

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



الموضوع:

الأسواق المالية الناشئة وآلية تفعيلها

دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة تخرج تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة
تخصص: مالية المؤسسة

إشراف الأستاذ:
✓ بدري عبد العزيز

إعداد الطالبات :
● لرقم حياة
● بلوفة نورة

لجنة المناقشة

رئيسا	د. بن سالم عبد الرؤوف
مشرفا و مقررا	د. بدري عبد العزيز
عضوا مناقشا	د. عادل مجدي سالم

السنة الجامعية 2019/2018

شكر و عرفان

اللهم لك الحمد حمدا كثيرا ، طيبا مباركا فيه ، و لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك
و عظيم سلطانك ، و لك يا رب على ما أنعمت علينا من قوة و صبر في إنهاء هذا
العمل فانشكر الله شكر الشاكرين عدد ما كان و عدد ما يكون ، على توفيقه لنا
و تسهيل الصعب أمامنا ، و نسأل الله أن يكون هذا العمل خالصا لوجهه الكريم
فإن أصبنا فمن عند الله و إن أخطئنا فمن أنفسنا و من الشيطان .

و الصلاة و السلام على رسول الله قدوتنا و على آله و أصحابه التابعين له بإحسان إلى يوم الدين .
نشكر كل من علمنا حرفا و لقننا درسا و أعطانا نصحا ، و كان نعم الموجه في إرشادنا
و الفضل الأكبر في إنجاز هذا العمل المتواضع ، ألا و هو الأستاذ المشرف " بدري عبد العزيز "
و الشكر موصول إلى أساتذة معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير بالمركز
الجامعي تيسميسيلت
على الدعم و الوقت و الجهد الذي قامو بتوفيره لنا و لم ييخلوا عنا بشيء .
إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد .



إهداء

إلى من تعلمت على يده الصبر وقامت فضائله أرقام العد ، إن فعلت ما فعلت لن أرد له ذرة
في كفاح أبي الغالي ، حفظك المولى وصانك وتاجا على رأسي أدامك .

إلى مصدر الحب والحنان ، إلى من أرضعتني صبرا وكانت لي عينا ثانية تبكي لأفرح وتشقى
لتسعدني أُمي أحسن حواء رعاك ربي ودمت الملكة على عرش قلبي .

إلى سندي في هذه الحياة إلى من قاسموني ظلمة الرحم أخواتي : فاطمة وزوجها الطيب ، صافية
وزوجها خالد وبوجمة وزوجته حياة ، وتوأم روحي أخوايا العزيزان ، فتحي وابن أحمد .

إلى دفء البيت وسعادته سلسبيل نورة ، وريان ومُجد أمين والكتكوت عبد الهادي.

إلى التي زادت رفقتها من حلاوة الأيام إلى حبيبة قلبي وزميلتي في إنجاز هذا العمل لرقم حياة .

إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات : زينب ، هاجر ، نريمان ، وردة ، فاطمة ، خولة ،
ربيعة ، وإلى كل عائلتي .

إلى كل من ملك مكانة في قلبي إلى كل من يسكن القلب ولم يذكره اللسان .

نورة بلوفة



إهداء

إلى التي رأني قلبها قبل عينها و حضنتني أحشائها قبل يديها أهدي

سلامي و محبتي إليها إلى أُمي رمز الحنان و العطف و الأمومة

أُمي الغالية " فاطمة " رعاك المولى و جزاك خيرا

إلى من أعطاني و لم يزل يعطيني بلا حدود إلى من رفعت رأسي عاليا

افتخارا به . إليك يا من أفديك بروحي

أبي الغالي " عبد القادر "

و إلى أجمل ما أهدتني الحياة إخوتي نزيهان ، إكرام ، مُجَدِّ ، آمال ، حنان

و إلى الذين أعتبرهم نعمة من الله رفيقات دربي " بلوفة نورة ،

وردة ، فاطيمة ، حورية ، خولة ، ابتسام

و إلى كل عائلتي و الأقارب

لرقم حياة

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	صفحة الجدول
الجدول رقم 01	الأسواق المالية الناشئة من منظور بعض المؤسسات الدولية	06
الجدول رقم 02	تصنيف الأسواق المالية العالمية	07
الجدول رقم 03	تصنيف الأسواق حسب أهم المؤشرات العالمية لسنة 2016	08
الجدول رقم 04	مقارنة تطور النمو في الأسواق الناشئة و النامية و الدول المتقدمة في الاقتصاد العالمي	21
الجدول رقم 05	نسبة الاستثمارات من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للأسواق الناشئة و الدول النامية و باقي العالم	23
الجدول رقم 06	نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع الرياض سطييف	61
الجدول رقم 07	نتائج العرض العمومي لأسهم صيدال	62
الجدول رقم 08	حصيلة النشاط السنوي لسوق السندات في بورصة الجزائر للفترة 2018-2011	65
الجدول رقم 09	حصيلة نشاط السنوي لتداول الأسهم في بورصة الجزائر خلال فترة 2018-2011	67
الجدول رقم 10	حصيلة النشاط السنوي لتداول سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر لفترة 2018-2011	70

قائمة الاختصارات و الرموز

الاختصار	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
IFC	International Finance Corporation	مؤسسة التمويل الدولية
IMF	International Monetary Fund	صندوق النقد الدولي
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development	منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development	مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية
MSCI	Morgan Stanley Capital International	مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال
S&P	Standard & Poor	مؤشر ستاندرد آند بورز
FTSE	Financial Times Stock Exchange	مؤشر فايننشال تايمز
Dow jones	Dow jones Industrial Average	مؤشر داو جونز الصناعي
SVM	Société de valeurs mobiliers	شركة القيم المنقولة
BVM	Bourse des valeurs mobiliers	بورصة القيم المنقولة
COSOB	Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها
SGBV	Société de Gestion de la Bourse de Valeurs	شركة تسيير بورصة القيم
IOB	Les intermediaires en Operations de Bourse	الوسطاء في عمليات البورصة

الملخص :

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات و اجتذاب المستثمرين الدوليين ، و هي أسواق برزت خلال العشرينيتين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي و المؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال . حيث تتطلع الاقتصاديات الناشئة إلى اللحاق بالأسواق المالية المتطورة من خلال سعيها لتحقيق متطلبات و شروط سوق المالي الكفاء . لذلك فإن سعيها نحو تطوير أسواقها ليس بالأمر السهل لأن الكثير من هذه الأسواق حديثة النشأة .

ولإعطاء قيمة أكثر لدراستنا قمنا بأخذ بورصة الجزائر كدراسة تطبيقية و توصلنا إلى أن بورصة الجزائر تمتاز بقلّة عدد الشركات المدرجة بها ، و هو ما جعلها تشهد ركودا كبيرا في نشاطها و تنمو بمعدل بطيء جدا ، و تمتاز بالتذبذب في معاملاتها ، الأمر الذي يعكس انخفاض سيولتها بشكل كبير ، حيث تبقى كفاءتها و فعاليتها محدودة لهذا لا بد من إعادة حيويتها و تنشيطها حيث أنه حتى بإدراج المؤسسات على مستواها يحسن أداءها و يجعلها تتكيف مع البيئة المعاصرة حيث تتنوع مصادر التمويل و يتوسع نطاق المساهمين فيها .

الكلمات المفتاحية : الأسواق المالية الناشئة ، كفاءة الأسواق المالية ، بورصة الجزائر .

Résumé:

Les marchés financiers émergents ont largement réussi à mobiliser l'épargne et à attirer les investisseurs internationaux, marchés qui sont apparus au cours des deux dernières décennies comme l'un des pôles importants de l'économie mondiale et ont une incidence sur la structure des flux de capitaux. Les économies émergentes cherchent à rattraper les marchés financiers sophistiqués en cherchant à répondre aux exigences et aux conditions d'un marché financier efficace. Par conséquent, leur quête pour développer leurs marchés n'est pas facile car beaucoup de ces marchés sont en train d'émerger.

Afin de donner plus de valeur à notre étude, nous avons utilisé la Bourse d'Alger comme étude pratique et concluons que la Bourse algérienne compte un petit nombre de sociétés cotées, qui a vu son activité stagner et se développer à un rythme très lent. L'efficacité de ce programme est limitée, il est nécessaire de le redynamiser et de le revitaliser, même en intégrant les institutions à leur niveau, elles améliorent leur performance et s'adaptent à l'environnement actuel.

Mots-clés: Marchés financiers émergents, marchés financiers efficaces, Bourse d'Alger.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الإهداء
	الشكر
V	الملخص
V	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الاختصارات و الرموز
أ	المقدمة
01	الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة
02	تمهيد
03	المبحث الأول : مفهوم أسواق المالية الناشئة
03	المطلب الأول : تعريف الأسواق المالية الناشئة
06	المطلب الثاني : تصنيف الأسواق المالية الناشئة
10	المطلب الثالث : خصائص الأسواق المالية الناشئة
13	المبحث الثاني : مراحل التطور الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها
13	المطلب الأول : مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
16	المطلب الثاني : محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
20	المبحث الثالث : مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التنوع الدولي
20	المطلب الأول : تصاعد دور الأسواق المالية الناشئة
22	المطلب الثاني : تنامي عناصر جذب الاستثمار
24	المطلب الثالث : عدم ارتباط في عوائد مع أسواق المتقدمة
25	خلاصة الفصل
26	الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة
27	تمهيد

