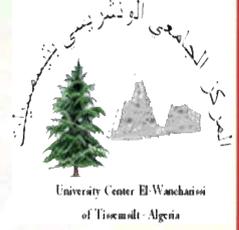




المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي- تيسمسيلت
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية وعلوم التسيير



الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الإقتصاد الوطني

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية
والمحاسبية

تخصص: مالية المؤسسة

تحت إشراف الأستاذ:

بدري عبد العزيز

من إعداد الطالب:

➤ عزيز أحمد

أعضاء اللجنة المناقشة

رئيساً	م ج تيسمسيلت	د. ديلمي هجيرة
عضوا مناقشاً	م ج تيسمسيلت	د. سوداني نادية
مشرفاً ومقرراً	م ج تيسمسيلت	د. بدري عبدالعزيز

السنة الجامعية: 1439هـ -

1440هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالَمِ الْغَيْبِ
وَالشَّهَادَةِ فَيُنبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ﴾

صدق الله العظيم

سورة التوبة، الآية: 105.

شكر

"وَقَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ
وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ"
سورة النمل الآية -19-

نتقدم بتشكراتنا الخالصة إلى الأستاذ المؤطر السيد: بدري عبدالعزيز
الذي كان المرشد الموجه أثناء فترة إنجازنا
هذا العمل.

كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو من بعيد.

وشكرا

بارك الله فيكم جميعا

إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى من قال فيهما الله عز وجل "فَلَا تَقُلْ لَهُمَا أُفٍّ
وَلَا تَنْهَرْهُمَا وَقُلْ لَهُمَا قَوْلًا كَرِيمًا" سورة الإسراء الآية -23-

إلى التي رفع الله مقامها و جعل الجنة تحت أقدامها أولى الناس
بصحبتي إلى نبع الحنان الصافي ذلك القلب الكبير و تلك النعمة الغالية
الطاهرة صاحبة الفضل علي التي مهما فعلت و قلت و كتبت لن أوفيتها حقها
الأزلي و لن أرد لها فضلها الأبدي والدتي العزيزة حفظها الله و أطال في
عمرها.

إلى من يعجز اللسان و يجف القلم عن وصف جميله الذي أنبتني نباتا
حسنا و كان لي سراجا منيرا أبي الفاضل حفظه الله و أطال في عمره.

إلى من شاركنتني أفراحي و أحزاني و كانت لي سندا في هذه الحياة
زوجتي العزيزة وإلى فلذة كبدي ابني "أنس" أطال الله في عمره.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى جميع من عرفت معهم معنى الصداقة.

أهدي ثمرة جهدي مع أعز معاني الحب و التقدير و رمز اعتراف بالجميل.

إلى كل من عرفنا وصادقنا وأحبنا كل الأساتذة طوال مشوارنا

الدراسي.

أحمد

مقدمة

قائمة الجداول:

الصفحة	اسم الجدول	الرقم
65	أداء أسواق الأوراق المالية العربية	أ
67	أداء أسواق الأوراق المالية العربية	ب
68	أداء أسواق الأوراق المالية العربية	ج
70	تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الأول من سنة 2018	د
72	تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثاني من سنة 2018	هـ
74	تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثالث من سنة 2018	و

قائمة الأشكال:

الصفحة	اسم الشكل	الرقم
66	أداء أسواق الأوراق المالية العربية	أ
66	أداء أسواق الأوراق المالية العربية	ب
68	أداء أسواق الأوراق المالية العربية	ج
70	تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الأول من سنة 2018	د
72	تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثاني من سنة 2018	هـ
74	تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثالث من سنة 2018	و

ملخص الدراسة:

من خلال هذه الدراسة حاولنا الخوض في طبيعة الأسواق المالية الناشئة ومدى الحاجة إليها ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، وذلك بتوضيح مفهوم السوق المالية الناشئة والتطرق إلى إطارها النظري ومختلف جوانبها وتوضيح الأسباب التي دعت إلى إنشائها مع بيان شروط عمل هذه الأسواق. كما سلطنا الضوء على أهم سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية، حيث تم تأكيد من خلال الجانب التطبيقي على أن أداء السوق المالي الجزائري عرف تذبذبات خلال سنة 2018 باتت بحاجة ملحة لإسهامها في تنمية اقتصاد الوطني وذلك على الرغم من وجود تحديات تواجهها ومعوقات تحول دون نجاحها، ومع هذا فإن فرص نجاح مثل تلك السوق المالية الناشئة خاصة إذا طبقت أحكام وقواعد تساهم في نجاحها واستخدام أدواتها المالية لتحقيق ذلك.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية الناشئة، تنمية الإقتصاد الوطني، الأسواق المالية.

Abstract:

Through this study we tried to delve into the nature of the emerging financial markets and their need and role in the development of the national economy by clarifying the concept of the emerging financial market and addressing its theoretical framework and its various aspects and clarifying the reasons that led to its establishment and indicating the conditions of these markets. We also highlighted the importance of the stock market and its role in the development. It was confirmed through the practical aspect that the performance of the Algerian financial market was characterized by fluctuations during the year 2018 is urgently needed to contribute to the development of the national economy, despite the existence of challenges and obstacles hindering its success, However, the chances of success of such an emerging financial market, especially if the provisions and rules contribute to the success and use of financial instruments to achieve this.

Key words: Emerging financial markets, the development of the national economy, financial markets.

فهرس المحتويات

البسمة.

I.....	الإهداء:
II.....	الشكر:
III.....	الملخص:
IV.....	فهرس المحتويات:
V.....	قائمة الجداول:
VI.....	قائمة الأشكال:
أ-هـ.....	مقدمة:

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية:

07.....	تمهيد:
08.....	المبحث الأول: ماهية حول الأسواق المالية.
08.....	المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية.
09.....	المطلب الثاني: مكونات الأسواق المالية
13.....	المطلب الثالث: أشكال التمويل في الأسواق المالية
17.....	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الاسواق المالية.
17.....	المطلب الأول: أدوات الملكية.
20.....	المطلب الثاني: أدوات الدين.
22.....	المطلب الثالث: الأوراق المالية المهجنة والمشتقات المالية.
24.....	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية

24.....	المطلب الأول: كفاءة الاسواق المالية.....
26.....	المطلب الثاني: متطلبات كفاء الأسواق المالية
27.....	المطلب الثالث: مؤشرات كفاءة الأسواق المالية.....
29.....	خلاصة الفصل:.....

الفصل الثاني: أسواق الأوراق المالية الناشئة:

31.....	تمهيد:.....
32.....	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة.
32.....	المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الناشئة.
33.....	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة.
35.....	المطلب الثالث: دور الأسواق المالية الناشئة وآفاقها.....
37.....	المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية.....
37.....	المطلب الأول: التعريف بالأسواق المالية العربية:.....
39.....	المطلب الثاني: معوقات الأسواق المالية العربية.....
41.....	المطلب الثالث: عوامل تحفيز الأسواق المالية العربية.....
42.....	المبحث الثالث: سوق الاوراق المالية والتنمية الاقتصادية.....
42.....	المطلب الأول: الاسواق المالية والتنمية الاقتصادية.....
44.....	المطلب الثاني: تطور الاسواق المالية الناشئة ومحددات نموها.....
49.....	المطلب الثالث: العوائق التي تواجهها الاسواق المالية الناشئة
51.....	المطلب الرابع: دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني.....

53	..... خلاصة الفصل:
الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر:	
55	..... مقدمة
56	..... المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر.
56	..... المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر.
57	..... المطلب الثاني: مراحل إنشاء بورصة الجزائر.
58	..... المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر.
59	..... المبحث الثاني: أهمية وأسباب ودور إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر.
59	..... المطلب الأول: أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني.
60	..... المطلب الثاني: أسباب إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر.
60	..... المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية.
63	..... المبحث الثالث: أداء السوق المالي الجزائري.
63	..... المطلب الأول: الأداء الفردي لأسواق الأوراق المالية الجزائري.
67	..... المطلب الثاني: دراسة تطور وأداء سوق المالي الجزائري.
74	..... المطلب الثالث: المعوقات التي تواجه سوق الأوراق المالية في الدول النامية.
77	..... خلاصة الفصل:
79	..... خاتمة:
84	..... قائمة المصادر والمراجع:

توطئة:

مما لاشك فيه أن الأسواق المالية من الاحتياجات الأساسية الاقتصادية للبلدان من أجل النهوض باقتصادياتها، وذلك لشدة تأثيرها على المشروعات والانجازات الاقتصادية، خاصة الكبرى منها ولهذا تسعى الدول إلى إقامة ودعم مثل هذه الأسواق حتى يكون لها دور فعال في الاقتصاد الوطني، إن الأسواق المالية الناشئة اليوم تكاد أن تكون اهتمام الكثير من الاقتصاديين والمتعاملين الدوليين، بما تميزت به هذه الأسواق من خصائص ومميزات جعلها محط أنظار للجميع والعوائد التي تدرها على المستثمرين، إذ أن وجود الأسواق المالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل، وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة، وذلك ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار، والدخول في هاته الأسواق.

إشكالية الدراسة:

ونظرا للأهمية البالغة لهذه الأسواق في اقتصاديات الدول، نصل إلى الإشكالية محل الدراسة والتي نجسدها في التساؤل التالي:

ما مدى مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تنمية الاقتصاد الوطني؟

ومن خلال الإشكال المطروح نستخلص مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- ما المقصود بالأسواق المالية؟

- ماهية الأسواق المالية الناشئة؟

- ما هو أداء السوق المالي الجزائري؟

فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة على الأسئلة السابقة تم وضع مجموعة من الفرضيات هي:



- الأسواق المالية هي أداة تمويل جديدة في اقتصاديات الدول الحديثة، بحيث ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية منها.
- إن المقصود بالسوق المالي الناشئ هو مصطلح يطلق على سوق الدولة التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية.
- عرف أداء السوق المالي الجزائري تذبذبات في مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة من سنة 2018 .

مبررات اختيار الموضوع:

- **الميول الشخصي:** لهذا النوع من الدراسات وذلك بغرض تسليط الضوء على الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني.
- الشعور بمدى أهمية هذا الموضوع في ظل التطورات الحاصلة في الاقتصاد.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في إبراز مدى أهمية الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني وإعطاء صورة واقعية لها، مما يسهل عملية تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية الناشئة ووضع مخططات مستقبلية، تعتمد عليها لتحقيق أهدافها.

أهداف الدراسة:

تكمن أهداف الدراسة فيما يلي:

- في تقييم أداء السوق المالي الجزائري ومختلف العوائق التي يمكن أن تواجهه بصفة خاصة والأسواق المالية العربية بصفة عامة.

حدود الدراسة:



يمكن تلخيص حدود الدراسة فيما يلي:

حدود مكانية: تتمثل في السوق المالي الجزائري.

حدود زمنية: امتدت فترة الدراسة من 2018/01/01 إلى غاية 2018/12/31، وهذا من أجل تقييم أداء السوق المالي الجزائري.

المنهج المتبع والأدوات المستخدمة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري، بينما تم الاعتماد على المنهج التحليلي والمتمثل في دراسة الحالة السوق المالي الجزائري وذلك باعتماد على البيانات ونتائج تقرير صندوق النقد العربي من أجل تحليل البيانات والوصول إلى النتائج.

الدراسات السابقة:

لا يمكن إحصاء كل الدراسات السابقة في هذا المجال، لذلك قمنا بإختيار هذه العينة من الدراسات لأنها تقترب من موضوعنا.

الدراسة الأولى: عبارة عن أطروحة دكتوراه للدكتورة مونية سلطان بعنوان كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، وقد تناولت الباحثة في دراستها أربع فصول: الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية، الفصل الثاني: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة، الفصل الثالث: تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة بالأزمة المالية وحوكمة المؤسسات، الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزيا ودورها في الاقتصاد دراسة تطبيقية، حيث توصلت إلى النتائج التالية:

- تساعد الأسواق المالية على التسعير للأوراق المالية من خلال سيادة آلية العرض والطلب التي تدفع السوق نحو نقطة الكفاءة، وتساهم في تعبئة الموارد الاقتصادية وتوجيه المدخرات إلى المشاريع الجديدة.

- تداول سوق الأوراق المالية أدوات حديثة من المشتقات المالية والأوراق المضمونة بأصول وهي نتيجة للتطور والابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية.

- تداول الأزمة الراهنة المتسمة بطابع عالمي ونظمي معاً، على مدى صحة النداء الذي جاء عن برج الأكتاد يوجهه منذ أمد بعيد لتدعيم الحوكمة النقدية والمالية الدولية.

- توجيه سوق الأوراق المالية الماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة وتطوير للأدوات المالية في السوق، وتمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الاستشارية الشرعية، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية واستشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

الدراسة الثانية: عبارة عن رسالة ماجستير محفوظ بصيري، بعنوان: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة. وقد تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول تقدمهم مقدمة عامة مع إرفاق كل فصل منهم بتمهيد وإتمامه بخلاصة، وفي الأخير إدراج خاتمة عامة يليها ملخص للبحث. حيث تم في الفصل الأول المعنون الإطار النظري لأسواق المال إظهار المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية. النسبة للفصل الثاني تم تخصيصه لإظهار بعض الأطر النظرية المتعلقة بالتنمية الاقتصادية. وفي الفصل الثالث والأخير والمتعلق أساساً بالسوق المالي الجزائري، حيث توصل إلى النتائج التالية:

- السوق المالي هو أحد أهم ركائز الإقتصاد، إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الإستثمارات والمشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل.

- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي أداة جد هامة لتحقيق التوازن والتكامل بين كل طلبات المتدخلين سواء كعارضين أو كطالبين لها وذلك يتحقق إما باللجوء إلى سوق النقد أو سوق رأس المال.

- كلما كان السوق المالي متطوراً كلما انعكس ذلك بصورة جلية على تطور وتنمية إقتصاد ذلك البلد أي أن العلاقة طردية بينهما.

- السوق المالي الجزائري مازال بعيداً كل البعد عن تحقيق حلم تنمية الإقتصاد الوطني بسبب ما يعانيه من عراقيل والتي انعكست بالسلب على المؤشرات العامة له، لكن بدأ الأمل يلوح للإلتفات إليها حالياً في محاولة لتذليل هذه الصعوبات عن طريق مقترحات لتطوير هذه الأخيرة.

هيكل الدراسة:

بالاعتماد على ما توفر لدينا من معطيات ومعلومات حول موضوع الدراسة ومن أجل الوصول إلى أهداف البحث تم تقسيم هذا الأخير إلى ثلاثة فصول تتضمن ما يلي:

الفصل الأول تم تخصيصه إلى الإطار النظري للأسواق المالية حيث من خلاله سنتطرق إلى ثلاثة مباحث أساسية متمثلة في: المبحث الأول بعنوان ماهية حول الأسواق المالية، أما فيما يتعلق بالمبحث الثاني سنتطرق فيه إلى الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، أما فيما يتعلق بالمبحث الثالث فسننتطرق فيه إلى كفاءة ومؤشرات الأسواق.

وفي الفصل الثاني سنقوم بدراسة أسواق الأوراق المالية الناشئة حيث من خلاله سنتطرق إلى ثلاثة مباحث أساسية متمثلة في: المبحث الأول سنتطرق فيه إلى ماهية الأسواق المالية الناشئة. أما فيما يتعلق بالمبحث الثاني فسننتطرق فيه إلى واقع الأسواق المالية العربية، أما في المبحث الثالث سنتطرق إلى سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية.

أما الفصل الثالث والأخير سنقوم: بدراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر، حيث سنتناول فيه ثلاث مباحث متمثلة في: المبحث الأول سنتطرق فيه إلى ماهية بورصة الجزائر، أما المبحث الثاني فستعرض فيه أهمية وأسباب ودور إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر، أما المبحث الثالث فستطرق فيه إلى أداء السوق المالي الجزائري.



الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

الأسواق المالية لها أهمية كبرى في إقتصاد أي بلد، وذلك لأنها تلعب دورا مهما في تماسك أي إقتصاد بحيث ينعكس أداؤها على الأداء العام للبلاد والأسواق المالية هي الرابط بين الوحدات الإقتصادية المقرضة والمقرضة أي إستغلال المدخرات وخلق فرص إستثمارية مربحة لكلا الطرفين، وهنا تتحقق مصالح جميع المتعاملين.

ولقيام النشاط الإقتصادي وجب التوفر على عدة عناصر منها رأس المال، عناصر الإنتاج، والتمويل يعتبر أحد أهم المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسعها ودعم رأس المال، ويتعتبر التمويل من أسباب نشوء وتطور الأسواق المالية، والتي تعنى بلعب دور البساطة وذلك بإستفادة أصحاب العجز من أصحاب الفائض، وتعتبر موقع يلتقي فيه العرض والطلب ويحدث التبادل وللتوسع أكثر إختارنا أن نعالج الإطار النظري للأسواق المالية في هذا الفصل معتمدين على ثلاث مباحث هي كالآتي:

المبحث الأول: ماهية حول الأسواق المالية.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية حول الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي أداة تمويل جديدة في اقتصاديات الدول الحديثة، بحيث ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية منها، وذلك لحدوث متغيرات كبيرة على الساحة الدولية ويرجع إنشائها إلى زمن بعيد وحققت عدة إضافات على المدى القريب والبعيد بحيث سنتطرق في هذا المبحث إلى نشأة ومفهوم الأسواق المالية، مكوناته، وفي الأخير أشكال التمويل في الأسواق المالية.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية:

1- نشأة الأسواق المالية:

يرجع إنشاء الأسواق المالية إلى زمن بعيد والذي ارتبط بعدة أشياء منها المتغيرات التي حدثت على الساحة الدولية كتعدد قيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبادل العملات نتيجة إلى تبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى الصرافة والصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا بداية من القرن الرابع عشر وتحديدا في مدينة بروج البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في المنزل السيد فاندر بورز حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بواليص التأمين ومن اسم هذا التاجر صارت تسمى والبورصة بأشكالها الحالية المعروفة لأن اسم بورز بالفرنسية تعني أسواق الأوراق المالية.

وتعتبر بلجيكا مهد إنشاء أول سوق مالي وذلك عام 1339 وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639 ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق المالية بحدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر الكبير في تطور الفكر الاقتصادي لجميع الاقتصاديين وتعد الأسواق المالية مقياسا للتطور ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الاستثمارية المتاحة¹.

1- دريد كمال آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسير للنشر، الأردن، 2012، ص: 34-35.

2- تعريف الأسواق المالية:

يتكون الاقتصاد الحديث من ثلاثة أسواق رئيسية هي أسواق المواد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وتقوم بتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة. وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية، من خلال إنفاق ما تحصل عليه من عناصر الإنتاج من عوائد (دخل على السلع الاستهلاكية وما تنفقه الوحدات الإنتاجية على السلع الإنتاجية في عملية الاستثمار، وأخيرا الأسواق المالية.¹

وتعرف السوق المالية على أنها " سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق الخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفي والمصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد، وملائمة تشريعات الاستثمار.²

وتشير الأسواق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق، وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال - وهو السوق الذي يتم التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات - أما السوق الأخر فهو سوق النقد - وهو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل.³

ويمكن تعريف الأسواق المالية على أنها: التمويل المتوسط وطويل الأجل من أجل الإستثمار في مختلف المشاريع قصد الحصول على عوائد وأرباح بصفة خاصة والمساهمة في تنمية الإقتصاد الوطني بصفة عامة أي انه كلما كانت لدينا أرباح وعوائد وجب علينا إعادة استغلالها وذلك يلعب دورا كبيرا في الإقتصاد الوطني والسوق المالي نجد فيها سوق رأس المال وهو السوق الذي يتم التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات أما السوق الأخر فهو سوق النقد .

1- جمال جويدان الجميل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002، ص: 16-17

2- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى 2004، ص: 66-67

3- حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص: 25.

المطلب الثاني: مكونات الأسواق المالية:

أولاً: سوق النقد:

يعتبر سوق النقد احد مصادر التمويل الهامة التي تعتمد عليها البنوك التجارية و النشاط الاقتصادي عامة للقيام بالمشروعات وتوظيف المدخرات.

1- تعريف سوق النقد:

يعرف على أنه سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول أقل من سنة وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ إن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها البعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل مشاريع الإنتاجية ومدتها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق هي البنوك المركزية والبنوك التجارية وفي إطار السوق النقد يمكن أن نميز بين نوعين من الأسواق.

1.1- السوق الأولية:

يتم فيه تبادل الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تصدر لأول مرة، و من ثم فإن هذا السوق يتعامل بالإصدارات الجديدة، إذ يتم فيه البيع الأول للأدوات الإمتحان قصيرة الأجل، مع الإشارة إلى أن أسعار الفائدة على الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تتحدد بناء على متانة المركز المالي للمدين الذي يصدر هذه وسمعته المالية.

2.1- السوق الثانوية:

ويتم فيه تبادل الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تم بيعها في السوق الأولى وتتحدد أسعار تلك الأوراق حسب قانون العرض والطلب، ويحتل هذا السوق أهمية أكبر من السوق الأولى حيث تتجمع فيه كل ما يتراكم من أوراق مالية قصيرة الأجل سبق إصدارها وبالتالي فهو يتميز بضخامة الأدوات المالية التي يتم تداولها فيه. وأحياناً يطلق على هذا السوق سوق النقد¹.

ثانياً: سوق الأوراق المالية:

1- صافي عمارة، محددات الاستثمار المحفطي وأثاره على أسواق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن، مصر، الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية سنة 2009، ص: 04.

تعتبر سوق رأس المال أداة من أدوات النمو الإقتصادي وذلك لما لها من أثر إيجابي على النشاط الإقتصادي ككل وذلك من خلال تحريك رؤوس الأموال بين فئتين والأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمر هو طول أجل التمويل فيها.

1- تعريف أسواق رأس المال:

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي عمرها أكثر من سنة، وتعد من الأدوات المالية مرتفعة المخاطر، ومن صفاتها الأخرى طول فترة الاستثمار وهي من الأسواق الحاضرة التي من خلالها تتم تداول الأوراق المالية بيع وشراء مع تنفيذ عمليات البيع و الشراء مباشرة بعد عقد الصفقات المالية كبيع الأسهم والسندات في السوق المالي.

2- خصائص سوق رأس المال:

1- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل

2- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية

3 - سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.

4- الاستثمار في السوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي و أقل سيولة أيضاً

5- العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الحاضرة.

6- يشترط توفير سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، و ذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.¹

3- مكونات سوق رأس المال:

1- نحال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 69.

1: الأسواق الحاضرة (الفورية): وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) و يتم من خلالها تصفية العملية مباشرة بتسليم البائع للثمن وتسليمه للأوراق المالية للمشتري وبالتالي المتعامل يكون ملتزم بالتسديد الفوري لثمن الأسهم المشتراة وتنقسم الأسواق الفورية إلى:

1.1- الأسواق الأولية: هي السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة، إذ تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب بها، إذ يتم فيها بيع الأسهم والسندات الجديدة، أما البائع لها فهو الشركة المصدرة لهذه الأوراق، وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى نوعين:

أ- سوق التمويل المباشرة: وهي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسويقها مباشرة أو من خلال خبراء التسويق (السماسرة والمتاجرين) ومن دون تدخل الوسطاء.

ب- أسواق التمويل غير المباشرة: و يقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف

2.1- الأسواق الثانوية: ويتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية أي بعد توزيعهما سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتحققة (كبنوك الاستثمار) ويطلق على هذه السوق بالبورصة، وتنقسم الأسواق الثانوية إلى نوعين هما:

أ- الأسواق المنظمة: وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرين للبيع والشراء، تتميز هذه الأسواق بوجود التشريعات والأنظمة الخاصة التي يجب على المؤسسات استيفاؤها حتى يتم قيد أسسها أو سنداتها في هذه السوق فضلا عن ذلك هناك وقت محدد للتداول وعلى هذا الأساس فإن التعامل في هذه السوق يقتصر على الأوراق المسجلة فقط التي يجب تداولها بواسطة الشركات وفقا للقوانين والأنظمة المحددة لعملية التداول¹.

ب- الأسواق غير منظمة:

1 عباس كاظم الدعيمي، السياسة والمالية أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010، ص: 147-148.

يطلق مصطلح الاسواق غير منظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم اي خارج البورصة حيث يقوم بالتعامل وفقا للأسعار المعلنة ويلعب الوسيط دورا اساسيا في هذى السوق والذي يتصف بالمرونة العالية وغالبا ما ينظم المتعاملين في السوق غير منظم بجمعية او رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجار السوق المالية.

المطلب الثالث: أشكال التمويل في الأسواق المالية:

يقصد به المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي، بحيث لا يمكن سد الحاجة إلى التمويل إلا باللجوء إلى مصادره، هذه الأخيرة تنقسم إلى قسمين: تمويل داخلي وآخر خارجي.

أولاً: المصادر الداخلية:

1-تعريف:

المصادر الداخلية لمؤسسة هي عبارة عن الفائض الذي حققته المؤسسة، والذي يمكنها التصرف فيه، وهي وسيلة تمويلية هامة جدا كونها تسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف أخرى.¹

2- أشكال التمويل الذاتي:

1.2- الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية الطويلة الأجل للمنشأة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم)، أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات) ويحدث في أحيان كثيرة ولاعتبارات معينة تخص الشركة أن تستخدم أكثر من مصدر تمويل واحد للحصول على ما تحتاجه من الأموال مكونة بذلك ما يسمى بخليط التمويل (تكوين رأس المال)، إما بسبب عدم كفاية الأرباح المحتجزة إلى جانب أسباب أخرى تتعلق بقوانين الشركة أو بسبب التشريعات الحكومية كالضريبة وغيرها.

1- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص: 34.

ويمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي باستخدام الفائض النقدي المنجز ككل وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{تكلفة التمويل الذاتي} = \text{الربح المعلن} + \text{المخصصات المعفاة من الضرائب}^1.$$

2.2- الادخار أو الاحتياط:

ويقصد به اقتطاع جزء من الدخل أو الإمتناع عن الاستهلاك، أي أنه الفرق بين الدخل والاستهلاك ويشمل هذا الادخار الأفراد، المؤسسات، وكذا الدولة، بحيث تلجأ المؤسسات إلى ادخار جزءا من دخلها لاستثماره مستقبلا في حين أن الدولة تعمل على تشجيع الأفراد والأسر على الادخار عوض الاكتناز، كما أن الاحتياط ينقسم إلى قسمين هما: الاحتياط الإجباري والاحتياط التطوعي، فالأول يفرض (فيما يخص البنك) قانونيا، حيث يحول جزء من الأرباح إلى احتياط، أما النوع الثاني فهو غير إجباري ولكن تضعه المؤسسة حتى تواجه الأخطار والخسائر المحتملة وبذلك تقلل من الخسائر.

وعادة ما يلجأ المستثمر إلى الاعتماد على مصادره الداخلية إذا كانت الأرباح التي يجنيها في حالة اعتمادها على المصادر الخارجية الاقتراض) أقل منها إذا استعمل أمواله².

ثانيا- المصادر الخارجية:

1- المفهوم:

ويقصد بها تشكيلة المصادر التي يمكن الاعتماد عليها أو اللجوء إليها لتمويل الاستثمارات الدائمة فهذه الأموال ليست من العمليات الجارية³.

2- أشكال التمويل الخارجي:

- التمويل قصير الأجل:

1- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مرجع سبق ذكره، ص: 34.
2- عبد العزيز ميلودي محددات تمويل الاستثمار في البنوك الإسلامية دراسة قياسية لحالة بنك البركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية الاقتصادية الكمي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006_2007، ص: 26.
3- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة "مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 1991، ص: 393.

- **مفهومه:** ويقصد به تمويل نشاط استغلال بمعنى تمويل العمليات التي تقوم بها المؤسسة في الفترة القصيرة والتي لا تتعدى 12 شهرا في الغالب، ويستخدم هذا النوع من التمويل غالبا في تمويل العمليات الجارية الخاصة بالمشروعات، ولهذا النوع من التمويل مصادر منها:¹

- **الائتمان التجاري:** يقصد بالائتمان التجاري هو الائتمان الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء بضاعة دون دفع ثمنها نقدا على أن يتفق على سداد قيمتها عند فترة محددة.

* **طرق منح الائتمان التجاري:** يمكن أن يأخذ الأشكال التالية:

أ- **الحساب الجاري المفتوح وسقف معين:** أي أن يقوم المشتري بالاتفاق مع البائع على أن يشتري منه البضائع التي يريدها على الحساب على أن لا يتجاوز رصيده المدين لديه مبلغ معين، أو قد يتم الاتفاق على تسوية الرصيد كل فترة محددة، ومن ثم فإن الائتمان التجاري يمكن المشتري (المدين) من أن يحصل من البائع (الدائن) على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ أجل.

ب- **عن طريق الكمبيالات:** تعود تسمية السفتجة إلى أصل فارسي وكان يطلق عليها اسم سفته أي الشيء المحكم وقد نقلها العرب والمسلمون عن الفرس وأعطوها تسمية سفتجة، وحاليا يطلق عليها في مصر كمبيالة للعبارة الإيطالية furadacambio ومعناها في الإيطالية ورقة الصرف وهي ورقة ثلاثية الأطراف تتضمن أمرا صادرا من شخص يسمى الساحب إلى شخص آخر يدعى المسحوب عليه بان يدفع الإذن شخص ثالث هو المستفيد أو الحامل مبلغا معيناً من النقود بمجرد الاطلاع في ميعاد معين، وبما أنها أداة ائتمان فلا يحتفظ بها المستفيد حتى حلول أجلها بل يقوم بتظهيرها أي تحويلها إلى شخص آخر يسمى الحامل ويقوم هذا الأخير بتظهيرها إلى أن تستقر في يد الحامل الأخير الذي يقدمها إلى المسحوب عليه للوفاء بقيمتها، وتعتبر الكمبيالة الشكل الأقل تفضيلا من المدينين في الائتمان التجاري ولكنها الأكثر تفضيلا من الدائنين لسببين متباينين:

أن المدينين لا يفضلون تنظيم كمبيالات لأمر الدائنين، لأنها تضع في يد الدائنين مستندا يسهل عليه عملية الإجراءات القانونية إذا قصر المدين في الوفاء ورغب الدائن في اتخاذ هذا الإجراء بحقه.

1- حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

- أن الدائنين يفضلونها لأنهم عن طريق تظهيرها قد يحصلون على بعض السلع، كما أنهم يستطيعون خصمها لدى البنك وقبض قيمتها نقداً أو إيداعها برسم التأمين والحصول على نقد مقابل جزء من قسمتها، كل هذا إلى جانب توفيرها لمستند في يد الدائن يسهل التنفيذ على المدين بموجبه.

ج- **الاعتماد المستندي:** ويستعمل في حالة الصفقات الدولية المبرمة مع العملاء والموردين الأجانب¹.

د- **الاعتماد المستندي:** هو تعهد مكتوب صادر من بنك (المصدر) بناء على طلب المشتري (الطلب أو الأمر) لصالح البائع (المستفيد)، ويلتزم البنك بموجبه بالوفاء في حدود مبلغ محدد خلال فترة معينة متى قدم البائع المستندات السلعة مطابقة لتعليمات شروط الاعتماد، وقد يكون التزام البنك بالوفاء نقداً أو بقبول كمبيالة².

هـ- **الائتمان المصرفي:** يعتبر الائتمان المصرفي أحد أهم مصادر التمويل الخارجي التي تلجأ إليه المؤسسات ويتمثل الاعتماد المصرفي بأنه الثقة التي يوليها البنك المتعامل معه لإتاحة مبلغ معين من المال واستخدامه في غرض محدد خلال فترة معينة ويتم سداؤه بشروط معينة مقابل عائد عادي متفق عليه³.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية:

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، تتميز بعدة خصائص ومزايا، إذ يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع.

1- حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

2- عاشور كتوش، حاج قويدر قورين، نور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة مؤسسة SNVI، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر، 2006، ص: 4.

3- لمياء علي دالي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص: 4.

المطلب الأول: أدوات الملكية:

1- تعريف الأسهم: تعرف الأسهم على أنها رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم¹.

-يعرف السهم بأنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.

السهم ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة (حسب مقدار المساهمة في رأس مال الشركة) وذلك في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة أغلفة في أصولها².

وبصفة عامة يمكن القول أن السهم هو حصة من رأس المال الشركة المساهمة، وهو عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل، قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الورقة أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياجها إلى التمويل، كما تسمح الورقة بالحصول على امتيازات مثل: العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين، حق التصويت، ويتميز السهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية وقيمة إصدار، حيث تكون متساوية وغير قابلة للتجزئة وتقدر الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة وتكون على النحو التالي:

1.1- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تدون في وثيقة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية منها، لأنها قيمة ثابتة وعادة ما تحدد معظم الدول حد أدنى لهذه القيمة، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الاسمية} = \text{رأس المال} / \text{عدد الأسهم}$$

1.2 - القيمة الدفترية: وهي قيم السهم الموجودة في دفاتر المؤسسة، وتكون العلاقة كالتالي:

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

1- عديلة مريم، محاضرات في مقياس البورصة والأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالة، الجزائر، 2014-2015، ص: 17.

2- Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, "marché financier, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002, p: 12

تستخدم المعادلة السابقة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، لكن في حالة وجود الأسهم الممتازة في تكوين الهيكل المالي للشركة فتصبح القيمة الدفترية معبر عليها بالعلاقة:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية - (حقوق حملة أصحاب الاسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية¹.

1.3- القيمة السوقية:

تعريف: هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى الطلب والعرض، توزيعات الشركة، مركزها المالي، مدى نجاحها، الظروف الاقتصادية والسياسية السائدة، كمية الأسهم المعروضة، حجم الطلب عليها، المضاربات... الخ.

وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية، فان كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية.

1.4- قيمة إصدار السهم:

تعريف: هي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأعلى أو اقل من القيمة الاسمية سواء عند التأسيس أو زيادة رأس مال الشركة، لكن يوجد بعض الاستثناءات حيث يجوز المجلس الإدارة أن يصدر الأسعار بأعلى من قيمتها وذلك بناء على تقرير إليه من مراقب الحسابات، والفرق يسجل في الاحتياطي الإجباري، على أن لا يوزع في شكل أرباح، أما في حالة الإصدار بأقل من قيمتها الاسمية فان مالكي الأسعار ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حالة الخسارة أو التصفية².

2- خصائص ومميزات الأسهم:

تشمل الأسهم مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية الأخرى يمكن إدراجها كما يلي³:

1- رايس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007-2008، ص: 101-100.

2- عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

3- عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

- الأسهم صكوك ملكية أي تمثل جزء من رأس مال الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية،
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، حيث أن أصحاب الأسهم يتمتعون بإدارة الشركة.
- أرباح السهم غير محددة مسبقا، وتعتمد على الموقف المالي للشركة تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.
- الاستثمار في الأسهم لعبة إيجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
- قابلية السهم للتداول، وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة .
- الاستفادة من حق التخصيص مجانا في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

3- أنواع الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحقوق المكفولة إلى:

1.3- الأسهم العادية:

تعريف يقصد بها أداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول، مما يعطيه مرونة كبيرة في تسهيله تصدرها شركات مساهمة، التي تعتبره أداة تمويل رئيسية لرأس مالها وأداة ادخارية واستثمارية في آن واحد من وجهة نظر المستثمرين طبقا للإستراتيجية المتبعة من قبله¹.

ومن مزايا الأسهم العادية نذكر²:

- لا تلزم الشركة بدفع أرباح لحملة هذه الأسهم، إلا إذا تحققت واتخذ القرار بشأن توزيعها كلها أو بعضها وبذلك فإنها لا تمثل عبء على الشركة.

1- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص النقود والبنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 38.

2- رايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص: 102-103.

• تعتبر وسيلة تمويل طويلة الأجل والشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد لإحسابها.

• تعتبر الأسهم العادية حق من حقوق الملكية وهي تمثل ضمانا للدائنين.

2.3- الأسهم الممتازة: سيتم تناولها من خلال التطرق لمفهومها، خصائصها وأنواعها كالتالي:

1.2.3- مفهوم الأسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة على أنها أداة مالية مهجنة تجمع بين صفات أداة

المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي)، والحق لحاملها الحصول على عائد محدد سنويا، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو بمبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم.

2.2.3- خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من السمات نذكر منها¹:

○ تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم

الأرباح الممتازة، ليس هناك قيمة اسمية محددة إذ قد يصدر السهم الممتاز بفتات.

○ يجب أن السهم الممتاز على حصنه قبل حملة الأسهم العادية وقد يتراكم هذا المقسوم للسندات اللاحقة

في حالة عدم دفعه إلا إذا نص خلاف ذلك.

○ لا يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط مثل

الاستدعاء أو الإطفاء.

المطلب الثاني: أدوات الدين:

السندات: هو حصة في ديون الشركة أي أنها اتفاق تعاقدية لمدة معينة ولمبلغ معين بين المقرض والمقترض ويتعهد

فيه الأول "المدين" إلى الثاني "حائز السند" بدفع قيمة السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى إجراء مدفوعات دورية (

فوائد) طيلة حياة السند و يكون للسند أولوية الحصول على تصفية مقارنة بالسهم عند تصفية الشركة.

1- عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص: 21-22.

أنواعها: يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات¹:

- سندات قصيرة الأجل لا يتجاوز أجل استحقاقها عاما واحدا، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة الأجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام.
- سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن.
- سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين.
- سندات غير قابلة للإستدعاء وهناك سندات قابلة للإستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم.
- سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا.

خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها²:

- صك مديونية عمى الجهة التي أصدرته.
- يحصل حامل السند عمى سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم تريح.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السندات لتداول، حيث يحق لحامله بيعه إلى غيره.
- لا يحق المطالبة لقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، ويمكن بيعه في السوق الثانوية.
- تعتبر الفوائد عمى السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع الضريبة.

1- زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية فرع مالية واقتصاد دولي، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص: 53.

2- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

- ورقة ذات قيمة اسمية وفقا لقانون الفرنسي لا تقل القيمة عن 50 فرنك فرنسي.
- يعتبر حملتها دائنون وبهذه الصفة ليم حق الحجز عمى أصول الشركة لاستيفاء مستحقاتهم.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعمى من القيمة الاسمية أي بعلاوة وقد تسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المهجنة والمشتقات المالية:

المشتقات المالية: هي "عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع)... وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري¹.

وعرف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي (FMI) المشتقات المالية بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فان أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"².

ومنه يوجد العديد من المشتقات المالية المتداولة ومن أهمها:

أ- عقود الخيارات: "هو عقد بين مشتري وبائع يعطى للمشتري حقا في أن يبيع أو يشتري أصلا معينة بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة محددة سابقا، و يلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذ ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر".

ب- العقود الآجلة: وفقا لتعرف صندوق النقد الدولي فإنه بمقتضى العقد الأجل يتفق طرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أم ماليا بكميات معينة. وفي تاريخ معين وبسعر تعاقد متفق عليه والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين³.

1- حيرش عبد القادر، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، 2017-2018، ص: 43.

2- BIS, Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets –Basle Feb. 1995.

3- بوقوم محمد، محاضرات في الاقتصاد النقدي وسوق راس المال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة الجزائر، 2013-2014، ص: 95.

ج- العقود الآجلة: هي الاتفاق الملزم ببيع أو شراء أصل قد يكون ماديا طبيعيا أو معنويا مثل مؤشرات الأسهم وما شابه ذلك وأحيانا في براءات الاختراع أو تسوق أفكار تفيد في عملية التسويق للمؤسسة، ويحدد في العقد الأجل سمات وخصائص وكميات الأصل المفترض تسليمه واليات التسليم من حيث الوقت والتاريخ والمكان¹.

د- العقود المستقبلية: هي عقود لشراء (بيع السلع أو الأصول المالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف الآخر بسعر محدد متفق عليه مسبقا يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد².

- تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر السيولة أقل، لأنها تتداول في بورصات العقود المستقبلية، فضلا عن تمتعها بشروط وخواص نمطية لا يتدخل بها أطراف العقد، وهذه أو المعيارية تسمح للعقود المستقبلية بأن تتداول في البورصات ويمكن لأي طرفين تصفية موقفه بموجب شروط السوق.

- انخفاض مخاطر الائتمان أو عجز السداد للالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة ويعود السماسرة ذلك إلى إن إبرام العقود المستقبلية يستدعي ضمان أو إيداع الأموال كضمان لدى السماسرة وهذه الإيداعات يضاف أو يحسب منها لحساب الهامش اليومي كانعكاس للتغيرات في أسعار السوق ففي نهاية يوم تعامل، يتحدد سعر الإقفال لكل عقد مستقبلي، وبموجب ذلك تجري تسوية المركز المالي الأطراف العقد.

هـ- المبادلات: تعرف المبادلات على أنها في الحقيقة عقد أجل. ولكنها أصبحت ذات أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها أهمية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ مستقبلي لاحق³.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية:

الكفاءة في سياق الأسواق المالية هي فرضية شائعة تشير إلى التوقعات المبنية على أنواع المعلومات من جميع المشاركين في السوق بأسعار الأصول المالية وان النظرية الاقتصادية المالية توضح أن المستثمرين لا يستطيعوا كسب أرباح غير عادية من خلال استراتيجياتهم الاستثمارية في السوق الكفاء بسبب استيعاب سعر السهم كافة المعلومات ذات العلاقة.

المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية:

1- حيرش عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

2- عيساوي سيهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص العقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 75.

3- بوقموم محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

تعريف كفاءة الأسواق المالية:

السوق الكفاء: هو ذلك السوق يحقق تخصصا كفاءا للموارد الإنتاجية، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية¹.

إن السوق المالي الكفاء: هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت Fama-Lorie-Brealey يرى كل من وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة².

السوق الكفاء: هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات³.

الكفاءة الكاملة: السوق الكفاء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى النتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغير فوريا في السعر، في إطار هذا المفهوم تقتضي توفر أربعة شروط أساسية والتي تتمثل في الآتي:

- أن تكون المعلومات متاحة لكافة المستثمرين في ذات الوقت وبدون تكاليف إضافية وبالتالي فإن توقعاتهم تكون مماثلة.

- عدم وجود أية قيود على التعامل، حيث لا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة ويسر.

- يوجد عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم.

- أن المستثمرين يتصرفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم⁴.

1- زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

2- Eugene Francis «Gene» Fama (né le 14 février 1939 à Boston, Massachusetts) est un économiste américain auteur de la théorie d'efficience des marchés financiers. Ses travaux sur les prix des actifs lui ont valu le prix Nobel d'économie pour 2013.

3- بلعروز بن علي، مُجدي الطيب المُجد، دليلك في الاقتصاد "النقدي، البنكي، الدولي، الأسواق المالية، والمالية العامة" من خلال 300 سؤال وجواب، بدون طبعة، دار الخلدونية، 2007، ص: 157.

4- بلعروز بن علي، مُجدي الطيب المُجد، ص: 154-155.

الكفاءة الاقتصادية:

ونقصد بالكفاءة الاقتصادية هي مدى تأثير السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة وهذا يحفز نحو الدخول في تنافس للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق هذا الهدف.

والكفاءة الاقتصادية هي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق ومنه يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت.

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية الفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل¹.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

1- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: "إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر:"

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

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

1- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، مرجع سبق ذكره، ص: 76-77.

2- كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية": يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين .

3- كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية": ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدبي مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.¹

4- الكفاءة التخصيصة:

تعبير الكفاءة التخصيصة عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى الحالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع، حيث يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات.

5- الكفاءة الهيكلية:

هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، فتقاس بعدد المشاركين فيه، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية بمعنى أنه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية، إذ أن

1- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010، ص: 186-187.

تنوع الأوراق المالية أي زيادة عدد الأنواع المختلفة منها في التداول وكذلك تزايد عدد مرات تداول الورقة المالية الواحدة يترتب عنه رفع كفاءة السوق¹.

المطلب الثالث: مؤشرات كفاءة الأسواق المالية:

عادة ما يتم قياس كفاءة الأسواق المالية بدراسة كفاءة التسعير أي من خلال ملاحظة مدى انعكاس المعلومات المتاحة في أسعار الأوراق المالية، غير أن الحكم على كفاءة السوق من خلال هذا المؤشر غير كافي فهناك مؤشرات أخرى تحدد بصيغة أوسع هذه الكفاءة منها ما يلي:

مؤشر حجم السوق إن كبر حجم السوق واتساعه يعتبر كمؤشر على زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وكذا على تطوره في اتجاه إيجابي حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:

1- مؤشر معدل الرسملة البورصية للناتج المحلي الإجمالي: يتم قياس هذا المؤشر من خلال نسبة الرسملة البورصية (الرسملة السوقية) والتي يقصد بها مجموع الأسهم المدرجة في السوق مضروبا بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وبعد هذا المؤشر مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق

معدل الرسملة البورصية = القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة / الناتج المحلي الإجمالي

ويمكن القول أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار أي القدرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الشركات المقيدة بالبورصة والتي تعمل على استثمارها، حيث يدل ارتفاع معدل الرسملة البورصية على زيادة النشاط بالبورصة وتوسع القاعدة الاستثمارية لدى الشركات².

وهناك مؤشرات عدة لبورصات الأسواق المالية منها مؤشرات البورصات العالمية مثل: الولايات المتحدة الأمريكية: وفيها المؤشرات المالية الآتية:

2- مؤشر داو جونز (Dot jones): ويحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك

1- زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

2- زهير غراية، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

3- ستاندرد آند بور 500 (sep500): ويتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية ، 40 شركة منافع عامة 20 شركة نقل 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين) 0

- وهناك sep 100 400 ، sep

4- انكلترا: - FT-30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

5- FTSE-100: وهو مؤشر أكثر شهرة ويحتوي على مائة ورقة مالية تمثل 70 % من إجمالي رسملة البورصة.

6- فرنسا مؤشر CAC 40: يتكون من أربعين ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس¹.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال دراستنا تبين لنا أن السوق المالي يعطي حلولاً إضافية لكل الأطراف العاملة، ويجتمع فيه مختلف الوسطاء وأصحاب المدخرات والفائض، ويكون تبادل للأطراف بما يحقق المنفعة لكل الأطراف الفاعلة فيه، بحيث يحقق توازن بين الوفرة في الأموال والعجز.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية حسب عدة معايير مختلفة، حسب أجال السوق نجد سوق نقدي وسوق رأسمالي، وتعتمد الأسواق المالية في وظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال وهذا الأخير يمكن أن يتصف بالكفاءة في حالة توفر كل البيانات والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورق المالية.

كما تتميز سوق الأوراق المالية عن بعضها البعض انطلاقاً من مؤشرات الكفاءة، الكفاءة وفقاً لمفهوم السوق هي ضرورة لكي تعكس أسعار الأوراق المالية والمعلومات المتاحة عنهم، وتقوم هذه الأخير على مرتكزات مختلفة منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي، التقني والإعلامي.

1- عباس حسين الجوارى، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستوى العربي والعالمي مع تعليق قياسي، مجلة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 2009، العراق، 2009، ص: 70.

الفصل الثاني: الأسواق المالية الناشئة

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول بحيث تعتبر العلاقة بينهما طردية.

بحيث إرتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول وبالأخص الرأسمالية منها والتي كانت تعمل على تعزيز مكانتها، وذلك بإستحداث طرق جديدة من خلال الأسواق المالية، حيث ساهمت هذه الأخيرة في رفع معدلات النمو الاقتصادي في تلك الدول بنسب عالية، ومن هنا وجب على الدول النامية إنشاء أسواقها المالية والعمل على تطويرها والتي أطلق عليها الأسواق المالية الناشئة.

