بتشكيل ثمانية صناديق مساهمة.
  - 3) القانون 88-04 المعدل والمكمل للأمر رقم 59-75 بتاريخ 1975/09/26، والمتعلق بالقانون التجاري.
- وفي سنة 1990 تم إنشاء مؤسسة القيم المنقولة (SVM) (Société des valeurs mobilières)، وهي شركة مساهمة (SPA)، رأس مالها مملوك من طرف ثمانية صناديق مساهمة، وكان رأس مال هذه المؤسسة في حدود 320000 دج، قبل أن يصل إلى 9.32 مليون دينار جزائري سنة 1992، وتم تعديل المركز الإجتماعي لها لتصبح بورصة القيم المنقولة<sup>2</sup> (BVM) (Bourse des valeurs mobilières).

إلا أن بورصة القيم المنقولة لم تتمكن من النشاط في ظل غياب القوانين الخاصة بها، وتكييف القانون التجاري لقواعد إقتصاد السوق، وكان النص التشريعي رقم 93-08 بتاريخ 1993/04/25 متمم ومعدل للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتعلق بالقانون التجاري، والذي يحمل في طياته إمكانية تشكيل

<sup>1</sup> الشريف الريحان، الطاوس حمداوي، "بورصة الجزائر (رهانات وتحديات التنمية الإقتصادية)"، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والقانونية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، عدد 34-جوان 2013، ص 49.

<sup>2</sup> "المرجع نفسه".

شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للإدخار، وأيضاً تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة.

في حين الأمر 96-27 بتاريخ 09 ديسمبر 1996 المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 بتاريخ 26 سبتمبر 1975 والمتعلق 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>1</sup> :

(1) إنشاء بورصة القيم المنقولة.

(2) تعريف البورصة وإعتبارها الإطار التنظيمي وحيز إجراء العمليات على الأوراق المالية.

(3) 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 بخصوصية المؤسسات العمومية معدل ومتمم بالأمر رقم 97-12 لـ 19 مارس 1997 فقد أدرج الرجوع إلى ميكانيزمات البورصة كأسلوب للخصوصية. كذلك القانون رقم 95-25 بتاريخ 25 سبتمبر 1995 المرتبط بتسيير رؤوس الأموال التجارية للدولة. كما نجد أن الأمر 96-08 بتاريخ 10 جانفي 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM, SICAV, FCP)، قد عرف قواعد تشكيل وتشغيل تلك الهيئات.

في حين الأمر رقم 04-01 بتاريخ 20 أوت 2001 المتعلق بتنظيم تسيير وخصوصية المؤسسات الإقتصادية العمومية، فهو يرمي إلى تسريع فتح رأسمال المؤسسات الإقتصادية 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 :

(1) أضفى على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) الشخصية المعنوية والإستقلالية المالية.

(2) دعم السلطات القانونية للمراقبة والجزاء للجنة الـ (COSOB).

(3) وسع نطاق نشاط وسطاء البورصة (IOB) ليشمل عدة مجالات مثل ضمان السير الحسن للعمليات المالية

وتقديم النصيحة للمستثمرين.

<sup>1</sup> الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 50-51.

4) وسع تطبيق نشاط الوسطاء لدى البنوك والمؤسسات المالية.

## 2. مراحل تطور بورصة الجزائر

في إطار برنامج الإصلاح الإقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة، والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية :

### 1.2 المرحلة التقريرية (1990-1992) :

إتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على إستقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، وتحصلت جراء هذه الإجراءات معظم المؤسسات الحكومية على إستقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهم، ومن جملة هذه الإجراءات، تم إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة (SVM) مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقد قدر رأس مالها بـ 320000 دج، ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء، حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة. وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية<sup>1</sup> :

❖ المرسوم التنفيذي رقم : 91 / 161 يختص بتنظيم المعاملات على القيم المتداولة.

❖ المرسوم التنفيذي رقم : 170/91 الذي يحدد أشكال وأنواع القيم المنقولة وشروط إصدارها من طرف المؤسسات.

❖ المرسوم التنفيذي رقم : 171/91 المتعلق بلجنة البورصة.

### 2.2 المرحلة الإبتدائية (1993-1996) :

بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها، عن طريق العرض العمومي للإدخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 227-228.

<sup>2</sup> رشيد هولي، "مرجع سبق ذكره"، ص 38.

## 3.2 مرحلة الإنطلاق الفعلية (1996-1999) :

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم إختيار الوسطاء، وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997، والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك. لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها<sup>1</sup>.

## 3. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

حتى تقوم البورصة بالمهام الموكلة إليها يجب توفر الجو المناسب، من الشفافية، الرقابة وكيفية التنسيق بين الهيئات المشرفة عليها، وبعد إنشاء بورصة الجزائر كان لزاما إنشاء هيئات تشرف على مهامها، ومن أهمها :

## 1.3 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 والإستقلال المالي، وكذا حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها<sup>2</sup>.

## 2.3 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>3</sup>.

## 3.3 المؤتمن المركزي للسندات (Algérie clearing)

المؤتمن هي شركة ذات أسهم، يتكون رأسمالها الاجتماعي من 240 000 سهم بقيمة 1000.00 دينار من القيمة الإسمية وتحوذها ستة (06) بنوك عمومية (CNEP، CPA، BDL، BEA، BNA و BADR) 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 %

<sup>1</sup> صليحة بولحية، "تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2011)"، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، في العلوم الإقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013/2014، ص 07.

<sup>2</sup> <http://www.cosob.org/listes-des-emetteurs>, consulter le: 05/03/2016 à 10 :40 min.

<sup>3</sup> ذهبي ريمة، "الإستقرار المالي النظامي-بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2012/2013، ص 188.

ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي بـ 8.59 %، ويقوم المؤتمن المركزي للسندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الأساسية الثلاث التالية :

❖ وظيفة الحفظ.

❖ وظيفة حركة تداول السندات.

❖ وظيفة إدارة السندات.

وزيادة عن هذه الوظائف الأساسية فهو يقوم بتقنين الأدوات المالية، جمع المعلومات الإسمية بناءً على طلب الشركات، التي تقوم بالإصدار، وكذا تسيير عمليات التسوية، التسليم والعمليات المرتبطة بالسندات الشبيهة للخرزينة، التي كانت سابقا موكلة إلى بنك الجزائر<sup>1</sup>.

### 4.3 المصدرون (Emetteurs)

هم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة، تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم، وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للإدخار<sup>2</sup>. ويقدرون بعشرة (10) مصدرين وهم على التوالي<sup>3</sup> :

(1) المغرب العربي للإجارة الجزائر (Maghreb Leasing Algérie).

(2) شركة إعادة تمويل الرهن العقاري (Société de Refinancement Hypothécaire).

(3) الشركة الوطنية للعمل في الآبار (Entreprise Nationale des Travaux aux Puits).

(4) إيباد TISP (EEPAD TISP).

(5) الخطوط الجوية الجزائرية (Air Algérie).

(6) شركة تأجير العربية (Arabe Leasing Corporation SPA).

(7) تيلكوم الجزائر (Algérie Télécom SPA).

(8) سيفيتال (Cevital).

(9) شركة الحفر الوطنية (Entreprise Nationale de Forage).

(10) رياض سطيف (Eriad setif).

<sup>1</sup> ذهبي ريمة، "مرجع سبق ذكره"، ص 188.

<sup>2</sup> عثمانى حسين، شعابينة سعاد، "النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، 07/06 ماي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012، ص 12.

<sup>3</sup> <http://www.cosob.org/listes-des-emetteurs/>, consulter le: 06/03/2016 à 09 :40 min.

## 5.3 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، ويحَوَّل لهم إدارة القيم المنقولة لحساب الزبائن. يتمتع وسطاء عمليات البورصة بالإحتكار المطلق لعمليات التفاوض على القيم المنقولة المقبولة في البورصة، على الوسطاء تقديم ضمانات كافية من خلال<sup>1</sup> :

❖ حيازة الحد الأدنى من رأس المال المحدد من طرف لجنة التنظيم والمراقبة (COSOB).

❖ الحيازة على تنظيم وسائل تقنية ملائمة لنشاطها.

❖ مستخدمون يتمتعون بالمؤهلات اللازمة.

سجلت سنة 2014 إستخراج 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 :

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) شركة بي أن بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El-Djazair).

8) سوسيتي جنيرال الجزائر (Société Générale Algérie).

## 6.3 ماسكي الحسابات وحافظي السندات

هم عبارة عن سبعة (07) ماسكي حسابات وحافظي 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>2</sup>.

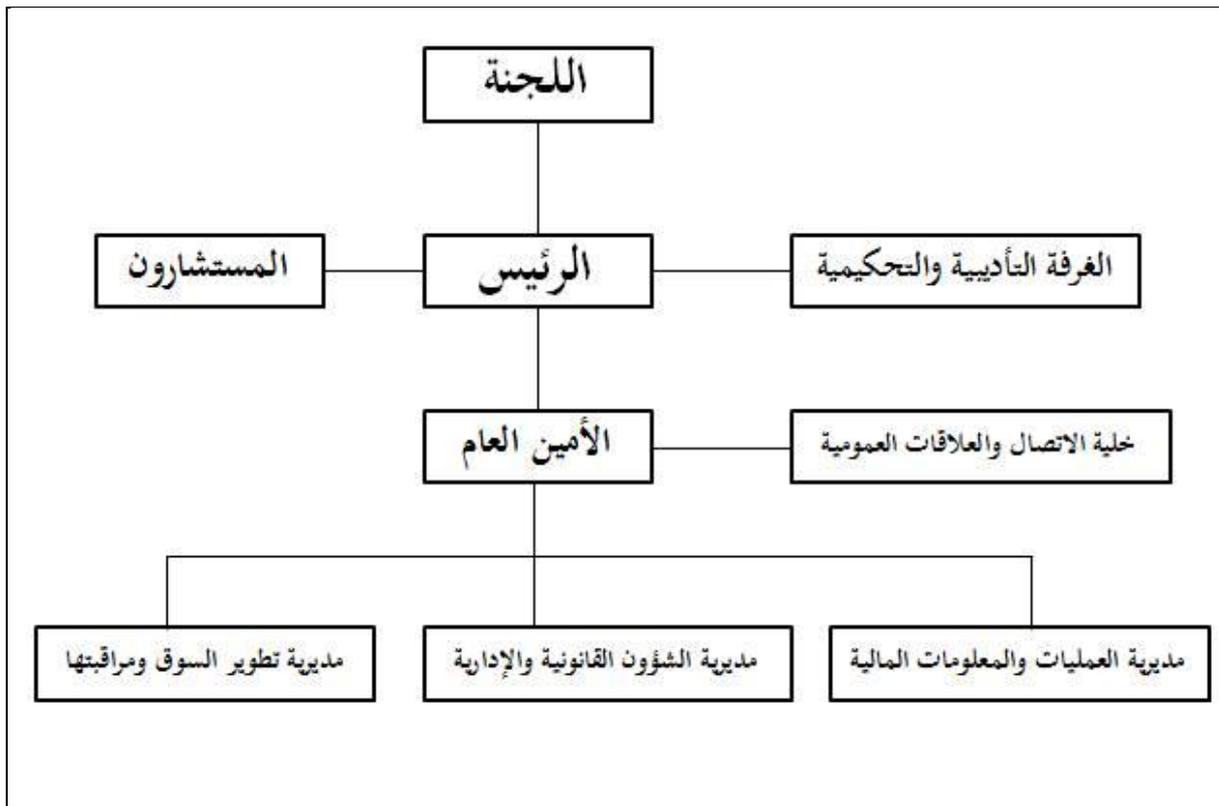
<sup>1</sup> فيصل حميدي، "تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة حالة الجزائر والمغرب"، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، فرع علوم إقتصادية، التخصص دراسات إقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009، ص 99.

<sup>2</sup> ذهبي ريمة، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 189-190.

نذكر فيما يلي أسماء هذه البنوك التي تعتبر ماسكة للحسابات وحافطة للسندات<sup>1</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) شركة بي أن بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El-Djazair).

الشكل (1.2) : هيكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة



Resource : <http://www.cosob.org> /,consulter le: 14/04/2016 à 20 :40 min.

<sup>1</sup> حفصي رشيد، "تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر"، دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010/2011، ص 101.

المطلب الثاني :

### أسباب وشروط الإدراج في بورصة الجزائر

تلتزم الشركة التي تنوي الدخول إلى البورصة أن تمتثل لبعض الشروط التي حددتها التنظيمات والقوانين الجزائرية، بهدف المحافظة على مصداقية الشركات المسعرة في البورصة، وضمان حقوق المكتتبين.

#### 1. أسباب الإدراج في البورصة

هناك عدة أسباب قد تؤدي بالمؤسسة إلى عرض أسهمها في السوق منها<sup>1</sup> :

- ❖ تغيير هيكل رأسمالها.
- ❖ رفع مردودية أسهم المؤسسة.
- ❖ إصدار أسهم لتسعيها في البورصة.
- وهناك أهداف أخرى يمكن أن تدفع بالمؤسسة إلى الإصدار مثل :
- ❖ الحاجة في الأجر القصير أو المتوسط.
- ❖ تمويل النمو على المدى الطويل للمؤسسة.
- ❖ إعادة دفع الديون الناضجة.

إذا كانت المؤسسة في حالة مالية جيدة، وإذا كانت إستراتيجية التطور تملّي عليها الحفاظ على المستوى الحالي لتطور الشركة، فإن فكرة إندماجها في سوق الأموال لا تفرض في الحال. بينما إذا تم تحدي إستراتيجية للتطور على المدى المتوسط أو الطويل، وأرادت المؤسسة السعي إلى تحقيق مستوى معين من رأس المال، أو سمعة معينة، أو ديمومة المؤسسة، فعليها أن تفرض إسمها للتفاوض في السوق. فهو عمل ملزم للقيام به بصفة إستعجالية. وعلى هذا الأساس، ورغم الصحة المالية للمؤسسة، ومهما كان القطاع الذي تنمو فيه، فإن طرح القيم المتداولة للتفاوض في البورصة تبدو مهمة من عدة جوانب.

فالدخول إلى البورصة يمكن المؤسسة من التفتح على الخارج وتقوية سمعتها، والدخول والقبول في البورصة يمكن من تمويل نمو الشركة، ويساهم كذلك في إرتفاع سيولة أسهم الشركة، وذلك عن طريق :

<sup>1</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، "بورصة الجزائر (واقع وآفاق)"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الإقتصادية، فرع، النقود المالية، جامعة الجزائر، 2003/202، ص 19.

## 1.1 فتح الشركة على الخارج

بواسطة دعوة الجمهور للإدخار، فإن الشركة التي تم قبول أسهمها في البورصة، يمكن لها بيع هذه الأسهم للجمهور، دون تأثير على إستقلاليتها وإستقلالية مساهمها، حيث أن العرض هذا يمكن أن يكون مراقب، وذلك بتحديد عدد الأسهم المطروحة في السوق.

وعليه فإنه يمكن لشهرة المؤسسة أن تزداد عندما تكون قيمتها مقبولة في البورصة، حيث أن الدخول والقبول في البورصة يقوي مصداقية الشركة إتجاه الغير، فتصبح معروفة أكثر لدى الجمهور. وسعر السهم فيها يصبح لديه قيمة مرجعية للمتدخلين في السوق.<sup>1</sup>

## 2.1 تمويل النمو

إن الدعوة العامة للإدخار ينوب على التدين لدى المصارف، سواء على المدى المتوسط أو الطويل، مما يؤدي إلى تطور وزيادة موارد الشركة وتدعيم رأس مالها. مما يمكنها من تمويل برامج الإستثمار الطموحة. يحدث هذا الدعم سواء عن الزيادة إلى رأس المال (المساهمات في رأس المال)، أو بواسطة الإصدار لقرض سندي، حيث يمكن إعاءة جدولة النفقات المالية خلال مدة حياة القرض.<sup>2</sup>

## 3.1 زيادة سيولة السندات

إن سهولة التبادل والتفاوض لقيم المؤسسات المقبولة في البورصة، يرفع من سيولة هذه القيم، إذ يضاعف عدد المقبلين عليها، ويحفز المنافسة بينهم.

ومن جهة أخرى فإن قبول القيم في البورصة، لا يجعل للشركة مساهمين بالأغلبية، معناه في حالة الإنسحاب، فإن الأسهم التي يمتلكونها هي سهلة التفاوض، ولها قيمة سوقية معروفة لدى الجمهور ومحددة حسب شروط السوق. وعندئذ يمكن إيجاد حائزا جديدا لهذه الأسهم. وبالتالي فإن توازن الشركة لا يتأثر، أي تحافظ الشركة على توازنها رغم إنسحاب شريك مهم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، "مرجع سبق ذكره"، ص 21.

<sup>2</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، "مرجع سبق ذكره"، ص 22.

## 2. شروط الإدراج في بورصة الجزائر

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

## 1.2 شروط متعلقة بالأسهم

- ❖ يجب أن تكتسي الشركة الراغبة في الدخول إلى البورصة شكل شركة مساهمة.
- ❖ أن لا يقل رأس مالها عن مائة مليون ( 100.000.000 ) دينار جزائري.
- ❖ أن توزع على الجمهور قيم رأس مال تمثل عشرون بالمائة (20 %) من رأس المال الإجتماعي للشركة موزعة على 300 مساهم على الأقل في يوم الإدخال على أبعد تقدير.
- ❖ أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي تسبق طلب القبول.
- ❖ نشر قوائم مالية مصادق عليها السنوات الثلاثة الأخيرة التي تسبق سنة تقديم الطلب.
- ❖ إثبات وجود هيئة للمراقبة الداخلية ، تكون محل ملاحظات و تقييم من طرف مندوب الحسابات في تقريره المتعلق بالمراقبة الداخلية للشركة.
- ❖ إيداع مشروع مذكرة إعلامية يخضع لتأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- ❖ الإلتزام بإرسال كل البلاغات و الإعلانات ذات الطابع المالي و النشرات التي تتولى الشركة توزيعها.

## 2.2 شروط متعلقة بالسندات

أما في حالة إصدار السندات يتوجب على شركات ذات الأسهم<sup>(2)</sup> أن :

- ❖ يكون نشاطها الفعلي منذ سنتين على الأقل من تاريخ تقديم الطلب.
- ❖ تقديم ميزانيتين مصادق عليها من طرف المساهمين.
- ❖ أن يحرر رأس المال كليا.
- ❖ مزاولة الشركة لنشاط دائم.

<sup>1</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 121-122.

<sup>2</sup> عند تقديم طلب القبول إلى اللجنة.

## المطلب الثالث :

## معوقات وتحفيزات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق، حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب، فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لإستكمال متطلبات إقتصاد السوق، لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا.

## 1. معوقات بورصة الجزائر

هناك عدة معوقات تضافرت أمام بورصة الجزائر حالت دون قيامها بدورها المطلوب فإمتزجت بين عدة عوامل من أهمها مايلي :

## 1.1 المعوقات الإقتصادية

يمكن حصر أهم نقاط المعوقات الإقتصادية التي تقف أمام تطور بورصة الجزائر.

## 1.1.1 عائق الخصوصية

الخصوصية هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات إقتصادية وإجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الإقتصادية، وعلى هذا فان الخصوصية تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الإقتصادي وأطولها، على إعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة<sup>1</sup>.

وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول الدولي حول إقتصاديات الخصوصية، والدور الجديد للدولة، في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص، بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخصوصية وقد حدد المرسوم التنفيذي 354-01 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكفاءات تنظيمها وسيرها.

<sup>1</sup> بوضيف عبير، "مرجع سبق ذكره"، ص118.

وتعتبر سياسة الخصوصية من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الأخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وآجالها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخصوصية، وذلك أنها :

❖ تتمكن من بيع عدد كبير من أسهم الشركات وتنافس على حصص حقوق الملكية.

❖ تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية.

وبالرغم من إعتبار الخصوصية في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصوصية ... إلخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصوصية الفعلية.