28	المبحث الأول : مدخل لكفاءة الأسواق المالية الناشئة
28	المطلب الأول : مفهوم كفاءة الأسواق المالية الناشئة
29	المطلب الثاني : شروط كفاءة السوق المالي الناشئ
31	المطلب الثالث : خصائص السوق المالي الناشئ الكفاء
34	المبحث الثاني : متطلبات و مستويات كفاءة الأسواق المالية الناشئة و مؤشراتها
34	المطلب الأول : متطلبات السوق المالي الناشئ الكفاء
36	المطلب الثاني : المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية
37	المطلب الثالث : مؤشرات تطور أسواق المالية الناشئة
41	المبحث الثالث : العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي
41	المطلب الأول : المعلومة في السوق المالي الناشئ
43	المطلب الثاني : العلاقة بين السيولة و كفاءة السوق المالي الناشئ
44	المطلب الثالث : صعوبات السوق المالية الناشئة و الحلول الممكنة
47	خلاصة الفصل
48	الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر
49	تمهيد
50	المبحث الأول : السوق المالي الناشئ بورصة الجزائر
50	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر
52	المطلب الثاني : مراحل إنجاز بورصة الجزائر
55	المطلب الثالث : الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
59	المبحث الثاني : شروط دخول بورصة الجزائر و مؤسساتها و أدائها
59	المطلب الأول : شروط دخول لبورصة الجزائر
60	المطلب الثاني : المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
64	المطلب الثالث : أداء بورصة الجزائر
71	المبحث الثالث : بورصة الجزائر و معوقات التي رافقتها
71	المطلب الأول : المعوقات الاقتصادية
74	المطلب الثاني : المعوقات الاجتماعية و الثقافية

76	المطلب الثالث : المعوقات السياسية و القانونية
78	المبحث الرابع : بورصة الجزائر و آليات تفعيلها
78	المطلب الأول : آليات مرتبطة بالجانب التشريعي و التنظيمي
81	المطلب الثاني : آليات مرتبطة بالجانب الاقتصادي و المالي
82	المطلب الثالث : آليات مرتبطة بالجانب الاجتماعي و الثقافي
84	خلاصة الفصل
87	خاتمة
93	قائمة المراجع

تعد الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة و النامية ، حيث تلعب هذه الأسواق دور مهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي و ذلك لدورها الكبير في تنويع مصادر التمويل و تخفيض تكاليفها ، و لكي تقوم بالدور الفاعل في عملية جمع المدخرات من الجمهور و توجيهها نحو الاستثمارات ، لابد لتلك الأسواق أن تتميز بالكفاءة و التي تعتبر من أهم المميزات الواجب توافرها في أسواق الأوراق المالية و مؤشرا لنجاحها و قوتها لأنها تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها . حيث لم يعد ممكن جهل أو تجاهل دور هذه الأسواق في الاقتصاد بل أصبح تطور الأسواق أحد مؤشرات الحالة الاقتصادية للبلد .

هذا الاهتمام انتقل فيما بعد للأسواق الناشئة التي أصبحت تثير هي الأخرى العديد من الإشكاليات البحثية . و هذا الاهتمام بهذه الأسواق يعكس اهتمام المستثمرين بما لما توفره من فرص استثمارية قد لا يحصلون عليها في الأسواق المتقدمة . حيث لا يمكن اعتبار الأسواق الناشئة كوحدة متجانسة بسبب تباينها في مستويات تطورها و أدائها ، و التي لا تزال في المراحل الأولى على مسار التنمية الاقتصادية .

و نظرا لأهمية هذه السوق بورصة الأوراق المالية قامت غالبية الدول العربية بإنشاء هذا السوق و العمل على تعزيزها ، و من هذه الدول الجزائر التي عملت على إنشاء بورصة أوراق مالية ، لتدعيم قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و العمل على تعزيز و تطوير قدراته التنافسية في إطار جهودها لتخفيف من حدة الفقر و تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية على حد سواء . و رغم أن بورصة الجزائر في مرحلتها الابتدائية فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها ، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير و تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية .

إشكالية البحث :

بم أن الأسواق المالية الناشئة هي المرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية للدولة و أن النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهونا بمدى فعالية و نجاعة النظام المالي للدولة و مدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة و على ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

• إلى أي مدى يمكن توقع أداء بورصة الجزائر ، و ما هي آليات تفعيلها ؟

و انطلاقا من التساؤل الرئيسي سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية :



- ما المقصود بالأسواق المالية الناشئة ؟
- ما هي محددات كفاءة السوق المالي الناشئ ، و ما هي المؤشرات التي نعرف من خلالها كفاءة السوق المالي ؟
- ما هي العقبات التي تحول دون نمو و تطور بورصة الجزائر ؟

فرضيات البحث :

من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة سابقا سوف نقوم بوضع مجموعة الفرضيات التي يتركز عليها موضوع بحثنا كالتالي :

- إن المقصود بالسوق المالي الناشئ هو مصطلح يطلق على سوق الدولة التي يمر اقتصادها بمرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق و تحقق نتائج ايجابية مستمرة تعني مرحلة الانطلاق .
- تتحدد كفاءة و فعالية السوق المالي الناشئ من خلال توفر المعلومات الخاصة به و بالمتعاملين فيه ، و من خلال رسملة السوق و السيولة و عدد الشركات المدرجة التي هي مؤشرات تساعد على معرفة درجة الكفاءة .
- يواجه نمو و تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر مجموعة من المعوقات .

حدود البحث :

الحدود المكانية : بورصة الجزائر

الحدود الزمانية : 2011-2019

أسباب اختيار الموضوع :

- يمكن تلخيص الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار موضوع البحث و الذي جاء تحت عنوان " الأسواق المالية الناشئة و آلية تفعيلها " في النقاط التالية :
- يندرج البحث في إطار المواضيع المتجددة و الحيوية و التي تدور حولها نقاشات مستفيضة باستمرار و بالخصوص موضوع الأسواق المالية الناشئة .



- إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص و هو : مالية المؤسسة .
- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي .
- اعتبار الأسواق المالية و خاصة البورصة أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية .
- محاولة إيجاد حلول للمعوقات التي جعلت بورصة الجزائر دون المستوى المطلوب .

أهداف البحث :

إن الأهداف الأساسية التي نسعى من خلال هذه الدراسة بلوغها هي :

- الإجابة عن الإشكالية المطروحة .
- محاولة تسليط الضوء على مختلف المفاهيم و التصنيفات المتعلقة بالأسواق الناشئة و عرض أهم المعايير الدولية لتصنيفها .
- عرض مكانة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد العالمي .
- معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية و العوامل المؤثرة فيها .
- تحليل تطور أداء الأسواق المالية الناشئة (تقييم أداء بورصة الجزائر) .
- تحديد معوقات و التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية بالجزائر و محاولة اقتراح آليات للحد من المعوقات و مواجهة التحديات .

أهمية البحث :

تكمن أهمية البحث في تزايد أهمية الأسواق المالية الناشئة كأهم مصادر التمويل للدول النامية ، فيمكننا توضيح أكثر لهذه الأهمية بالتطرق للنقاط الأساسية التالية :

- تكمن أهميته في أن زيادة حجم و نشاط و كفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية و المعلومات و دخول عدد كبير من المتعاملين . فأداء البورصة للوظائف المكلفة بها و المتمثلة في تجميع المدخرات و توجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد القومي و مدى تطور بورصة الأوراق المالية نفسها ، حيث أن ميزة الكفاءة تساهم في إعادة تسهيلها من جديد .

- كما يستمد الموضوع أهميته من الدور الذي تلعبه الكفاءة في سوق الأوراق المالية في تطوير اقتصاديات البلدان الناشئة ، لأن للأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة و النامية على حد سواء ، و ذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد و تحقيق الرفاهية للأفراد .

المنهج و الأدوات المستخدمة :

بالنظر إلى طبيعة الموضوع و لبلوغ الإجابات المنشودة لفك غموض التساؤلات المطروحة من خلال هذه الدراسة استعنا بما يلي :

- تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي : استخدم نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولنا فيها الجوانب النظرية للأسواق المالية الناشئة من مفهوم و مراحل تطورها و محددات نموها و مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التنوع الدولي ، بالإضافة إلى كفاءة الأسواق المالية و مستوياتها و مؤشراتهما و العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي .
- منهج دراسة حالة : استخدم في الفصل الثالث للإطلاع على سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر لأن هذا المنهج يعتمد على جمع البيانات و المعلومات لوصف المفردات و الحقائق المرتبطة بموضوع البحث و دراستها و تحليل للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها ، و ذلك باستخدام أدوات الإيضاحية كالجداول و الأشكال و المنحنيات البيانية .

الدراسات السابقة في الموضوع :

1. دراسة مونية سلطان ، بعنوان " كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا " ، دراسة عبارة عن رسالة دكتوراه 2015/2014 ، جامعة محمد خيضر بسكرة .

تهدف هذه الدراسة إلى أن قياس كفاءة السوق المالي ضرورية و ملحة لما يشهده العالم من تحولات ، خاصة و أن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهونا بمدى فعالية و نجاعة النظام المالي للدولة و مدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة ، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول : " ما هو دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد بشكل عام و في ماليزيا بشكل خاص ؟ كما اعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي

التحليلي نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولت فيها الجوانب النظرية للأسواق المالية الناشئة من مفهوم و أقسام و أهمية و وظائف و أدوات ، بالإضافة إلى كفاءة الأسواق المالية و علاقتها بكل من الأزمة المالية و حوكمة الشركات . و منهج دراسة الحالة استخدم في فصل الرابع للإطلاع على كفاءة الأسواق المالية في ماليزيا و دورها في اقتصادها . و في آخر دراستها توصلت إلى جملة من النتائج منها : أن الأسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية . و كذلك أن أهم المؤشرات التي نعرف بها درجة كفاءة سوق الأوراق المالية في ماليزيا و دورها في الاقتصاد ، و المتمثلة في الرملة السوقية و عدد الشركات المدرجة و السيولة التي تتمتع بها سوق ماليزيا . و أن سوق ماليزيا متطور و لكن لا يتميز بالكفاءة التامة ، بل تسعى جاهدة إليها ، لأن لها دورا كبير في الاقتصاد ، أي أن نجاح القطاع المالي مرهون بنجاح القطاع الاقتصادي .

2. دراسة بوكساني رشيد ، بعنوان " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها خلال 1999-2003 " ، الدراسة عبارة عن رسالة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، 2006/2005 .