ومن خلال ما سبق تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة:

المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية:

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة:

يعد المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، فهو بمثابة عصب الحياة لأي مؤسسة باعتباره المحرك الرئيسي للوظائف والمهام داخل هذه المؤسسة، ومن ثمّ فإنّ توفره في الوقت المناسب وبالقدر الكافي يعد أكثر من ضرورة، ولتلبية هذه الحاجة لا بد من توفر مصادر تمويل مختلفة تسمح بتحقيق هذا الهدف.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الناشئة:

هناك عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة لذلك سنحاول التطرق إلى البعض منها:

- تعريف الأسواق المالية الناشئة.

يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة الألمانية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة إنتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة Standerrd and poor إذا توفر فيها أحد الشرطين التاليين على الأقل:

- أن تكون تنتمي لاقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.

- أن يكون رأس مال السوق القابل للاستثمار منخفض مقارنة بالنتائج المحلي الخام¹.

تعريف الأسواق الناشئة: يقصد بالأسواق الناشئة *Marches emergents* الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها: بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة. وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة

1- سامية زيطاوي، ديناميكية أسواق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص: 44.

بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط. و بالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة و التسوية ومن هاته الاختلافات نحد:

أ. عدد الشركات الجديدة.

ب. القيمة السوقية للأسهم.

ج. حجم الأموال المتداولة¹.

يقصد بالأسواق الناشئة: الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة².

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة:

1- خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تتميز الأسواق المالية الناشئة مجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى والتي يمكن أن تمثل في حد ذاتها معايير لتصنيف بحيث كان ذلك حسب التقسيمات الأخرى الدراسات التي شملت 38 سوق من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها وخصائصها:

1- خالد محمد، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية بورصة مصر نموذجا، مجلة دفاآر اقتصادية، العدد 01، ص: 189.

2- بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 160.

المجموعة الأولى: الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، الحجر، بولندا ومن خصائصها:

أ. قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.

ب. ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.

ج. انخفاض سيولة الأوراق المالية.

د. التقلبات الشديدة في الأسعار.

المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:

أ. درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.

ب. تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.

ج. المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا، تايلاندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:

أ. استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.

ب. زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم.

ج. ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة و تايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:

أ. معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.

ب. حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.

ج. أسواق تنافسية عالمية.

ومن خلال عرض المجموعات الأربعة الأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل كما ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية¹.

المطلب الثالث: دور الأسواق المالية الناشئة وآفاقها:

1- دور الأسواق المالية الناشئة:

هنالك عدة إختلافات في أهمية سوق الأوراق المالية، فهناك من يرى أنها مجرد "كازنو" (نادي للقمار) وأن الأسعار لا تعكس الأساسيات الاقتصادية والمالية. وغالبا ما تكون أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، تتميز بالتذبذب الذي يرجعه صانعو القرار السياسي في هذه الدول عادة لتدفقات رأس المال الأجنبي، وهذا ما يسبب عدم استقرار الاقتصاد الكلي (مثل التذبذب الحاد في معدل سعر الصرف الحقيقي). مهما كانت الآراء متضاربة حول أهمية أسواق الأوراق المالية إلا أنه لا يمكن تجاهل بعض الأدوار الايجابية التي تؤديها. ويذكر Classens (1995) هذه الأدوار في خمسة نقاط نلخصها في ما يلي:

تمكن سوق رأس المال من رفع رأس مال المؤسسات. ويكون دورها كبيرا خاصة في حالات الخصخصة وفي الحالات التي يكون فيها القطاع الخاص كبيرا حيث يترجم هذا بطلب كبير على التمويل بالأسهم. تسمح أسواق رأس المال وعموما وأسواق الأوراق المالية خصوصا للمستثمرين بالتنوع في ثرواتهم عن طريق مختلف الأصول التي توفرها والتي يكون انتقاؤها أسهل بكثير من التعامل مع أسواق المال الأخرى. فسوق رأس المال تسمح بخفض مخاطرة المستثمر وبالتالي تخفض من مكافأة المخاطرة المطلوبة وتكلفة رأس المال.

تكون الاستفادة من انخفاض مكافأة المخاطرة كبيرة في حالة وجود المستثمرين الأجانب فهؤلاء يكونون أكثر تنوعا.

1- خالد محمد، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية بورصة مصر نموذجا، مرجع سبق ذكره، ص: 190-191.

كذلك من بين الأدوار التي تؤديها سوق الأوراق المالية نجد اكتشاف المؤسسات الاستثمارات الجيدة وانتقائها. إن المعلومات التي يتحصل عليها المشاركون و تقييماتهم قد تنعكس بسرعة في الأسعار مبرزين بذلك فرص الاستثمار المربحة. كذلك تلعب هذه السوق دور المراقبة التسيير الشركات الدرجة في البورصة, و ذلك عن طريق التصحيح المستمر لأسعار الأسهم. ويكون الاستثمار الأجنبي مفيد لهذه الأسواق حيث يسمح بإدراج الممارسات الدولية في هذه الأسواق والاستفادة من تجارب الدول المتقدمة.

لكي يكون النظام المالي فعال يجب أن يكون القطاع المالي ككل فعال. فالعلاقة بين مختلف المؤسسات المالية وتكاملها يكون ضروريا لكل من عارضي رأس المال وطالبيها. فأي قصور في تأدية سوق الأوراق المالية لدورها يجد من إمكانية المؤسسات في الحصول على تمويل فعال مختلط بين الديون والأسهم حتى وإن كانت أسواق الديون تتميز بالأداء الجيد. فعلى سوق الأوراق المالية و الوسطاء الماليين الآخرين أن يعمل وبشكل متكامل و ليس على إحلال بعضهم ببعض¹.

2- آفاق الأسواق المالية الناشئة:

يمكن تطوير البورصة الجزائرية عن طريق توفير مجموعة من العوامل منها:

-**القضاء على الإقتصاد غير الرسمي:** إتباع سياسات واضحة من أجل تسهيل الإجراءات الإدارية والجبائية التي تسهل في تحويل نشاط الأفراد المتعاملين في هذه السوق إلى السوق النظامية بشكل تدريجي ومنظم.

-**خصوصية المؤسسات العمومية:** عملية خصوصية المؤسسات هي حجر الزاوية في زيادة نشاطات البورصة لأنها السبيل الذي يضمن لها زيادة عرض الأوراق المالية من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص بالتالي تحقيق شرط من شروط قيام السوق وهو عمق السوق.

-**توسيع قاعدة المستثمرين:** يمثل توسيع وتنويع قاعدة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية الحكومية واحدا من أهم محاور تطوير وتعميق هذه الأوراق كما يساعد هذا التوسيع الحكومة على زيادة فترات استحقاق سنداتها وخفض كلفة مديونيتها ولا يعود الأمر لمجرد الزيادة في حجم الاستثمارات من جراء ذلك على أهميتها بل للتمايز

1- سامية زيطاري، ديناميكية الأسواق المالية الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية في القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص: 50.

الذي يمكن أن يتحقق من خلال وجود توجهات مختلفة لأنماط الاستثمار لدى المستثمرين المختلفين و تفضيلاتهم فيما يتعلق بفترة الاستحقاق ونوع المخاطر وعادات التداول و أن هذا التمايز من شأنه أن يعزز من سيولة السوق من جهة ويخفف من حدة التقلبات من جهة أخرى وكذلك أن تنويع المستثمرين في أسواق السندات الحكومية يخلق الفرص أمام إدخال ابتكارات مالية جديدة لمقابلة الاحتياجات المختلفة لهؤلاء المستثمرين مما يساهم في زيادة عمق وكفاءة هذه الأسواق¹.

المبحث الثاني: واقع الأسواق المالية العربية:

سنترك من خلال هذا المبحث على واقع الاسواق المالية العربية حيث سنتناول التعريف بالأسواق المالية العربية، معوقات الأسواق المالية العربية، عوامل تحفيز الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول: التعريف بالأسواق المالية العربية:

برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال الأسواق المالية العربية:

أولى صندوق النقد العربي منذ إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، استناداً إلى ما أولته اتفاقية إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وانطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الاستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية المختلفة. ولتحقيق ذلك، سعى الصندوق لبذل الجهود على عدة محاور.

يتعلق المحور الأول بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق. ففي هذا المجال، ونظراً لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنتظمة. وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها

1- محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، علوم اقتصادية دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة البليدة، الجزائر، 2007، ص: 111.

في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة. وفي ضوء ذلك، عمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

1. المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام¹.
 2. ضمان استمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة واحتساب المؤشرات التي تبين اتجاهات التداول والأسعار في كل منها
- ولقد انطلقت القاعدة في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة من أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وهي الأسواق في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عُمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها الأسواق في السعودية ولبنان ومصر. وخلال الربع الأول من عام 2002، انضمت إلى القاعدة الأسواق في كل من أبو ظبي ودبي وقطر. ومنذ ذلك الوقت، استمر الصندوق في إصدار النشرة الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه الأسواق خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه الأسواق. وفي سبيل التعريف بأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر، تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلاً خاصاً عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الاستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين. وبعد استكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عدداً خاصاً حول هذه الأسواق .

أما المحور الثاني، فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطويرها وزيادة التنسيق فيما بينها. وفي هذا الصدد، أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينه².

1 -<https://www.amf.org.ae/ar/>, 18/02/2019,19:23

2 -<https://www.amf.org.ae/ar/> , 18/02/2019,19:23

ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه الأسواق بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها والمشاركة فيها، وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات مع التغيرات المتواصلة في بيئة عملها.

أما المحور الأخير من برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية، فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها المالية. ويأتي هذا الاهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام 1997، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها على ترسيخ وتعزيز مقومات الاستقرار الاقتصادي الكلي والانتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الاقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي وقطاع مالية الحكومة¹.

المطلب الثاني: معوقات الأسواق المالية العربية:

بالرغم من تمتع أسواق الأوراق المالية العربية بإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها، وذلك من حيث الأطر القانونية، وبناء المؤسسات الضرورية، وتأسيس هيكليات اقتصادية متينة.

وتنقسم أسواق الأوراق المالية العربية إلى ثلاثة مجموعات متباينة ولكل منها ظروف واحتياجات مختلفة.

- المجموعة الأولى: وتضم البلدان التي تتمتع بأسواق مختلفة منظمة، وتعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق.

- المجموعة الثانية: وهي التي تتسم أوضاعها الاقتصادية بنوعية ونشاط كافيين لإنشاء أسواق مالية نشطة، لكنها تفتقر إلى الأطر القانونية والمؤسسة المتكاملة.

- المجموعة الثالثة: وهي تفتقر إلى النوعية، والحجم الكافي من النشاط الاقتصادي والتجاري الذي يبرر قيام أسواق مالية محلية متطورة.

1 - <https://www.amf.org.ar/>, 18/02/2019,19:23

ظلت بورصات الأوراق المالية العربية رغم حداثة بعضها تبحث عن مكان مناسب في أسواق الأوراق المالية الدولية، بل وحتى بين الأسواق الناشئة، وتعرضت البورصات العربية منها خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث (البورصة الأردنية والبورصة المصرية)، فقد قامت هذه البورصات على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، ولكن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت بتعقيد وضعها الراهن، وبمستوى تطور يختلف من سوق إلى آخر في كثير من الحالات، وإلى وقت قريب كانت تعاني من تذبذب السياسات الاقتصادية، وعدم استخدام مكوناتها، كغيرها من البورصات، من أن تلعب دورا في تحديث إطارها العام، ومن أن تجاوز ما آلت إليه أوضاعها الراهنة.

إن التغيرات التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية تعكس التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي التي تضمن تنمية أسواق رأس المال وتؤهّلها إلى مواكبة سياسات الخصخصة والتحول في الإصلاح الاقتصادي من القطاع العام إلى القطاع الخاص.

ومن المؤكد انه، على الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، وعلى الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها، ومن التعاون التجاري الخاص بها، ومن اختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية القانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها سمة أساسية تتمثل في كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، ومما زاد في إنها صغيرة الحجم، ضيقة النطاق، تستحوذ المصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية¹.

المطلب الثالث: عوامل تحفيز الأسواق المالية العربية:

إن تطوير الأسواق المالية العربية وذلك من خلال تحديد النظم والقواعد والتشريعات من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق درجة عالية من الاستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري، وبالتالي مواكبة التقنيات المستخدمة في الأسواق المالية العالمية، كذلك يستلزم هذا التطوير الافصاح عن تلك المعلومات والبيانات المالية للشركات المدرجة

1- بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 255.

في السوق وهذا من أجل ترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين، وفيما يلي بعض العوامل التي تساهم في تحفيز الأسواق المالية العربية:

- توحيد أسواق المالية الثانوية العربية وذلك بفتح باب الاستثمار أما جميع المواطنين العرب وذلك من خلال شراء الأسهم كخطوة أولى، أما الخطوة الثانية فتتمثل في تنظيم سوق رأس المال الأولية، وفتح الأسواق العربية أما التكتلات المالية (المصارف، شركات التأمين، الشركات) للمساهمة في الشركات العربية بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية.

- السماح بفتح فروع للمصارف العربية في جميع الدول العربية، وتشجيع قيام المؤسسات الاستثمار وشركات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تتولى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة ووضع الضوابط لها.

- انشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمتها تجميع المعلومات والفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرار الصحيح.

- العامل الجاد على إعداد دراسات جدوى اقتصادية تفصيلية لمشاريع التكامل العربية، حتى وإن تولت جامعة الدول العربية القيام بهذه الدراسات.

- وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية.

- تطور اقتصاديات الدول العربية، وتطور القطاع الخاص ونمو الشركات المساهمة خصوصا وقد تراجعت معظم الحكومات عن تملك الأسهم، كما تشهد منافسة على رؤوس الأموال، بالإضافة إلى تعدد وتنوع فرص الاستثمار المتاحة فيها¹.

المبحث الثالث: سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية:

سنتطرق في هذا المبحث إلى الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية، تطور الأسواق المالية الناشئة ومحددات نموها، العوائق التي تواجهها الأسواق المالية الناشئة، دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني.

1- خالد محمد، المتغيرات الدولية ومدى انعكاساتها على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الدول العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة تلجبي بالأغواط، الجزائر، 2015-2016، ص: 140-141.

المطلب الأول: الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية:

1- دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي: (الأفراد والمؤسسات):

- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب، بيع الحقوق وشرائها، فعن طريق السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام السوق بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات... الخ.

- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تسهل للمستثمر فرص أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.

- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الانفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في السوق.

- التأمين ضد تقلبات الأسعار يستفيد من السوق التاجر والصانع والزراع حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحويط أو التغطية بالمضارب مثلاً: يشتري سلعة لبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

- تعمل على تيسير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فإن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته وكذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر وهذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد¹.

- يعد السوق أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين يقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فيكون السوق أنسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم وسندات مطروحة للتداول¹.

1- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط1، 2002، ص: 48

2 - دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي (الوطني):

يؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية حيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغيير النوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل الأصول المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة².

- إعطاء مؤشر يوحى عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة تتحدد فيها الأثمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قرار الاستثمار.

- استثمار المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.

- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدول وتمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقاً لقوانين الاستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية وشركات والمصارف غالباً بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة وهذا التوظيف لا يستغرق في

1- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 26.

2- شعبان مجّد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

الغالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي ولهذا فإنما تقوم باستثماره عن طريق السوق على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة في الوقت الذي يرغبون في تحويل النقد السائل.

- تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية التوفير - الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش.¹

المطلب الثاني: تطور الأسواق المالية الناشئة ومحددات نموها:

نظرا لتطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق الآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، إضافة إلى ذلك الجدل الذي قام بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تنفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

1- مراحل تطور الأسواق الناشئة.

إن تطور الأسواق المالية الناشئة مرت بعدة مراحل يمكن عرضها فيما يلي:

المرحلة الأولى: تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي: "قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.

ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.

تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

1- رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دون دار النشر، جامعة الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 46.

2- المرحلة الثانية: وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة ب: ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي. ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

3- المرحلة الثالثة: وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة ب:

"تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة

• تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل الحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين وإندونيسيا - تركيا- ماليزيا، المجر وتايلاند.

4- المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.

- يزداد السوق المالي اتساعا.

• انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية.

- تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان¹.

2- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة:

وينقسم إلى قسمين: عوامل خارجي وعوامل داخلية:

1- زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية بتحقيق كفاء الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016، ص: 177.

- العوامل الخارجية:

عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 8.9% في أبريل 1989 إلى 9.2% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات¹.

- العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية.

- الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين - خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيباً متزايداً من الادخار العالمي.

وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 72% من أصولهم عام 1993، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

كما ساهم إنفاق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد

1- خالد مجذ، التغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الدول العربية، أطروحة دكتوراه في علوم تخصص علوم اقتصادية، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2015-2016، ص: 61.

على نقل التكنولوجيا المنقسمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من نفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق، ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا، خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولومبيا، والمكسيك وفنزويلا يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة¹.

- العوامل الداخلية:

للعوامل الخارجية أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية لأنها تخضع لتحكم صانعي السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

1- سياسات الإصلاح الاقتصادي:

طبقت معظم الدول النامية سياسات الإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف².

2- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

1- بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 113-114.
2- عمر صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني، بدون بلد، 1995، ص: 116.

إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاندا، كوريا وإندونيسيا في تحقيق معدلات نمو اقتصادية أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة الأورغواي 1993، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و8% سنويا، لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

3- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:

إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر فمثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج.

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

وتساهم عملية الخوصصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خوصصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى¹.

المطلب الثالث: العوائق التي تواجهها الأسواق المالية الناشئة:

باعتبار أن بورصة الجزائر هي بورصة حديثة النشأة، فإنها تعاني من العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة والمطلوبة، وبالتالي لم تؤدي أي دور في التنمية الاقتصادية، ومن جملة هذه المعوقات يتم ذكر ما يلي:

1 - معوقات تتعلق بالبورصة وتمثل فيما يلي:

- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة أمام الصعوبات التي تعترض حمل بورصة الجزائر، وتعقد وضبابية التعامل فيها، نجد بالمقابل أن فرص استثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن نشاط الاستيراد والتصدير في سنوات الانفتاح وتخلي الدولة عن احتكار التجارة الخارجية قد استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة، وبالتالي فإن جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت قليلة وعديمة الأثر في غالب الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى وصعوبات ومعوقات البورصة.

2 - معوقات تتعلق بالحيط للبورصة ويمكن تلخيص هذه العوائق في:

1 - معوقات اقتصادية: يمكن تفصيلها فيما يلي:

- هيمنة القطاع العام: يشمل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية وأهم ما يتميز به هذا القطاع² ما يلي:

- غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50 في أحسن الحالات، ويد عاملة غير مؤهلة.

1- مونية سلطان، كفاء الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 50-55.

2- براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1999، ص: 407.

- دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفز الأجور غير فعال، مع الإصرار في أحيان كثيرة للمحافظة على سياسة اجتماعية بخصوص توظيف العمال.

- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

غالبا لا يخضع تعيين مسيري المؤسسات العمومية إلى شروط موضوعية اقتصادية بل تخضع إلى اعتبارات غير اقتصادية منها الولاء... الخ

- **التضخم ومعدل الفائدة:** بالرغم من التطور الإيجابي لمعدل التضخم الذي صار بدور يراوح في 6% سنة 2002، ولكن التساؤل القائم هل بإمكان هذا المعدل أن يستمر على هذه الوتيرة مع شروط استقرار الاقتصاد الكلي التي تبدو هشة، وخاصة إذا ما علمنا أن قطاع المحروقات هو القطاع الذي يساهم بشكل شبه كلي في معدل النمو الاقتصادي في الجزائر، في حين أن أغلب القطاعات المتبقية لها تقريبا معدلان نمو سالبة وحتى إن كانت إيجابية فهي ضعيفة، كذلك فإن التأثير بالصدمات الخارجية خاصة في ظل التبعية الاقتصادية للخارج وظاهرة التضخم العالي التي يعيشها العالم في الوقت الحالي خاصة بعد التغييرات الأخيرة قد يساهم في عودة ارتفاع معدل التضخم على المستوى المحلي، والذي من شأنه التأثير في معدل الفائدة الذي يتراوح في حدود 8% هذه السنة.

- **الضغط الضريبي:** ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاعها من جهة أخرى، فمثلا ضريبة IBS تعادل 30% من الأرباح مما يؤدي التخفيف نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين الشيء الذي يحد من جاذبية الأوراق المالية خاصة مع تفشي السوق الموازية وما تتيحه من فرص ضخمة للربح

- **ضعف القدرة الشرائية للأفراد:** لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور، وتحرير أسعار السلع والخدمات، والتسريح الجماعي للعمال ضلع كبير في تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر والبؤس وتعلم القدرة الادخارية للعائلات، ففي هذه الحالات والأوضاع فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من الأسر الجزائرية من الادخار في الأصول المالية وفي غيرها من الحالات¹.

المطلب الرابع: دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني:

1- براق محمد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 409.

تلعب الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في عملية التنمية الاقتصادية ، حيث تشكل قنوات يتم من خلال تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجزات مالية، وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء متعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواقا محلية أو إقليمية أو عالمية، وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال:

-**تعبئة المدخرات المالية:** تسهم سوق الأوراق المالية في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلا إضافيا وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة فيبيع أسهمهم وقت يشاءون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.

- **توفير السيولة للمستثمرين:** أصبحت الأسواق المالية تلعب دورا هاما وحيويا في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات النامية ، إذ ارتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

- **التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة:** تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم تعتبر مؤشرا على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشر على قدوم مرحلة إنعاش.

- **تحويل الفائض إلى إدارة مختصة (لشركات المساهمة) بدلا من جامعي الأموال:** يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية والتي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية في البلد.

- **الرقابة على إدارة الشركات:** تعتبر البورصة جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على

مستوى عال من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفوءة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعارها أسهمها في السوق نحو الهبوط¹.

خلاصة الفصل:

السوق المالية الناشئة هي تلك الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو وبدأت عملية التغير والنمو في الحجم والتعميد وتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم، وتمر هذه الأسواق بعدة مراحل حتى تصبح ضمن الأسواق المالية المتقدمة.

وتتميز الأسواق المالية الناشئة بعدة خصائص ، كما تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية بالعديد من الوظائف التي من شأنها رفع معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية في الاقتصاد الوطني، والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة، والعمل جاهدة على تحدي المعوقات التي تترصص بها وتحول أماما دون تحقيق الأهداف المنوطة بها، ومن هذه المعوقات نجد ما يتعلق بتمجيد البورصة وما يتعلق بالبورصة في حد ذاتها.

1- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، العراق، 2013، ص: 160-161.

الفصل الثالث:

دراسة حالة سوق الأوراق المالية في الجزائر

مقدمة

مع تزايد الاهتمام بسوق المال في السنوات الأخيرة من قبل أهل الإختصاص إذ تمثل إحدى القنوات الاقتصادية الهامة في استيعاب أكبر قدر ممكن من المدخرات وتوجيهها نحو مختلف المشاريع التجارية والصناعية، هذا ما جعل الدول تقوم بإنشاء العديد من المؤسسات المالية والبورصات التي حاولت تطويرها من خلال تطوير أنظمة التداول والتسوية المقاص خاصة في ظل ثورة التكنولوجيا والمعلومات.

ورغم التطورات التي شهدتها الأسواق المالية، إلا أن بورصة الجزائر لازالت تعاني من قصور وضعف في أدائها مقارنة بالبلدان المتقدمة، إضافة إلى ذلك تقوم الأسواق المالية العالمية والمتغيرات الدولية الحديثة التي يشهدها الاقتصاد العالمي، تحرير التجارة واندماج الأسواق المالية وغيرها، مبدأ إضافيا على كاهل الأسواق في البلدان وأصبح لزاما على الأخيرة أن تعمل جاهدة على تطوير أسواقها ورفع مستوى كفاءة أدائها باستخدام الأساليب والأطر والاستراتيجيات المالية المتطورة والمناسبة. وبناءً على ما سبق تم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر.

المبحث الثاني: أهمية وأسباب ودور إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر.

المبحث الثالث: أداء السوق المالي الجزائري.

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر:

المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر:

في إطار البرنامج المتعلق بإنشاء بورصة الأوراق المالية قامت السلطات العمومية الجزائرية باتخاذ التدابير اللازمة التي تتعلق بالإطار القانوني، التنظيم المؤسسي، الجباية وتكوين مختلف المتعاملين في هذه السوق وذلك على النحو التالي:

- **الإطار القانوني:** في سنة 1993 قامت السلطات الجزائرية بإجراء بعض التعديلات على القانون التجاري، الذي سمح بإدراج أدوات مالية جديدة، وكذا قواعد جديدة لتنظيم وتشغيل شركات ذات أسهم، كما تم ترجمة هذه التدابير في نفس السنة من خلال إصدار المرسوم التشريعي رقم 93 . 10 المؤرخ في ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث يمثل الإطار القانوني السوق رؤوس الأموال، والذي يحدد صلاحيات مختلف المتدخلين، وكذا التدابير المتعلقة بالشفافية كالتشغيل الجيد للسوق وحماية المستثمرين - التنظيم المؤسسي، وسمحت هذه التدابير بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (OSOB) التي تتكفل بضبط السوق وتنظيمه، وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) المكلفة بتسيير المعاملات في البورصة، وسطاء عمليات البورصة (IOB) المكلفين بالتفاوض على القيم المنقولة و أخيرا شركة استثمارات رأس مال متغير (SICAV) وهي هيئات التوظيف الجماعي.

التدابير الجبائية: لتشجيع استثمار في البورصة، أصدرت الحكومة التدابير المتعلقة بالإعفاء الضريبي للقيم المنقولة المسجلة.

- واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الأزمة المالية 2008 عليها.

- **التدريب:** قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدعم من وزارة المالية بتنظيم تدريب أولى يهدف إلى تكوين دفعة أولى من محترفي السوق وتم تدشين بورصة الجزائر رسميا في 04 أوت 1999 وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم، رأس مالها يقدر ب 24 مليون دينار، وقد تم الانطلاق الفعلي للسوق بانضمام أربع أوراق مالية إلى البورصة وهي:

- سند شركة سوناطراك (إصدار سندات في السوق الأولى).

- سهم الشركة العمومية (رياض سطيف).

- سهم مجمع صيدال "للإنتاج الصيدلاني".

سهم مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي"¹.

المطلب الثاني: مراحل إنشاء بورصة الجزائر:

لقد تأسست بورصة الجزائر بين ثمانية صناديق مساهمة في 9-12-1990 وكان رأسمالها 320000 دج مقسما بالتساوي بينها تحت اسم شركة القيم المنقولة وهذا استنادا إلى المادة 1 من القانون 03-88 الصادر بتاريخ 1-2-1988 وسميت شركة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال من جهة و من جهة أخرى لانعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة، ويديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة.²

وفي هذه المرحلة تم إصدار ثلاثة مراسيم تتعلق بالبورصة :

- المرسوم التنفيذي 91-169 المؤرخ في 28-5-1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة .

- المرسوم التنفيذي 91-170 المؤرخ في 28-5-1991 الذي حدد أنواع القيم المنقولة، أشكالها، شروط إصدارها، تداولها و تحويلها .

- المرسوم التنفيذي 19-171 المؤرخ في 28-5-1991 المتعلق بلجنة البورصة .

أما من سنة 1992 فلقد واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات حول أداء مهمتها وقد تم رفع رأسمالها من 320000 دج إلى 932000 دج .

وصدر المرسوم 93-08 المؤرخ في 93-4-1993 المكمل للقانون التجاري حيث حدد مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها، ثم صدر المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 3-5-1993 الذي حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة، لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، لجنة تسيير القيم .

1- بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، 2014، ص: 254.

2- فجالى محمد، ملتقى تخرج لنيل شهادة الليسانس حول بورصة الجزائر، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2007-2008، ص: 35.

أما في سنة 1994 صدر المرسوم التشريعي 94-175 المؤرخ في 13-6-1994 الذي يعتبر البورصة كأداة لتمويل الاقتصاد الوطني، و تجميع رؤوس الأموال، و تمويل الاستثمار وبرامج التنمية.

ولقد كان الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17-12-1997 ومقرها بالجزائر العاصمة، لكنها لم تباشر نشاطها إلا في سنة 1999 والسبب في هذا التأخير يعود إلى الظروف التي مرت بها الجزائر.

إضافة إلى أن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق البرنامج البنكي الدولي إلى غاية 1998 حيث ظهرت مؤشرات ايجابية عن الأوضاع المالية بالجزائر من خلال تمكن الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وهذا الوضع المواتي سمح بأخذ الخطوات الأولى لقيام البورصة .

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر:

عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة: أدى تنوع الأوراق المالية في الأسواق المتقدمة إلى وجود جمهور كبير من المستثمرين والمتدخلين بالبورصة، في حين بورصة الجزائر لم تعرف هذا التنوع والتعدد للأوراق المالية المتداولة بها، بل الأمر اقتصر على ثلاث أوراق مالية، كما أن حيازة هذه الأوراق من قبل الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين.

- عدم فعالية نظام المعلومات

نظرا لحداثة بورصة الجزائر فإن المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة تبقى قليلة ولا تفي باحتياجات المتعاملين، وذلك لغياب النشريات والمجلات المتخصصة بمجال المال والأعمال ومكاتب التحليل والخبراء في هذا المجال، إذ يقتصر الأمر على الجداول المالية والمحاسبية التي تعرضها المؤسسات المسجلة في البورصة وهذا في نهاية السنة المالية، ولذلك فإن نظام المعلومات يبقى ضعيف ويتطلب الكثير من العمل والجهد حتى يعمل على الإيفاء بمتطلبات السوق.

- منافسة البدائل الاستثمارية المتاحة

أمام الصعوبات التي تعترض بورصة الجزائر وضبابية التعامل بها، نجد بالمقابل توفر فرص استثمارية مضمونة المكاسب وسهلة الاقتحام متاحة أمام أصحاب رؤوس الأموال، فنجد أن احتكار التجارة الخارجية قد

استقطب العديد من رؤوس الأموال، وهذا على حساب الاستثمار المباشر في الصناعة والزراعة، وبالتالي فإن جاذبية الاستثمار المالي في البورصة كانت قليلة، وعديمة الأثر في غالب الأحوال بسبب تنافسية المجالات الأخرى وصعوبات ومعوقات البورصة¹.

المبحث الثاني: أهمية وأسباب ودور إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر:

المطلب الأول: أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، و في هذه الحالة بدلا من التجاء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تنقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب غير محمودة، تقوم بطرحها بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، بواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق و بما يعود عليهم بأرباح عالية و بمخاطر قبلية وخاصة توظيفها في شركات استثمارية أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة².

- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات وتسعيرها وطرحها من قبل مؤسسات السوق المالي المتخصصة.

- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية في السوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين بالأوراق المالية الأكثر ربحا³.

- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة و بدون تحمل أية خسائر أو عناء¹.

1- براق مجّد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1999، ص: 409.
2- حسني علي خروش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 17-18.
3- هوشيار معروف، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2003، ص: 82.