### 2.1.1 معدل التضخم

يمكن حصر معدل التضخم من خلال المراحل التالية<sup>1</sup> :

أوائل التسعينيات من القرن الماضي بدأ معدل التضخم في الجزائر يشهد ظهورا واضحا وإشتدت حدته في منتصف التسعينات، فخلال مرحلة الإقتصاد المخطط وإلى نهاية الثمانينات لم يتعد معدل التضخم 9 %، وذلك لأن إستقرار الأسعار كان السمة السائدة في الإقتصاد الجزائري، حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية، وخاصة مع نهاية عشرية الثمانينات، مما أنتج زيادة وفائضا في عرض النقود، وبطبيعة الحال حدث التضخم النقدي، فقد كانت الزيادة أكبر من الحاجة إليها (أي الطلب على النقود). وحين أدى تخفيض العملة (حسب الإتفاق المبرم مع صندوق النقد الدولي إبتداء من 30 ماي 1989، ومن بين ما جاء في إتفاق الإستعداد الإئتماني وجوب تعديل سعر الصرف، الذي إنخفض في فترة (06) أشهر إبتداء من أكتوبر 1990 إلى حوالي 70 % فبعدها كان الدولار الأمريكي يساوي 10.476 دج، إنخفض الدينار مقارنة بالدولار إلى 17.8)، إلى تزايد معدل التضخم المضغوط، وإرتفاع تكلفة الواردات، وكذا تكلفة خدمة الديون الخارجية، ولقد دفع العجز في الميزانية إلى إصدار نقود إضافية لتغطية ذلك العجز، من جهة أخرى إن إتباع سياسة مالية نقدية والتشدد الحازم في الموقف النقدي سرعان ما أحدث هبوطا حادا ومستمر في معدل التضخم،

<sup>1</sup> عمار عمري، سعيدة بوسعدة، "معوقات الإستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر"، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الإقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر، 2005، ص.ص 216-217.

فقد إنخفض معدل التضخم السنوي عند نهاية 1996 إلى 15 %، ثم إلى 07 % مع نهاية مارس 1997، ونشير هنا إلى أن سياسة التحكم في الأجور هي التي كانت العامل الأساسي في النتائج المسجلة، فقد هبطت بالقيمة الحقيقية إلى أكثر من 30 % خلال فترة البرنامج، وحسب خبراء صندوق النقد الدولي فإن هناك ثلاث متغيرات مهمة أثرت على تطورات الأسعار في الجزائر، وهي :

❖ تغير في عرض النقود.

❖ سعر الصرف الإسمي (الفعلي).

❖ تحركات أسعار النفط.

### 3.1.1 الإقتصاد الموازي

الإقتصاد الموازي، أو ما يسمى السوق السوداء 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 الإقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية، التي لا تخضع بشكل عام للضريبة. وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم الإقتصاد الموازي، هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية، وكذا مدفوعات الضمان الإجتماعي<sup>1</sup>.

### 4.1.1 ضعف الإفصاح والشفافية

يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأوراق المالية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات، أما في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة)، التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية، التي تعتبر سطحية وعمامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من إتخاذ قرار الإستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات.

<sup>1</sup> بوضيف عبير، "مرجع سبق ذكره"، ص 121.

## 5.1.1 غياب الثقافة البورصية

لا يستطيع الجزم بأن الثقافة البورصية منعدمة وإنما الأكيد أنه يتطلب الأمر الكثير من الوقت والإمكانيات، من أجل ترسيخ ثقافة بورصية في أذهان الجزائريين، خاصة وأن الثقافة المالية في حد ذاتها غائبة في حياة أغلبية المواطنين<sup>1</sup>.

## 6.1.1 العامل القانوني

أغلبية المؤسسات الخاصة في الجزائر، ممثلة في شكل شركات ذات مسؤولية محدودة (SARL)، أو شركات الأشخاص (SNC)، هذا يعرقل السير الحسن للبورصة وتطورها، حيث أن هذه الأخيرة لا تسمح بالدخول إلا للشركات ذات الأسهم (SPA).

## 7.1.1 طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توافرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين، إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر (COSOB)، يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلا أن المتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط، على الرغم من أن القانون صدر في جويلية 1996، بمعنى أن إقتصار عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية<sup>2</sup>.

## 8.1.1 عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر

من بين الأسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة، هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية، ليختار منها ما يلاءم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنها تتداول فيها ثلاثة أوراق مالية لثلاثة شركات، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الأسواق الأخرى<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> فتيحة ابن بوسحاقي، "مرجع سبق ذكره"، ص 201.

<sup>2</sup> بوضياف عبير، "مرجع سبق ذكره"، ص 122.

<sup>3</sup> بوضياف عبير، "مرجع سبق ذكره"، ص 125.

## 2. التحفيزات الممنوحة لتفعيل بورصة الجزائر

قدمت السلطات المالية مجموعة من التحفيزات والإميازات للمستثمرين، وذلك ضمن قانون المالية لسنة 1982، ومن أهمها<sup>1</sup> :

- 1) إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضرائب.
- 2) إعفاء الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية من الضرائب، سواء كانت لصالح أفراد أو شركات.
- 3) إعفاء الفوائد المحققة من التوظيف في السندات وغيرها من الأوراق المالية من الضرائب.
- 4) إعفاء العمليات التي تجري على الأوراق المالية من حقوق التسجيل.
- 5) يقدر العائد على الإستثمار في بورصة الجزائر بـ 7.95 % مع العلم إن أسعار الفائدة السائدة على المدخرات تقدر بحوالي 7 %، وأن معدل التضخم هو 1 % في 2000، حسب التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي، إن الإستثمار في القطاع المالي قد إستحوذ على جزء هام من هذا المبلغ متمثل في الإستثمار الجانبي في هذا الإطار قدره 70 مليار دينار (حوالي 1 مليار دولار) في قطاع المحروقات، وإستثمروا في قطاع الخدمات أكثر من 34 مليار دينار (حوالي 486 مليون دولار)، لإنشاء البنوك الخاصة والفروع، وعليه إستفادت من الإميازات التي تمنحها وكالة دعم الإستثمار APSI والمتمثلة في :

## أ. أثناء الإنجاز

- ❖ الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة TVA على السلع والخدمات التي تدخل مباشرة في إنجاز الإستثمار.
- ❖ الإعفاء من الضريبة العقارية.
- ❖ الإعفاء من رسوم التحويل على شراء العقارات.
- ب. أثناء الإستغلال (لمدة تتراوح بين 5 و 7 سنوات).
- ❖ الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات (IBS).
- ❖ الإعفاء من الرسم على النشاط الصناعي للعمال (TAIC).
- ❖ الإعفاء من الدفع الجزائي على أجور العمال (VF).
- ❖ تخفيض نسبة مساهمة أرباب العمل في الضمان الإجتماعي إلى 26 % بدلا من 75 %.

<sup>1</sup> <http://www.wadilarab.com/t11093-topic#ixzz3xblliha4/>, consulter le: 08/03/2016 à 19:05 min.

## المبحث الثاني :

## بورصة تونس

تسمح البورصة للمستثمرين وللمؤسسات بالحصول على التمويلات اللازمة لتنمية أنشطتها عبر اللجوء إلى الإكتتاب العام، وعلى هذا الأساس تشكل البورصة إحدى الروافد الأساسية لتمويل الإقتصاد. ويبقى الهدف الرئيسي لكل مؤسسة مهما كان القطاع الذي تنشط فيه هو تنمية ثرواتها.

## المطلب الأول :

## 1. مراحل إنشاء بورصة تونس

تعود أولى التجارب في مجال البورصة في تونس إلى إنشاء مكتب التصفية والمقاصة، الذي إستمر نشاطه من 1937 إلى 1945، حيث شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئي لظهور سوق ثانوي، وفي عام 1945 تم إنشاء مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM نتيجة لتحسين الأوضاع التي عرفتتها تونس<sup>1</sup>. وفي نهاية 1969 تم إنشاء بورصة القيم المنقولة بتونس بموجب القانون 69-13 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والإستقلال المالي، وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والإقتصاد، وتميزت هذه الفترة بالدور المحدود للبورصة، بسبب سيطرة الدولة والبنوك العمومية على التمويل، مما أدى إلى إرتفاع مستويات الإصدار النقدي والتضخم، كما تميزت هذه الفترة بسهولة الحصول على القروض البنكية ومساعدة الدولة، وإرتفاع العوائد على ودائع البنوك التي كانت تتمتع بالحماية والإعفاء الضريبي، وإرتفاع الضرائب على التوظيفات في البورصة<sup>2</sup>. وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بن عزوز عبد الرحمان، "مرجع سبق ذكره"، ص 147.

<sup>2</sup> رشيد هولي، "مرجع سبق ذكره"، ص 30.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، "مرجع سبق ذكره"، ص 255.

وإثر النتائج الإيجابية التي سجلت في السنوات الأخيرة من القرن الماضي، ونتيجة للتطورات السريعة التي شهدتها السوق المالي تم إدخال آليات جديدة ومتطورة تعكس الانفتاح الاقتصادي وتحرير الأنشطة الاقتصادية، ونتيجة لذلك تم إنشاء ما يلي<sup>1</sup> :

### 1.1 هيئة السوق المالي

وذلك في 15 نوفمبر 1995، والتي تولت تحديد المبادئ العامة المنظمة للسوق ووسائل المراقبة على عمليات تداول الأوراق المالية، وحماية الإدخار وسن القوانين.

### 2.1 شركة البورصة

وتم ذلك في 1996 تكوين شركة مساهمة، تكون مهامها تسيير أعمال سوق الأوراق المالية، وتخضع هذه الشركة إلى هيئة السوق المالي، ولأحكام القانون التجاري.

### 3.1 إنشاء شركة للقيام بمهام المقاصة والإيداع والتسوية

تم إنشاء الشركة المهنية للمقاصة والإيداع والتسوية للأوراق المالية، كشركة مساهمة عامة برأسمال مدفوع مقداره 150 مليون دينار تونسي، موزع بالتساوي بين الوسطاء، ويهدف إنشاء هذه الشركة إلى الرفع من كفاءة عمليات المقاصة والإيداع والتسوية بما يؤدي إلى تطوير التداول في السوق وتسريع إبرام الصفقات.

### 2. أهم المحطات في تاريخ بورصة تونس<sup>2</sup> :

- ❖ فبراير 1969 : إحداث بورصة الأوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية.
- ❖ نوفمبر 1994 : إعادة تنظيم السوق المالية بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق.
- ❖ نوفمبر 1995 : إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي.

❖ أكتوبر 1996 : إنطلاق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC.

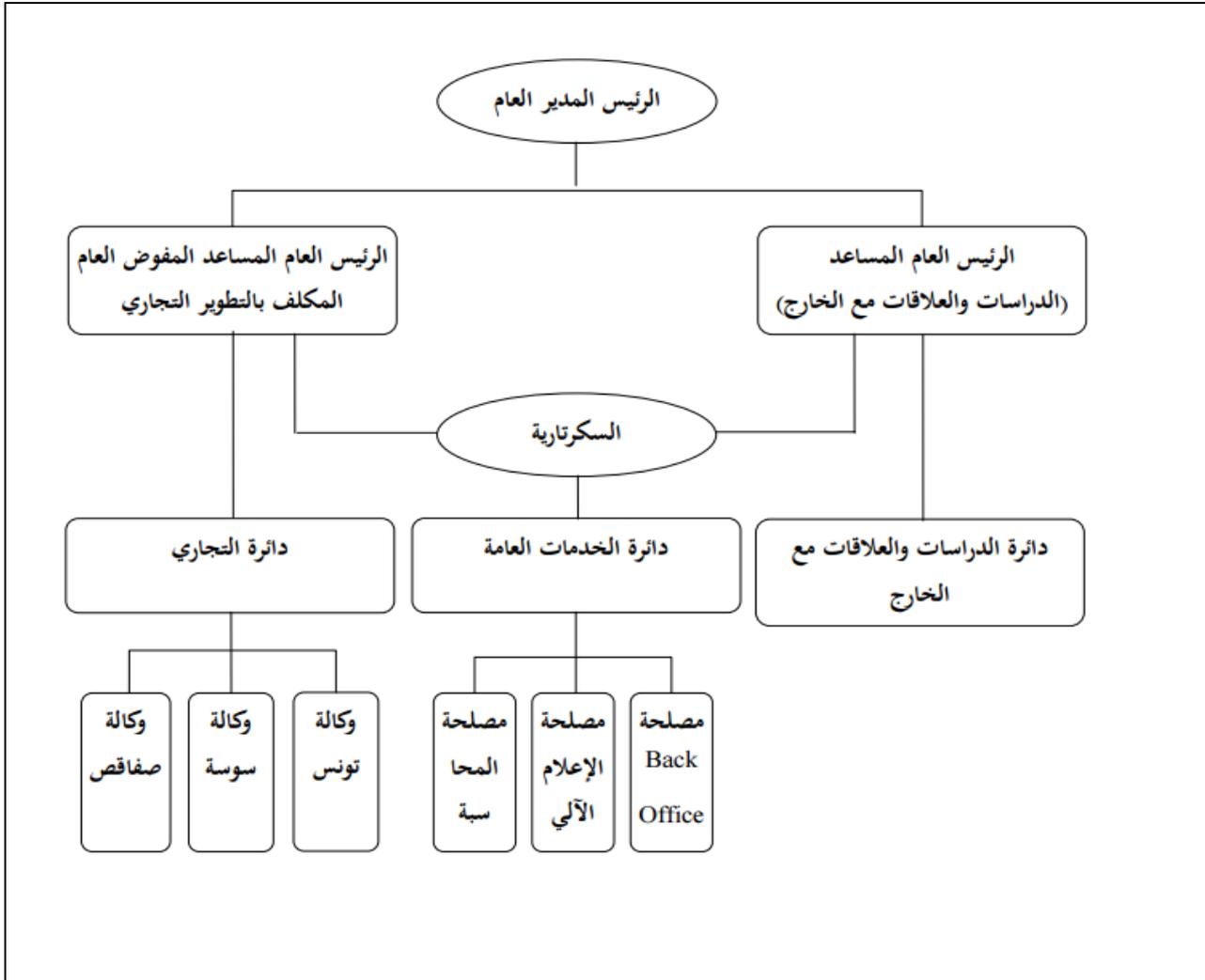
❖ أبريل 1998 : إنطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997.

❖ ديسمبر 2007 : إنطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC.

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي، "مرجع سبق ذكره"، ص 77.

<sup>2</sup> <http://www.4algeria.com>, consulter le 06/03/2016 à: 12:57min.

الشكل (2.2) : الهيكل التنظيمي العام للشركة التونسية للأوراق المالية



المصدر : بن عزوز عبد الرحمان، "مرجع سبق ذكره"، ص 167.

المطلب الثاني :

### شروط الإدراج في بورصة تونس

يمثل الإدراج بالبورصة في هذا السياق فرصة حقيقية، وهو يوفر مزايا أخرى عديدة، لا يدركها دائما أصحاب الشركات والمساهمون. قد ينظر لعملية الإدراج بالبورصة على أنها عملية معقدة وأحيانا على أنها مكلفة أيضا، ومع ذلك فهي تشكل مرحلة بالغة التأثير والأهمية في مسيرة الشركة.

### 1. دوافع الإدراج في البورصة

إن لعملية الإدراج في البورصة دوافع وأهداف تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

#### 1.1 تعبئة الموارد المالية

يعد هذا العامل أهم دافع لعملية الإدراج بالبورصة مما يجعل من البورصة مصدرا بديلا للتمويل. ويشكل اللجوء إلى السوق المالية لتعبئة موارد مالية إجابة لإحدى الفرضيتين التاليتين :

❖ الحاجة إلى موارد مالية لتنفيذ إستراتيجية تنموية لتحقيق طموحات الشركة عبر إنجاز مشاريع توسع كبيرة مثل إقتناء شركة أخرى أو إحداث شركة تابعة ومتكاملة مع نشاطها. كما يدخل ضمن هذه الإستراتيجية، كذلك تطوير الطاقات الإنتاجية للشركة أو تحسين إنتاجيتها. ومهما تكن طبيعة طموحات الشركة، فإن تحقيق مثل هذه المشاريع التنموية يتطلب أموالا، لا يمكن أن تتوفر دائما للمساهمين في الشركة. وتمثل البورصة في هذه الحالة خيارا يمكن أن يكون بديلا عن القرض البنكي أو التمويل المباشر من قبل المساهمين.

#### ❖ تقليص تداين الشركة

يمكن الإدراج بالبورصة من رصد موارد لامتنصاص ديون الشركة، وتطهير وضعيتها المالية، وبالتالي تدعم الشركة قدرتها على التداين مستقبلا.

### 2.1 الرغبة في توسيع قاعدة المساهمين

توجد الكثير من الحالات : تتعلق الحالة الأولى بتواجد مساهم أو مجموعة من المساهمين يريدون التفويت في مساهمتهم في رأس مال الشركة، دون أن يوجد من بين بقية المساهمين من يرغب أو باستطاعته شراء هذه الحصة من الأسهم. ولتفادي إنحلال الشركة فإن الإدراج بالبورصة يسمح بإيجاد مستثمرين جدد مستعدين لشراء

<sup>1</sup> "دليل إدراج الشركات ببورصة تونس"، أكتوبر 2012، ص2.

هذه الحصة من أصحابها بسعر مرجعي يحدد بالسوق. ويمكن التعرض لهذه الوضعية خاصة في حالات الوراثة للشركات العائلية حين يجذب أحد الورثة أو عدد منهم تحويل مساهمتهم إلى سيولة. وتتعلق حالة أخرى بصاحب الشركة، الذي له في نفس الوقت صفة المؤسس والمساهم الرئيس والأجير بالشركة. في مثل هذه الحالة تمثل الشركة في آن واحد الثروة ومورد الرزق. ويوفر الإدراج بالبورصة لمن يكون في مرحلة متقدمة من حياته المهنية خيارا لتحويل جزء من ممتلكاته أو كلها إلى سيولة من جهة، ولتأمين ديمومة أفضل لشركته بانضمام مساهمين جدد من جهة أخرى.<sup>1</sup>

### 3.1 زيادة شهرة الشركة

إن إدراج الشركة بالبورصة يدعم صيت الشركة خاصة بزيادة مصداقيتها والثقة فيها، وتحسين صورتها على المستوى المحلي والدولي. أن تكون شركة مدرجة بالبورصة فهذا يوفر لها حضورا إعلاميا مستمرا، من خلال العناية المتواصلة، التي ستلقاها لدى وسائل الإعلام، لمتابعة تطور نشاطها ونتائجها. كما أن الوسطاء بالبورصة في إطار دورهم الاستشاري، سيجتهدون هم أيضا في إيصال تلك الصورة إلى حرفائهم.

### 4.1 التمتع بامتيازات جبائية تفاضلية

يمكن قيد الشركة في البورصة من التمتع بنظام جبائي خصوصي وتفاضلي. إن فتح رأس المال للعموم قبل شهر ديسمبر 2014 يخول التخفيض ب 33 أو 40 بالمائة، من نسبة الضريبة على الشركات، حيث تتحول هذه النسبة من 30 أو 35 بالمائة، حسب القطاع إلى 20 بالمائة خلال الخمس سنوات الموالية للقيد بالبورصة.

أما بالنسبة للمساهمين القدامى فتتمتع مداخيلهم المتأتية من التفويت في الأسهم في إطار عملية الإدراج بالإعفاء التام من الضرائب.

<sup>1</sup> "دليل إدراج الشركات ببورصة تونس"، أكتوبر 2012، ص.ص 3-4.

## 2. شروط الإدراج في البورصة

يتعين على الشركة المرشحة للإدراج بالبورصة اختيار السوق الذي تريد دخوله. وتتضمن البورصة سوقين لسندات رأس المال : سوق رئيسية وسوق بديلة. ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في الشركة الشروط التالية<sup>1</sup> :

## 1.2 شروط الإدراج المشتركة بأسواق سندات رأس المال

- ❖ نشر القوائم المالية السنوية للشركة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها، مع إمكانية استثناء بالنسبة للشركات التي يقل نشاطها عن سنتين.
- ❖ توزيع نسبة لا تقل عن 10 % من رأس مال الشركة على العموم ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
- ❖ تقديم تقرير يقيم أصول الشركة.
- ❖ توفير تنظيم مناسب وهيكل رقابة داخلية وهيكل رقابة للتصرف.
- ❖ تقديم تقديرات أنشطة الشركة لمدة خمس سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.
- ❖ تقديم نشرة إدراج بالبورصة مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالية.