تهدف هذه الدراسة معرفة تطورات و أداء الأسواق المالية العربية ، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول " ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة ؟ و ما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية ؟ و ما هي سبل تطويرها قصد ترابطها ؟ ، حيث اعتمد الباحث على منهجين هما المنهج الوصفي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي اعتمد على المنهج التحليلي عند رصد التطورات للأسواق المالية حجر الزاوية لبناء و فعالية السوق ، و عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية و توطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة و تحليلها من أجل اتخاذ القرار الاستثمار و الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية .

3. دراسة بن عمر بن حاسين ، بعنوان " فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية " ، الدراسة عبارة عن رسالة دكتوراه 2013/2012 ، جامعة تلمسان .

تهدف هذه الدراسة إلى أن التنمية هي الهدف الأساسي لكل الدول النامية و المتقدمة ، غير إن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل و بالتالي فالأسواق تمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في التمويل



الاقتصادي ، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول : " هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة ؟ و ما هي متطلبات تفعيل ؟ " كما اعتمد الباحث على المنهج الوصفي في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي فقام بدراسة قياسية ، و في آخر دراسته توصل إلى جملة من النتائج منها : أسعار الأسهم ذات حركة عشوائية خلال فترة الدراسة كما إن حركة الأسعار لكل من البورصات المدروسة لا تتبع توزيع طبيعي أي وجود عشوائية في أسعار الأوراق المالية و بالتالي كفاءة هذه الأسواق و بالتالي لا تزال الأسواق المالية في الدول النامية محل الدراسة دون المستوى الذي يسمح لها بالمنافسة على القيام بدورها الرئيسي في الاقتصاد .

مقارنة بين الدراسات السابقة و الدراسة الحالية

بعد استعراضنا للدراسات السابقة التي تم إجرائها في مجال الدراسة نجد أنه هناك أوجه تشابه و أوجه اختلاف في عدت جوانب فيهما بين الدراسات و مع دراستنا أهمها ما يلي :

- من ناحية الهدف لقد اشتركت جل الدراسات حول هدف رئيسي تقييم أداء الأسواق المالية الناشئة .
- أما بالنسبة لعينة الدراسة فوجدنا اختلاف بين الدراسات معظمها تقييم أداء البورصات العالمية و العربية لذلك قررنا أن تكون دراستنا على بورصة الجزائر .
- أما بالنسبة إلى فترة الدراسة فدراستنا هي تكملة لبعض الدراسات التي تناولت السوق المالي الجزائري .
- كما اشتركت الدراسات على أن الأسواق المالية هي همزة وصل بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي .
- رغم كل هذه الاختلافات الموجودة بين هذه الدراسات إلا أنها أجمعت على استنتاج أن البورصات العربية بشكل عام و البورصة الجزائرية بشكل خاص أنها تواجههم صعوبات و عراقيل رغم الاختلافات في نشأة البورصات .

صعوبات و عوائق البحث :

- إن أي بحث علمي تعترضه العديد من المشاكل و يمكن ذكر أهم المشاكل التي اعترضت بحثنا كما يلي :
- قلة المراجع المتعلقة بجزء من صلب الموضوع بل انعدام وجود مرجع (كتاب) حول الأسواق المالية الناشئة و أيضا حول معوقات تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر ، حيث أن معظم الكتب تحتوي

معلومات تحتوي الأسواق المالية بصفة عامة و عن معوقات سوق الأوراق المالية إما في الدول النامية أو الدول العربية بصفة عامة .

- تضارب الإحصائيات و اختلافها من هيئة إلى أخرى خاصة في بورصة الجزائر .
- ضيق الوقت حيث لم نستطيع جمع المعلومات الكافية و الملمة جيدا بالموضوع .

خطة و هيكل البحث :

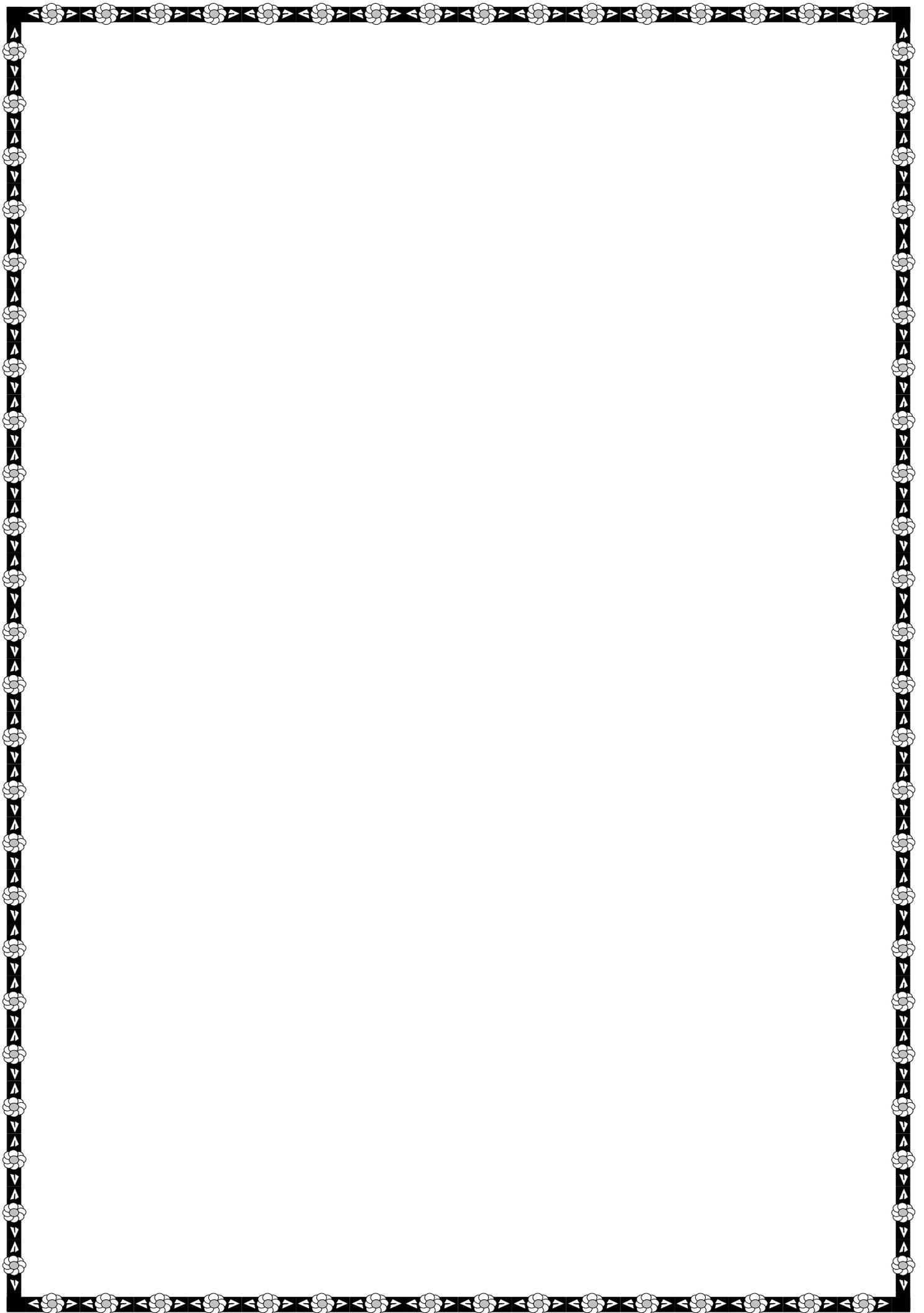
من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة و التأكد من صحة الفرضيات المعروضة ، فقمنا بتقسيم الدراسة إلى أربعة فصول حيث تم تخصيص :

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة : و تم التطرق فيه إلى عموميات الأوراق المالية الناشئة من خلال معرفة أهم تصنيفاتها و محدداتها ، و معرفة مراحل تطورها كذلك مكانتها دوليا .

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة تعرفنا أولا على مفهوم كفاءة السوق المالية الناشئة و متطلباتها كذلك شروط السوق التامة ، كما تعرفنا على المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية و مؤشراتنا ، و في الأخير قدمنا لمحة على علاقة الأسواق المالية الناشئة بالسيولة و الحركة العشوائية للأسعار كذلك صعوبات السوق المالية الناشئة و الحلول الممكنة لها .

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر : نحاول عرض نشأة سوق المالي في الجزائر باعتباره سوق ناشئ و التعرف على مراحل إنجاز بورصة الجزائر و الهيئات المنظمة لها ، و أهم الشروط التي تخول لنا الدخول إليها و مؤسسات المدرجة في هذا السوق . لتتعرف على أداء بورصة الجزائر و تحليلها و معرفة المعوقات التي تعتبر عائق لنموها و تقدمها لنطرح في الأخير آليات لتفعيلها و تعزيزها .

الخاتمة العامة : تضم الخلاصة العامة ، نتائج البحث ، و نتائج اختبار فرضيات البحث ، ثم التوصيات المقترحة ، و أخيرا آفاق البحث .



تمهيد :

لقد أحيطت الأسواق المالية الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، و بعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من أجل تحديد مفهومها ، و خصائصها ، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية ، و قد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شددت انتباه المستثمرين و استقطبتهم نحوها نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم ، باعتبارها مصدر تنوع لمخاطرهم ، و لقد لعبت هذه الأسواق دور كبيرا في التنمية اقتصادياتها المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية .

و للتعرف أكثر على الأسواق المالية الناشئة فقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث و هي كالتالي :

- المبحث الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة
- المبحث الثاني : مراحل التطور الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها
- المبحث الثالث: مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التنوع الدولي

المبحث الأول : مفهوم الأسواق المالية الناشئة

إن الأسواق المالية أداة مهمة لدعم و تقوية الاقتصاد ، وقوة الاقتصاد في أي دولة تعكس قوة أسواقها المالية ، فالدول القوية عادة نجد أنها تتمتع بأسواق مالية قوية و ذات كفاءة عالية على عكس الدول الضعيفة و الناشئة فإن أسواقها المالية كذلك تعد ناشئة و تسعى إلى تحسين كفاءتها للوصول إلى كفاءة الأسواق المتقدمة و هذه الأسواق تتمتع بمجموعة من الخصائص التي تفرقها عن الأسواق المالية متقدمة .