المطلب الثاني: أسباب إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر:

إن الجزائر بلد مقبل على نهضة اقتصادية وصناعية واسعة محتاج بلا شك إلى هذه المؤسسة المالية لمدا الصناعة برؤوس الأموال المدخرة وإلى تنظيم تشريعي يبعث ثقة الجمهور في هذه المؤسسة لدفعه إلى التعامل معها وتنشيط حركتها، والجزائر ككل الدول النامية تحتاج إلى اجتذاب ادخار الأفراد قصد الاستثمار، من جهة أخرى يقلل الادخار من الاستهلاك وبالتالي يخفض من الاتجاه التضخمي الذي يرافق برنامج التنمية الاقتصادية عادة، إن نظام البورصة غير معترف به في الدول الاشتراكية مثل سيطرت رأس المال في الدول الرأسمالية، إننا نعتقد أنه من ضمن شروط إنشاء البورصة في الجزائر لابد من توفر العناصر التالية:

- على الجزائر أن تنتهج اقتصاد السوق وهذا ما تسعى إليه في الوقت الحاضر بعدما ظهر فشل النظام الاشتراكي خصوصية المشاريع الضخمة في الجزائر Privatisation وبذلك يتسنى للأفراد شراء أسهم وسندات هذه الشركات.

- تشجيع الادخار، لكي يتسنى لأصحابها شراء هذه الأسهم والسندات².

المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية:

1- دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي (الوطني):

يؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طلبا للفائدة المتولدة منها أو تغيير النوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسيل الأصول المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة³؛

1- جمال جويدان الجملة الأسواق المالية و التقنية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2002، ص: 20.

2- عبد الرزاق موري، البورصة "بورصة الجزائر"، دار نومة الجزائر، 2005، ص: 12-15.

3- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط1، 2002، ص: 45.

- إعطاء مؤشر يوحي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة تتحدد فيها الأثمان والأسعار من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها من قبل إدارة السوق ويعتمد الأفراد والمشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛
- استثمار المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد؛
- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط أعمالها؛
- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدول وتمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية تهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة؛
- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقا لقوانين الاستثمار المحلي والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي؛
- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية وشركات والمصارف غالبا بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة وهذا التوظيف لا يستغرق في الغالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي ولهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق السوق على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة في الوقت الذي يرغبون في تحويل النقد السائل؛
- تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي وذلك ببيع وشراء الأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش¹.

2- دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي (الأفراد والمؤسسات):

1- رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دون دار النشر، جامعة الإسكندرية، 1998، ص: 46.

- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض والطلب، بيع الحقوق وشرائها، فعن طريق السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام السوق بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات... الخ؛
- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرص أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار؛
- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الاتفاق الاستثماري، وتخليصهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى؛
- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً وبدون خسارة في قيمته ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في السوق؛
- التأمين ضد تقلبات الأسعار يستفيد من السوق التاجر والصانع والزراع حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحويط أو التغطية بالمضارب مثلاً: يشتري سلعة ليبيعه فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره؛
- تعمل على تيسير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فإن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته وكذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر وهذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد¹؛
- يعد السوق أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين يقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فيكون السوق أنسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم وسندات مطروحة للتداول².

المبحث الثالث: أداء السوق المالي الجزائري:

من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أداء السوق المالي الجزائري خلال الربع الأول والثاني والثالث من سنة 2018 حيث سنتناول الأداء الفردي لأسواق الأوراق المالية الجزائري، دراسة تطور وأداء سوق المالي الجزائري، أداء الأسواق المالية العربية.

1- شعبان مجّد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

2- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000، ص: 26.

المطلب الأول: الأداء الفردي لأسواق الأوراق المالي الجزائري:

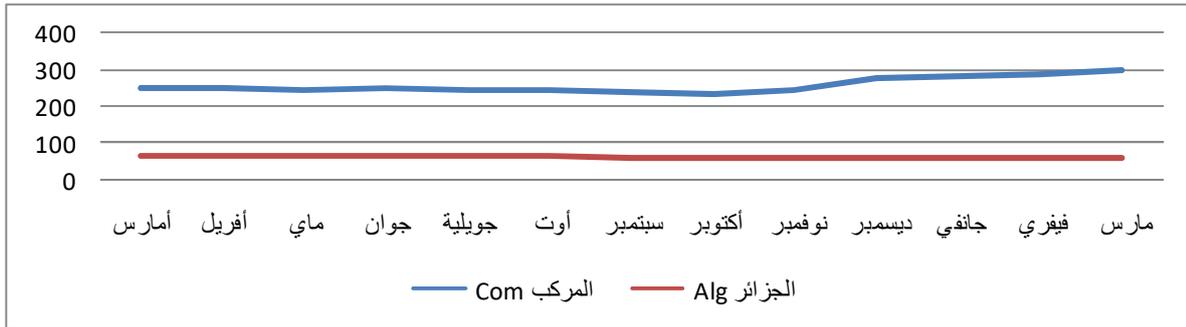
الجدول رقم (03-01): يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس	
248.3	248	246.6	248.8	245.6	241.5	236.1	233	245.1	274.7	284.3	290.3	299.3	المركب Com
64.6	65.6	65.6	65.6	65.5	63.9	62.8	61.7	62.1	61.9	62.6	62	62.3	الجزائر Alg

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الأول، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثاني والتسعون، 2018.

مارس 2018	ديسمبر 2017	نسبة التغير بين الفترتين %	مارس 2018	ديسمبر 2017	نسبة التغير بين الفترتين %
62.3	61.9	0.6	62.3	64.6	-3.7

الشكل رقم (03-01): يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية:



المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Excel.

ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بنهاية الربع الأول 2018، لتعكس الاتجاه النزولي الذي غرفته خلال الربعين السابقين، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة ارتفاعا بنسبة 0,6 في المائة بنهاية الربع الأول 2018، فيما تراجع هذا المؤشر بنسبة 1,4 في المائة بنهاية الربع السابق.

القيمة السوقية هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي¹.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع التحسن في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعا لتصل إلى نحو 85,1 مليون دولار بنهاية الربع الأول 2018 مقابل 84,6 مليون دولار بنهاية الربع الذي سبق.

فيما يتعلق بنشاط التداول، شهد الربع الأول 2018، ارتفاعا في أحجام التداول صاحبه تراجع في عدد الأسهم المتداولة، وذلك مقارنة مع الربع السابق، فقد ارتفعت قيمة السهم المتداولة لتبلغ نحو 323 ألف دولار بالمقارنة مع 159 ألف دولار قيمة التداولات خلال الربع الذي سبق، فيما انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى نحو 50,4 ألف سهم مقابل 86 ألف سهم تم تداولها خلال الربع السابق².

السهم هو الصك الذي يعطى للمساهم في شركة المساهمة لكي يمثل مقدار الحصة أو الحصص التي يشترك بها المساهم في رأس مال الشركة³.

الجدول رقم (03-02): يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان
248.8	245.6	241.5	236.1	233	245.1	274.7	284.3	290.3	299.3	301.4	300.7	303.2
65.6	65.5	63.9	62.8	61.7	62.1	61.9	62.6	62	62.3	61.7	60.9	60.4

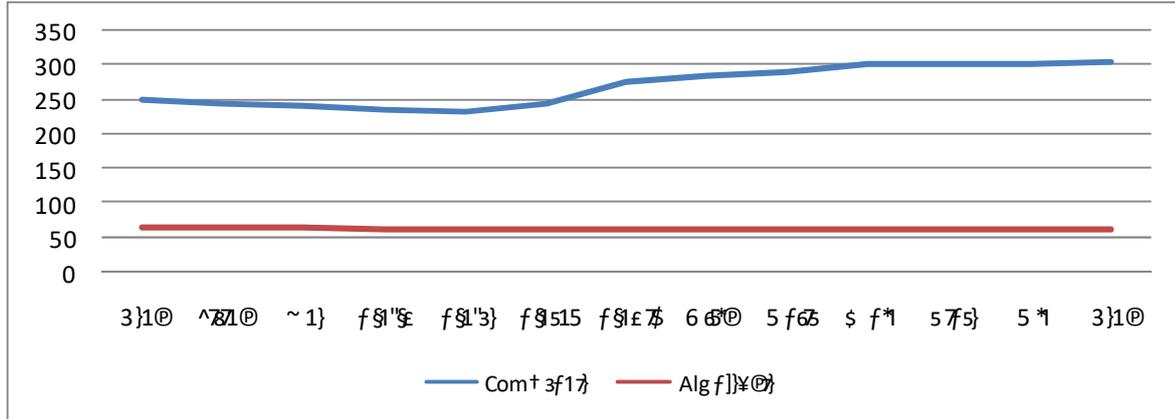
المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الثاني، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثاني والتسعون، 2018.

جوان 2018	مارس 2018	جوان 2018	جوان 2017	نسبة التغير بين الفترتين %	نسبة التغير بين الفترتين %
60.4	62.3	60.04	65.6	3.0-	7.9-

الشكل رقم (03-02): يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

1 Rosse, Stephen, et al., Essentials of Corporate Finance, McGraw-Hall Companies, U.S.A, 1996, P: 08.

2- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الأول، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثاني والتسعون، 2018، ص: 69.
3 د. فوزي عطوي: الشركات التجارية في القوانين الوضعية والشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي، لبنان، 2005، ص: 136، 137.



المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Excel.

انخفضت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بنهاية الربع الثاني من 2018، لتعكس بذلك التحسن الذي عرفته خلال الربع السابق، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة، انخفاضا بنسبة 0,3 في المائة بنهاية الربع الثاني 2018، فيما كان هذا المؤشر قد عرف تحسنا بنسبة 0,6 في المائة نهاية الربع السابق.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية، وتماشيا مع التراجع في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة انخفاضا لتصل إلى نحو 81,7 مليون دولار بنهاية الربع الثاني 2018 مقابل 85,1 دولار بنهاية الربع الذي سبق.

فيما يتعلق بنشاط التداول، شهد الربع الثاني 2018، ارتفاعا غير ملموسا في كل من أحجام التداول وعدد أسهم المتداولة، وذل مقارنة مع الربع السابق، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 600 ألف دولار بالمقارنة مع 323 ألف دولار قيمة التداولات خلال الربع الذي سبق، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى نحو 92 ألف سهم مقابل نحو 50 ألف سهم تم تداولها خلال الربع السابق¹.

الجدول رقم (03-03): يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

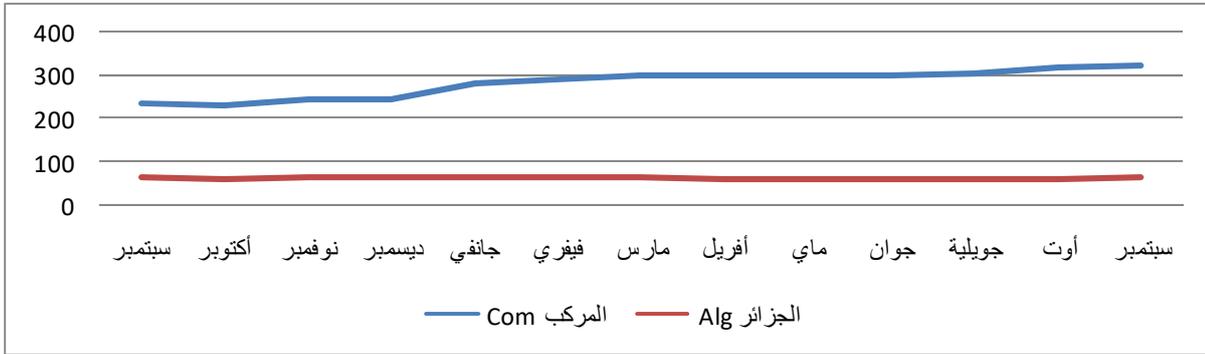
سبتمبر	أوت	جويلية	جون	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	سبتمبر	المركب Com
323.6	320.3	305.3	303.2	300.7	301.4	299.3	290.3	284.3	247.7	245.1	233	236.1	الجزائر Alg
63.6	60.1	60.3	60.4	60.9	61.7	62.3	62	62.6	61.9	62.1	61.7	62.8	

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الثالث، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثاني والتسعون، 2018.

1- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الثاني، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثالث والتسعون، 2018، ص: 69.

نسبة التغير بين الفترتين %	جوان 2017	جوان 2018	نسبة التغير بين الفترتين %	مارس 2018	جوان 2018
1.3	62.8	63.6	5.22	60.4	63.6

الشكل رقم (03-03): يمثل أداء أسواق الأوراق المالية العربية:



المصدر: من إعداد الطالب باستعمال برنامج Excel.

ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بنهاية الربع الثالث 2018، لتعكس بذلك التراجع الذي سجلته خلال الربع السابق، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة ارتفاعا بنسبة 5,2 في المائة بنهاية الربع الثالث 2018، فيما كان هذا المؤشر فقد سجل تراجعاً بنسبة 3,0 في المائة بنهاية الربع السابق.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع التحسن في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعا لتصل إلى نحو 379 مليون دولار بنهاية الربع الثالث 2018 مقابل 360 مليون دولار بنهاية الربع الذي سبق.

فيما يتعلق بنشاط التداول، شهد الربع الثالث 2018، ارتفاعا ملموسا في كل من أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة، وذلك مقارنة مع الربع السابق، فقد ارتفعت قيمة السهم المتداولة لتبلغ نحو 702 ألف دولار بالمقارنة مع 358 ألف دولار قيمة التداولات خلال الربع الذي سبق، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى نحو 81 ألف سهم مقابل 49 ألف سهم تم تداولها خلال الربع السابق¹.

المطلب الثاني: دراسة تطور وأداء سوق المال الجزائري:

سنتناول في هذا المطلب تطور وأداء السوق الجزائري خلال الربع الأول والثاني والثالث خلال سنة

2018.

1- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الثالث، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الرابع والتسعون، 2018، ص: 69.

تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الأول من سنة 2018:

فيما يتعلق بتركز التداولات، تظهر البيانات أن تعاملات المستثمرين خلال الربع الأول 2018، قد تركزت على أسهم شركات كل من بيوفارم، واليانس للتأمين وصيدال وبنحو 59,5 و 21,1 و 13,0 في المائة على التوالي.

فيما يتعلق بالقطاع الخارجي، تظهر الأرقام الأولية أن العجز في الميزان التجاري الجزائري عن الأشهر الثلاثة الأولى من 2018 قد سجل تراجعاً ليبلغ نحو 490 مليون دولار، مقارنة بعجز بنحو 2,98 مليار دولار عن ذات الفترة من العام الماضي، حيث تظهر الأرقام تحسناً في الصادرات الإجمالية للجزائر عن هذه الفترة من 2018، لتصل إلى نحو 10,71 مليار دولار، فيما بلغت قيمة الواردات عن ذات الفترة نحو 11,2 مليار دولار، وقد شكلت قيمة الصادرات من المحروقات نحو 93,6 في المائة من القيمة الإجمالية للصادرات¹.

ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.²

الجدول رقم (03-04): تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الأول من سنة 2018:

معدل التداول اليومي	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس
القيمة بالدولار	6.63	6.54	6.64	6.32	7.02	27.07
القيمة السوقية	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس
القيمة بالمليون دولار	83.99	84.81	84.59	85.4651	84.61558	85.05906
تغير مؤشر صندوق النقد العربي	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس
النسبة المئوية %	1.73-	0.64	0.29-	1.14	0.89-	0.37
سعر الصرف بالدولار	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر	جانفي	فيفري	مارس
القيمة	115.003	114.376	114.654	113.360	114.380	113.960

1 <https://www.amf.org.ac/ar/amdbqrt>, 29/02/2019, 20:23

2 فريد التجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 16.

0.3672	0.8998-	1.1286	0.2431-	0.5452	1.6853-	معدل التغير بالنسبة %
--------	---------	--------	---------	--------	---------	-----------------------

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الأول، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثاني والتسعون، 2018، ص: 72.

الشكل رقم (03-04): تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الأول من سنة 2018:



المصدر: من إعداد الطالب بإستعمال برنامج Excel.

تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثاني من سنة 2018:

فيما يتعلق بتركز التداولات، تظهر البيانات أن تعاملات المستثمرين خلال الربع الثاني 2018، قد تركزت على أسهم شركات كل من بيوفارم، وصيدال وبنحو 76,9 و 10,1 في المائة على الترتيب.