## 2.2 الشروط الخاصة

السوق البديلة	السوق الرئيسية
لا يشترط تسجيل أرباح.	تسجيل الشركة أرباحا خلال السنتين الأخيرتين. ولا يطلب توفير هذا الشرط إذا تم إدراج الشركة وفق طريقة القيد المباشر إثر عملية ترفيع في رأس المال.
توزيع الأسهم بين العموم* على 100 مساهم على الأقل أو 5 مساهمين مؤسستين وذلك في تاريخ القيد.	توزيع الأسهم بين العموم* على 200 مساهم على الأقل وذلك في تاريخ القيد.

<sup>1</sup> <http://www.bvmt.com.tn>, consulte le 08/03/2016 à: 13:49 min.

السوق البديلة	السوق الرئيسية
لا يشترط رأس مال أدنى.	توفير رأس مال أدنى بقيمة 3 مليون دينار في تاريخ القيد.
<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ يمكن طلب الإدراج من قبل شركة يمتلك رأس مالها مستثمرين مؤسساتين على الأقل بنسبة لا تقل عن 20% وذلك منذ أكثر من سنة.</li> <li>❖ يمكن طلب الإدراج من قبل شركة في طور التأسيس عن طريق الاكتتاب العام (في إطار إحداث مشاريع كبرى مشاريع كبرى). في هذه الحالة يتم إدراج الشركة مباشرة بالسوق البديلة بعد موافقة هيئة السوق المالية.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>❖ تقديم شهادة عن طريق المؤسسة الراعية تثبت قيامها بالعنايات المستوجبة منها في إطار عملية الإدراج.</li> <li>❖ تعيين الشركة لمؤسسة راعية طوال مدة بقاء أسهمها بالسوق البديلة ويجب أن لا تقل هذه المدة الممنوحة عن سنتين.</li> </ul>	

المصدر: "دليل إدراج الشركات ببورصة تونس"، أكتوبر 2012، ص 07.

\* يقصد بالعموم المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0,5% من رأس المال بالنسبة لغير المؤسساتيين ونسبة أقصاها 5% بالنسبة للمستثمرين المؤسساتيين<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> <http://www.bvmt.com.tn>, consulter le 08/03/2016 à: 13 :49 min.

## المطلب الثالث :

## مزاي وعوائق الإستثمار في بورصة تونس

تمنح البورصة التونسية للمستثمرين فيها مجموعة من المزايا. وقامت السلطات التونسية بإجراء عدة إصلاحات، بوضع ترسانة من القوانين تلمس مختلف جوانب السوق المالية بصفة عامة، والبورصة بصفة خاصة.

## 1. مزايا الإستثمار في بورصة تونس

تتمثل المزايا للإستثمار في البورصة كما يلي<sup>1</sup> :

- ❖ يتميز الإستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الأدوات المالية القابلة لتداول كالأسهم، السندات العادية، السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، شهادات الإستثمار دون حق التصويت 227.
  - ❖ يحق للمستثمر الأجنبي حيازة 49 % من أسهم الشركات المدرجة في البورصة، ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.
  - ❖ حرية تحويل الأرباح وانتقالها الناتجة من التعامل في البورصة.
  - ❖ الحصول على الإعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات، وعلى عوائد الأوراق المالية.
  - ❖ عندما يتحصل المساهم على 5 % من حصص رأس المال، يجب الإبلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية، والشركة المصدرة.
- إضافة إلى ما يلي<sup>2</sup> :

## ❖ وسيلة لتعبئة الموظفين وتشريكهم في ضمان حسن سير الشركة

فالإدراج بالبورصة في مرحلة أولى وتطور سعر السهم، بعد ذلك يمثلان قاسما مشتركا بين المسيرين وكافة الموارد البشرية للمؤسسة.

## ❖ إعتدال نظام حاكمية المؤسسات

بفرضه على الشركة عددا من الضوابط، يمثل الإدراج بالبورصة فرصة لوضع وتنفيذ سياسة تسيير سليمة، وتصرف شفافة في الحسابات المالية. وتتطلب هذه الشفافية بالخصوص القيام بمجهود مضاعف في مجال الإفصاح المالي في اتجاه المستثمرين والمساهمين، وكل المهتمين بالشركة.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 226-227.

<sup>2</sup> "دليل إدراج الشركات ببورصة تونس"، أكتوبر 2012، ص 05.

## 2. معوقات بورصة تونس

بورصة تونس بقيت على نهجها المحافظ، ولم تفتح أمام المستثمر الأجنبي من جهة، بينما لم تقم إدارتها بالجهد المطلوب لتغيير عادات المدخرين المحليين، ودفعهم للتوجه إلى السوق المالية بدل البقاء أسرى المصارف التجارية وشروطها القاسية<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى ما يلي<sup>2</sup>:

❖ ظلت تتميز بضعف الإطار التشريعي إلى غاية 1994، مما انعكس على عدم قدرتها على جذب الإدخار الطويل الأمد.

❖ فيما يخص طبيعة الهيئات المسموح لها بممارسة مهنة الوساطة فتحضعت شركات الوساطة المالية في بورصة تونس لموافقة مبدئية ونهائية، تسلمها لها هيئة السوق المالية دون اللجوء إلى وزير المالية.

❖ وهناك عوائق متعلقة بالشرعية الدينية لهذه المعاملات، حيث تجعل أغلبية المسلمين يعتبرون أنها تدخل في باب الحرام.

❖ عدم رغبة العديد من المقاولات والشركات المستوفية للشروط القانونية الولوج إلى السوق عبر إدراج أسهمها، أو من خلال طرح إقتراضات سنديّة. ويظهر ذلك من خلال قلة عدد الشركات، وقلة عدد القطاعات الإقتصادية في تونس، بعدد لا يتجاوز 9 قطاعات ممثلة ب 45 شركة.

❖ عدد المستثمرين المؤسسيين المنشطين للسوق التونسية يفوق بكثير عدد المصدرين للقيم المنقولة، في هذه الأسواق.

أكد رئيس الجمعية التونسية لوسطاء البورصة ومدير صندوق الياسمين للإستثمار «عادل قرار» ل «الصحافة اليوم» أن سنة 2014 مرت بصعوبة على بورصة تونس للأوراق المالية، التي تأثرت بالعوامل السياسية، الأمنية والإجتماعية، التي تشهدها البلاد، التي أثرت سلبا على حجم التداول بالخصوص، أن أهم إشكال تعاني منه بورصة تونس حاليا، هو عدم جاذبية عديد الشركات المدرجة للمستثمرين، مما ينجر عنه ضعف في حجم التداول وقيمة المؤشر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> <http://daharchives.alhayat.com>, consulter le 13/04/2016 à 19 :20 min.

<sup>2</sup> عمر العسري، "البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية"، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط، ص 170.

<sup>3</sup> شكري بن منصور، "إرتفاع إدراج الشركات في البورصة لا يعكس إرتفاع حجم التداول"، الصحافة اليوم، إقتصاد، الأربعاء 13 أفريل 2016.

## المبحث الثالث :

## بورصة الدار البيضاء (المغرب)

بورصة الدار البيضاء كغيرها من بورصات دول المغرب العربي، مرت بعدة مراحل وإصلاحات، حتى تم إنشاؤها، إضافة إلى سعيها المستمر في إستقطاب المستثمرين للعمل فيها، بوضعها لمجموعة من الشروط، إضافة إلى التحفيزات، كما أنها لا تخلو من عوائق تعرقل سير عملها كما ينبغي.

## المطلب الأول :

## 1. مراحل إنشاء بورصة الدار البيضاء (المغرب)

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك إسم (مكتب مقاصة القيم المنقولة). إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة، وضع نظام لمراقبة عملية الصرف، دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين، تقنين، تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون إجتذاب المدخرين في وقت كان الإستثمار في البورصة يلقي إهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز، وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديد سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي إستغرق عشر سنوات. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية، والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لإستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصداره والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة، وهي<sup>1</sup> :

- ❖ ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم.
- ❖ ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للإكتتاب على العموم.
- ❖ ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.

<sup>1</sup> <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter le 08/03/2016 à: 18 :23 min.

## 2. الإصلاحات التي عرفتها بورصة الدار البيضاء

عرفت بورصة الدار البيضاء عدة إصلاحات إذ منح الإصلاح الأول الذي جاء سنة 1948م شخصية معنوية لبورصة القيم، أما الإصلاح الثاني الذي جاء سنة 1967م، فقد مكنها من إعادة تنظيمها قانونيا، وتقنيا، وتحديد معاملها كمؤسسة عمومية. ومنذ 1993م أعطى إصدار مجموعة من النصوص القانونية تم بموجبها إصلاح السوق المالية للبورصة دار البيضاء الإطار التنظيمي والتقني الضروري لإنعاشها<sup>1</sup>.

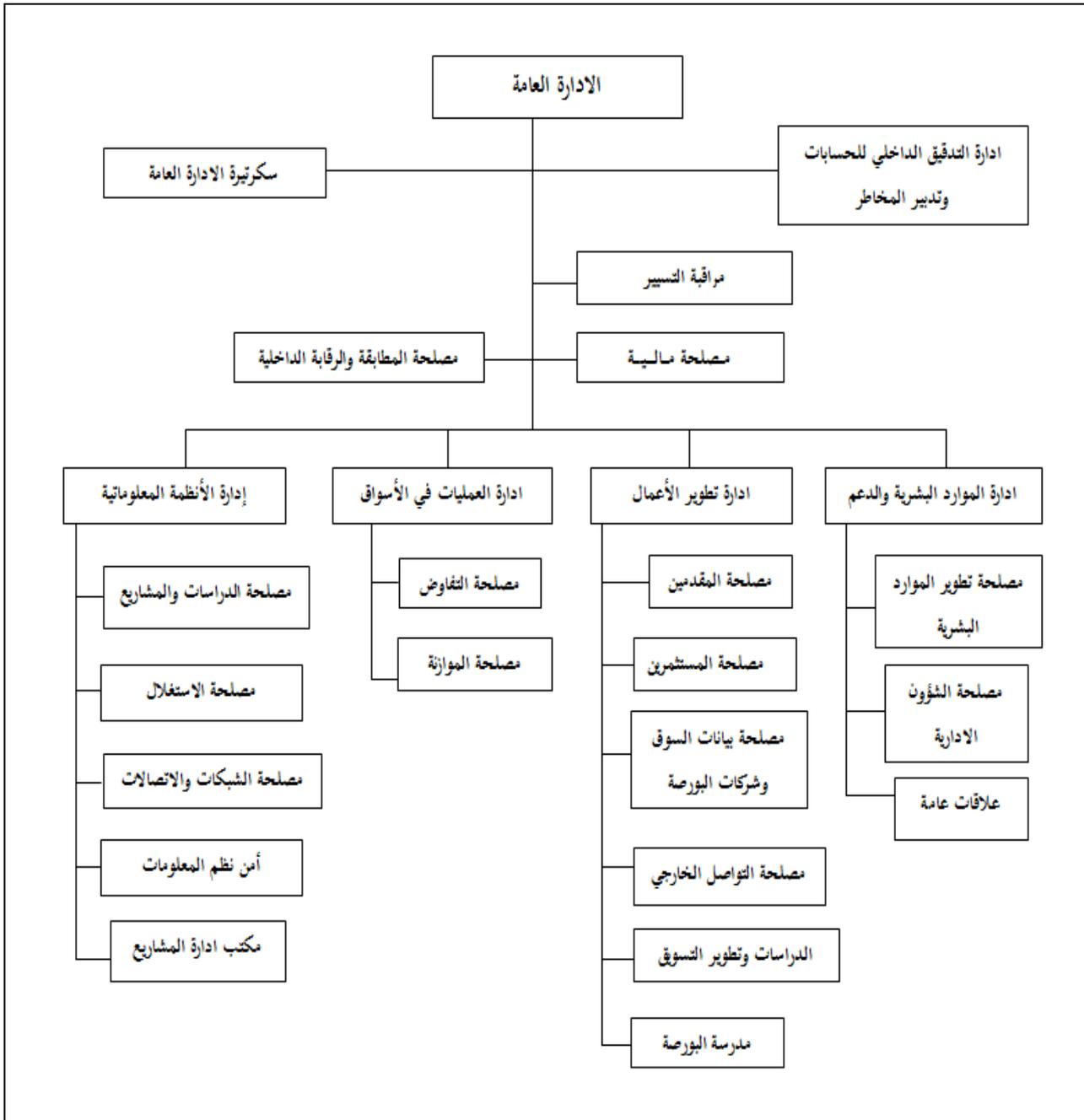
ومنذ إنشائها مرت بورصة الدار البيضاء بعدة مراحل وهي :

- ❖ إنشاء مجلس القيم المنقولة جويلية 1994م، كما تم في أكتوبر من نفس السنة الترخيص لـ 12 شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء.
- ❖ إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة في فيفري 1995م، وفي أوت من نفس السنة تم إنشاء شركة بورصة القيم للدار البيضاء، وفي نوفمبر من نفس السنة تم إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- ❖ تم إدماج بورصة الدار البيضاء في مؤشر الأسواق الناشئة التابع للشركة المالية IFC، وذلك بنسبة 0.75 % في سبتمبر من عام 1996م.
- ❖ إنطلاق النظام الإلكتروني لتسعير بالنسبة للقيم المتداولة في مارس 1997م، تعميم التسعير الإلكتروني على جميع قيم قسم الأسهم وذلك جوان 1998م.
- ❖ وتم إنطلاق بورصة الدار البيضاء على شبكة الأنترنت في سبتمبر 1999.
- ❖ يبنى بورصة الدار البيضاء لبنية شركة مساهمة بمجلس رقابة ومجلس إدارة جماعية طبقا للقانون الجديد المتعلق بشركات المساهمة ونظام أساسي لبورصة الدار البيضاء وذلك في ديسمبر عام 2000.
- ❖ في سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، "مرجع سبق ذكره"، ص 225.

<sup>2</sup> Bourse de Casablanca: historique, <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter le 08/03/2016 à: 19 :39 min

الشكل (3.2) : الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء (المغرب)



Resource : Bourse de Casablanca, <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter le 08/03/2016 à: 20 :39 min.

المطلب الثاني :

## 1. شروط إدراج الشركات في بورصة الدار البيضاء (المغرب)

إن دخول أي مؤسسة إلى بورصة الدار البيضاء يكون مصحوب بجملة من الشروط منها<sup>1</sup> :

- ❖ تقدم القوائم المالية للسنوات الثلاثة الأخيرة.
- ❖ أن تكون شركات مساهمة وشركات توصية بالأسهم.
- ❖ أن يكون مبلغ الإصدار أكثر من أو يساوي 10 مليون درهم.
- ❖ أن تكون الشركة حققت أرباحاً لمدة سنتين متتاليتين على الأقل.

إضافة إلى ما يلي<sup>2</sup> :

## 1.1 في سوق الأسهم

تصبح شركتك مقبولة للإدراج في أحد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي وسوق التطوير وسوق النمو) إذا

كانت تستوفي الشروط الأساسية التالية :

## ❖ الشروط الأساسية

سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي	حجم الشركات
الشركات ذات نمو سريع	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات الكبرى	رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)
لم يتم وضع حد أدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى	50 مليون درهم	عدد السنوات المالية المصادق عليها
1	2	1	

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي، "مرجع سبق ذكره"، ص 80.

<sup>2</sup> Bourse de Casablanca, <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter 09 /03/2016 à: 21:49 min.

## ❖ الشروط الإضافية

سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي	
30,000 سهم	100,000 سهم	250,000 سهم	عدد الأسهم الأدنى اللازم إصدارها
10 ملايين درهم	25 مليون درهم	75 مليون درهم	المبلغ الأدنى للإصدار*
3 سنوات	سنة واحدة	غير إلزامية	إتفاقية التنشيط

\*: المبلغ الأدنى اللازم إصداره هو مجموع ما تريد جمعه على سوق البورصة. وهو يمثل عدد الأوراق المالية المطروحة

على العموم مضروب في سعر الإدراج المعتمد.

## 2.1 في سوق السندات

بالنسبة لهذه السوق، تتمثل الشروط في :

## ❖ الجهة المصدرة

2	عدد السنوات المالية المصادق عليها
نعم (إذا كان للشركة فروع)	الحسابات الموطدة

## ❖ إصدار السندات

20 مليون درهم	المبلغ الأدنى اللازم إصداره بملايين الدرهم
سنتان	مدة الاستحقاق الدنيا*

\*: مدة الإستهقاق الدنيا هي المدة الدنيا للإقتراض السندي.

المطلب الثالث :

مزايا وعوائق الإدراج في البورصة

### 1. مزايا الإدراج في بورصة الدار البيضاء

تحتل بورصة الدار البيضاء بمجموعة من المزايا عند قيامها بعملية الإدراج ومن أهمها<sup>1</sup> :

#### 1.1 يمكنك بكل بساطة من تمويل مشاريعك بأدنى تكلفة

فسوق البورصة، مصدر لا ينضب لوسائل التمويل، فهو يتوفر على موارد هامة تمكنك من تمويل مشاريعك الكبيرة وذلك، بكل بساطة وبدون أي تعقيد. وبإدراج شركتك في البورصة، يصبح بإمكانك جمع الرساميل على سوق البورصة دون أن تقوم بتقديم أية ضمانات. وهكذا ستتمكن شركتك حتما من الإرتقاء.

#### 2.1 يساعد على الإستفادة من إعفاءات ضريبية مهمة

عندما تدرج مقاولتك في البورصة، فأنت تستفيد من إعفاءات ضريبية هامة. فيتم منحك تخفيضا على ضريبة الشركات خلال الثلاث السنوات المتتالية إبتداء من السنة المالية التي تلي عملية الإدراج، وتحصل على تخفيض ضريبي يبلغ 50 %، إذا قمت بإدراج الشركة في البورصة من خلال إجراء عملية رفع الأسهم، بنسبة 20 % على الأقل مع التخلي عن حق الإكتتاب التفضيلي، كما يصل التخفيض الضريبي 25 %، إذا قمت بإدراج شركتك عن طريق تحويل ملكية أسهمها.

#### 3.1 يمنحك علامة حسن الحقامة

يعد الإدراج في البورصة عنوان المكانة المرموقة وحسن الحقامة والمواطنة، وهذا إنما يدل على نجاح مقاولتك وإلتزامها بمشروع تطويرها. إنه ضمان الجودة المشهود له داخل المغرب وخارجه. فضلا عن ذلك، تكتسب شركتك مصداقية عالية وتعزز مكانتها المالية.

<sup>1</sup> Bourse de Casablanca, <http://www.casablaca-bourse.com>, consulter le 09/03/2016 à 22 :39 min.

## 4.1 الرفع من صيت وشهرة الشركة

يسلط الإدراج في البورصة الضوء على شركتك، منتجاتها، علاماتها، قدراتها الإنتاجية وإدارتها. وبذلك يصبح الإدراج في البورصة وسيلة ممتازة للإعلام بنسبة تكلفة مغرية جدا. فيتبادل مجموع الفاعلين في السوق (محللون ماليون وصحافيون ومدراء صناديق التمويل... إلخ). المعلومات الخاصة بشركتك، مما يجعلك تستفيد من حملة إعلانية واسعة بدون أية تكاليف.

## 5.1 يضمن لشركتك نجاحا مستديما

إن دخول أقلية من المستثمرين في رأسمال شركتك من خلال التداول في أسواق الأسهم لا يؤثر على استقلاليتك وسلطتك في إتخاذ القرار. وإذا كنت لا ترغب في فتح رأسمالك، يمكنك جمع أموال مهمة وبشروط مغرية من خلال اللجوء إلى الإقتراضات السنديّة المتداولة. وأخيرا، يضمن الإدراج في البورصة للمقاولات العائلية ضمان الاستمرارية لأنه يجعلها تتفادى الانشطار أو الحل إثر رحيل أو وفاة أي من المساهمين الذين يمتلكون أغلبية الأسهم.

## 6.1 يساعدك على تحفيز وتعبئة موظفيك

بفضل الإدراج في البورصة، بإمكانك تحفيز موظفيك من خلال منحهم جزءا من الأسهم بشروط تفضيلية وجعلهم يستفيدون من الأرباح التي توزعها الشركة، فهذا يرفع بالتالي من درجة إنخراطهم في تطويرها.