المطلب الأول : تعريف الأسواق المالية الناشئة

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة في عملية تعبئة المدخرات و اجتذاب المستثمرين الدوليين ، و هي أسواق برزت خلال العشريتين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي و المؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً .

ويمكن تعريفها بأنها " تعرف الأسواق المالية الناشئة على أنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً و تنتمي إلى دول نامية التي تتجه إلى اقتصاد السوق و أهم ما تتميز به هذه السوق هو تزايد حجم الإصدارات الجديدة " ¹.

ويطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية على الأسواق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية و يكون حجمها و نشاطها في نمو متزايد .

و تعرف أيضاً حسب الشركة المالية الدولية (société financière internationale) " تعتبر السوق الناشئة كل سوق للأسهم أو القروض في بلدان لا تتجاوز فيها قيمة الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد 8955 دولار لسنة 1994 م ، علماً أن القيمة الأخيرة هي الحد الأدنى الذي حدده البنك العالمي لتمييز البلدان ذات الدخل المرتفع ، و من ثم فهي أسواق مالية في بلدان لا تعتبر بلدان ذات دخل مرتفع " ²

¹ - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية) ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر الأكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص مالية و نقود ، جامعة العربي التبسي - تبسة - ، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، 2015-2016 ، ص 137

² - سفيان حلوفي ، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوريا الجنوبية و إندونيسيا ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير العلوم الاقتصادية ، تخصص التمويل الدولي و المؤسسات النقدية و المالية ، جامعة منتوري قسنطينة ، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، 2010-2011 ، ص

تعريف كريستين لاغرد 2016 christine laguard تعرف رئيسة صندوق النقد الدولي الأسواق الناشئة بأنها " مجموعة تضم 30-50 بلدا في مرحلة التحول أي أنها ليست شديدة الثراء و لا شديدة الفقر ، كما أنها منفتحة نسبيا أمام رأس المال الأجنبي و لديها نظم مالية و تنظيمية لم تصل بعد إلى مرحلة النضج الكامل ، و هذه البلدان تتسم أيضا بقدر هائل من التنوع ثقافيا و جغرافيا و حتى اقتصاديا فهي غير متجانسة فعلى سبيل المثال يمر الاقتصاد البرازيلي و الروسي حاليا بفترة ركود ، بينما تتمتع الهند و المكسيك بنمو قوي في نفس الوقت ، و كل من هذه البلدان حريصة على بنظرائها الأكثر تقدما ، غير أن صعوبة المتغيرات الاقتصادية الحالية تجعل عملية اللحاق أكثر صعوبة ."¹

تعرف الأسواق الناشئة على أنها " تلك الدول التي تخضع اقتصاديتها بالكامل لإعادة هيكلة اقتصادية بهدف التوجه إلى اقتصاد السوق و التجارة الحرة و خلق فرص تجارية و استثمارية أخرى و تركيز بشكل كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال نقل التكنولوجيا ."²

و يشير قاموس المصطلحات المالية الخاص بصندوق النقد الدولي " Glossary Of Selected Financial Terms " الأسواق الناشئة هي أسواق رأس مال الدول النامية التي حررت أنظمتها المالية لتعزيز تدفقات رأس المال من غير المقيمين و تسمح بدخول المستثمرين الأجانب إليها على نطاق واسع ."³

و تعريف stangart and poor للأسواق الناشئة " كان يعتمد على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة و الضعيفة و ذلك لغاية سنة 1996 م حيث تعتبر اقتصاديات الأسواق الناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة التي يحددها البنك المركزي أصبحت غير ناجعة فتم اللجوء إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال 03 سنوات الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي ."⁴

" أما بالنسبة للشرط الثاني فيتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام . و يعرف رأس المال السوق القابل للاستثمار برأس مال السوق بعد الخصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب

¹ - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكانتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012-2016 ، مجلة دفاتر بوادكس ، العدد 07 ، مارس 2017 ، ص 69

² - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكانتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012-2016 ، نفس المرجع ، ص 70

³ - بسبع عبد القادر ، صديقي مليكة ، تحليل مؤشرات تنمية و استقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة ، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية ، العدد 02 ، سبتمبر 2017 ، ص 87

⁴ - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حكومة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية ، مرجع سبق ذكره ، ص 17-18

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

الاستثمار فيه و كما يلاحظ فإن هذا المعيار يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية فالأسواق التي تضع قيودا على الاستثمار تعتبر عموما أسواق ناشئة.¹

يعتبر لفظ الأسواق الناشئة لفظا حديثا إذا كان يستخدم في أوائل الستينيات و بعدها عدة ألفاظ منها الدول المتخلفة ، دول النامية " كان أول من استخدم لفظ الأسواق الناشئة للدلالة على أسواق الأوراق المالية بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولية IFC في دراستهم حيث عرفتها مؤسسة التمويل الدولية كما يلي : هي تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة و متوسطة النمو ، و بدأت عمليات التغيير و النمو في الحجم و النشاط ، و تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم"²

و يشمل مصطلح الناشئة عدة مفاهيم " فعبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية منذ عام 1981 م والتي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور و تنمو . و يشمل مصطلح (الناشئة) عدة مفاهيم فيمكن أن يعني سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها و يزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة ، و التي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق . و من الواضح أن الأغلبية الأسواق المصنفة حاليا كالناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها."³

تجدر الإشارة هنا إلى نقطة هامة و هي استخدام مصطلح الأسواق الناشئة المقصود بذلك ليس حداثة نشأة السوق و إنما يمكن أن نجد من الأسواق ما تأسس منذ زمن طويل و تندرج تحت هذا الإطار ، كبورصة الهند التي تأسست عام 1875 و بورصة القاهرة عام 1904 .

مما سبق نستخلص أن مصطلح الأسواق المالية الناشئة يطلق على السوق التي تتوفر فيه شرطين :

- أن يتواجد السوق في اقتصاد نام .
- أن تكون هذه الأسواق في مرحلة انتقالية و تتميز بنمو في حجمها و مستوى نشاطها .

¹ - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حكومة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية ، مرجع سبق ذكره ، ص 18

² - سفيان حلوي ، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوريا الجنوبية و إندونيسيا ، مرجع سبق ذكره ، 126

³ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، منشورة ، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014-2015 ، ص 44

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

المطلب الثاني : تصنيف الأسواق المالية الناشئة

أولاً : تصنيف الأسواق المالية من طرف أهم المؤسسات الدولية :

اختلفت تصنيفات أهم المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي IMF و منظمة التنمية و التعاون الدولية OECD و المؤسسة المالية الدولية IIF و مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية UNCTAD ، حيث هناك عدم وضوح حول كيفية وضع هذه العتبات المستخدمة في التصنيف .

و يوضح الجدول مختلف التصنيفات الخاصة بكل مؤسسة¹ .

جدول رقم (01) : الأسواق الناشئة من منظور بعض المؤسسات الدولية .

OECD منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية	IMF صندوق النقد الدولي	IIF معهد التمويل الدولي
الأرجنتين ، الصين ، الشيلي ، كولومبيا ، البرازيل ، جمهورية التشيك ، مصر ، هنغاريا ، الهند ، روسيا ، اندونيسيا ، البيرو ، ماليزيا ، الفلبين ، المكسيك ، المغرب ، باكستان ، بولندا ، جنوب إفريقيا ، تايلاند ، فنزويلا .	الأرجنتين ، بلغاريا ، الشيلي ، الصين ، استونيا ، هنغاريا ، الهند ، لاتفيا ، لتوانيا ، ماليزيا ، البيرو ، المكسيك ، باكستان ، الفلبين ، بولندا ، رومانيا ، جنوب إفريقيا ، سيريلانكا ، تركيا ، أوكرانيا ، فنزويلا .	الأرجنتين ، البرازيل ، بلغاريا ، الشيلي ، الصين ، كولومبيا ، جمهورية التشيك ، مصر ، الإكوادور ، الهند ، غواتيمالا ، البيرو ، الإمارات ، هنغاريا ، اندونيسيا ، لبنان ، ماليزيا ، المكسيك ، نيجيريا ، الفلبين ، بولندا ، رومانيا ، روسيا ، السعودية ، جنوب إفريقيا ، كوريا الجنوبية ، تايلاند ، تركيا ، أوكرانيا ، فنزويلا .

Source: Mustafa Sakr and Ander Jordan , emerging multinational corporations : theoretical and conceptual framework – 574 , January 2016 , page 27-28 .

¹ - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكائنها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012 - 2016 ، مرجع سبق ذكره ، ص 71

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

يوضح الجدول تصنيفات الأسواق الناشئة حسب أهم المؤسسات الدولية ، حيث أن هناك تباين فيما يخص التصنيف و هذا راجع لاختلاف المعايير التي تحددها كل مؤسسة ،

" فيما يخص تصنيف الأسواق الناشئة حسب صندوق النقد الدولي فيعتبر الأكثر شمولاً حيث يأخذ بعين الاعتبار نصيب الفرد من الدخل و درجة التنوع في الصادرات و كذلك مستوى الاندماج في النظام المالي العالمي .