فيما يتعلق بالقطاع الخارجي، تراجع العجز في الميزان التجاري الجزائري بنهاية الربع الثاني من 2018 مقترنة مع ذات الفترة من العام الماضي، حيث أظهرت الأرقام الأولية أن العجز في الميزان التجاري الجزائري عن النصف الأول من 2018 قد سجل تراجعاً ملموساً ليلعب نحو 2,96 مليون دولار، مقارنة بعجز بنحو 5,66 مليار دولار عن ذات الفترة من العام الماضي، حيث تظهر الأرقام تحسناً في الصادرات الاجمالية للجزائر عن هذه الفترة من 2018، لتصل إلى نحو 19,8 مليار دولار، فيما بلغت قيمة الواردات عن ذات الفترة نحو 22.8 مليار دولار، وقد شكلت قيمة الصادرات من المحروقات نحو 93,4 في المائة من القيمة الاجمالية للصادرات¹.

كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.²

الجدول رقم (03-05): تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثاني من سنة 2018:

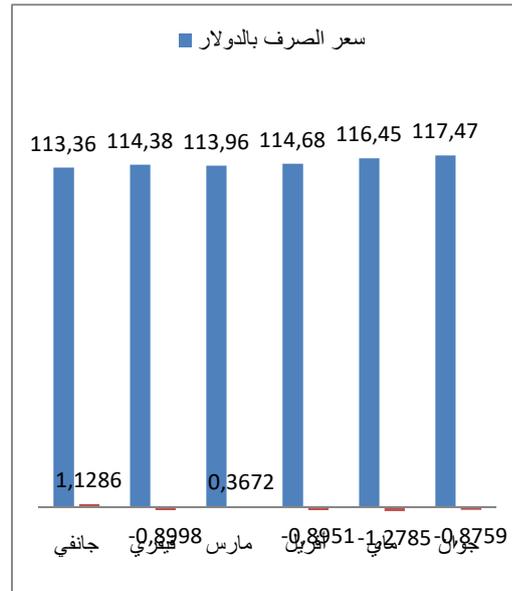
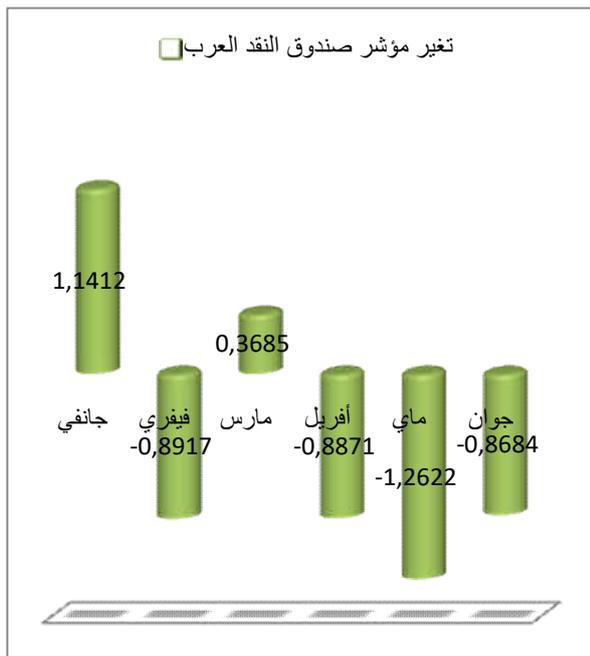
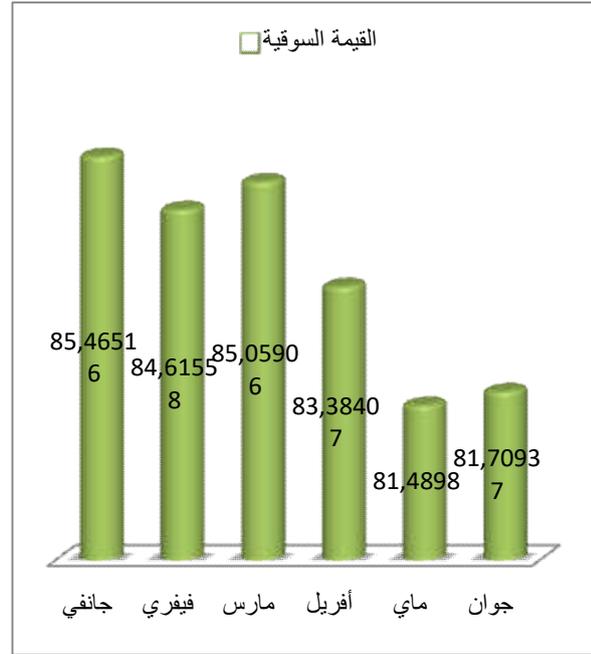
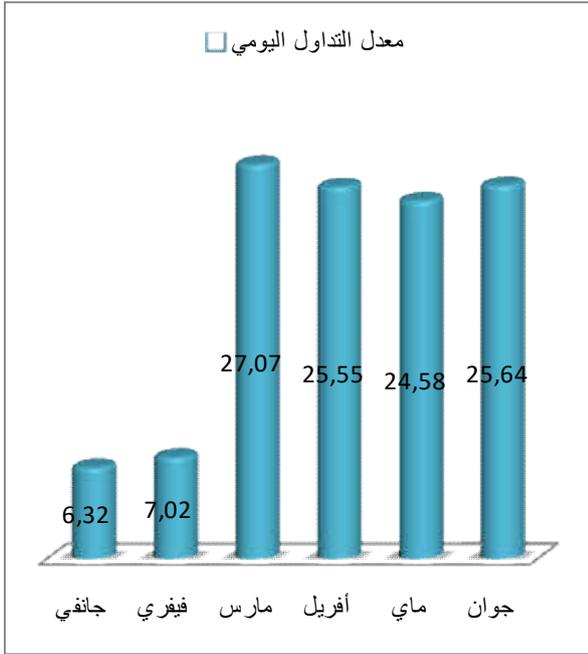
معدل التداول اليومي	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان
القيمة بالدولار	6.32	7.02	27.07	25.55	24.58	25.64
القيمة السوقية	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان
القيمة بالمليون دولار	85.46516	84.61558	85.05906	83.38407	81.48390	81.70937
تغير مؤشر صندوق النقد العربي	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان
النسبة المئوية %	1.1412	0.8917-	0.8685	0.8871-	1.2622-	0.8684-
سعر الصرف بالدولار	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان
القيمة	113.360	114.380	113.960	114.980	116.450	117.470
معدل التغير بالنسبة %	1.1286	0.8998-	0.3672	0.8951-	1.2785-	0.8759-

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الثاني، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثالث والتسعون، 2018، ص: 72.

الشكل رقم (03-05): تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثاني من سنة 2018:

1 <https://www.amf.org.ac/ar/amdbqrt, 01/03/2019, 14:45>

2 عمر صقر، "العملة وقضايا إقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 125 .



المصدر: من إعداد الطالب بإستعمال برنامج Excel.

تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثالث من سنة 2018:

يقيس مقدرة الشركة على دفع المطلوبات المتداولة، مثل الأرصدة الدائنة والسندات الدائنة قصيرة الأجل... إلخ، وتستخدم المطلوبات المتداولة كمقام، لأنها تمثل أكثر الديون إستحقاقاً خلال دورة التشغيل أو سنة

واحدة أيهما أطول، والموجودات المتداولة تؤخذ كبسط، وهي تمثل أكثر الموجودات سيولةً للوفاء بهذه المطلوبات.¹

فيما يتعلق بتركز التداولات، تظهر البيانات أن تعاملات المستثمرين خلال الربع الثاني 2018، قد تركزت على أسهم شركات كل من بيوفارم، وبنحو 92,2 في المائة من القيمة الإجمالية للتداولات.

فيما يتعلق بالقطاع الخارجي، تراجع العجز في الميزان التجاري الجزائري بنهاية الربع الثالث من 2018 مقترنة مع ذات الفترة من العام الماضي، حيث أظهرت الأرقام الأولية أن العجز في الميزان التجاري الجزائري عن الأشهر التسعة الأولى من 2018 قد سجل تراجعاً ملموساً ليبلغ نحو 3,96 مليون دولار، مقارنة بعجز بنحو 8,53 مليار دولار عن ذات الفترة من العام الماضي، حيث تظهر الأرقام تحسناً في الصادرات الاجمالية للجزائر عن هذه الفترة من 2018، لتصل إلى نحو 30,0 مليار دولار، فيما بلغت قيمة الواردات عن ذات الفترة نحو 33,7 مليار دولار، في نفس السياق، بلغت تغطية الصادرات نحو 89,0 في المائة من الواردات خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2018، مقابل نحو 75,0 في المائة خلال الفترة نفسها من العام الماضي.²

الجدول رقم (03-06): تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثالث من سنة 2018:

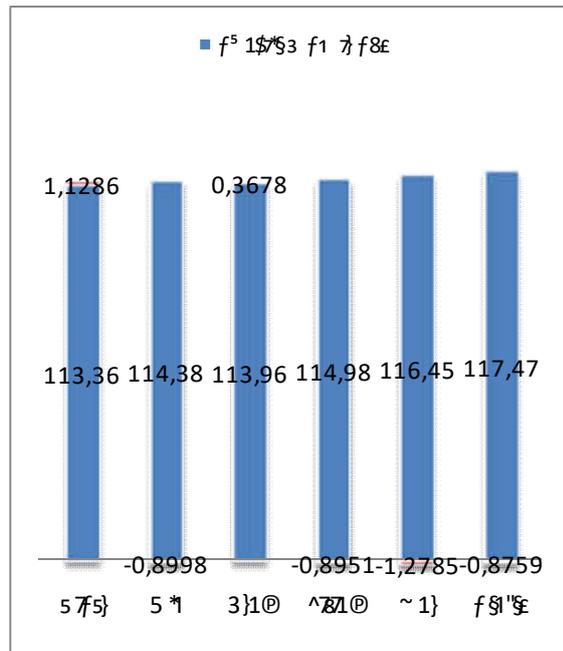
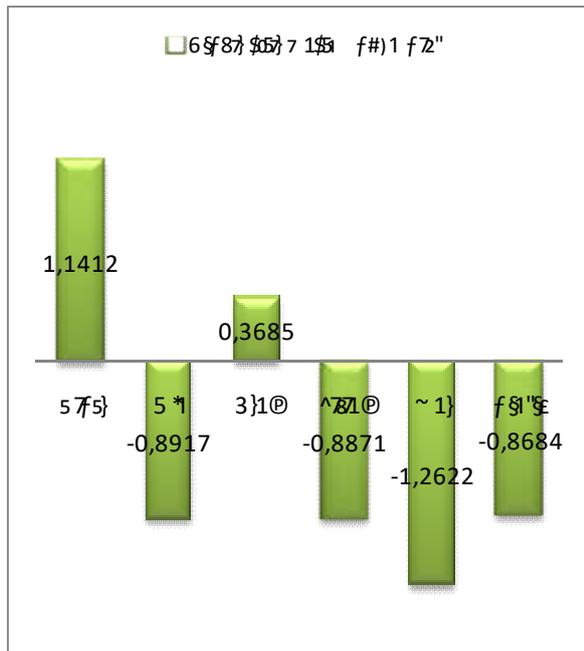
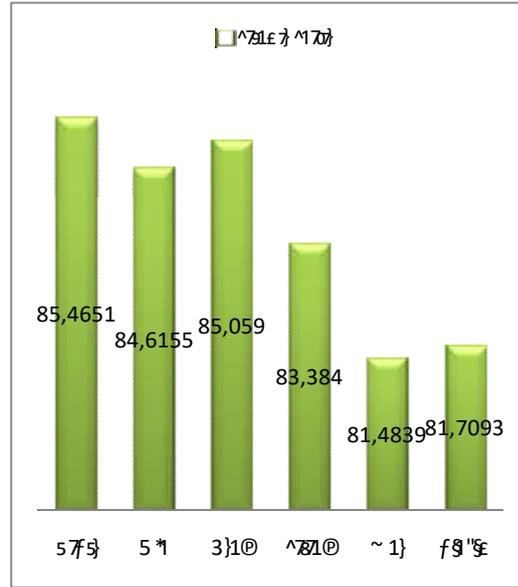
معدل التداول اليومي	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر
القيمة بالدولار	6.32	7.02	27.07	25.55	24.58	25.64
القيمة السوقية	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر
القيمة بالمليون دولار	85.4651	84.6155	85.0590	83.3840	81.4839	81.7093
تغير مؤشر صندوق النقد العربي	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر
النسبة المئوية %	1.1412	0.8917-	0.3685	0.8871-	1.2622-	0.8684-
سعر الصرف بالدولار	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر
القيمة	113.360	114.380	113.960	114.980	116.450	117.570
معدل التغير بالنسبة %	1.1286	0.8998-	0.3678	0.8951-	1.2785-	0.8759-

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الثالث، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الرابع والتسعون، 2018، ص: 69.

الشكل رقم (03-06): تطورات ذات العلاقة بنشاط السوق خلال الربع الثالث من سنة 2018:

1 <https://accounting-simplified.com/financial/ratio-analysis/current.html>

2 - <https://www.amf.org.ae/ar/amdbqrt>



المصدر: من إعداد الطالب بإستعمال برنامج Excel.

إرتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بنهاية الربع الثالث من 2018، لتعكس بذلك التراجع الذي سجلته خلال الربع السابق. فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة، ارتفاعا بنسبة 2.5 في المائة بنهاية الربع الثالث 2018، سجل تراجعاً بنسبة 0.3 فيما كان هذا المؤشر قد في المائة، بنهاية الربع السابق مع التحسن فيما يتعلق بالقيمة السوقية، وتماشى في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاع لتصل إلى نحو 379 مليون دولار بنهاية الربع الثالث 2018 مقابل 360 مليون دولار بنهاية الربع الذي سبق.

فيما يتعلق بنشاط التداول، شهد الربع الثالث في كل من أحجام التداول ملموسا 2018، ارتفاعا وعدد الأسهم المتداولة، وذلك مقارنة مع الربع السابق. فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 702 ألف دولار بالمقارنة مع 358 ألف دولار قيمة التداولات خلال الربع الذي سبق. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى نحو 81 ألف سهم مقابل نحو 49 ألف سهم تم تداولها خلال الربع السابق.

فيما يتعلق بتركز التداولات، تظهر البيانات أن تعاملات المستثمرين خلال الربع الثالث 2018، قد ركزت على أسهم شركة بيوفارم وبنحو 2.92 في المائة من القيمة الإجمالية للتداولات. فيما يتعلق بالقطاع الخارجي، تراجع العجز في الميزان التجاري الجزائري بنهاية الربع الثالث مع ذات الفترة من العام الماضي 2018 مقارنة حيث أظهرت الأرقام الأولية أن العجز في الميزان التجاري للجزائر عن الأشهر التسعة ليبلغ الأولى من 2018 قد سجلت راجعا ملموسا نحو 69.3 مليار دولار، مقارنة بعجز بنحو 53.8 مليار دولار عن ذات الفترة من العام الماضي. في الصادرات حيث تظهر الأرقام، تحسنا الإجمالية للجزائر عن هذه الفترة من 2018، لتصل إلى نحو 0.30 مليار دولار، فيما بلغت قيمة الواردات عن ذات الفترة نحو 7.33 مليار دولار. في نفس السياق، بلغت تغطية الصادرات نحو 0.89 في المائة من الواردات خلال الأشهر التسعة الأولى من عام 2018، مقابل نحو 0.75 في المائة خلال الفترة نفسها من العام الماضي.

المطلب الثالث: المعوقات التي تواجه سوق الأوراق المالية في الدول النامية:

لم تكن السياسات الاقتصادية الجماعية للدول النامية وفلسفتها المتعددة وما نجم عنها من بروتوكولات واتفاقيات اقتصادية كفيلا أو حتى أن تكون كافية لوجود تكامل أو ترابط اقتصادي بين الدول النامية، وأن هذه الظاهرة ليست قاصرة على الدول النامية بل هناك دول عديدة في العالم مرت بالشيء نفسه حتى توصلت إلى أداة جديدة للتقارب بينها، أما في الدول النامية فهناك الكثير من الاتفاقات لم تصل إلى هدفها المرجو وبعضها لم يختبر والبعض الآخر لم يكن ذا تأثير محسوس، مما انعكس على الواقع الاقتصادي للبلدان النامية وكذلك في كافة صيغ الفعاليات الاقتصادية ومن ضمن تلك الفعاليات اتحاد البورصات في البلدان النامية ذاته، الذي لم يؤدي دوره المطلوب منه بعد، وإذا نظرنا بتجرد إلى كل سوق أوراق مالية في البلدان النامية على حدة لوجدنا كثيرا من المعوقات المنشأة التي تعوق عملية الربط بين تلك الأسواق والذي يمكن ذكرها كما يلي:

- المعوقات التشريعية.