## 7.1 يساعدك على إرضاء حملة أسهم شركتك

عند إدراج شركتك في البورصة، فأنت ترضي مساهميك، إذ تضمن لهم أصولا سائلة ورؤية واضحة لما ستؤول له الشركة في المستقبل كما تصبح الأوراق المالية التي في حيازة حملة الأسهم ذات قيمة تجارية قابلة للتداول وللمعارضة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Bourse de Casablanca, <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter le 09/03/2016 à: 22 :39 min.

## 2. عوائق الإدراج في بورصة الدار البيضاء

إن الضعف الذي تتميز به البورصات المغربية بصفة عامة، لا يعود أساسا إلى نظام تسيير البورصة، أو إلى الإطار القانوني والتشريعي الذي يسيرها بشكل مباشر، بل يعود إلى قلة عدد المنتجات المالية، وإلى طبيعة المؤسسات والشركات الخاصة، التي تعجز عن تحقيق شروط الإنضمام إليها، وخاصة فيما يتعلق باحترامها لشروط الشكل القانوني للمؤسسات المدرجة، المتمثل أساسا في شكل شركات المساهمة<sup>1</sup>.

وتتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

ترتبط المخاطر المحيطة بالإستثمار في الأسواق المالية المغربية بعدة عوامل وأسباب، منها ما يرتبط بضعف الحكامة في التسيير وضعف الرقابة، ومنها ما يتعلق بالعوامل الإقتصادية، النفسية، الإجتماعية، الإيديولوجية والثقافية المرتبطة بالمستثمرين المحليين.

وبورصة الدار البيضاء باعتبارها الرائدة على صعيد أسواق الدول المغربية، لا زالت تواجه عدة مشاكل على مستوى التسيير والحكامة، حيث عرفت منذ 1993 أزمات في التسيير أبرزها، المشاكل التي عرفت منذ نهاية أبريل 2008، حيث عرفت تراجعا متزايدا إستمر حتى بداية 2009، نتج عن التضخم في أسعار الأسهم التي إرتفعت قيمتها السوقية خلال سنة 2007، وتزامن ذلك مع عدد من الأخطاء المرتكبة على مستوى التسيير في الشركة المسيرة، بالإضافة إلى أزمة الثقة التي حلت بسبب الأزمة العالمية، التي إندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة حدوث أزمة في قطاع العقار، وإنتقالها إلى القطاع المالي، حيث شملت أسواق الإئتمان، وكذا معظم الأسواق المالية في العالم، مما أثر بشكل سلبي على الإقتصاد الحقيقي في أغلب دول العالم، وبالأخص الإقتصاديات الكبرى منها. وقد نتج عن ضعف الحكامة في تسيير بورصة الدار البيضاء إقالة مجلس الإدارة الجماعية للشركة، وظهور احتمالات بتغيير أنظمة التسيير بالبورصة، والتحضير لإقتراح مجموعة من مشاريع القوانين على البرلمان لتغيير منظومة العمل بالبورصة.

<sup>1</sup> عمر العسري، "مرجع سبق ذكره"، ص 187.

<sup>2</sup> عمر العسري، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 188-189.

## خاتمة الفصل :

من خلال عرضنا لهذا الفصل تبين أن البورصة تمثل أحد الأشكال الحديثة للتمويل، وذلك بهدف نقل التدفقات من الوحدات ذات الفائض نحو الوحدات ذات العجز بشكل سريع. وتحتوي البورصة على أهمية بالغة في الإقتصاد الوطني إذ يمكن من خلالها قياس المستوى الإقتصادي للبلاد.

بحيث تم التعريف ببورصات دول المغرب العربي (الجزائر، تونس، المغرب)، التي هي قيد الدراسة بنظرة مختصرة، ونظرا للإختلافات الجوهرية بينها في القوانين والتشريعات المنظمة لها، وسعيا منا من أجل إعطاء صورة موحدة عنها، تطرقنا للعناصر التالية في كل منها : نشأة البورصة، الهيكل التنظيمي، أسباب وشروط الإدراج في البورصة، بالإضافة إلى مزايا وعوائق الإستثمار في البورصة.

فتم إستنتاج أن إنشاء البورصة يقتضي إتباع مجموعة من الإجراءات كوجود شركات مساهمة وأخرى خاصة، لذا سعت الجزائر إلى تكييف المؤسسات العمومية من خلال عرض جزء من رأس مالها للمساهمين للإعتماد 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 للإنضمام للبورصة وكذا طريقة العرض العام للبيع الخاصة ببيع جزء من رأس المال للمؤسسات التي تريد الإدراج.

أما من خلال المبحث الثاني فيتضح أن السلطات التونسية قامت بإجراء عدة إصلاحات، من بينها وضع مجموعة من القوانين تمس مختلف جوانب السوق المالية بصفة عامة، والبورصة بصفة خاصة، حيث أن مجلس السوق المالية هو الهيئة التي تحرص على تنظيم ومراقبة السوق المالية في تونس، وتتلخص مهامه في ضمان السير الحسن، والشفافية لمختلف التعاملات، وتميز السوق المالية التونسية بالتنوع النسبي للأوراق المالية المتداولة فيها، كما تم تحديد الشروط اللازمة للإدراج في البورصة.

وبالنسبة للمبحث الثالث فقد تبين أن المغرب إعتمدت على السوق المالي، كأحد الأساليب في تخصيص المؤسسات العمومية، خاصة بعد التعديلات التشريعية والتنظيمية التي عرفتها بورصة الدار البيضاء، والإصلاحات التي أدخلت على آلياتها وتقنياتها، ضمن إتجاه الإقتصاد نحو تطبيق آليات السوق، وإعطاء دور كبير للقطاع الخاص.

## الفصل الثالث : دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وتونس والدار البيضاء (المغرب)

### تمهيد الفصل :

لقد تطرقنا من خلال الفصلين السابقين، إلى الإطار النظري للأسواق المالية، موضحين أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، وذلك من خلال الفصل الأول، أما الفصل الثاني، فقمنا بتقديم بورصات دول المغرب العربي، التي هي قيد الدراسة، من حيث النشأة، الهيكل التنظيمي، أسباب وشروط الإدراج في البورصة، بالإضافة إلى مزايا وعوائق الإستثمار في البورصة.

وعلى غرار التطورات التي عرفتها البورصات في الدول المتقدمة، شهدت الأسواق المالية في الدول الناشئة، والسائرة في طريق النمو تطورات عديدة، على قدر المراحل التي مرت بها كل سوق، والمرتبطة أساسا بالتحويلات والإصلاحات التي تقوم بها الدول، والدول العربية كجزء من هذه الدول، عرفت بعض أسواقها المالية تغيرات، وتطورات بالرغم من العوائق المتعددة التي واجهتها، والأزمات التي عصفت بها، لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بالدراسة المقارنة، لدول المغرب العربي، ألا وهي بورصة الجزائر، بورصة تونس، بورصة الدار البيضاء (المغرب). وذلك بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث، وهي كالآتي :

❖ **المبحث الأول :** المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب الإقتصادي والمالي.

❖ **المبحث الثاني :** تقييم أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية.

❖ **المبحث الثالث :** تدابير النهوض بالسوق المالي (البورصة).

## المبحث الأول :

## المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب الإقتصادي والمالي

بورصة المغرب، الجزائر وتونس قبل أن تظهر بالشكل الذي هي عليه حاليا، مرت بمراحل في عدة جوانب، سواء من الناحية الإقتصادية، المالية، التنظيمية أو حتى الإجتماعية والسلوكية وغيرها، وتتفاوت البورصات الثلاثة، حتى تصل إلى أعلى المستويات، لتظهر بالشكل الملائم والمعروف على نطاق واسع.

## المطلب الأول :

## 1. الجانب الإقتصادي

## 1.1 الإقتصاد الجزائري

كغيره من إقتصاديات بلدان العالم الثالث، بحاجة ماسة إلى الإستثمار وإستغلال الأموال، لتوظيفها في مشاريع متنوعة، وهو الشيء الذي عرقل التنمية والتطور.

ولكي تتمكن الجزائر من القيام بمشاريع إستثمارية، والإستثمار بصفة عامة، يتوجب عليها البحث عن موارد تمويل، تكون أكيدة وغير مكلفة.

عاشت الجزائر تحت وقع الإحتلال. ولم تنتزع إستقلالها إلا سنة 1962 حيث خرجت من وطأة الإستعمار بأوضاع مؤلمة، وإقتصاد مدمر. لكن رغم نيلها لإستقلالها السياسي، إلا أنها ظلت تابعة إقتصاديا لأقطاب عالمية مهيمنة، مما جعل الدولة الجزائرية تسارع إلى وضع أسس ومناهج تسير عليها البلاد، بهدف النهوض بالإقتصاد، وتحقيق التنمية الشاملة بناء على إيديولوجية إشتراكية، كإستجابة لصراع عالمي في ذلك الوقت. ومنذ ذلك الحين، تبنت سياسة إقتصادية تمثلت في التخطيط المركزي. الذي أثر سلبا على القطاعات الإنتاجية، لعدم تناسبه مع مجموعة من النواحي الإقتصادية، الإجتماعية، والسياسية الجزائرية، وهذا حتى نهاية الثمانينات، أين قررت السلطات الجزائرية الإنتقال من الإقتصاد المخطط إلى إقتصاد السوق. لذلك فالإقتصاد الجزائري مر بمرحلتين هامتين هما كالاتي :

في المرحلة الأولى إتمدت بالدرجة الأولى على عوائد البترول، دون أن يعير أدنى إهتمام أو إنشغال إلى إنتاجية المؤسسات الجزائرية. هذا ما أدى إلى إنخفاض الأداء الإقتصادي إنخفاضاً ملحوظاً، وزاد من تدهور أوضاع المؤسسة الجزائرية<sup>1</sup>.

أما المرحلة الثانية، فكانت مرحلة تقييم لنتائج إستراتيجيات التنمية المطبقة في الماضي، أي خلال المرحلة الأولى، وتبني إستراتيجيات جديدة تؤدي إلى إنفتاح وتحرير الإقتصاد الوطني. ومنه نجد أن الإقتصاد المغربي قوي مقارنة بباقي الدول، ممثلة في تونس والجزائر، رغم كل ما مرت به إلا أنها حافظت على قوتها الإقتصادية، لتليها تونس ثم الجزائر، الذي أثر فيها الإحتلال، وما خلفه على غرار باقي الدول، التي إستطاعت تحطي الوضع من خلال قيامها بعدة إصلاحات.

## 2.1 الإقتصاد التونسي

لقد تبني منهج إصلاح لبرالي منذ عام 1986 بعد ثلاث عقود متتالية من التدخل المكثف للدولة. وإبتداء من 1 جانفي 2008 تاريخ الإنفتاح على الإقتصاديات الأجنبية مع دخول إتفاق الشراكة مع الإتحاد الأوروبي حيز التنفيذ، يواجه الإقتصاد التونسي رهانا أساسيا يتمثل في تأهيل شامل لمختلف قطاعاته، مستعينا في ذلك بنمو سنوي قوي ناهز 5% طوال العقديّة الماضية.

كما تميز الإقتصاد التونسي في المنتدى الإقتصادي العالمي حول إفريقيا، والذي أنعقد من 13 إلى 15 جوان 2007 باختياره الإقتصاد ذي أعلى قدرة تنافسية في القارة، متقدما بذلك على جنوب أفريقيا، وحل في المركز 29 بين إقتصاديات العالم، والرابع عربيا، كما أنه يتقدم على العديد من البلدان العربية (غير الأفريقية)، نذكر منها البحرين وعمان والأردن وسوريا، وعلى بعض البلدان الأوروبية، كاليونان، إيطاليا والبرتغال. وفي 2006 بلغ الناتج المحلي الخام 36522 مليون دينار تونسي، أي بنسبة نمو ناهزت 5,6% مقارنة بسنة 2005<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> فتيحة إبن بوسحاقي، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 163-164.

<sup>2</sup> <http://www.4algeria.com> , consulter le: 19/04/2016, à 22 :15 min

## 3.1 الإقتصاد المغربي

تعتبر المغرب من الدول النامية، يقدر الناتج الداخلي الخام بـ 89 مليار دولار سنة 2008، أي بمعدل 3000 دولارا للفرد. أما الناتج القومي الخام سنة 2008 فيقدر بـ 154 مليار دولار أي بمعدل 5400 دولار للفرد، ويعتبر القوة الإقتصادية السادسة في الدول العربية بعد السعودية، الإمارات، الجزائر، مصر والكويت، والثاني بعد مصر إذا إستثنينا الدول البترولية.

وقد أعاق في الماضي الإصلاح الإقتصادي للمغرب عدة عوامل تشمل : المعدل المرتفع للزيادة السكانية، البطالة، وضخامة القطاع العام، وتعرض الإنتاج الزراعي لموجات القحط والجفاف، والإعتماد الزائد على تصدير سلعة واحدة هي الفوسفات، والإعتماد على الطاقة المستوردة من الخارج.

كما يعاني الميزان التجاري المغربي من عجز مزمن بلغ 19.3 مليار دولار (151.3 مليار درهم مغربي) عام 2010، وتأمل الحكومة في معالجته من خلال زيادة إنتاج النفط<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني :

## 2. الجانب التنظيمي والإطار التشريعي

يرتبط سوق الأوراق المالية إرتباطا وثيقا بمناخ الإستثمار، وتدفقات رأس المال، وبذلك فإن الإطار التشريعي الذي (يحيط) بسوق الأوراق المالية، لا يقتصر على القوانين والأنظمة التي تحكمه، وإنما يمتد ليشمل كافة القوانين والتشريعات التي لها علاقة من قريب أو بعيد به.

كما يلاحظ أن هناك تباينا واضحا فيما بين الدول العربية، من حيث درجة تطور وتكامل أسواقها المالية، وقد إنعكس ذلك على تباين الأطر التشريعية التي تحكمها.

## 1.2 تنظيم بورصة الجزائر

جاءت عدة مراسيم تنفيذية وتشريعية تتعلق كلها بتنظيم بورصة القيم المنقولة، فقد صدر عام 1996، مرسوم تنفيذي تضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتهم، وفي نفس السنة صدر من طرف اللجنة السابقة نظام متعلق بشروط إعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، وواجباتهم ومراقبتهم لتظهر البورصة سنة 1997، وسبب تأخير مشروع إنشائها رغم صدور قانون إنشائها، دعم صدور قانون إنشاء البورصة في 1993

<sup>1</sup> <http://www.4algeria.com> , consulter le: 19/04/2016 , à 19 :30 min

يعود إلى الظروف الدقيقة التي كانت تمر بها الجزائر، إضافة إلى أن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق البرنامج البنكي الدولي، وذلك حسب ما أكده المدير العام للبورصة إسماعيل نور الدين، وفي عام 1998 ظهرت مؤشرات إيجابية عن الأوضاع المالية في الجزائر، إذ تمكنت الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وميزان المدفوعات الخارجية، خرجت من فوهة الفوائد والتقلبات الحادة في سعر صرف الدينار، وشهدت الأوضاع حالة مستقرة في هذين المجالين، هذا المناخ المواتي سمح بوضع الأمور في نصابها فبدأت الخطوات الأولى لقيام البورصة وتحدد المتدخلين في السوق المالية، على خط مواز شكلت الحكومة في بداية 1997 لجنة مراقبة البورصة وتأسيس شركة بورصة الجزائر في منتصف 1997، بمساهمة من البنوك الحكومية وشركات التأمين، إضافة إلى مصرف خاص واحد هو البنك المتحد، وفي نوفمبر 1997 أنجز القانون العام للبورصة، وتحددت آليات قبول الشركات وعمليات التسجيل، وذلك بالتعامل مع شركة كندية. وقد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 سبتمبر 1999، حيث تقوم حصة واحدة للتسعير كل يوم إثنين من الساعة 9 إلى 10، وذلك لمحدودية نشاط البورصة، بقلة عدد الشركات المسجلة فيها.

## 2.2 تنظيم البورصة في تونس

البورصة هي المكان الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية، التي تصدرها الشركات، وتتوزع هذه الشركات إلى نوعين<sup>1</sup>:

1) الشركات التي تلجأ إلى الإكتتاب العام أو شركات المساهمة العامة.

2) الشركات التي لا تلجأ إلى الإكتتاب العام أو شركات المساهمة الخصوصية.

ويتم التعامل على الأوراق المالية ببورصة تونس، وفقا لإحدى الصيغتين التاليتين :

❖ التسجيل بالنسبة للأوراق المالية للشركات التي تلجأ إلى الإكتتاب العام "شركات المساهمة العامة".

❖ التسجيل بالنسبة للأوراق المالية للشركات التي لا تلجأ إلى الإكتتاب العام "شركات المساهمة الخصوصية".

### 1. التداول في أسواق البورصة

تتوزع الأوراق المالية لشركات المساهمة العامة لصنفين : السندات المدرجة ويتم تداولها بتسعيرة البورصة، والسندات غير المدرجة ويتم تداولها بالسوق الموازية.

<sup>1</sup> <http://www.4algeria.com>, consulter le: 18/14/2016, à 21:41min

## 2. التداول بتسعيرة البورصة

تخصص تسعيرة البورصة إلى تداول سندات المساهمة، وسندات الدين المصدرة من قبل الشركات الخفية الإسم، التي تستجيب لشروط الإدراج التي ينص عليها الترتيب العام للبورصة، وكذلك سندات الدين المصدرة من قبل الدولة والجماعات المحلية. وتتضمن تسعيرة البورصة سوقين : سوق سندات رأس المال وسوق سندات الدين.

❖ سوق سندات رأس المال وهي مفتوحة لسندات الشركات، التي تم قيدها وإدراجها بالبورصة، والتي تستجيب إلى شروط البقاء التي تنص عليها الترتيب ذات الصلة. وتتكون من سوق رئيسية وسوق بديلة.

❖ سوق سندات الدين، وهي مفتوحة بصفة آلية لسندات الدولة والجماعات المحلية في حين يتطلب قبول سندات الدين التي تصدرها الشركات الإستجابة إلى الشروط التي ينص عليها الترتيب العام للبورصة.

## 3. التداول بالسوق الموازية

يتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية للشركات، التي تلجأ إلى الإكتتاب العام، والتي هي ليست مدرجة بتسعيرة البورصة.

## 3.2 تنظيم البورصة في المغرب

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك إسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف، دفع بالسلطات حينئذ ففي سنة 1948<sup>1</sup>.

غير أن تنظيم السوق كان يحول دون إجتذاب المدخرين، في وقت كان الإستثمار في البورصة يلقي إهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز، وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة، وتحديد سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي إستغرق عشر سنوات. وقدم هذا البرنامج للمغرب تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها إبتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة، إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

<sup>1</sup> <http://www.4algeria.com>, consulter le: 18/14/2016, à 21:41min

وفي سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34.96، الذي قام بتعديل وإستكمال الظهير المعبر بمثابة قانون رقم 93-211-1 المتعلق ببورصة القيم، وبعد أن قضى القانون رقم 35.96 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروك لير، في أكتوبر من سنة 1998.

ومنذ ذلك التاريخ، شهدت بورصة الدار البيضاء إنتعاشا ملحوظا، وفي سنة 2000، تغير إسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء. وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية، مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها.

### 3. الإطار التشريعي للبورصة

عرفت البورصات الناشئة خلال العقدين الأخيرين ثورة تشريعية مهمة، ففي المغرب، قامت السلطات منذ 21 جانفي 1993، بسلسلة من الإصلاحات القانونية، المؤسساتية والتقنية، في مجال النظام المالي، أسواق الرساميل عامة، السوق المالية والبورصة على وجه الخصوص، الشيء الذي ساهم بشكل فعال في تطوير القطاع المالي وتحريك عجلة الإقتصاد<sup>1</sup>.

وتتشابه بورصة تونس إلى حد كبير مع بورصة الدار البيضاء، في مسلسل الإصلاحات القانونية، حيث بالرغم من تأسيسها منذ سنة 1969 ظلت تتميز بضعف الإطار التشريعي إلى غاية 1994، مما إنعكس على عدم قدرتها على جذب الإدخار الطويل الأمد، وهذا ما كان ينطبق على بورصة الدار البيضاء، ما بين سنة 1967 و1993. وقد كانت سنة 1988 كبداية لإصلاح قوانين البورصة بتونس، وتغزز ذلك أكثر بتعديلات نوفمبر 1994، حيث تمت إعادة تنظيم السوق المالية بفصل مهام الرقابة وتسيير السوق.