أما بالنسبة للبنك الدولي فيدرج الأسواق الناشئة ضمن البلدان منخفضة و متوسطة الدخل و لقياس التنمية الاقتصادية لبلد ما يعتمد البنك الدولي على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لترتيب البلدان و تصنيفها على مدار أكثر من 50 عاما يركز تصنيفه على العاملين التاليين الخاصين بكل بلد : التعداد السكاني و نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مقوماً بالدولار الأمريكي ."¹

ثانياً : تصنيف الأسواق المالية العالمية

التصنيف الحالي للأسواق المالية حيث يضيف إلى الأسواق المتقدمة و الأسواق الناشئة ما يعرف بأسواق الأوراق المالية الحدودية و هي أسواق أوراق مالية صغيرة نسبياً ، حيث تتميز بقلّة و عدم وفرة المعلومات . و يوضح الجدول التصنيف للأسواق المالية حسب المناطق الجغرافية ."²

الجدول رقم 02 : تصنيف الأسواق المالية العالمية

المجموع	إفريقيا	آسيا و الشرق الأوسط	أوروبا	أمريكا	الأسواق
25	0	5	18	2	المتقدمة
23	3	10	5	5	الناشئة
33	8	11	9	5	الحدودية
81	11	26	32	12	المجموع

Source : Francis A lees , Financial Exchanges : A Comparative Approach , Routledge , New York , 2012 , page 266

¹ - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكانتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012 - 2016 ، مرجع سبق ذكره ، ص 71-72

² - بسبع عبد القادر ، صديقي مليكة ، تحليل مؤشرات تنمية و استقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة ، مرجع سبق ذكره ، ص 89

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

ثالثا: الأسواق الناشئة من منظور أهم المؤشرات العالمية :

تساعد المؤشرات في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار حيث تعتبر معيار قياس الأداء الكلي للسوق المالي و تختلف من حيث طريقة حسابها .

و يوضح الجدول التالي تصنيف هذه الأسواق حسب أهم مؤشرات عالمية و هي كالتالي ¹:

جدول رقم 03 : تصنيف الأسواق حسب أهم المؤشرات العالمية لسنة 2018

بلومبيرغ Bloomberg	مؤشر داوجونز DOW JONS	مؤشر فاينانشل تايمز FTSE	مؤشر ستاندر أند بورز S&P	مؤشر مورغان ستانلي MSCI
البرازيل - الشيلي الصين - كولومبيا جمهورية التشيك مصر - هنغاريا الهند - اندونيسيا لاتفيا - ماليزيا المكسيك - المغرب - البيرو - بنما الفلبين - بولندا روسيا - جنوب إفريقيا - كوريا الجنوبية - تركيا	البرازيل - الشيلي - المكسيك كولومبيا - البيرو الهند - الصين اندونيسيا - ماليزيا - جمهورية التشيك هنغاريا - بولندا روسيا - تركيا .	البرازيل - جمهورية الشيلي - اليونان المجر - ماليزيا المكسيك - بولندا - جنوب إفريقيا تاوان - تايلاند تركيا - تشيلي الصين - كولومبيا مصر - الهند اندونيسيا باكستان البيرو - الفلبين قطر - روسيا الإمارات العربية المتحدة	البرازيل - الشيلي الصين - كولومبيا جمهورية التشيك مصر - هنغاريا الهند - اندونيسيا ماليزيا - المكسيك المغرب - البيرو الفلبين - بولندا روسيا - جنوب إفريقيا - تايلاند تركيا - تاوان	البرازيل - الشيلي كولومبيا - المكسيك البيرو - روسيا جمهورية التشيك جنوب إفريقيا مصر - تركيا اليونان - هنغاريا بولندا - الإمارات العربية المتحدة قطر - الصين الهند - اندونيسيا كوريا - ماليزيا الفلبين - تاوان تايلاند

المصدر : من إعداد الطالبات بالاعتماد على المواقع الالكترونية الرسمية لكل مؤشر .

<https://www.msci.com/market-classification>

<https://www.ftse.com/products/indices/country-classification>

¹ - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكاتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012 - 2016 ، مرجع سبق ذكره ، ص 73

<https://www.dow.gones.com/products/indices/country-classification>

<https://www.Bloomberg.com/products/indices/country-classification>

نلاحظ من خلال الجدول أن تصنيفات الدول التي تندرج ضمن الأسواق الناشئة تتباين كثيرا نظرا لاختلاف المعايير المتبعة في عملية التصنيف حيث أن كل من المؤشرات العالمية تعتمد مجموعة من المعايير لتصنيف الأسواق الناشئة تتمثل أهم المعايير المتفق عليها من قبل هذه المؤشرات في رأسملة السوق و حدود الملكية الأجنبية و معاملة المستثمرين الأجانب و استقرار الإطار المؤسسي و كذا فترة و طريقة التسوية .

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات :

الأسواق الناشئة الأكثر تقدما : " هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا ، المكسيك ، كوريا الجنوبية ، تاوان ، تايلاند ... تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة و التي هي :

- معدلات التضخم منخفضة .
- استقرار نسبي في أسعار الصرف و أنظمة مالية و مصرفية متطورة .
- سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم و السندات .
- تبادل هام في سوق الأسهم .
- استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأسواق المالية .

أسواق هذه المجموعة لازالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تجتازها ، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة ."¹

الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح : " الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي الأسواق الأرجنتين و البرازيل و الهند و نيجيريا و الفلبين التي تعتبر سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها و تقنية عملها . فعلى الصعيد التقني ، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الانتشار ، و هذا تحديدا يتعلق باختتام مقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية ، و بنشر المعلومات و بدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير ."²

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 47

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مذكرة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، 2005-2006 ، ص 162

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

بالنسبة لهذه البلدان لا يبدو عادة التوجه في أسواق رؤوس الأموال الدولية في غاية السهولة ، لكن على الرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل .

الأسواق الحديثة النشأة ، أو تلك التي تعاني من الركود : " ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما ، و مميزات الأسواق الحديثة النشأة و الأسواق الراكدة أنها أسواق البلدان النامية ، و أسواق بلدان أوروبا الوسطى و الشرقية و أسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الإتحاد السوفياتي السابق ، و كذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فإن النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية ، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدودا أيضا ."¹

بالنسبة لهذه البلدان فإن الأسواق المالية هي في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها ، و هذا بدوره ينعكس سلبا على حجم العمليات .

المطلب الثالث : خصائص الأسواق المالية الناشئة

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى ، و ذلك حسب التقسيمات لأخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم ، و قسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها .

المجموعة الأولى : " الأسواق لازالت في المراحل الأولى للتطور ، مثل بورصات كينيا ، زيمبابوي ، الحجر و بولندا و من سماتها .

- قلة عدد الشركات المسجلة و انخفاض عدد الأسهم .
- ضآلة القيمة السوقية للأسهم ، و تركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة .
- انخفاض سيولة الأوراق المالية .
- تقلبات الشديدة في الأسعار ."²

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 162

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، نفس المرجع ، ص 167

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

المجموعة الثانية : " مثل بورصات البرازيل ، الصين و كولومبيا و الهند و المغرب و الفلبين و التي تتميز بالخصائص التالية :

- درجة السيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة .
- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ .
- مصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأهم .¹

المجموعة الثالثة : " مثل البورصات الأرجنتين و اندونيسيا و تايلاند و تركيا و التي تتميز بالخصائص التالية:

- استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية .
- زيادة حجم الإصدارات الجديدة و خاصة الأسهم .
- ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة .²

المجموعة الرابعة : " مثل بورصات هونغ كونغ و المكسيك و كوريا و سنغافورة و تايوان و التي تتسم بالخصائص التالية :

- معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية .
- حجم كبير من التعاملات و اتساع نطاق السوق المالية .
- أسواق تنافسية عالمية .³

نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم و إنما من حيث الأداء و الخصائص الهيكلية ، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل من حيث عدد شركات المسجلة و التي تسجل كل عام القيمة السوقية للأسهم ، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية و المالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية .

و هناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة و هي :

1. الخطر و المردودية : الخطر الذي ينجم عن استثمارها ، في أصل مالي ، المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 167

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، نفس المرجع ، ص 168

³ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، نفس المرجع ، ص 168

2. سيولة السوق و درجة تركزه : إن سيولة و تركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها :

- حجم التبادلات ، قيمة العمليات ، الرسملة في البورصة و الحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة .
- التركيز و هو على وجه عام الأكثر أهمية في الأسواق الناشئة ، إذا ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة ، و إذا كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في السوق ، فإن هذه النسبة ترتفع على حوالي 35% في السوق الاندونيسي ، و إلى حوالي 80 % في السوق الفنزويلي ، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55 % في السوق الأردني¹ .

3. تنظيم السوق : تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي :

- استخدام أحدث التقنيات و برامج المعلوماتية : أي استخدام الواسع للمعلوماتية و لكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدام المعلوماتية حسب درجة تطورها .
- إعلام و حماية المستثمرين : أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات ، كما أن المهل قصيرة لمقاصة العمليات و تسليم الأوراق المالية ، و هذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين .
- التوفيق بين تحرير السوق و وضع قواعد لضبطه : أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة ، و القيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير و عدم استقرار² .

4. ارتفاع عوائد الاستثمار فيها : " تمثل الأسواق الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي ، لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة³ .

المبحث الثاني : مراحل التطور الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 49-50

² - أيت أكان عزيزة ، بوضيعة فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية ، تخصص مالية مؤسسة ، جامعة أكلي محمد أولجاج ، البويرة ، 2014-2015 ، ص 59-60

³ - كمال يوسف ، عروسي سميرة ، أثر تراجع أسعار النفط على الأسواق المالية الناشئة (2010-2016) ، مجلة الحقيقة ، العدد 03 ، سبتمبر 2018 ، ص

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

تعتبر الأسواق المالية أداة مهمة في الاقتصاد الوطني و ذلك من خلال الدور الذي تقوم به ، حيث يمكن وضع إطار لمراحل التطور و النمو التي تمر بها الأسواق المالية الناشئة مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة يختلف من سوق لأخر ، و في كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة ، فإن هذه الأسواق تتأثر بالمتغيرات الكلية الاقتصادية فعند محاولة تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير و السريع الذي عرفته الأسواق المالية الناشئة . فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية و هي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية ، و يرى البعض الأخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق .

المطلب الأول : مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها ، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لأخر ، و في كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة ، وفيما يلي عرض لهذه المراحل :

المرحلة الأولى : حيث أن " تبدأ هذه المرحلة مع بداية استخدام السوق المالية كأسلوب تمويل و تدعيم النمو الاقتصادي للبلد ، حيث يميل المستثمرون المحليون إلى التوجه نحو هذا النوع من الاستثمار بدلا من الودائع البنكية التقليدية و سندات الخزينة قصيرة الأجل و خلال هذه المرحلة تميل أسعار الأوراق المالية إلى ارتفاع بسبب حجم الصغير الذي تتمتع به هذه الأسواق ، كما أنه تقدم فرص استثمار محدودة ، كما أن هذه الأسواق تتمتع بنمو في الحجم و في درجة الرقي و التكلفة ، الشيء الذي يميزها عن الأسواق البدائية التي لا تظهر عليها أي علامات تطور." ¹

تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي :

- قلة عدد الشركات المسجلة و انخفاض عدد الأسهم و تعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار .
- ارتفاع درجة التركيز و انخفاض السيولة .

¹ - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حكومة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية ، مرجع سبق ذكره ، ص 18-19

- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى ، و تمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا و زمبابوي ، و في شرق أوروبا مثل بولندا .¹

المرحلة الثانية : حيث أن " خلال هذه المرحلة تكون السوق المالية أكثر نشاط بحيث تؤدي ضغوطات من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات للدخول ، و من الداخل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة و في هذه المرحلة النشطة و المتذبذبة ، تحسن السوق المالية مجموعة قوانينها المتعلقة بالاستثمارات و خاصة الأجنبية منها ، و أنظمة المقاصة و التسوية بهدف جذب المستثمرين و زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة على السوق و لكن هناك عمالان لا يخدمان مصلحة المستثمر بشكل كبير ، و هما الحجم الصغير للسوق و بقاء بعض القيود التنظيمية ."²

تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة :

- ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم ، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية ، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح ، و من ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي ، و لكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة ، وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل ، و من بين أسواق هذه المرحلة البرازيل ، الصين ، كولومبيا ، الهند ، المغرب ، باكستان ، الفلبين ، و مصر ."³

المرحلة الثالثة : وهي " مرحلة التوسع حيث تقدم السوق عوائد أكثر ارتفاع و أقل تذبذب ، و يحصل المستثمرون بسهولة كبيرة على الإصدارات الجديدة المتزايدة و بشكل سريع ، و لكن هذا يترجم في الحقيقة احتياجات متزايدة إلى هذه نظام وساطة مالية فعالة (البنوك) ."⁴

تتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة :

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوصيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 57

² - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حكومة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية ، مرجع سبق ذكره ، ص 19

³ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 163

⁴ - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حكومة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية ، مرجع سبق ذكره ، ص 19

- تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سرعة في التعامل و حجم الأسهم المصدرة .
- تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو الشركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص يطرح إصدارتها للجمهور طرحا أوليا ، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة ، و قد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأسواق المالية ، و تشمل هذه الأسواق الأرجنتين و اندونيسيا ، تركيا ، ماليزيا ، المجر ، تايلاند¹ .

المرحلة الرابعة : و هي " تعبر عن نضج السوق و استقرار نموها ، حيث تكون علاوات المخاطر تناسبية على مستوى الدولي ، و تقترب السوق بهذه المرحلة من الأسواق المالية المتقدمة المكتملة النضج ، وفي هذه المرحلة أيضا يلاحظ احترام السوق للمعايير الدولية المعترفة ، و تطور استراتيجيات التسويق و الاتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين و من ناحية أخرى فإنها تتميز بحجم كبير يجعلها قابلة للمقارنة بالأسواق المتقدمة² .

تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة :

- ارتفاع درجة السيولة فيها درجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة .
 - يزداد السوق المالي اتساعا .
 - انخفاض في 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 .
- و تشمل هذه الأسواق هونغ كونغ ، كوريا ، المكسيك ، سنغافورة ، تايوان³ .

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوصيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 57

² - أمير واجد غالب دويكات ، دور حكومة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية ، مرجع سبق ذكره ، ص 20

³ - أيت أكان عزيزة ، بوصيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 58

المطلب الثاني : محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

ترجع الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير و السريع الذي عرفته الأسواق الناشئة ، و زيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية بمعدلات كبيرة إلى نوعين من العوامل هناك عوامل خارجية متمثلة أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية ، المتقدمة و تباطؤ معدلات نمو اقتصاديتها ، و هي عوامل لا يمكن التحكم فيها و عوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق .

أولا : العوامل الداخلية

تعتبر العوامل الداخلية من عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى الأسواق الأوراق المالية الناشئة و تعتبر داخلية لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية ، و من أهم هذه العوامل مايلي :

1. سياسات الإصلاح الاقتصادي : حيث أن " طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية ، هذا و تهدف هذه السياسات إلى الحذف تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي ، و كذلك تخفيض العجز المالي و معدلات التضخم ، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف ، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال إلى الدول النامية ."¹

2. ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي : تعتبر معدلات النمو المرتفعة التي حققها الاقتصاديات الناشئة من أهم العوامل التي شجعت الاستثمار بأسواقها " نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل . مثلما حدث في اليابان في الفترة من الستينات إلى الثمانينات . و نظرا للتغيرات التي طرأت في المجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة لأروغواي 1993 م و ما تمخض عنها من زيادة تحرير تجارة الدولية ، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي ، و ذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها في خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية ."²

¹ - سفيان حلوفي ، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوريا الجنوبية و إندونيسيا ، مرجع سبق ذكره ، ص 147

² - أيت آكان عزيزة ، بوصيعة فتحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 62

3. إصلاح القطاع المالي و توسيع الملكية : إن القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة عرف حركة من إصلاحات ساعدت على نمو السريع لأسواق الأوراق المالية بها " إذا قامت عدة الدول بتحرير أسعار الفائدة ، و التخلي عن الائتمان الموجه ، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية ، مع إدخال صكوك مالية جديدة ، و تبسيط إجراءات قيد الشركات و تخفيض الضرائب و الرسوم على الخدمات مثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب المراقبة حسابات إصدارات رأس المال ، و سمحت للشركات بتحديد سعر و توقيت الإصدارات الجديدة ، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج ."¹

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة و تنفيذها ، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين ، و تكوين لجان للإشراف على القوانين و اللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات ، و هذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين و كذا الأجانب في الأسواق الناشئة .

بالإضافة إلى " حركة إصلاح القطاع المالي ساعد على إتباع هذه الدول برامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام أي الخوصصة و نقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية ، إذ تشير إحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم قامت بخوصصة شركات القطاع العام ، حيث في الفترة الممتدة بين 1980-1992 ثم خوصصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام ."²

تساهم عملية الخوصصة على تحسين نشاط أوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية .

ثانيا : العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية من العوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة و تتمثل هذه العوامل في :

1. انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق الدولية " حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الو م أ من 9.8% في أبريل 1989 م إلى 2.9% في نوفمبر 1992 م ، و قد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 166

² - سفيان حلوفي ، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوريا الجنوبية و إندونيسيا ، مرجع سبق ذكره ، ص 148

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم و السندات .¹

2. العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي و ضعف الطلب على الأموال الذي شاهدها الدول الصناعية في أوائل التسعينات .

3. كذلك من بين العوامل الخارجية " نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة و التي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية ، و التدابير و الإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية ، و ذلك بتحقيق القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص ، و تبسيط الاتجار في الأسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل و تبسيط إجراءات التسجيل ، و مشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين ، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة ."²

4. يمكن إضافة إلى هذه العوامل " الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل صناديق المعاشات و شركات التأمين خاصة و أن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي . و قد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الوم أ ، اليابان ، ألمانيا ، فرنسا ، و المملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980م إلى 7.2% من أصولهم عام 1993 و قد بلغت استثمارات صناديق المعاشات و شركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة ."³

و في الأخير إن نمو الأسواق الناشئة لم يكن وليد الصدفة بل سببه عدة عوامل هي كالتالي :⁴

- خصوصية الشركات .
- زيادة قاعدة الاستثمار الخارجي الأجنبي و المحلي .

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوسيقع فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 63

² - أيت أكان عزيزة ، بوسيقع فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، نفس المرجع ، ص 64

³ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 165

⁴ - عبد الحفيظ خزان ، الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016 ، مجلة الاقتصاد الصناعي ،

العدد 12 ، 03 جوان 2017 ، ص 102

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

- نظم التسوية و المقاصة أصبحت أكثر كفاءة .
- زيادة عدد المصدرين للأوراق المالية في هذه البورصات .
- تنوع الأوراق المالية التي تطرحها الشركات .
- تحسين الإطار التنظيمي المتمثل في إصدار قوانين للأوراق المالية تتناسب مع البيئة العالمية .
- استقلال الهيئات المشرفة على البورصة و المنظمة لها .

المبحث الثالث : مكانة الأسواق الناشئة ضمن التنوع الدولي

إن التطور الكبير في اقتصاديات البلدان الناشئة انعكس بشكل إيجابي على تدفقات رؤوس الأموال الدولية ، حيث أصبحت قطبا هاما لجذب الاستثمارات الدولية . إذ أصبح بإمكان هذه الدول أن تقلص من لجوئها إلى الاقتراض الحكومي من الجهات الرسمية أو الخاصة و بالتالي إمكانية التحكم في أزمة المديونية ، من خلال فتح أسواقها في شكل استثمارات أجنبية سواء مباشرة أو في الحافظة المالية .