- المعوقات الهيكلية.

المعوقات التشريعية:¹

- نقص التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى.
- افتقار كثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة أو صريحة منظمة للشفافية السوقية الإفصاح المالي للشركات في الأسواق (وعدم التقيد بقواعد للتدقيق المحاسبي المتعارف عليها.
- وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون والارتباط الفعلي بنصه على الكثير من القواعد والضوابط لتداول الأوراق المالية في البورصات المحلية.
- وجود تشريعات ليست بالجديدة التي تنظم تأسيس الشركات المساهمة العامة مما استدعى إدخال تعديلات مختلفة عليها وأوجد قواعد غير متجانسة مع التشريعات المنظمة للسوق الأوراق المالية.

المعوقات الهيكلية:

- تركز نشاط العديد من الشركات المساهمة العامة في قطاعات محددة على رغم التشبع الواضح لتلك القطاعات وهذا ما نتج عنه عدم تنوع فرص الاستثمار وتكرار وتعدد المشاكل التي تعاني منها الشركات في السوق الواحدة.
- لجوء المستثمرين إلى تأسيس الشركات الخاصة الصغيرة بدلا من النظر إلى أهمية تأسيس الشركات المساهمة العامة ذات الأحجام الكبيرة والاستفادة من هذا النوع من الأشكال القانونية للشركات.
- تأخر برامج التخصيص في البلدان النامية وعدم إشراك القطاع الخاص في تحمل مسؤولية التنمية الاقتصادية.
- عدم استفادة البنوك في الدول النامية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل أو باعتبارها منافذ استثمارية متنوعة تضاف إلى سلة الخدمات التي تقدمها في العادة البنوك الدولية المتقدمة

1 د. أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 282.

أو تمويل عمليات الاستثمار في الأوراق المالية اعتمادا على منهجية دقيقة وسليمة بدلا من ضخ الأموال بشكل عشوائي تؤدي في نهاية إلى الأزمات.

● وجود التشابك والتداخل في المهام المعطاة لبعض الأجهزة التنظيمية والقابية ذات الاختصاص المالي أو الاستثماري أو التجاري في الدولة الواحدة وهو ما يعيق عمل الأسواق المالية.

● الاعتماد على التسهيلات البنكية في تمويل المشروعات على اختلاف آجالها دون اللجوء لأسواق الأوراق المالية لتمويل المشاريع طويلة الأجل وذات الأحجام الكبيرة كما هو موجود في الدول المتقدمة.

الاعتماد على التمويل الأقل كلفة في تمويل الشركات المساهمة وهو إصدار الأسهم العادية من دون اللجوء إلى الاستفادة من رغبة المستثمرين في تنويع محافظهم المالية المختلفة مثل: السندات على اختلاف أنواعها والأسهم الممتازة ووحدات الصناديق الاستثمارية.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال ما سبق يتضح لنا أن الأسواق المالية بالدول العربية حديثة العهد، نشأت من عدة ظروف اقتصادية خصوصا لما لها من دور ريادي في خدمة التنمية الاقتصادية وتوفير البدائل اللازمة لها، حيث من خلال دراستنا لبعض الأسواق المالية العربية التي تطرقنا فيها إلى أداء وتطورات الأسواق منها حجم تداول القيمة السوقية ومؤشرات الأسعار الخاصة حيث لاحظنا أنها تختلف من حيث درجة التطور، إلا أن لها أسلوب حديث لتمويل التنمية الاقتصادية أدركت الدول العربية أهميتها وعملت على تطويرها من خلال تنويع الأدوات المتداولة فيها وزيادة عدد الشركات المدرجة وتوسيع نشاط التداول كل هذا يؤدي إلى كفاءة الأسواق المالية العربية مما يؤدي إلى تنويع السيولة وجلب رؤوس الأموال مما يكرس ديمومة التمويل والتنمية الاقتصادية.

وفي الأخير يمكننا القول أن الأسواق المالية العربية تساهم بشكل كبير وفعال في تمويل التنمية الاقتصادية.

اِخْتِصَاتُ

تعد أسواق الأوراق المالية الوجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان من الأهمية إبراز الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية حتى يتسنى لها تنظيم عملها وحماية المتعاملين فيها، وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية، كما أنه يتطلب الارتقاء بكفاءة السوق رفع مستوى أداءها، حيث تم تسليط الضوء على الدور الرئيسي للأسواق المالية في النشاط الاقتصادي الوطني، باعتبارها جهاز تمويلي يقوم بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية وعامل هام في جذب رؤوس الأموال وذلك عن طريق استخدام مختلف القيم والأدوات المالية، وبالتالي أصبح تطوير الأسواق المالية أمراً بالغ الأهمية بالنظر إلى هذا الدور حيث تساهم في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي من الذين لديهم الرغبة في الاستثمار، وبناءً على ما سبق قامت الدول العربية بتأسيس الأسواق المالية باعتبارها أهم المؤسسات التمويلية التي تقوم بتزويد الوحدات الإنتاجية المتنوعة في حال عدم كفاية مواردها الذاتية لتلبية الاحتياجات التمويلية خاصة طويلة الأجل.

ومن هنا برزت أهمية الأسواق المالية الناشئة كأحد أهم الآليات التي يتم بواسطتها توفير المصادر التمويلية لجميع القطاعات الاقتصادية وبطبيعة الحال قطاع التجارة الخارجية وذلك عن طريق تدخل مؤسسات مالية تعنى بتمويل هذا القطاع، التي أنشأت لتقديم التمويل المتوسط والطويل لهذا القطاع.

اختبار الفرضيات:

بالنسبة لفرضيات البحث فقد تبين لنا من خلال دراستنا ما يلي:

بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على ما المقصود بالأسواق المالية، فهي فرضية صحيحة فمن خلال دراستنا في الجانب النظري أكدنا من صحتها، بحيث هي أداة تمويل جديدة في اقتصاديات الدول الحديثة، بحيث ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية منها.

أما بخصوص الفرضية الثانية التي مفادها ماهية السوق المالي الناشئ هو مصطلح يطلق على سوق الدولة التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فهي فرضية صحيحة وهذا ما تبين لنا من خلال دراستنا في الجانب النظري.

بالنسبة للفرضية الثالثة التي تقوم على أن أداء السوق المالي الجزائري تذبذبات في مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة من سنة 2018، فهي صحيحة وتؤكدنا من صحتها من خلال الدراسة التطبيقية، حيث لاحظنا أن السوق المالي الجزائري عرف تذبذبات في مختلف المؤشرات التي يعتمد عليها الصندوق النقد العربي لقياس أداء الأسواق المالية العربية.

النتائج:

- تؤدي السوق المالي وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة، و في أدائها لهذه الوظيفة تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد.
- تعتبر السوق الأولى (سوق الإصدار) الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بورصة الجزائر في مجال نشر المعلومات حول سوق الأوراق المالية مما ساهم في نفور المستثمرين من البورصة.
- تعرف بورصة الجزائر ضعف السوق الأولية و عدم انضباط حركة الأسعار وضعف الكفاءة المعلوماتية وقلة المؤسسات العاملة فيها.
- انخفاض حجم التداول في البورصة و لذلك لقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- نقص الوعي لدى المؤسسات بأهمية السوق المالي في تمويل استثماراتهم و هذا يعكس العدد القليل جدا من المؤسسات المدرجة في مؤشر بورصة الجزائر، كما نسجل تفصل ثقافة تداول الأوراق المالية لدى المدخرين و هذا معكسه ركود سوق الأوراق المالية.

التوصيات:

في ضوء النتائج والتحليلات السابقة التي الدور الذي تلعبه الأسواق المالية الناشئة في تنمية الاقتصاد

الوطني، يوصي الباحث بما يلي:

- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن حجم التداول ومؤشرات الأسعار.
- تحضير وتهيئة المحيط الاقتصادي المناسب والملائم للسير الحسن لسوق المالية وانتعاشها وتطورها، كالتحكم في التضخم، ومحاربة السوق الموازي وترقية القطاع الخاص.
- دعم مؤسسات الوساطة المالية، وإعطائها دورا في المشاركة في تنظيم وتسيير الأسواق المالية.
- فتح المجال أمام المؤسسات و المنشآت للانضمام إلى البورصة عن طريق التخفيض من صرامة القوانين.
- تقريب مفهوم البورصة لدى المجتمع الجزائري خاصة المستثمرين والمدخرين، وتوسيع المجال الإعلامي بدورها في توظيف المدخرات في مشاريع استثمارية كفؤة.

آفاق البحث:

تلعب السوق المالية دورا هاما في عمليات التنمية الاقتصادية في الجزائر حيث تعد قناة قادرة على جذب وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المؤسسات الاقتصادية وبالتالي فهي تعتبر بالنسبة لها مصدر هام للتمويل الطويل والمتوسط، كما تبقى المؤسسات المقيدة في السوق المحافظة على حسن أدائها الاقتصادي وعلى تحقيق النتائج المالية والاقتصادية الايجابية كضمان حرية تداول أوراقها المطروحة في السوق الثانوية كما إن عملية التداول بمثابة الأوراق المالية لرؤوس الأموال القابلة للاستثمار في ميادين استثمارية داخل الاقتصاد.

كما نستخدم السوق المالية أداة لتمويل العجز الذي قد يحدث في الموازنة العامة بدلا من اللجوء إلى القروض من الدول الأخرى، وذلك عن طريق إصدار سندات القرض العام وسندات الخزينة كما يمكن للسوق المالية أن تكون وسيلة لتحكم في حجم السيولة في الاقتصاد عن طريق عملية إصدار القرض العام إضافة إلى مزايا أخرى تحققها هذه العملية في حالة استخدامها على أحسن وجه في حالة التضخم، حيث تلجأ السلطات النقدية والمالية لإصدار سندات القرض العام بهدف امتصاص الكتلة النقدية الزائدة عن احتياجات الاقتصاد.

كما تعتبر السوق المالية مؤشرا حقيقيا لإنعاش ركود الاقتصاد من خلال ما يحدث فيها من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، وتقلب أسعارها في الوقت ذاته تعد جهاز بارومتر يمكن من التنبؤ تبعا بتعبير قيمة الأوراق المالية على مقدرة المؤسسة على تحسين مواردها وتنمية إرباحها كما تعتبر المراقبة كفاءة الأداء الاقتصادي للمؤسسة بصفة عامة كما يمكن القول التسجيل في السوق المالية للمؤسسة يحقق لها إعلان مجاني أي التعريف بها، مما ينعكس إيجابيا على حجم مبيعاتها وبالتالي توسعها في السوق إضافة إلى انه يعطي انطبعا إيجابيا عن مركزها المالي مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية ادني من التكلفة.

تتنوع أساليب المعتمدة في خوصصة المؤسسات، الأمر الذي يضع أمام المستثمر العديد من الخيارات، فتكون إما عن طريق الشراء الكامل أو المشاركة أو عن اللجوء إلى السوق المالية من أحسن الوسائل لضمان الشفافية اللازمة للعملية من خلال طرح أسهمها للجمهور مما يجعل الحصة المكلفة بالخصوصة بعيدة عن اتهامها بالقيم بصفقات مشبوهة لصالح أطراف معينة، فضلا عن خلق منافسة كبيرة عن أسهم المؤسسات الاقتصادية الحصول على سيولة جاهزة تسمح لها بتحقيق أهدافها في هذا الإطار.

قائمة المصادر والمراجع

الكتب:

- 1) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة "مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 1991.
- 2) رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دون دار النشر، جامعة الإسكندرية، 1998.
- 3) فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 4) محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000.
- 5) أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 6) حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 7) شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، ط1، 2002.
- 8) جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002.
- 9) عمر صقر، "العملة وقضايا اقتصادية معاصرة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 10) هوشيار معروف، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2003.
- 11) عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى 2004.
- 12) عبد الرزاق موري، البورصة "بورحة الجزائر"، دار نومة الجزائر، 2005.

- (13) نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- (14) عباس كاظم الدعيمي، السياسة المالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010.
- (15) دريد كمال آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسير للنشر، الأردن، 2012.
- (16) حسني علي خروش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، 2013.
- (17) عديلة مريم، محاضرات في مقياس البورصة والأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قلمة، الجزائر، 2014-2015.
- (18) حيرش عبد القادر، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، 2017-2018.
- (19) بلعزوز بن علي، مُجَدِي الطيب أُمَّجَد، دليلك في الاقتصاد "النقدي، البنكي، الدولي، الأسواق المالية، والمالية العامة" من خلال 300 سؤال وجواب، بدون طبعة، دار الخلدونية، بدون سنة.

الرسائل العلمية:

- (20) براق مُجَد، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1999.
- (21) سامية زيطاري، ديناميكية الأسواق المالية الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية في القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004.
- (22) سامية زيطاوي، ديناميكية أسواق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004.

- (23) بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2005-2006.
- (24) بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013-2014.
- (25) سمية ين محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- (26) عيساوي سيهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- (27) مونية سلطان، كفاء الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- (28) خالد محمد، المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الدول العربية، أطروحة دكتوراه في علوم تخصص علوم اقتصادية، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2015-2016.
- (29) خالد محمد، المتغيرات الدولية ومدى انعكاساتها على الاسواق المالية الناشئة دراسة حالة الدول العربية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة ثلجي بالأغواط، الجزائر، 2015-2016.
- (30) زهير غراية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية بتحقيق كفاء الأسواق المالية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016.

31) زهير غرابية، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة عينة من الاسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه علوم اقتصادية فرع مالية واقتصاد دولي، جامعة الجزائر 3، الجزائر.

32) عبد العزيز ميلودي، محددات تمويل الاستثمار في البنوك الإسلامية دراسة قياسية لحالة بنك البركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والاقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006_2007.

33) محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، علوم اقتصادية دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة البليدة، الجزائر، 2007.

34) صافي عمارة، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على اسواق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن، مصر، الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية سنة 2009.

35) حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خضير،

المجلات:

36) عمر صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني بدون بلد، 1995.

37) عباس حسين الجواربي، خضير مهدي صالح، واقع الأسواق المالية على المستوى العربي والعالمي مع تعليق قياسي، مجلة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 2009، العراق، 2009.

38) مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010.

(39) أديب قاسم شندي، الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، العراق، 2013.

(40) خالد محمد، أثر المخاطر السياسية على أداء الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية بورصة مصر نموذجاً، مجلة دفاتر اقتصادية، العدد 01، بدون بلد، بدون سنة.

الملتقيات:

(41) عاشور كتوش، حاج قويدر قورين، نور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة مؤسسة SNVI، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر، 2006.

(42) لمياء علي دالي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006.

المحاضرات:

(43) رايس حدة، محاضرات في مقياس الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007-2008.

(44) بوقوم محمد، محاضرات في الاقتصاد النقدي وسوق راس المال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة الجزائر، 2013-2014.

النشرات:

(45) النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي الربع الأول، أداء أسواق أوراق المالية العربية، العدد الثاني والتسعون، 2018.

الكتب باللغة الفرنسية:

- 46) Rosse, Stephen, et al., Essentials of Corporate Finance, McGraw-Hall Companies, U.S.A, 1996
- 47) Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik, "marché financier, gestion de portefeuille et des risques", dunod, France, 2002.
- 48) **Eugene Francis «Gene» Fama** (né le 14 février 1939 à Boston, Massachusetts) est un économiste américain auteur de la théorie d'efficience des marchés financiers. Ses travaux sur les prix des actifs lui ont valu le prix Nobel d'économie pour 2013.

مواقع الأنترنت:

- 49) <https://www.amf.org.ae/ar>
- 50) <https://accounting-simplified.com/financial>