وبورصة الجزائر تعتبر حديثة النشأة، حيث تم تأسيسها سنة 1988، بموجب نصوص تشريعية أستندت على عدد مهم من المعايير الدولية، وتشابه في إطارها التشريعي مع القواعد المعتمدة في كل من المغرب وتونس، وقد بدأت نشاطها في سنة 1990، وتتضمن التشريعات الصادرة في هذا الشأن إحداث ثلاث هيئات: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مؤسسة تسيير بورصات القيم والوديع المركزي للسندات. لكن رغم هذه الإصلاحات فإن البورصة الجزائرية لازال دورها محدود جدا، ويمكن إعتبارها غائبة عن المشهد المالي الجزائري.

<sup>1</sup> عمر العسري، "مراجع سبق ذكره"، ص 172.

وفي إطار تحريك أنشطة البورصة الجزائرية، قامت السلطات بتعديل النصوص القانونية المؤسسة لها عدة مرات، أهمها كان في 23 ماي سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي 93-10، ثم في سنة 1996، وفي سنة 2003. تم أيضا إصدار قانون الخوصصة في 26 غشت 1995 بموجب القانون رقم 95-22، وعدل في مارس 1997، وموازة مع ذلك قامت بإقرار عدة إعفاءات ضريبية على القيم المنقولة، وعلى الأرباح الناتجة عنها، والتي تم إقرارها لمدة 5 سنوات بموجب قانون مالية 1999 وقانون مالية 2004.

#### 4. تصنيف البورصات

صنفت الجزائر في تقرير حول مناخ الأعمال لعام 2008 في المرتبة الـ 88 عالميا والتاسعة عربيا، بعد كل من تونس والمغرب، كما سجلت تراجعا بخمس درجات مقارنة بالعام الماضي، وفق التقرير السنوي الذي تعده المجلة الاقتصادية العالمية "فوربس" ويشمل 125 دولة، وخلص التقرير إلى أن الإقتصاد الجزائري يتقدم ببطيء، بسبب معوقات تأتي في مقدمتها الفساد والبيروقراطية<sup>1</sup>.

وأكد ذات التقرير الذي إعتمدت المجلة الأمريكية في إعدادة على إحصائيات، تقدمها هيئات دولية مختصة في عدة مجالات، أن نسبة النمو الإقتصادي، وصلت 4.6 بالمائة، فيما بلغ نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي 8100 دولار.

ويخلص التقرير إلى أن الإصلاح الهيكلي للإقتصاد، القطاع المصرفي، وبناء الهياكل القاعدية، يعرف بطئا في الحركة، بسبب الفساد والبيروقراطية، حيث يصنف الخبراء الجزائر في المرتبة 76 دوليا، في الترتيب الخاص بالفساد والرتبة 47 في التصنيف الخاص بحرية المستثمر.

ويؤكد التقرير أن الجزائر تراجعت في التصنيف العالمي بخمس درجات مقارنة بعام 2007، الذي إحتلت فيه المرتبة 83 لتحتل أيضا، الرتبة التاسعة عربيا، حيث تتقدمها في منطقة المغرب العربي كل من تونس التي شغلت المركز 4 عربياً والمركز 60 عالمياً، وبلغت النسبة المئوية لنمو إجمالي الناتج المحلي 6.3 بالمائة، ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي 7500 دولار، وبلغ الميزان التجاري 0.9 مليار دولار، وبلغت النسبة المئوية للبطالة 13.9 بالمائة أما المغرب فجاء في المركز 6 عربياً والمركز 73 عالمياً.

<sup>1</sup> <http://www.echoroukonline.com>, abd el razzak bolgam, consulter le: 18/04/2016, à 21:55 min.

## المطلب الثالث :

## 1. الجانب المالي (الإفصاح المالي ودقة المعلومات)

تعد المعلومات روح الأسواق المالية، والمصدر الرئيس لإتخاذ قرارات الإستثمار، سواء بالبيع أو الشراء، والإستمرارية في تدفقها، توقيت نشرها، صحتها، دقتها وصدقيتها، هي الأساس في كفاية الأسواق المالية<sup>1</sup>.

تعاني الأسواق المالية العربية من غياب النصوص القانونية الواضحة والصریحة، المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات، وسير أعمالها، وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على غياب هذه النصوص ضعف الرقابة على الشركات المساهمة، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، ومن شأن هذا أن يزيد من إحتتمالات تعريض حقوق المستثمرين للضياع والتلاعب بمدخراتهم، ولعل هذا ما يخلق عدم الثقة بالسوق ويدفع المدخرين للإحجام عن ولوجه<sup>2</sup>.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية، باعتماد العديد من المتعاملين في الأسواق العربية، على الإشاعات التي يروجها المضاربون، بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها.

وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين، فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق إلى آخر، فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان.

كما أن النصوص القانونية في بعض الأسواق العربية، لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلا عن ذلك فان الأسواق العربية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> زياد الدياس، "تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية"، <http://daharchives.alhayat.com>، 2015/05/15، العدد 15384، 20:32.

<sup>2</sup> عاشور سهام، وصاف عتيقة، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، جامعة محمد خيضر بسكرة، ملتقى دولي، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص 04.

<sup>3</sup> "المرجع نفسه".

والنظام المالي في البورصات الثلاث هو كالاتي<sup>1</sup> :

فبخصوص النظام المالي للشركة المسيرة لبورصة الدار البيضاء، سواء فيما يتعلق بطبيعة الأموال المنشئة لرأس المال الشركة المسيرة، وكذا بنية ميزانيتها، فحسب المادة 8 من القانون المغربي لبورصة القيم، فإن رأس المال الشركة المسيرة يدفع بأكمله من لدن جميع شركات البورصة المعتمدة بالمغرب، ويكون مملوكا في كل وقت من طرف هذه الشركات بحصص متساوية.

ويحدد الوزير المكلف بالمالية، المبلغ الأدنى لرأس مال الشركة المسيرة، بعد إستطلاع رأي مجلس القيم المنقولة، وتدفع جميع حصص المشاركة نقدا حين الإكتتاب، أما ثمن الإكتتاب بأسهم الشركة المسيرة، أو إستردادها فيحدد من قبل مجلس أعراف القيم المنقولة.

يتبين مما سبق أن طبيعة رأس المال الإجتماعي للشركة المسيرة، يتكون من مساهمات خاصة تدفعها شركات البورصة الممارسة لمهام الوساطة المالية لوحدها، وأن الدولة ليست لها أية حصة في رأس المال.

إلا أنه رغم ذلك فهي التي تتحكم في طريقة تحديد رأس المال الشركة المسيرة، وهي التي تضع المسطرة الخاصة لتنظيم عملية المشاركة في رأس المال.

وفي تونس فطبقا للفصل 7 من الأمر المتعلق بوسطاء البورصة، فتخضع شركات الوساطة المالية لموافقة مبدئية ونهائية تسلمها لها هيئة السوق المالية، دون اللجوء إلى وزير المالية.

وفي الجزائر فالوساطة المالية في القيم المنقولة تتم من طرف الشركات التجارية المؤسسة لغرض الوساطة المالية، وكذا من طرف البنوك والمؤسسات المالية، وذلك بموجب الفصل 6 من القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فبراير 2003، ويتم الترخيص لها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة دون اللجوء إلى وزير المالية. ومنه نجد أن النظام المالي للبورصات الثلاث يتشابه ويتقارب إلى حد ما.

<sup>1</sup> عمر العسري، "مرجع سبق ذكره"، ص.ص 181-182.

## المبحث الثاني :

## تقييم أداء أسواق الأوراق المالية المغربية

تظهر آثار أداء البورصات المغربية، من خلال التطور الملحوظ الذي تشهده الدولة، ومن أهم التطورات التي تشهدها البورصات، تتمثل في الإصلاحات التي تتخذها الدولة أو البورصة، بما يتوافق والمصالح التي تخدم البورصة، بصفة خاصة والدولة بصفة عامة، يظهر دور الدولة من خلال وضعها لمنظومة متكاملة متدخلة في تنظيم السوق المالي.

## المطلب الأول :

## تقييم أداء بورصة الجزائر

بعد ما قمنا بالتعرض إلى الإطار الإقتصادي، التنظيمي والمالي لسوق الأوراق المالية العربية، لكل من الجزائر، تونس والمغرب في المبحث السابق، فإننا نحاول في هذا المطلب التعرض للتطورات المتعلقة بأداء السوق.

## 1. الأداء

## 1.1 المؤشر

استمرت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر، بالتراجع خلال الربع الثالث من 2015، وذلك للربع السادس على التوالي. فقد إنخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 6.7 في المائة، بنهاية الربع الثالث 2015، مقارنة بنسبة إنخفاض بلغت نحو 5.5 في المائة، كان قد سجلها خلال الربع السابق<sup>1</sup>.

## 2.1 القيمة السوقية

لقد سجلت هذه القيمة تراجعاً طفيفاً بالعملة المحلية، فيما تراجعت قيمتها بالدولار الأمريكي بنسبة أكبر، بسبب التراجع الملموس في سعر صرف الدينار الجزائري، مقابل الدولار خلال الربع الثالث 2015، وبنسبة 7.1 في المائة. حيث أظهرت البيانات أن القيمة السوقية المقومة بالدينار الجزائري تراجعت بنسبة 0.06 في المائة، إلا أن هذه القيمة (مقومة بالدولار الأمريكي)، سجلت تراجعاً بنسبة 7.3 في المائة، لتبلغ نحو 91.5 مليون دولار بنهاية شهر سبتمبر 2015<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، الربع الثالث، العدد الثاني والثمانون، 2015، ص 73.

<sup>2</sup> "المرجع نفسه".

## 3.1 عدد الأسهم المتداولة

وفيما يتعلق بنشاط التداول، تراجعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثالث 2015، لتبلغ نحو 145 ألف دولار سنة 2015، بالمقارنة مع 198 ألف دولار، خلال الربع الذي سبق. فيما إرتفع عدد الأسهم المتداولة ليلغ نحو 34.4 ألف سهم، مقابل 33.3 ألف سهم، تم تداولها في الربع السابق<sup>1</sup>.

## 4.1 عدد الشركات المدرجة

وفيما يتعلق بأهم أخبار الشركات المدرجة في السوق الرئيسية، الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي :

- ❖ مجمع صيدال : الناشط في القطاع الصيدلاني.
- ❖ مؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة.
- ❖ شركة أليانس للتأمينات الجزائرية : الناشطة في قطاع التأمينات.
- ❖ شركة العصائر والمشروبات (أن سي أ) الروبية : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

وعليه تعد بورصة الجزائر أصغر بورصة، من حيث عدد الشركات المدرجة، سواء على مستوى العالم العربي، أو على المستوى الدولي ككل<sup>2</sup>.

## 2. تطورات ذات علاقة بنشاط السوق

نتناول هنا بعض المتغيرات التي لها تأثير على أداء السوق، ومن بينها :

## 1.1 الناتج المحلي الإجمالي

تشير التقديرات إلى أن الناتج المحلي الإجمالي، قد سجل نموا حقيقيا بنسبة 2,9 في المائة، عن العام الجاري 2014، وهي نسبة أقل من تلك المحققة عن العام الماضي، والمقدرة بنحو 3.1 في المائة، ويرجع ذلك إلى التراجع المسجل في الإيرادات النفطية، خاصة خلال الأشهر الأخيرة من سنة 2014<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 73.

<sup>2</sup> من إستنتاج الطالبتين، بناء على، COSOB, Rapport annuel 2014.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 74.

## 2.2 التضخم

إنخفض سعر الدينار الجزائري إلى أدنى مستوى له منذ الإستقلال، بسبب فائض في السيولة في السوق السوداء، تتجاوز الـ 3 آلاف مليار دينار، حسبما أكده الخبير الإقتصادي (بشير مصيطفي)، متوقعا إرتفاعا في الأسعار وزيادة في التضخم بداية من عام 2016.

وأعزى الخبير في تصريح على أمواج الإذاعة الوطنية، إنخفاض قيمة الدينار إلى زيادة في السيولة على مستوى السوق الموازية، حيث تضاعف الطلب على النقد الأجنبي، ما زاد من قيمته مقابل الدينار الجزائري.

وأضاف الوزير السابق لقطاع الإحصاء والإستشراف، أنه في الوقت الراهن لدينا عرضا غير محدود، بسبب ضخامة السيولة في السوق الموازية، خارج البنوك حوالي 3400 مليار دينار، أي ما يعال 40 مليار دولار. وتوقع الخبير أن تستمر قيمة الدينار في التراجع (160 دينار مقابل 1 دولار، و116 دينار مقابل 1 أورو)، إلى غاية إحداث توازن في ميزانية الدولة، من خلال إيجاد موارد جديدة للحماية خارج النفط والحروقات، التي تراجعت بـ 50 بالمائة خلال هذه السنة مقارنة مع سنة 2014.

وقال الخبير الإقتصادي أن إنخفاض الدينار، جاء لتعويض خسارة الميزانية من الحماية النفطية، مشيرا إلى النفقات العمومية في قانون المالية 2015 قُدرت بـ 76.9 بالمائة، وإنخفضت في قانون المالية التكميلي 2015 إلى 57.8، وهو ما اعتبره المتحدث غير كافيا مضيفا أن الفارق بين نقص الإيرادات بـ 50 بالمائة، وبين النفقات العمومية دفع الحكومة إلى تخفيض قيمة الدينار، وهو ما يسمح بتوفير مبالغ أكبر، بعد تحويل الإيرادات بالدولار إلى الدينار. وسيؤدي خفض الدينار، حسب الخبير إلى إرتفاع في الأسعار، بدءا من الثلاثي الأول لسنة 2016، حيث ستسجل الجزائر تضخما برقمين إثنين أكبر من 10 بالمائة، إلا أن سعر الدينار يخضع للخفض الإداري، وهو متحكم فيه من قبل بنك الجزائر، بسبب السياسة النقدية، التي تنتهجها الجزائر، والمبنية على أخذ الحيطة، لحسن الحظ يقول الخبير الإقتصادي، مشيرا إلى أنه بفضل هذه السياسة اجتازت الجزائر أزمة 1986 و2009، ومن شأنها أن تنقذ الأوضاع حاليا، مؤكدا أن السياسة النقدية للجزائر مستقلة، حيث تسمح للحكومة بالتدخل بحرية. وإقترح الخبير الإقتصادي إنشاء وزارة منتدبة للحماية، وظيفتها الإبتكار الجبائي، وتحقيق التحصيل الأمثل للضرائب، وتشجيع الإستثمار، وتحسين مناخ الأعمال<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> <http://www.djazair.com> , consulter le 24 /04/2016 à: 22 :30 min.

## 3.2 التطورات النقدية والمصرفية

فيما يخص التطورات النقدية والمصرفية، تظهر البيانات المتوفرة أن النشاط المصرفي قد إستمر بالتحسن خلال الربع الثاني من 2015، مقارنة مع الربع السابق. فقد أظهرت الأرقام الرسمية الأولية إرتفاعا ربعيا في صافي موجودات المصارف الجزائرية بنحو 2.1 في المائة و ليصل صافي هذه الموجودات إلى نحو 12300 مليار دينار بنهاية الربع الثاني 2015. كذلك سجلت الودائع لأجل، إرتفاعا ربعيا بنسبة 2.1 في المائة خلال هذا الربع الثاني، و ليبلغ رصيدها نحو 4307 مليار دينار بنهاية يونيو 2015. كما شهدت القروض والتسهيلات الإئتمانية المقدمة للقطاع الخاص، ارتفاعا خلال نفس الربع وبنسبة 3.7 في المائة، و لتصل قيمتها إلى نحو 3545 مليار دينار<sup>1</sup>.

## 4.2 الميزان التجاري

سجل الميزان التجاري للجزائر عجزا بقيمة 1.875 مليار دولار خلال شهر جانفي الماضي، أي بارتفاع طفيف مقارنة بذات الفترة من 2015، والذي بلغ فيه عجز الميزان التجاري 1.85 مليار دولار (+0.97%)، وفقا لإحصائيات صدرت في 20 فيفري 2016، عن مصالح الجمارك الجزائرية. ويعكس ذلك تراجعاً في قيمة صادرات البلاد، التي إنخفضت إلى 1.931 مليار دولار الشهر الماضي، مقابل 2.576 مليار دولار نهاية جانفي 2015، أي بنسبة 25.04%، وفقا لذات المصدر. بالمقابل سجلت الواردات تراجعاً، هي الأخرى لكن بحركية أقل مقارنة بالصادرات. وقد بلغت قيمة مشتريات الجزائر الخارجية خلال أولى أشهر السنة الجديدة 3.806 مليار دولار، مقابل 4.43 مليار دولار (-14.4%)، وعرفت الواردات الغذائية هبوطاً محسوساً في قيمتها، حيث بلغت 629 مليون دولار، مقابل 937 مليوناً شهر جانفي 2015. وبالتالي فقد تقلصت نسبة تغطية الواردات من طرف الصادرات إلى 51% في جانفي 2016، مقابل 58% خلال نفس الشهر من 2015، حسب المركز الوطني للإعلام الآلي والإحصاء التابع للمديرية العامة للجمارك. من جهة أخرى تبقى المحروقات تمثل مجمل صادرات البلاد بنسبة 94.92%، حيث بلغت قيمتها 1.833 مليار دولار، مقابل 2.403 مليار دولار في جانفي 2015، مسجلة تراجعاً بنسبة 23.72% نظراً لتهاوي أسعار النفط. وتبقى إيطاليا أول زبون للجزائر، متبوعة بفرنسا، إسبانيا، هولندا وكندا، في حين تمثل الصين أول مومن للبلاد متبوعة بفرنسا، إيطاليا، إسبانيا وألمانيا<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 74.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

## المطلب الثاني :

## تقييم أداء بورصة تونس

## 1. الأداء

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى أهم المؤشرات المتعلقة بأداء سوق الأوراق المالية لبورصة تونس.

## 1.1 المؤشر

تراجعت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة التونسية خلال الربع الثالث 2015، لتعكس بذلك الاتجاه الإيجابي، الذي كان سائدا خلال الربعين السابقين. فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة، تراجعاً بنحو 7 في المائة عن هذا الربع الثالث، مقابل تراجعته بنسبة 6.7 في المائة عن الربع السابق. أما مؤشر بورصة الأوراق المالية بتونس، فقد عرف بدوره تراجعاً مائثلاً وبنحو 7.8 في المائة خلال نفس الفترة، وليغلق عند نحو 52755 نقطة بنهاية سبتمبر 2015، وليفقد نحو 444 نقطة<sup>1</sup>.

## 2.1 القيمة السوقية

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، وتماشياً مع التراجع في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة إنخفاضاً ربعياً بنحو 849 مليون دولار خلال هذا الربع الثالث، ولتصل القيمة السوقية إلى نحو 8.9 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2015<sup>2</sup>.

## 3.1 عدد الأسهم المتداولة

وعلى صعيد نشاط التداول، سجل كل من عدد الأسهم المتداولة وأحجام التداول، تراجعاً خلال الربع الثالث 2015، وذلك بالمقارنة مع الربع السابق. حيث إنخفض عدد الأسهم المتداولة بنحو 267 مليون سهم، وليصل العدد إلى 368 مليون سهم تم التداول عليها خلال الربع الثالث . 2015 كذلك تراجعت أحجام التداول خلال نفس الفترة، لتبلغ نحو 22 مليون دولار مقابل 38.5 مليون دولار عن الربع السابق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 25.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

## 4.1 عدد الشركات المدرجة

وفيما يتعلق بأهم أخبار الشركات المدرجة، تم البدء بإعادة هيكلة بنكين عموميين هما : بنك الإسكان، والشركة التونسية للبنك. حيث تم زيادة رأس مال بنك الإسكان بقيمة 80 مليون دينار، وذلك عن طريق دمج الإحتياطي بقيمة 30 مليون دينار، والإكتتاب بقيمة 50 مليون دينار، بينما ستقوم الشركة التونسية للبنك بزيادة رأسمالها بنحو 653 مليون دينار، عن طريق طرح نحو 130.5 مليون سهم جديد. وفي نفس السياق، قامت الشركة التونسية للبلور، والشركة الصناعية العامة للمصافي بإجراء عملية زيادة في رأس المال عن طريق دمج الإحتياطي، وبقيمة إجمالية بلغت نحو 1.8 مليون دينار.