المطلب الأول : تصاعد دور الأسواق الناشئة

تعتبر الاقتصاديات الناشئة أحد أهم عوامل دفع الاقتصاد العالمي ، حيث تسهم هذه الاقتصاديات بأكثر من ثلثي النمو العالمي . فقد شكل تباطؤ الاقتصاد العالمي و أزماته فرصة جيدة للدول ذات الاقتصاديات الناشئة ، فقد كانت أكبر المستفيدين من تبعات الأزمات المالية العالمية ، حيث تعتبر هذه الدول الوجهة الأمل لرؤوس الأموال بسبب قلة المخاطر التي تتواجد بالعادة في الدول الصناعية الكبرى " شغلت هذه الأسواق مقدمة الأحداث خلال كل عشرية التسعينيات ، و أخذت الاهتمام الكبير ، حتى بعد تعرضها للأزمة المالية في أواخر تلك العشرية من خلال استقطابها لرؤوس الأموال الخاصة ، و التي ارتفعت تدفقاتها إلى داخل مجموع هذه الأسواق من 53.2 مليار دولار في 1990 لتصل إلى 231 مليار دولار في 1996 ثم 202.7 مليار دولار في 1997 مع عودتها إلى الافتراض الحكومي (الرسمي) مع انتقال آثار عدوى الأزمة المكسيكية في 1995 . و لقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا 47 % و أمريكا اللاتينية 38 % كأقطاب رئيسية ، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية 15 % ، و على العموم فإن أهمية التدفقات المالية الدولية الداخلية إلى الأسواق الناشئة ، إنما تعكس مدى فعالية الاقتصادية و المالية لهذه الأسواق ، و ليست هنالك أية مبالغة إذا اعتبرت هذه الأسواق العنصر الأساسي و المحرك للأسواق المالية الدولية خلال هذه المدة ."¹

نستنتج أن تصاعد تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة أصبح يمثل بشكل كبير قواعد و أسس العملة المالية الجديدة .

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 56

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

و فيما يلي سنعرض مقارنة بين مساهمة الأسواق الناشئة و النامية و الدول المتقدمة في الاقتصاد العالمي :¹

جدول رقم (04) : مقارنة تطور النمو في الأسواق الناشئة و النامية و الدول المتقدمة في الاقتصاد العالمي .

	2012	2013	2014	2015	2016
العالم	3.492	3.338	3.418	3.196	3.081
الدول المتقدمة	1.209	1.232	1.881	2.080	1.573
الأسواق الناشئة و الدول النامية	5.313	4.958	4.572	4.018	4.167

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

World Economic Outlook Data base , October 2016

نلاحظ من الجدول أن نسب نمو الأسواق الناشئة أكبر و بصفة واضحة من معدلات نمو الناتج المحلي بالأسواق المتقدمة حيث بلغت نسبة مساهمة الاقتصاديات الناشئة في الناتج المحلي الإجمالي العالمي 60.1% سنة 2014 ، في حين بلغت ما يعادل 39.9% فقط بالنسبة لمساهمة لدول المتقدمة في النمو العالمي ، و يعود ذلك إلى سببين رئيسيين هما : عدد السكان حيث تمثل مجمل عدد السكان بالأسواق الناشئة 80.7% من سكان العالم و هذه النسبة بلغت 77.2% في عام 1990 و تسارع وثيرة النمو حيث عادة تكون معدلات نمو الأسواق الناشئة بوتيرة أسرع بكثير من تلك التي تحقق بالدول المتقدمة بالرغم من قوة اقتصادياتها و صلابتها فمنذ سنة 2000 بلغ متوسط النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلدان الناشئة 3.5 مرة أسرع من أن الاقتصاديات المتقدمة .

¹ - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكائتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012 - 2016 ، مرجع سبق ذكره ، ص 76

المطلب الثاني : تنامي عناصر جذب الاستثمار

تعتبر التوقعات الدائمة لمعدلات النمو هي التي تبرر هذا التصاعد للأسواق الناشئة ، فهذه العوائد مرتفعة في الأسواق الناشئة ، و ضعف معدلات العوائد في الأسواق المالية الكبرى في نفس الوقت ، بإضافة إلى سياسات الانفتاح التي تتبعها هذه البلدان ، كل هذه العوامل ساعدت على إعادة تحريك رؤوس الأموال في العالم " تتميز الأسواق الناشئة رغم المخاطر الاستثمار فيها بالعوائد المرتفعة ، و هذا يمثل أهم عنصر جاذب للاستثمار الدولي ، و ارتفاع معدلات النمو فيها يشكل مؤشرا فعالا في عملية بناء أهداف و استراتيجيات المستثمرين ، كما أنها تحمل توقعات متفائلة عن المستقبل هذه الأسواق ، فمثلا في 1996 ، قدر البنك الدولي أن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2.7 % خلال فترة 1994 إلى 2009 مقابل 4.8 % في البلدان الناشئة بشكل عام ، أي الضعف تقريبا و مع النشاط الكبير الذي شهده القطاع الخاص في الاقتصاديات الناشئة ، و الدعم المقدم له من قبل الحكومات في إطار التحويلات الهيكلية لهذه الاقتصاديات ، زاد إقبال رؤوس الأموال الأجنبية من خلال استثمارات مباشرة ، استثمارات المحافظ المالية و القروض البنكية و كل التدفقات الأجنبية و التي تتبع تلك الإصلاحات و التغييرات الاقتصادية و خاصة التي تتعلق بقوانين الاستثمارات و كذلك مكانة القطاع الخاص " ¹

حيث أصبحت الأسواق الناشئة الآن تستحوذ على حصص متزايدة من الإنتاج العالمي ، و ذلك من خلال "موقعها الجغرافي و عدد سكانها و ثرواتها الطبيعية ، و يمكن أن تصل إلى معدل نمو حوالي 6 % مع التطور الملحوظ للقطاع الخاص ، و نظام اقتصاد السوق المبني على الحرية الاقتصادية ، و هذا يعني أن الاقتصاد الواعد بالنمو الاقتصادي مع الاستقرار السياسي يشكّلان عوامل النجاح بالنسبة للأسواق الناشئة لجذب الاستثمارات الدولية إليها ، و تعمل السلطات المحلية على دعم الاستقرار السياسي خاصة فيما يتعلق بسياساتها اتجاه الاستثمارات " ²

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 56

² - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، نفس المرجع ، ص 57

الفصل الأول : الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

نستنتج أن انفتاح الأسواق المالية الناشئة للاستثمار الأجنبي ، و توفر كل عوامل الجذب لهذه التدفقات المالية ، يجعلها تدخل في منافسة حقيقية مع الأسواق المالية العالمية الكبرى و ربما تعتمد في ذلك على ميزات العوائد المرتفعة ، و هذا معناه أن الأسواق الناشئة دفعت ثمنا لذلك يتمثل في العوائد المرتفعة للمستثمرين الأجانب .

و فيما يلي سنعرض مقارنة بين الأسواق الناشئة و النامية و الدول المتقدمة من خلال نسبة الاستثمارات من الناتج المحلي الإجمالي :¹

جدول رقم (05) : نسبة الاستثمارات من الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للأسواق الناشئة و الدول النامية و باقي العالم (%)

	2012	2013	2014	2015	2016
العالم	24.965	25.012	24.952	25.427	25.292
الدول المتقدمة	20.637	20.879	20.902	20.668	20.767
الأسواق الناشئة و الدول النامية	31.838	32.521	32.151	31.881	31.940

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

World Economic Outlook Data base , October 2016

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة الاستثمارات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للأسواق الناشئة و الدول النامية ساهمت بشكل كبير في نمو نسبة الاستثمارات العالمية 2012-2016 حيث كانت الزيادات في كل منهما مطرد ما عدا سنة 2015 التي انخفضت فيها نسبة الاستثمارات في الأسواق الناشئة و الدول النامية في حين ارتفعت نسبة الاستثمارات العالمية و هذا راجع إلى المساهمات الكبيرة و المعتبرة للدول المتقدمة التي شهدت نزوح كبير للأموال و الاستثمارات إليها .

¹ - نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكائتها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012 - 2016 ، مرجع سبق ذكره ، ص 77

المطلب الثالث : عدم الارتباط في العوائد مع الأسواق المتقدمة

نستخدم هذا المفهوم و هو عدم الارتباط في العوائد مع الأسواق المتقدمة في تحليل مخاطر المحفظة المالية ، حيث أن " يعتبر بعض المحللين أن عدم ارتباط العوائد بالأسواق المتقدمة يلعب دورا مهما في نجاح الاستثمارات في الأسواق الناشئة ، و يقصد بعدم الارتباط هنا ضعف معامل الارتباط بين العوائد على الأسواق المتقدمة و العوائد على الأسواق الناشئة ، بمعنى أن تغيير في عوائد الأسواق المتقدمة لا يؤدي بالضرورة إلى التأثير على عوائد الاستثمار في الأسواق الناشئة و هذا الارتباط الضعيف جدا يترجم من جهة نظر هؤلاء المحللين بأنه يوجد أرباح محتملة من وراء عملية تنويع المحفظة في الأسواق الناشئة . و لما كان المستثمر الدولي يبحث أفضل تشكيلة لمحفظته المالية و الوصول إلى أفضل العوائد بأقل المخاطر و حسب المختصين في هذا الميدان من خلال الخبرات المتراكمة لديهم فإن تشكيل محافظ مرجحة بأوراق مالية على الأسواق الناشئة يمثل درجة ضعيفة من المخاطر من تلك المرجحة بأوراق مالية في أسواق البلدان الصناعية ."¹

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 57

خلاصة الفصل الأول :

من خلال تطرقنا في هذا الفصل للإطار النظري للأسواق المالية الناشئة ، استطعنا الخروج ببعض المفاهيم و تقديم فكرة شاملة عن ماهية الأسواق المالية الناشئة ، من حيث مفهومها و تصنيفها ، و تم عرض الخصائص المميزة لها و المراحل الذي مرت بها الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها لنصل في الأخير إلى مكانة هذه الأسواق ضمن التنوع . حيث توصلنا إلى :

1. أن الأسواق المالية الناشئة هي الأسواق التي تتجه إلى اقتصاد السوق ، ولكن السوق نفسه بصدد النمو ، و أن أي سوق في بداية تطوره يكون قد مر بهذه المرحلة ،

2. تتميز هذه الأسواق بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأسواق و عند البحث عن العوامل التي كانت وراء نموها نجد أنها تضافرت عوامل داخلية و أخرى خارجية في ذلك ، فالعوامل الداخلية تمثلت في سياسات الإصلاح الاقتصادي ، ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي ، إصلاح القطاع المالي و توسيع الملكية ، أما العوامل الخارجية فتمثلت في انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية ، اتجاه الكثير من الأسواق نحو التكامل و الرغبة في تنويع المحافظ الاستثمارية بالإضافة إلى اكتساب هذه الأسواق الناشئة للتكنولوجية نتيجة الاحتكاك بالأسواق المتقدمة .