من جانب آخر، إرتفع عدد الشركات التي قامت بتوزيع أرباح عن السنة المالية 2014، إلى 55 شركة من أصل 78 شركة مدرجة، وذلك بعد أن قامت كل من الشركة العصرية للخزف والشركة التونسية للتغليف، بتوزيع أرباح خلال الربع الثالث 2015 بنحو 0.05 و 0.2 دينار على التوالي<sup>1</sup>.

## 2. تطورات ذات علاقة بنشاط السوق

نتناول هنا بعض المتغيرات التي لها تأثير على أداء السوق :

## 1.2 الناتج المحلي الإجمالي

تظهر البيانات الأولية إلى أن الناتج المحلي الإجمالي قد نما خلال الربع الثالث من العام الحالي 2015، بحدود 1.5 في المائة، مقارنة مع الربع الثاني من العام الجاري، وذلك بسبب تحسن القطاع الزراعي والصناعات المعملية. يذكر أن البيانات الأولية قد أظهرت تراجع في هذا الناتج خلال النصف الأول من هذا العام بنحو 2 في المائة.

## 2.2 التضخم

إستقرت نسبة التضخم عند الإستهلاك العائلي في حدود 3,3 بالمائة، خلال شهر مارس 2016، مقارنة بشهر مارس، 2015 حسب بيانات نشرها المعهد الوطني للإحصاء. وتعود نسبة التضخم المسجلة حسب المعهد إلى إرتفاع أسعار مجموعة التغذية والمشروبات بنسبة 3,1 بالمائة، خلال شهر مارس 2016، مقارنة بنفس الشهر من سنة 2015، وإرتفعت أسعار الزيوت الغذائية خلال نفس الفترة بنسبة 6,7 بالمائة، وأسعار الأسماك بنسبة 6,3 بالمائة، والفواكه الجافة بنسبة 7,1 بالمائة، في حين تراجعت أسعار اللحوم بـ 4 بالمائة، وأسعار الحليب والبيض بنسبة 1 بالمائة. وتراجعت في المقابل مجموعة المشروبات الكحولية والتبغ بنسبة 3

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 26.

بالمائة، باحتساب الإنزلاق السنوي، نتيجة التراجع المسجل في أسعار المشروبات الكحولية بنسبة 4,3 بالمائة. وسجلت أسعار مجموعة اللباس والأحذية إرتفاعا بنسبة 8,6 بالمائة، مقارنة بشهر مارس من السنة المنقضية نتيجة الزيادة في أسعار الأحذية بنسبة 8,8 بالمائة، والملابس بنسبة 8,6 بالمائة، والأقمشة بنسبة 4,6 بالمائة، ومكملات الملابس بنسبة 12,6 بالمائة. وفي ذات السياق شهد مؤشر مجموعة السكن والطاقة المنزلية، كذلك إرتفاعا بنسبة 4,9 بالمائة مقارنة بنفس الشهر من السنة الماضية، نتيجة الزيادة في أسعار الإيجار بنسبة 7,6 بالمائة، وأسعار مواد البناء وصيانة المسكن بنسبة 2 بالمائة.

إرتفعت أسعار مجموعة الصحة بنسبة 2,3 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من سنة 2015، إذ إرتفعت أسعار الخدمات الطبية بنسبة 4,1 بالمائة وأسعار المواد الصيدلانية بنسبة 1,4 بالمائة. وشهدت مجموعة النقل زيادة بنسبة 1,5 بالمائة، إذ ارتفعت مصاريف إستعمال السيارات بنسبة 1,6 بالمائة، وأسعار السيارات بنسبة 1 بالمائة، وأسعار خدمات النقل العمومي والخاص بنسبة 1,9 بالمائة. وارتفع مؤشر مجموعة التعليم بنسبة 9,9 بالمائة مقارنة بشهر مارس، 2015 جراء الزيادة في أسعار نفقات التعليم التحضيري والأساسي بنسبة 6,5 بالمائة، وأسعار نفقات التعليم الثانوي بنسبة 8,9 بالمائة. وتواصل الإرتفاع في أسعار المطاعم والفنادق بنسبة 5,3 بالمائة، نتيجة الزيادة المسجلة في أسعار المأكولات في المطاعم، وأسعار المقاهي بنسبة 5,4 بالمائة، وأسعار خدمات النزل بنسبة 4,5 بالمائة. وتطور مؤشر أسعار مجموعة المواد والخدمات المختلفة بنسبة 6,1 بالمائة، بإحتساب الإنزلاق السنوي نتيجة إرتفاع أسعار العناية الفردية بنسبة 5 بالمائة. وتراجعت في المقابل أسعار مجموعة الإتصالات بنسبة 1,6 بالمائة، نتيجة إنخفاض خدمات الإتصالات بنسبة 1,1 بالمائة، وتراجع أسعار تجهيزات الإتصالات بنسبة 4,4 بالمائة.

وتجدر الإشارة إلى أن نسبة التضخم دون إحتساب الطاقة والتغذية بلغت 4,7 بالمائة. وإستقر مؤشر الإستهلاك العائلي خلال مارس 2016 مقارنة بمستواه في شهر فيفري 2016 عند 3,3 بالمائة، نتيجة تراجع مجموعة الملابس والأحذية بنسبة 1,2 بالمائة، بسبب التخفيضات الموسمية للملابس الشتوية في حين إرتفع مؤشر أسعار مجموعة التغذية والمشروبات بنسبة 1 بالمائة. وتواصل من ناحية أخرى إرتفاع مؤشر مجموعة السكن والطاقة المنزلية بنسبة 2 بالمائة، مقارنة بمستواه خلال شهر فيفري، بفعل إرتفاع أسعار الإيجار بنسبة 3 بالمائة. وإرتفع مؤشر مجموعة التعليم بنسبة 3 بالمائة، نتيجة إرتفاع الأدوات المدرسية بنسبة 2,2 بالمائة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 26.

## 3.2 التطورات النقدية والمصرفية

وفيما يتعلق بالتطورات النقدية والمصرفية، تظهر البيانات أن السيولة المحلية قد نمت بنسبة 3,1 في المائة خلال الربع الثالث 2015، لتبلغ نحو 40448 مليون دينار في نهاية سبتمبر 2015، وذلك بالمقارنة مع نهاية الربع الثاني من هذا العام. أما بالمقارنة مع الوضع في نهاية ديسمبر 2015، فإن السيولة المحلية تكون قد ارتفعت بنسبة 6,3 في المائة. ومن جهة أخرى، إرتفعت القروض المقدمة للإقتصاد خلال هذا الربع بنسبة 3 في المائة خلال هذه الفترة لتبلغ 45809 مليون دينار، وذلك في نهاية سبتمبر 2015. أما بالمقارنة مع ديسمبر 2014، فإن القروض المقدمة للإقتصاد تكون قد إرتفعت بنسبة 11.3 في المائة. ومن جانب آخر، وفي مسعاه لإنعاش الإقتصاد، قام البنك المركزي التونسي خلال هذا الربع الثالث بتخفيض سعر الفائدة الرئيسية 100 نقطة أساس على مرحلتين لتبلغ 3,5 في المائة في شهر سبتمبر 2015، وقد أدى ذلك إلى تراجع نسبة الفائدة في السوق النقدية من 4.25 في المائة في شهر يوليو 2015، إلى 3.21 في المائة في شهر سبتمبر من عام 2015.

## 4.2 الميزان التجاري

أعلن البنك المركزي عن تقلص عجز الميزان التجاري خلال شهر جانفي 2016 بـ 346.8 مليون دينار، أي 40.6 في المائة، مقارنة بنفس الشهر من السنة الماضية ليلعب 507.2 م د. وفسر البنك في بيان نشرته وكالة تونس للأخبار، هذا التحسن بتراجع الصادرات 9.4 بالمائة، بنسق أقل من الواردات 17,9 في المائة، كما تحسنت نسبة التغطية بـ 7.5 نقاط مئوية لتدرك 80,2 في المائة. وقد سجل عجز ميزان الطاقة إنخفاضاً هاماً ليتحول من 415.7 م د إلى 24.2 م د، بالعلاقة خاصة مع التراجع الهام لأسعار المحروقات<sup>1</sup>.

في حين شهد الميزان الغذائي تدهوراً ليسجل عجزاً بـ 103.8 م د مقابل فائض بـ 151.1 م د خلال شهر جانفي 2015، وفي المقابل سجلت المداخيل السياحية خلال نفس الشهر تراجعاً بـ 49.9 في المائة، مقارنة بمستواها المسجل خلال جانفي 2015 لتبلغ 113 م د. كما تقلصت مداخيل الشغل بـ 18.2 في المائة، مقارنة بمستواها المسجل خلال شهر جانفي من سنة 2015 لتبلغ 269 م د. وباعتبار هذه التطورات إنخفض عجز الميزان التجاري بـ 196 م د خلال شهر جانفي 2016 ليلعب 324 م د، أي ما يمثل 4 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، مقابل 520 م د خلال نفس الشهر من السنة المنقضية.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 26.

## المطلب الثالث :

## تقييم أداء بورصة الدار البيضاء (المغرب)

ستعرض في هذا العنصر إلى دراسة عدد من مؤشرات الأداء، وتطورات نشاط السوق، لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء.

## 1. الأداء

## 1.1 المؤشر

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة المغربية، تراجعاً عن الربع الثالث 2015، وذلك للربع الثاني على التوالي. فقد انخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 1.9 في المائة، كما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً بنحو 6.4 في المائة عن الربع الثاني من هذا العام. أما مؤشر بورصة الدار البيضاء، فقد تراجع بدوره بنحو 3.7 في المائة عن هذا الربع الثالث، وليغلق عند نحو 9223 نقطة بنهاية سبتمبر 2015<sup>1</sup>.

## 2.1 القيمة السوقية

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، وتماشياً مع التراجع المسجل في مؤشرات الأسعار خلال هذا الربع الثالث، شهدت هذه القيمة تراجعاً بنحو 1.8 في المائة، وتبلغ نحو 49.1 مليار دولار بنهاية سبتمبر 2015<sup>2</sup>.

## 3.1 عدد الأسهم المتداولة

وعلى صعيد نشاط التداول، تراجع عدد الأسهم المتداولة وأحجام التداولات خلال الربع الثالث 2015، وذلك مقارنة مع الربع السابق. حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة عن هذه الفترة، نحو 24.1 مليون سهم مقارنة مع 37.6 مليون سهم تم تداولها خلال الربع السابق. كما إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذا الربع الثالث لتبلغ نحو 420.5 مليون دولار، مقارنة مع 624.1 مليون دولار خلال الربع السابق. ومما هو جدير بالذكر أن شهر يوليو من هذا العام قد إستحوذ على نحو 42 في المائة من أحجام التداولات خلال الربع الثالث 2015<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 51.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

## 4.1 عدد الشركات المدرجة

وفيما يتعلق بأهم أخبار الشركات، حققت الشركات المغربية المدرجة في البورصة، أرباحاً صافية بلغت نحو 9.8 مليار درهم خلال الأشهر الستة الأولى من 2015، مسجلة تراجع بنحو 32.0 في المائة بالمقارنة مع نفس الفترة من العام الماضي. جاء ذلك نتيجة تراجع أرباح أو تسجيل خسائر في عدد من القطاعات، أهمها : الطاقة، العقار، والإتصالات<sup>1</sup>.

## 2. تطورات ذات علاقة بنشاط السوق

نتناول هنا بعض المتغيرات التي لها تأثير على أداء السوق :

## 1.2 الناتج المحلي الإجمالي

تشير التقديرات إلى أن الناتج المحلي الإجمالي، قد سجل نمواً خلال الشهور التسعة الأولى من عام 2015، بنحو 4.8 في المائة، ومن المتوقع أن يتراوح معدل هذا النمو بنهاية العام الحالي بين 4.5 و 5.5 في المائة، وهي نسبة تزيد عن النسبة المحققة عن العام الماضي، والبالغة 3.4 في المائة<sup>2</sup>.

## 2.2 التضخم

حسب محافظ البنك المركزي المغربي فإن المغرب سيبدأ إستهداف التضخم في عام 2016 بخطة لإعتماد نظام أكثر مرونة لسعر الصرف. وفي أبريل من هذا العام خفض البنك المركزي وزن اليورو في سلة العملات، التي تستخدم في تحديد سعر صرف العملة المغربية الدرهم، بهدف جعل نظام العملة أكثر مرونة، كما أوصى صندوق النقد الدولي<sup>3</sup>.

وكان صندوق النقد الذي منح المغرب تسهيلاً إثناناً قيمته خمسة مليارات دولار العام الماضي، لمساعدته على متابعة إصلاحاته الإقتصادية، حث الرباط على التحرك نحو إضفاء مزيد من المرونة على سعر الصرف لجعل إقتصادها أكثر قدرة على المنافسة وإستيعاب الصدمات.

وحسب تصريح والي بنك المغرب المركزي، إن البنك قد يتخذ القرارات بشأن بدء إستهداف التضخم، وإطلاق نظام أكثر مرونة لسعر الصرف في أقرب وقت في الربع الأول لعام 2016.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 51.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter le 26 /04/2016 à: 21 :23 min.

وأضاف قوله "نحن نعتقد أن المغرب سيبدأ إستهداف التضخم بالتزامن مع إعتقاد نظام أكثر مرونة للعملة." وقال إن ذلك "قد يحدث في الربع الأول من عام 2016، ولكننا سنحدد التوقيت النهائي فيما بعد." ومازال الدرهم مرتبطا باليورو لكن وزن العملة الأوروبية الموحدة في سلة العملات هبط إلى 60 في المائة من 80 في المائة في أبريل، نيسان وإرتفع وزن الدولار إلى 40 في المائة من 20 في المائة. وفي إطار الإصلاحات المالية إقترحت الحكومة المغربية في فبراير، مشروع قانون يمنح البنك المركزي مزيدا من الإستقلال، ويهدف إلى إعداد إصلاحات مالية رئيسية<sup>1</sup>.

ويعتزم المغرب أيضا إنشاء بنوك وشركات تأمين إسلامية، وتمكين الشركات الخاصة من إصدار سندات إسلامية في عام 2016. السامية للتخطيط، إن معدل التضخم السنوي لأسعار المستهلكين في البلاد إرتفع إلى 1.8 بالمائة في مارس من 0.9 بالمائة في فبراير، بفعل زيادة أسعار الغذاء.

وقفز تضخم أسعار الغذاء إلى 3.6 بالمائة من 1.1 بالمائة في الشهر السابق، في حين تقلص تضخم أسعار السلع غير الغذائية إلى 0.4 بالمائة. وإرتفع مؤشر أسعار المستهلكين إلى واحد بالمائة في مارس مقابل 0.2 بالمائة في فبراير.

### 3.2 التطورات النقدية والمصرفية

وفيما يتعلق بالتطورات النقدية والمصرفية، سجلت السيولة المحلية نموا ريعيا بنسبة 2.1 في المائة، لتبلغ نحو 821.7 مليار درهم بنهاية سبتمبر 2015، مقارنة مع شهر يونيو من هذا العام.

وفيما يخص نشاط المصارف، أظهرت البيانات تراجع في النشاط المصرفي خلال الربع الثالث من 2015 مقارنة مع الربع السابق.

فقد سجلت القروض المقدمة للقطاع الخاص تراجعا بنهاية الربع الثالث 2015 بنحو 1.5 في المائة، ووصل رصيدها إلى 880.2 مليار درهم. كذلك، سجلت الودائع البنكية ذات الطابع النقدي تراجعا ريعيا بنسبة 0.5 في المائة، وتصل إلى 781.5 مليار درهم بنهاية سبتمبر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، ص 52.

<sup>2</sup> صندوق النقد العربي، "مرجع سبق ذكره"، نفس الصفحة.

## 4.2 الميزان التجاري

في 13 يناير 2016 كشف تقرير رسمي، أن عجز الميزان التجاري المغربي إنخفض خلال سنة 2015، بفضل ظرفية دولية ملائمة، ساهمت في التقليل من كلفة الواردات وفي مقدمتها كلفة واردات البترول. وجاء في تقرير لمكتب الصرف، وهو هيئة رقابية تابعة لوزارة الإقتصاد والمالية، أن عجز الميزان التجاري للمملكة، تراجع فيما يخص السلع إلى 14.5 مليار دولار، مقابل 18.16 مليار دولار سنة قبل ذلك. ونتيجة لذلك، سجل التقرير حدوث تحسن واضح، في معدل تغطية الصادرات للواردات ب 7.3 نقطة، منتقلا من 51.1 بالمائة سنة 2014 إلى 58.4 بالمائة العام الماضي.

أما فيما يتعلق بالميزان التجاري للسلع والخدمات، فقد إنخفض العجز بمزيد من 4 مليارات دولار، ليستقر في حدود 7 مليارات دولار، مقابل 11 مليار دولار عام 2014، بينما إرتفع معدل تغطية صادرات السلع والخدمات لواردها إلى معدل 81.3 بالمائة، مقابل 72.1 في المائة سنة قبل ذلك.

وتفسر هذه النتيجة، على الخصوص، بإنخفاض عجز الميزان التجاري للسلع، بعد إنخفاض كلفة واردات المواد الطاقية والغذائية، وأيضا بتحسن مداخيل صادرات الفوسفات (+ 20.3 في المائة) والسيارات (+20) في المائة<sup>1</sup>.

كما تراجعت فاتورة واردات البترول الخام بنسبة 58.7 في المائة، منتقلة من 2.7 مليار دولار إلى 1.13 مليار دولار. وسجل التقرير تراجع كلفة واردات القمح بالمغرب بنسبة 32 في المائة خلال 2015، وذلك نتيجة إنخفاض الكميات المستوردة ب 35.6 في المائة، بفضل محاصيل الحبوب المهمة المسجلة الموسم الفارط.

وخلص التقرير إلى أنه باستثناء عجز الأمطار المسجل، منذ بداية الموسم الفلاحي الحالي، والذي تجاوز 50 في المائة مع موسم متوسط، فإن باقي معطيات الظرفية هي لفائدة الإقتصاد المحلي، وبالأخص إنخفاض أسعار البترول وإرتفاع الطلب الموجه للمغرب، من طرف شركائه الخارجيين.

<sup>1</sup> <http://www.casablanca-bourse.com>, consulter le 25 /04/2016 à: 19 :23 min.

## المبحث الثالث :

## تدابير النهوض بالسوق المالي (البورصة)

لقيام البورصة لا بد من تكامل العناصر القانونية، التشريعية، الثقافية، وحتى الإجتماعية وغيرها، إلا أنه في ظل قيامها تتعرض لمخاطر مختلفة، وأثناء ذلك لا بد للمؤسسة القائمة عليها، أن تأخذ بعين الإعتبار كافة العوامل، حتى تأخذ القرار المناسب في الوضع المناسب، وفي ظل تطور البورصة، تقوم الهيئة المنظمة لها بعدة نشاطات، حتى تواكب البورصات المتقدمة، وهذا ما سيتم إبرازه في هذا المبحث.

## المطلب الأول

## 1. أنشطة بورصة الجزائر

تعترم بورصة الجزائر تدعيم ترسانة الشركات المنخرطة بها إلى 12 مؤسسة، في ظلّ التسهيلات الضريبية التي ستقرّها، من خلال إنخراط 8 شركات حكومية جديدة قريبا، من بينها شركة بيوفارم، الشهر الجاري، مما سيتيح لها فرصة تطوير تنافسيتها، وقنص مكانة لها في سوق المال العربية، حسب ما تقتضيه الأوضاع الحالية وتراجع إقتصاديات البلدان المتضررة من أزمة النفط، للإنسياب في السياق العام للبورصات العربية.

أكد رئيس لجنة تنظيم بورصة الجزائر ومراقبتها، عبد الحكيم براح، على هامش الإجتماع السنوي لإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، ضعف حجم سوق المال بهذه الهيئة، موضّحا أنّ عدد الشركات المدرجة يقدر بـ 4 شركات فقط، إثنين منها حكوميتان، والشركتان المتبقيتان تابعتان للقطاع الخاص، مشددا على سعي اللجنة خلال العام الحالي لزيادة عدد الشركات المقيدة لـ 12 شركة<sup>1</sup>.

وأضاف المتحدث ذاته، أن الشركات الـ 8 المرتقب قيدها حكومية، وقد يتم قيد شركة خاصة واحدة وهي بيوفارم خلال مارس الجاري، أما فيما يخصّ المحقّرات التي تقدّمها الجزائر لتنشيط البورصة، فقال نقدّم تسهيلات جبائية، لافتاً إلى أنه لا نية لإطلاق أدوات مالية جديدة، أو سن تشريعات في ظلّ صغر حجم السوق، وأوضح أنّه لكي تنجح البورصة يجب العمل على استقدام شركات جديدة.

<sup>1</sup> <http://alqpress.com/article-37367>, consulter le 27/04/2016 , à: 16 :08 min.

وأشار براح في سياق مغاير، إلى العلاقات التي تربط الجزائر ببلدان عربية، فيما يتعلّق بالقطاع المالي ومسؤولي أسواق المال، منوّها إلى وجود جهود معتبرة، وفعالة لتطوير هذا المجال، في ظلّ تقارب الإقتصاديات، وبالنظر إلى إنخفاض أسعار النفط وتراجع مداخيل البلدان المصدرة، خاصة تلك الدول، على غرار الجزائر، التي تعتمد في تغطية مصاريف لإستثماراتها، وإقتصادها بشكل عام على مداخيل الذهب الأسود. واعتبر المتحدث ذاته أنّ أبرز التحديات التي تواجه الأسواق العربية، هي مواكبة التحديثات العالمية، مردفا بقوله إنه على الشركات تطوير نفسها، لكي تقتنص مكانة جيدة تمكّنها من المنافسة، فيجب التركيز على تحسين كفاءة الأفراد، والمؤسسات على السواء، مضيفا أن أزمة أسعار النفط، وتهاويها ألقت بظلالها على الإقتصاد الوطني، أين تواجه شركات البترول صعوبات مالية في الفترة الحالية.

### 1.1 تصريح عبد الحكيم براح

اعتبر رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، عبد الحكيم براح يوم السبت 09 ماي 2015 أن المؤسسات الجزائرية، لا سيما العمومية، غير مستعدة للدخول في البورصة، بالرغم من ضرورة اللجوء إلى هذا الخيار، للتمويل من طرف الخزينة العمومية<sup>1</sup>.

وصرح السيد براح، خلال ملتقى موجه للخبراء المحاسبين، في السوق المالية في الجزائر، أن طلبات الدخول إلى البورصة، تضاعفت خلال السنوات الأخيرة، بحيث تبين بعد معالجتها، أن المؤسسات الجزائرية لا سيما العمومية غير مستعدة لذلك.

وأرجع المسؤول هذا الوضع إلى نقص الثقافة المالية و فشل الأنظمة التسييرية للمؤسسات الجزائرية.

ويعد الدخول في البورصة عملية معقدة، تتطلب عملا معمقا بالنسبة لهذه المؤسسات، التي تستفيد دائما من تمويل أكيد من الخزينة العمومية أو البنوك.

وأكد السيد براح على ضرورة مضاعفة الجهود، لتطوير المؤسسة الجزائرية، من خلال إجراءات مرافقة، بغرض إضفاء مزيد من الشفافية، إضافة إلى إعداد مخطط تنمية لضمان إستمراريتها. وللتذكير منح مجلس مساهمات الدولة سنة 2013، موافقته لثمانى مؤسسات عمومية، لفتح أو زيادة رأسمالها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الحكيم براح، "رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB"، السبت 09 ماي 2015.

<sup>2</sup> <http://www.aps.dz/ar/economie/15767> , consulter le 27/04/2016 , à 16 :36 min.

ويتعلق الأمر بالقرض الشعبي الجزائري، ومصانع الإسمنت العمومية الثلاثة التابعة للمجمع الصناعي لإسمنت الجزائر، الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين، محاجر كوسيدار، الفرع العمومي للبناء والأشغال العمومية، المؤسسة الوطنية لتهيئة الري، وموبيليس.

وأشار السيد براح، إلى أن حوالي عشر مؤسسات خاصة، تستعد بشكل حثيث لدخولها في البورصة، مضيفاً أن عددا هاما من المؤسسات أعربت عن رغبتها في اللجوء إلى التمويل عبر السوق السندي.

وأوضح أنه منذ إنحيار أسعار البترول، شهد طلب الدخول في البورصة إرتفاعا، لا سيما على مستوى السوق السندي، عكس سوق الأسهم الذي يتطلب عملا معمقا. ويبقى عدد المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر ضئيلا، مقارنة بطاقات الإقتصاد الجزائري.

وتضم بورصة الجزائر، أربع شركات مقيدة في البورصة، تتمثل في مؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي، مجمع صيدال، شركة أليانس للتأمينات الجزائرية، شركة العصائر والمشروبات (أن سي أ) الروبية، برأسمال لا يتجاوز 15 مليار دينار جزائري.

وأشار المسؤول إلى أن 15 مليار دينار جزائري، لا يمثل الكثير، مقارنة بالنتائج الداخلي الخام، الذي يقدر بحوالي 18000 مليار دينار جزائري.

## 2.1 شبابيك على مستوى البنوك العمومية

ولبعث بورصة الجزائر شرعت COSOB في إصلاح الإطار القانوني، المسير لنشاط السوق المالية الجزائرية. وتتعلق الإصلاحات أساسا، بوضع آليات من شأنها إضفاء مرونة أكبر، وتطوير السوق المالية الجزائرية.

وذكر السيد براح من ضمن الإقتراحات، التي هي قيد الدراسة، التطهير الجبائي للمؤسسات، التي ترغب في دخول البورصة. ومن جهة أخرى أكد ذات المسؤول، أنه يجري حاليا العمل على إصلاح مجالس إدارة المؤسسات، التي تكون الدولة من بين المساهمين فيها.

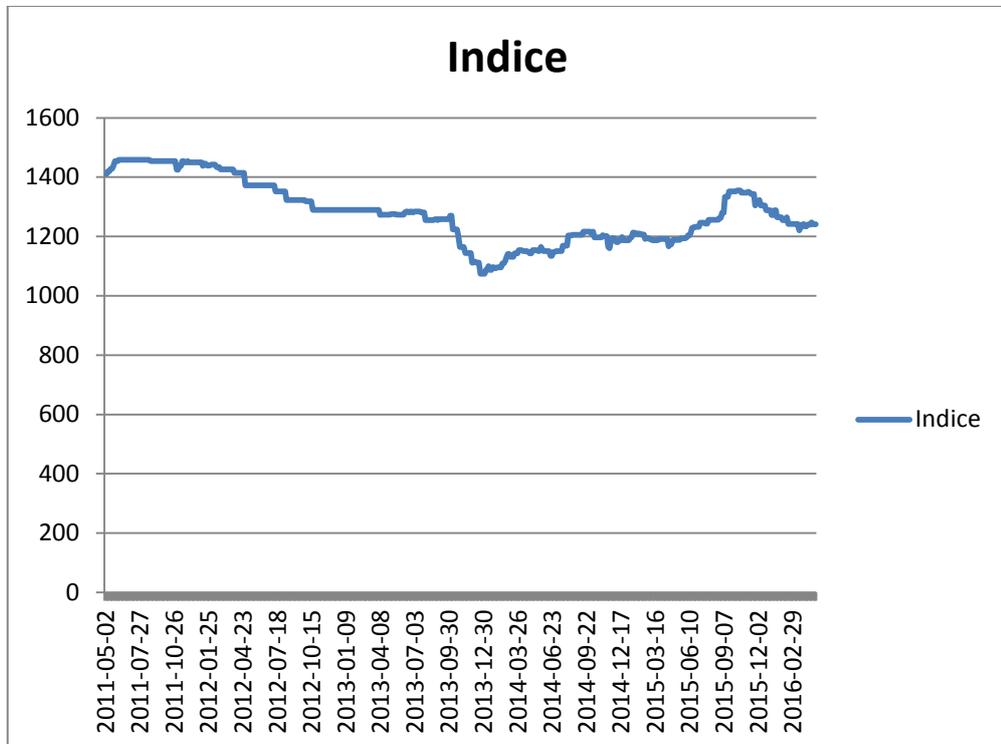
كما أشار إلى أن وزارة المالية تقوم حاليا بإنجاز عمل معمق، حول دور الدولة كمساهم. إذ يتوجب أن ينتقل أعضاء مجلس الإدارة من صفة ممثلين إداريين إلى مسؤولين حقيقيين عن نشاط المؤسسة، التي تقدم قيمة

مضافة. كما أنه من المقرر إنشاء شبائيك مخصصة لعمليات البورصة، على مستوى البنوك العمومية، في كل ولايات الوطن. وتتمثل المهمة الرئيسية لهذه الشبائيك، في توفير المعلومات المتعلقة بالبورصة اللازمة للمستثمرين المحتملين، والمؤسسات الراغبة في دخول البورصة ومرافقتهم.

ويرى السيد براح، أن سياسة الحكومة الرامية إلى توجيه المؤسسات العمومية نحو القطاع التجاري، لتمويل مشاريعهم في سياق يتميز بانخفاض أسعار النفط، الذي يعد مصدر الدخل الرئيسي للبلاد، تمثل فرصة حقيقية لبورصة الجزائر لجلب المؤسسات. غير أن دخول البورصة ليس مصدر بديلا للتمويل، حسب بل يمثل أيضا عاملا للشهرة، حسب السيد براح، الذي أشار على سبيل المثال، إلى شركة خاصة جزائرية تلقت عشرة عروض شراكة من الخارج، بمجرد إبداء رغبتها في دخول البورصة. وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المتكونة في أغلبها من مؤسسات عائلية، فإن دخول البورصة يعد فرصة لإعادة هيكلة نفسها.

وأكد المشاركون في الملتقى المنظم، من طرف شركة تسيير بورصة القيم والهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، أهمية دور المهنيين في مسار دخول البورصة وأخذ القرارات الهامة بالنسبة للمؤسسة.

### الشكل (1.3) : تطور البورصة خلال الفترة (2011-2016)



Resource : <http://www.sgb.dz>, consulter le 27/04/2016, à: 22 :02min

المطلب الثاني :

### 1. أنشطة بورصة تونس

واصلت بورصة تونس خلال سنة 2014 تجسيم إستراتيجيتها، لتطوير الثقافة المالية، وذلك بإبراز دور البورصة في تنشيط الإقتصاد، عن طريق تمويل الشركات. ولهذا الغرض، تم القيام بعدة أنشطة وبرامج، أبدت إهتمام متزايد من قبل مختلف شرائح المجتمع<sup>1</sup>.

#### 1.1 إطلاق أول مسابقة للتداول الافتراضي

أطلقت بورصة تونس خلال سنة 2014 عنصر آخر من العناصر، التي تضمّنها البرنامج الذي، وضعت بالتعاون مع صندوق تسهيل المناخ الإستثماري في إفريقيا، بهدف دعم وتعزيز الثقافة المالية. وتمثل هذا العنصر، في إحداث مسابقة مجانية تتمثل في إدارة محفظة مالية لأسهم شركات مدرجة بالبورصة، إنطلاقا من مبلغ مالي بقيمة 50 مليون دينار، وتهدف هذه المسابقة إلى تمكين المشاركين من تعلم مبادئ الإستثمار في البورصة، وإدارة محافظ الأوراق المالية. وقد تم تنظيم دورتين خلال سنة 2014 بمشاركة 3300 مشارك. وعند إختتام هاته الدورات، تم توزيع جوائز مالية للثلاثة الفائزين الأوائل لكلّ دورة، وضعت في حسابات للأوراق المالية، لدى وسيط البورصة من إختيارهم، وذلك خلال صالون البورصة، والخدمات المالية.

#### 2.1 صالون البورصة والخدمات المالية

بعد نجاح الدورة الأولى في نوفمبر 2012، نظمت بورصة تونس دورة ثانية من صالون البورصة، والخدمات المالية، نظمت من 22 إلى 24 ماي 2014، بمقر الإتحاد التونسي للصناعة والتجارة، والصناعات التقليدية.

ومكن إختيار هذا المكان الإستراتيجي، من التواصل مع أوساط الأعمال، ومن التعريف بدور البورصة كبديل لتمويل الشركات. ويعتبر هذا الصالون فرصة تمّ خلالها التوقيع على مذكرات تفاهم مع الإتحاد، والعديد من البورصات الإفريقية. وقد جمع الصالون كلّ المتدخلين في السوق، سيما بورصة تونس، وهيئة السوق المالية التونسية للمقاصة، الوسطاء بالبورصة، صندوق الودائع والأمانات، وصناديق الإستثمار إلى جانب الحضور الهام للشركات المدرجة، ووسطاء بالبورصة من عدة بلدان إفريقية.

<sup>1</sup> Rapport annuel va 2014, page 33.

### 3.1 الأنشطة مع وسائل الإعلام

باعتبار أن وسائل الإعلام، هي من أهم الوسائل لإيصال المعلومة المالية لفائدة العموم، أبرمت بورصة تونس إتفاقية شراكة مع المركز الإفريقي لتدريب الصحافيين والإتصاليين. وتهدف هذه الإتفاقية إلى تعريف الصحافيين بالإطار القانوني والتقني، وكذلك آليات التعامل في السوق المالية التونسية، لكي يكتسب المشاهد الإعلامي الخبرات في مجال الإعلام المالي، باعتباره وسيلة حتمية لتمريرها.

### 4.1 الأنشطة الموجهة إلى الجمعيات والإدارات

نظمت بورصة تونس سنة 2014، ندوات تهدف إلى دعم الثقافة المالية لدى الأوساط المهنية، بالخصوص بمبادرة مشتركة مع كل من الغرفة الفتية الدولية بتونس، والغرفة الفتية لنساء الأعمال، إلى جانب إدارات من الإدارة التونسية، على غرار المتفقدين المركزيين بوزارة المالية.

### 5.1 الأنشطة الموجهة إلى الشركات

واصلت بورصة تونس سنة 2014، حملاتها الإشهارية، لفائدة الشركات حديثة الإدراج. هذه الحملات الإشهارية، التي دخلت في ثقافة بورصة تونس، تتضح من خلال تنظيم إحتفال بمناسبة إنطلاق عمليات التداول على أسهم هاته الشركات، ويرحب مهنيي السوق المالية بهاته الشركات، ويتم دق الجرس إعلانا عن إنطلاق تسعير أسهمها. في الأثناء يقدم لمسيرها رسم ترحيبي يعد خصيصا لهذا الحدث.

وخلال سنة 2014، نظمت بورصة تونس 6 إحتفالات، بمناسبة إدراج كل من سلكوم، مصنع الورق الخشبي بالجنوب، مجمع تواصل القابضة، شركة المغرب الدولي للإشهار، مجمع دليس القابضة وسرياليس. كما فتحت بورصة تونس أبوابها لشركات مدرجة، لتنظيم لقاءاتها الإعلامية، حيث بلغ عددها 15 تم تنظيمها بمقر بورصة تونس، منها ندوتين صحفيتين نظمتها وزارة المالية بخصوص القرض الرقاعي الوطني<sup>1</sup>.

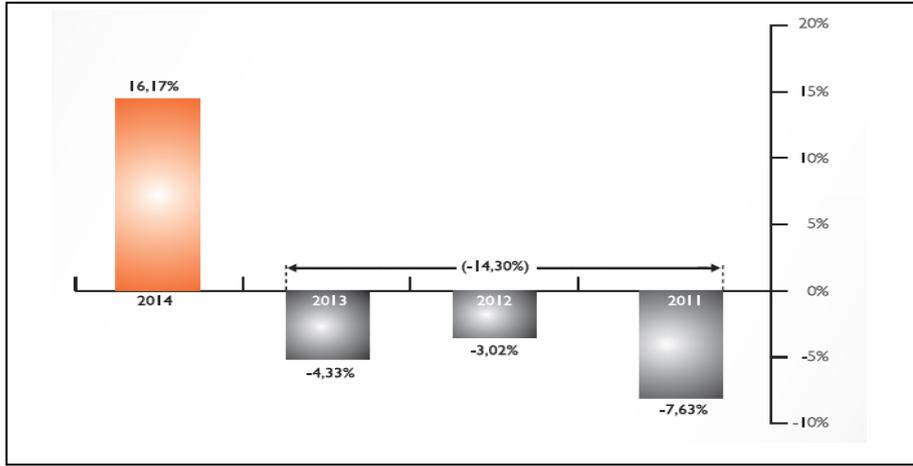
### 2. حضور بورصة تونس في الصالونات

شاركت بورصة تونس للمرة الثالثة على التوالي في صالون المؤسسة، الذي نظم يومي 19 و 20 نوفمبر 2014، بمركز الأعمال بصفاقس. وتعتبر هذه المشاركة فرصة مميزة لبورصة تونس، للإحتكاك بزوار هذه المنطقة، سيما أصحاب الشركات والمستثمرين، الذين يرغبون في معرفة مزايا التمويل عن طريق السوق، وفرص الإستثمار المتوفرة بالبورصة.

<sup>1</sup> Rapport annuel va 2014, page 34 .

## 3. مؤشر تطور البورصة

الشكل (2.3) : تطور مؤشر توناندكس (الفترة 2011-2014)



المصدر : التقرير السنوي لبورصة تونس سنة 2014، ص 04.

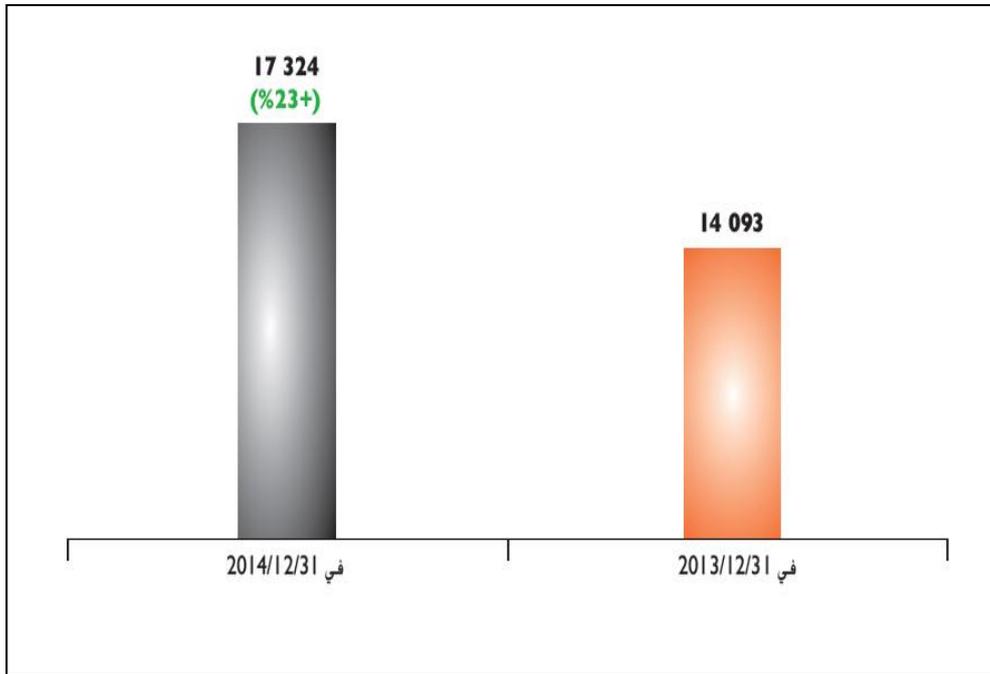
ويتبين من خلال تحليل المنحى، الذي اتبعه مؤشر توناندكس، خلال سنة 2014، أن تطوره كان مرتبطاً بمدى تقدم نسق المسار الديمقراطي بالبلاد.

فخلال شهري جانفي وفيفري، سجل المؤشر تطورا بنسبة (7,59% و 2,67% في شهر جانفي و 4,79% خلال شهر فيفري)، وذلك بفضل نجاح المسار الدستوري والحكومي.

أما في شهري مارس وأفريل، فقد تراجع المؤشر على التوالي بنسبة 2,60% و 2,26% ويعود ذلك إلى حالة عدم الإستقرار الأمني، التي أثرت سلبا على ثقة المستثمرين، وذلك رغم نشر المؤشرات الربع سنوية لنشاط الشركات المدرجة، والتي كانت طيبة في مجملها، وتزامن هذه الفترة مع توزيع الأرباح بخصوص السنة المحاسبية 2013<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> من تحليل الطالبين، بناء على التقرير السنوي لبورصة تونس، سنة 2014.

الشكل (3.3) : تطور الرسمة السوقية (بملايين الدنانير 2013-2014)



المصدر : التقرير السنوي لبورصة تونس سنة 2014، ص 09.

واستحوذ القطاع المالي بتكوينه المتنوع (بنوك وإيجار مالي وخدمات مالية) كعادته، على القسط الأكبر من الرسمة السوقية، بحصة بلغت 47% وما قيمته 1568 مليون دينار، وقد تعزز وزن القطاع البنكي الذي استحوذ بمفرده على حصة 37,5% في 31 ديسمبر، وما قيمته 4996 مليون دينار، وذلك بفضل الأداء الجيد الذي سجله القطاع سنة 2014.

أما المرتبة الثانية فقد احتلها قطاع مواد الإستهلاك بحصة بلغت 27% وما قيمته 6734 مليون دينار. أما قطاع خدمات للمستهلك فقد جاء في المرتبة الثالثة بحصة 9,9% وما قيمته 1707 مليون دينار.

## المطلب الثالث :

## بورصة الدار البيضاء

## 1. أنشطة بورصة المغرب (الدار البيضاء)

لقد قامت بعدة مشاريع وإنجازات من أجل تطوير أداء السوق المالي بها ومن أبرزها ما يلي<sup>1</sup> :

## 1.1 تحسين تدبير وتطوير جدول التسعيرة

كنتيجة منطقية للتحسين المستمر للخدمات، ولأمثلة السيورة العملياتية، فقد تم تتبع السندات الإقتراضية وتديريها، وكذا التتبع الإداري للشركة المدرجة، كما تم إستخدام تطبيق لتدبير التقدمات والتنقيلات، لدى شركات البورصة. حيث يوفر هذا التطبيق إمكانية إدخال المعطيات عن بعد.

## 2.1 تأمين الأنظمة الإعلامية

إن تحسين وتأمين أنظمة المعلومات، كان دائما في صلب أعمال تنمية بورصة الدار البيضاء. وذلك من خلال اليقظة، وتعزيز التقنيات الموضوعة تحت رهن السوق.

## 3.1 تعزيز الأعمال الإنعاشية للبورصة

إعتمدت بورصة الدار البيضاء لإنعاش السوق، وثقافة البورصة، على نهج سياسة شراكات مع مختلف المؤسسات الوطنية والدولية. وهي تهدف بذلك إلى تكثير قنوات التواصل، والقرب إتجاه مختلف مستهدفات المقاول، وتعميم ثقافة البورصة.

## 4.1 تعزيز صيانة الأمكنة وأمنها

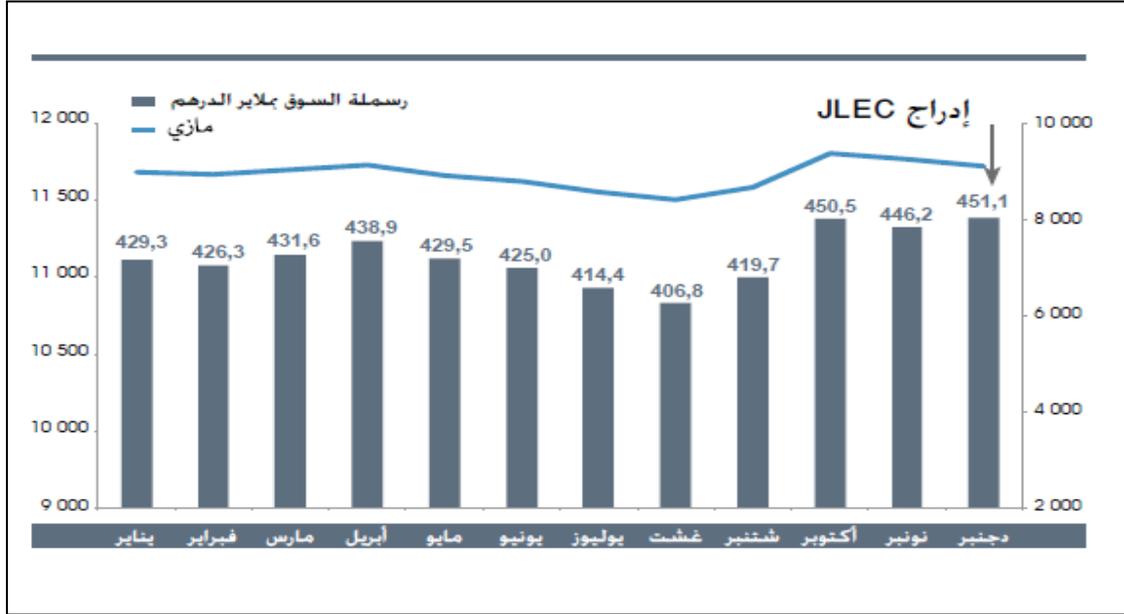
تمت تهيئة فضاء لمخطط إستمرارية أنشطة شركات البورصة. سيسمح هذا الفضاء المجهز تجهيزا كاملا لشركات البورصة، بالحفاظ على نشاط عادي في مقر بورصة الدار البيضاء، في حالة وقوع حوادث في مواقعها.

## 5.1 تحسين المراقبة الداخلية

تميز نشاط المراقبة الداخلية بتحسين نظامها. حيث نظمت ورشات عمل لتحميل الكيانات المعنية المسؤولية، إضفاء الطابع الرسمي، وتحديث كتيبات المراقبة الداخلية لبعض العمليات، وتعيين أشخاص المكلفين بالمراقبة الدائمة.

<sup>1</sup> Rapport annuel va 2013, page 12-16.

الشكل (4.3) : التطور الشهري لمؤشر مازي العائم ورسملة البورصة سنة 2013 (بمليار درهم)



المصدر : التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء، سنة 2013، ص26.

الشكل (5.3) : تطور مؤشر فوتسي CSE المغرب ومؤشر مازي العائم سنة 2013 (بمليار درهم)



المصدر : التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء، سنة 2013، ص09.

## خاتمة الفصل :

من خلال الدراسة المقارنة بين بورصات دول المغرب العربي (الجزائر، تونس والمغرب)، تم إستنتاج أن الأسواق المالية العربية بالرغم من أنها تتمتع بإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها، وذلك من حيث الأطر القانونية والتنظيمية، كذلك تتباين من حيث درجة تطورها بالإضافة إلى تأسيس هياكل إقتصادية متينة.

لكن بالرغم من أن الأسواق المالية العربية، لكل من الجزائر وتونس والمغرب، تقوم على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، وسعت إلى تطوير بورصاتها، ورفع معدلات نموها، وذلك في إطار الإصلاحات الهيكلية التي قامت بها كل دولة، من أجل الإنفتاح على الإقتصاد العالمي، وإصدار عدة تشريعات لتشجيع الإستثمار، ولضمان الإفصاح والشفافية، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين، وتشجيع المتعاملين في هذه السوق.

إلا أنها لا زالت تعاني من عدة مشاكل ونقاط ضعف متعددة، وذلك لعدة أسباب منها صغر حجم هذه البورصات. كذلك بسبب الخلل الهيكلي في إقتصاديات هذه الدول مع التباين الواضح في إقتصادياتها. أما من خلال التقييم لأدائها تم إكتشاف أنها تتميز بسمات مشتركة، وتتأثر بمجموعة من المعوقات، التي أثرت على وضعها الراهن، أيضا غياب الإفصاح عن تلك المعلومات، والبيانات المالية، للشركات المدرجة في السوق المالية.

## خاتمة عامة

تؤدي أسواق الأوراق المالية دورا مهما في إقتصاديات الدول باختلاف درجة تقدمها، إذ تعتبر أحد الآليات الهامة، التي تمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة، من القطاعات ذات الفوائض المالية، إلى القطاعات ذات العجز المالي، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين، وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصا متنوعة، لتوظيف مدخراتهم، إضافة إلى تنويع مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات.

تحقق الأسواق المالية مزايا عديدة، لكل من وحدات الفائض، ووحدات العجز، أهمها الحصول على الأموال، ولها عدة تقسيمات من حيث المكونات، إذ نجد الأسواق النقدية، وأسواق رأس المال، التي تنقسم بدورها إلى الأسواق الفورية، وتحتوي على أسواق منظمة، وأخرى غير منظمة، إضافة إلى الأسواق الاحتكارية، وأسواق العقود المستقبلية.

كما للأسواق المالية عدة وظائف تتجلى فيما يلي : تشجيع الإدخار، المحافظة على الثروة وتنميتها، تسهيل الحصول على السيولة، الإئتمان، تسهيل المدفوعات، المساعدة على تخفيض الإستثمار، المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية، وكفاءة تخصيص الموارد.

إضافة إلى أهمية السوق المالي الكبيرة، التي تتمثل أساسا في توفير السيولة للأصول المالية قصيرة الأجل، تنمية الإدخار وتوجيهها لخدمة الإقتصاد الوطني، تنظيم ومراقبة الإصدارات في الأوراق المالية، إضافة إلى مساهمة السوق المالي في تمويل الإستثمارات، التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت، من أفراد وحكومات.

تبرز أهمية السوق المالية في الإقتصاد، من خلال توفيره للسيولة اللازمة، التي تساعد على تحريك عجلة الإقتصاد، كما يعمل السوق المالي على تنظيم رؤوس الأموال، من خلال الإدخار بخلق ظروف، أهمها عامل الثقة الذي يسمح للمدخرين الصغار بتوظيف الفائض من أموالهم في البورصة، وإحالتهم عن فكرة الإكتناز، التي تمثل أهم عائق وتعطيل الأموال عن أداء دورها في الإقتصاد الوطني.

غير أن أداء البورصات المغاربية لم يكن بالمستوى المطلوب، الذي يخول لها المنافسة في السوق المالية الدولية، وذلك لا يعود أساسا إلى نظام تسيير البورصة أو إلى الإطار القانوني والتشريعي، الذي يسيرها بشكل مباشر، بل يعود إلى قلة عدد المنتجات المالية المدرجة بها، وإلى طبيعة المؤسسات والشركات الخاصة، التي تعجز عن تحقيق شروط الإنضمام إليها.

## نتائج الدراسة :

من خلال الفرضيات المقترحة سالفًا، إستطعنا التوصل إلى النتائج التالية :

- 1) يمثل السوق المالي الوسيلة التي يتم من خلالها إنتقال رؤوس الأموال، من وحدات الفائض المالي، إلى وحدات العجز المالي. وتمتاز هذه الأسواق عن غيرها من الأسواق الأخرى، باختلاف السلع المتداولة فيها.
  - 2) يقصد بكفاءة السوق المالي بأنها تعتمد أساسا على المعلومة المتوفرة لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية، التي تساعدهم على إتخاذ القرار الإستثماري، وكذلك توقع أسعار الأسهم المستقبلية بغية تعظيم الأرباح.
  - 3) ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر بعض الشروط تتمثل فيما يلي :
    - ❖ تتاح المعلومات لجميع أطراف السوق، وبدون أي تكلفة.
    - ❖ لا توجد أي قيود على التعامل، إذ لا توجد تكاليف للتعاملات، ولا توجد ضرائب، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية.
    - ❖ يوجد عدد كبير من المستثمرين في السوق.
    - ❖ يتصف المستثمرون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم منفعتهم من مواردهم المتاحة.
  - 4) هناك عدة معوقات حالت دون قيام بورصة الجزائر بدورها المطلوب فامتزجت بين عدة عوامل من أهمها :
    - عائق الخصوصية ومعدل التضخم، ضعف الإفصاح والشفافية، غياب الثقافة البورصية، أما بالنسبة لبورصة تونس فنجد ضعف الإطار التشريعي، المستثمرين يفوق عدد المصدرين للقيم المنقولة ، وبورصة المغرب نجد فيها ضعف الحكامة والتسيير إضافة إلى قلة المنتجات المالية.
  - 5) من خلال الدراسة المقارنة بين بورصات دول المغرب العربي (الجزائر، تونس والمغرب)، نجد أن الأسواق المالية المغاربية رغم إمكانياتها الكبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها، ويظهر جليا من حيث الأطر القانونية والتنظيمية، كما تتباين من حيث درجة تطورها بالإضافة إلى تأسيس هياكل إقتصادية متينة.
- من خلال عرضنا للنتائج المتوصل إليها نستطيع الإجابة على السؤال الفرعي الأول، وذلك بتأكيد الفرضية الأولى، والتي ترى أن السوق المالي هو ذلك المكان أو الحيز، الذي يجمع ما بين الأعوان الإقتصاديين ذوي الفائض (المدخرين)، والأعوان الإقتصاديين ذوي العجز (المستثمرين)، أما السؤال الفرعي الثاني فنستطيع الإجابة عليه من خلال النتائج، وكذا تأكيد الفرضية الثانية، والتي فحواها أن كفاءة السوق المالي تعتمد أساسا على المعلومة المتوفرة لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية، التي تساعدهم على إتخاذ القرار الإستثماري، وكذلك توقع أسعار الأسهم المستقبلية بغية تعظيم الأرباح. ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر بعض الشروط

المذكورة في النتائج، أما الإجابة على السؤال الفرعي الثالث تتضمنها الفرضية الثالثة، والتي تقول أن هناك الكثير من العقبات التي تمنع تطور بورصة الجزائر.

### التوصيات والإقتراحات :

- 1) إن للمعلومة دور أساسي في إتخاذ القرار الإستثماري، وذلك لما تفضيه من أخبار مالية، محاسبية وسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة المدرجة في البورصة، لذا وجب تطبيق مبدأ الشفافية لترويج هذه المعلومات لكافة المستثمرين بالبورصة، وذلك لتحقيق الكفاءة الإقتصادية، وعليه يجب على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إجبار المؤسسات التي تنوي الإدراج ضمن البورصة، على تقديم البيانات والشروحات اللازمة للجمهور، وذلك بنشرها في مجالات خاصة بالمجال الإقتصادي، إضافة إلى ترسيخ مفهوم البورصة لدى العامة بزيادة الإشهار السمعي البصري، وإقامة أيام مفتوحة تلمس مختلف ربوع الوطن.
- 2) التأكيد على ضرورة وجود عدد هائل من المتعاملين، على مستوى السوق المالي، بفرعيه سوق الإصدار وسوق التداول، لضمان التنافسية وتحقيق الفعالية للبورصة.
- 3) زيادة العرض وذلك برفع عدد الشركات المدرجة في البورصة، عن طريق خصخصة المؤسسات العمومية، وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 4) العمل على إضفاء الشفافية في التعامل والإفصاح المالي، أثناء نشر المعلومة في الوقت المناسب دون تأخر.
- 5) زيادة عدد الشركات المدرجة ضمن السوق المالي، لزيادة النشاط الإستثماري، ومن ثم توفير سيولة مالية يعتمد عليها في تحقيق الإقتصاد الوطني والعالمي.

### آفاق الدراسة :

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

- ❖ آليات تفعيل السوق المالية المغاربية.
- ❖ واقع وآفاق سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- ❖ العوامل المؤثرة على تحديد سعر الورقة المالية.

## الفصل الأول

الأسس النظرية للأسواق المالية  
وآليات الإنضمام إليها

## قائمة الاختصارات والرموز

الملاحق

## قائمة المصادر والمراجع

أولا : المراجع باللغة العربية

أ. الكتب :

- 1) خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2013.
- 2) دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012.
- 3) زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2008.
- 4) السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، "الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الإستثمار)"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2009.
- 5) طاهر حيدر حردان، "أساسيات الإستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 6) عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 7) عصران جلال عصران، "الإستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2010.
- 8) فليح حسن خلف، "النقود والبنوك"، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 9) ماجد أحمد عطا الله، "إدارة الإستثمار"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2011.
- 10) محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية، (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)"، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن/عمان، الطبعة الأولى، 2009.

ب. البحوث الجامعية :

ب.1 مذكرات الدكتوراه :

11) بوضياف عبير، "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.

12) بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.

13) ذهبي ريمة، "الإستقرار المالي النظامي-بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2013/2012.

14) سميحة بن محياوي، "دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية"، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

15) عمر العسري، "البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية"، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط.

ب.2 مذكرات الماجستير :

16) بلجبلية سمية، "أثر التضخم على عوائد الأسهم"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2009.

17) بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية"، مع الإشارة لحالة بورصة تونس، أطروحة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011.

18) جهيدة زيد، "دراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي"، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014/2013.

- 19 حفصي رشيد، "تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر"، دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010/2011.
- 20 رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة"، دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2011.
- 21 صليحة بولحية، "تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2011)"، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، في العلوم الإقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013/2014.
- 22 فتيحة ابن بوسحاقي، "بورصة الجزائر (واقع وآفاق)"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في العلوم الإقتصادية، فرع، النقود المالية، جامعة الجزائر، 2003/2002.
- 23 فيصل حميدي، "تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة حالة الجزائر والمغرب"، مذكرة مكمل لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، فرع علوم إقتصادية، التخصص دراسات إقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- 24 محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012.
- ج. الملتقيات والمجلات :

- 25 زياد الدباس، "تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية"، <http://daharchives.alhayat.com> ، 2015/05/15 ، العدد 15384 ، 20:32.
- 26 زيدان محمد، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر (المعوقات والآفاق)"، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006.

- (27) الشريف الريحان، الطاوس حمداوي، "بورصة الجزائر- رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية"، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والقانونية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، عدد 34-جوان 2013.
- (28) صالح فلاح، "بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار"، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004.
- (29) عاشور سهام، وصاف عتيقة، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصادات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، جامعة محمد خيضر بسكرة، ملتقى دولي، يومي 21/22 نوفمبر 2006.
- (30) عثمانى حسين، شعابنية سعاد، "النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، 07/06 ماي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.
- (31) عمار عمري، سعيدة بوسعدة، "معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر"، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 14-15 نوفمبر، 2005.
- (32) مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07-2009/2010.
- د. الجرائد الرسمية والتقارير :
- (33) "دليل إدراج الشركات ببورصة تونس"، أكتوبر 2012.
- (34) COSOB, Rapport annuel 2014
- (35) Rapport annuel va 2013
- (36) Rapport annuel va 2014, page 33-34.
- (37) الجريدة الرسمية، المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993.
- (38) صندوق النقد العربي، "النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية"، الربع الثالث، العدد الثاني والثمانون، 2015.

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

- 39) Eugent Fama, "Efficient capital Markets: A Review of- Theory and Empirical work", Journal of finance 25, no, 2, May 1970.
- 40) Jacquillat, B., « Introduction en bourse, que suis-je ? », PUF, 2° édition, France, 1994.
- 41) Boisselier, P., et Dufour, D., « Bulle financière et introduction des sociétés Internet au Nouveau Marché », Finance Contrôle Stratégie, vol 10, France, 2007a.
- 42) Rajan, R.G., « Insiders and outsiders : The choice between informed and arm's length debt », The journal of Finance, vol. 47.
- 43) Pagano M., Panetta F., et Zingales L., « Why do companies go public: an empirical analysis », Journal of Finance, vol. 53, no 1, 1998.
- 44) Harris, M. et Raviv, A., « The theory of capital structure », The journal of finance, vol 146, n° 1.
- 45) Leland et Pyle, « Information asymmetries, financial structure and financial intermediation », Journal of finance, Mai, 1977.
- 46) Pilverdier-Latereyte J., « Marchés boursier français : lecture de la cote », Encyclopédie des marchés financiers, éd. Y. Simon, Economica, 1997.
- 47) Grinblatt M., et Titman S., « Financial markets and corporate strategy », Int ed., McGraw-Hill, USA, 1998.
- 48) Jensen M., et Meckling W., « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », Journal of Financial Economics, October, 1976.
- 49) Barbaret C., « Les introductions au second marché : caractéristiques et évaluation des coûts », Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, France, 1990.

هـ. المواقع الإلكترونية :

- 50) <http://www.cosob.org/listes-des-emetteurs>.
- 51) <http://www.wadilarab.com/t11093-topic#ixzz3xbllaha4/>.
- 52) <http://www.bvmt.com.tn>.
- 53) <http://daharchives.alhayat.com>.
- 54) Bourse de Casablanca: historique, <http://www.casablanca-bourse.com>.
- 55) <http://www.4algeria.com> .
- 56) <http://www.echoroukonline.com> , abd el razzak bolgam .
- 57) <http://daharchives.alhayat.com>
- 58) <http://www.djazairess.com>.
- 59) <http://algpess.com/article-37367>.
- 60) <http://www.aps.dz/ar/economie/15767>.