3. إن الأسواق الناشئة لها أهمية كبيرة في تنمية اقتصادها المحلي و العالمي ، لمواكبة الأسواق العالمية و لكنها تحتاج إلى مدة و نشاط لكي تصبح من الأسواق العالمية و مواكبة الأسواق المتقدمة ، و ما يميز الأسواق المالية الناشئة عن الأسواق المتطورة هو أن الأسواق العالمية تطبق القواعد السليمة لإدارة هذه الأسواق ، و تعطي المساهمين و المتدخلين في السوق حقهم الكامل .

الفصل الثاني

تمهيد :

تعد الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة و النامية و تشير الوقائع إلى أن هذه الأسواق المالية تلعب دور مهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي و ذلك لدورها الكبير في تنوع مصادر التمويل و تخفيض تكاليفها و لكي تقوم بالدور الفاعل في عملية جمع المدخرات من الجمهور و توجيهها نحو الاستثمارات ، و لقيام هذه الأسواق بدورها لا بد أن تتوفر هذه الأسواق المالية على الشرط الرئيس و هو توفرها على الكفاءة .

بعد تناولنا لحقيقة الأسواق المالية الناشئة ، بات من الضروري التحدث عن كفاءة الأسواق المالية الناشئة ، لأن أي انهيار في هذه الأسواق يسبب تبعات جسمية على اقتصاديات تلك الدول ، و يصبح بمثابة مصدر لتدمير الثروة و التوزيع غير العادل للدخل بين أصحاب المصالح خاصة في ظل العولمة المالية .

و للتعرف أكثر على الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة فقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث

و هي كالتالي:

- المبحث الأول: مدخل كفاءة الأسواق المالية الناشئة
- المبحث الثاني : متطلبات و مستويات كفاءة الأسواق المالية الناشئة و مؤشراتهما
- المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي

المبحث الأول : مدخل لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع و لكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الجهد و الوقت و التكاليف حيث أن المعلومات تأتي في السوق في أي وقت مستقلة و عشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة .

المطلب الأول : مفهوم كفاءة الأسواق المالية الناشئة

إن السوق الكفاء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة ، بما يسمح استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة في السوق ، و بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية ، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر إمكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية .

هناك تعريف لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث نجد أن " FAMA 1965 يعرف سوق الأوراق المالية كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة و الخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل . ثم عرض بيفر 1981 Beaver تعريفا بسيطا وواضحا استطاع أن يتغلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأسواق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة . حيث أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات ، كما يعتبر السوق الكفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية في المتوسط باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عن اتخاذ قرارات البيع و الشراء ."¹

¹ - بن اعمر بن حاسين ، حسين جديدين ، محمد بن بوزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية ، عمان ، تونس و المغرب ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 02 ، 2013 ، ص 252

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

لقد بين M.Reudal بأن " الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة و التي تعكس بدورها بشكل عقلائي كافة المعلومات ، المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة ، و تتعدل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة ."¹

و بناء على هذا المفهوم لكفاءة السوق المالية فإن " السوق الأوراق المالية تتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم و خبراتهم في تعاملات هذه السوق فهناك :

- المستثمرون قليلو الخبرة : و تمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا على الأسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية .
- المستثمرون المحترفون : يتمتعون بقدر عالي من الخبرة ، و تقوم تصرفاتهم بالضغط الإيجابي على الأسعار في اتجاه القيم المحورية للأوراق المالية .

و نتيجة لهذا التفاوت في مستويات الخبرة و دقة التحليل بين المستثمرين ، يتوقع وجود انحراف بين القيمة السوقية للورقة و القيم المحورية لها ، مما يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية لفائدة بعض المستثمرين ."²

المطلب الثاني : شروط كفاءة السوق المالي الناشئ

تلعب الأسواق المالية دور مهم إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية ، و ذلك لخدمة التمويل و الاستثمار ، و لإنشاء سوق مالي كفاء لابد من توفر الشروط التالية :

1. أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة و هذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من الباعين و المشترين و تتوفر لهم حرية الدخول و الخروج منه في العمليات السوقية و ذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار ، و كذلك يجب أن يكون سوق العميق .

¹ - أيت آكان عزيزة ، بوضيغ فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية ، تخصص مالية مؤسسة جامعة اكلي محند اولوجاج ، البويرة ، 2014-2015 ، ص 43

² - بن عزوز عبد الرحمن ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2011-2012 ، ص 54

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

2. أن توفر للسوق المالية خاصة السيولة للأوراق المتداولة ، و بتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أما المستثمرون لبيع و شراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة و بالوقت المناسب و بالسرعة المناسبة.¹
3. الاتسام بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر ، و إنشاء قسم للاستعلامات يزود بالأخصائين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين و أيضا تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء ، لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليما.²
4. وفرة المعلومات و سهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية و بذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا لتجانس معلوماتهم .
5. توافر الحرية الاقتصادية و الوعي الاقتصادي حتى تتمكن السوق من القيام بدورها .
6. توافر الإفصاح و العلانية و ذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل بها في نشرة مكتوبة ، و حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط و تطور الشركات يجب على هذه الشركات أن تلتزم بنشر ميزانياتها و نتائج أعمالها و بيانات كافة عن مشروعاتها ، و بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم و يبعث الثقة في الأوراق المالية و الوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض و الطلب في السوق.³
7. انخفاض تكلفة المعاملات يؤثر على تكلفة القرار الاستثماري ، بحيث أن ارتفاعها يؤدي إلى الحد من التوسع في الاستثمار .
8. وجود الاستمرارية و التنظيم فيها فلا بد أن تكون البورصة سوق مستمرة .
9. وجود إطار قانوني و قواعد خاصة لتنظيم و رقابة المعاملات التي تجري في البورصة ، و لحماية المتعاملين من المخاطر و محاسبة من عن ذلك الإطار القانوني .

¹ - زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015-2016 ، ص 53

² - زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، نفس المرجع ، ص 53

³ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، منشورة ، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014-2015 ، ص 72

10. النمطية و ذلك يجعل العقود و المعاملات في السوق بنمط محدد ، و التنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية ، و من ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر¹.

المطلب الثالث : خصائص السوق المالي الكفاء

و تتمثل خصائص السوق الجيد فيما يلي :

1. **السيولة** : " تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين ، و تعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة و بدون خسارة . أي المقدرة على بيع أصل مالي لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل ، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر .

2. **استمرارية السعر** : تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسة للسيولة ، و تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار ، و تتميز السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى بالسيولة².

3. **شمولية السوق** : " تتميز الأسواق المالية بالوساعة إذا نتج عن أوامر العرض و الطلب حجم تداول كبير ، فلو كان عدد المتعاملين من البائعين و الشارين في السوق قليلا ، و كان حجم التداول الناتج صغيرا ، فان السوق تكون ضيقة و بسبب حجم التداول في الأسواق ذات الواسعة فان الفرق بين سعر الطلب و سعر العرض ضيقا .

4. **حيوية السوق** : عندما يختل التوازن ما بين العرض و الطلب في السوق ، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن ، و عندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق ، مع العلم أن الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون فيها الفرق بين أسعار العرض و أسعار الطلب ضيقا و يتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة ، كما يكون حجم التداول كبيرا ، وجود وسائل سريعة و رخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية و الضرورية لحيوية السوق³.

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 72-73

² - عابد فضيلة ، أنس مملوك ، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية المجلد 36 ، العدد 05 ، 2014 ، ص 341

³ - أحمد بوراس ، السعيد بريكة ، كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد ، دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية ، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، جامعة بسكرة يومي 21 و 22 نوفمبر 2006 ، ص 06

5. **كفاءة المعلومات أو التسعير :** " يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة و بتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية . إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض و الطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية . " ¹

6. **كفاءة تخصيص الموارد :** " و يقصد بها تحويل فائض الأموال و الموارد التي تتسم بالندرة ، ممن لديهم هذا الفائض إلى الأنشطة الاقتصادية و الفرص الاستثمارية التي تتاح لهذه الموارد . و تحقق كفاءة تخصيص الموارد عندما يتم تخصيص تلك الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية ، و بالتالي يحقق النفع لكل الأطراف .

7. **العقلانية :** أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات و اختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق . " ²

8. **عمق السوق :** " تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق . و السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى و أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية ، حيث إذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض و الطلب في سعر الورقة المالية يدخل هؤلاء البائعين و المشترين فورا للتداول مما يؤدي بذلك إلى ضبط التغير الكبير في السعر و يكون العكس في الأسواق الضحلة و هي التي تعكس العميقة ، و في الأسواق المالية العميقة تكون أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى و ينتج من ذلك المتعاملين بالأوراق المالية و صانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة . " ³

9. **الأمن :** " أي أن تتوفر الحماية من المخاطر (سواء كانت تجارية أو غير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر) و بالتالي يجب أن تتوفر سوق المال على إمكانية متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية ، و كذلك الإجراءات الرادعة لها ، ووجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر غير تجارية ، و التي مصدرها السماسرة .

¹ - عابد فضيلة ، أنس مملوك ، م أنس مملوك ، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 342

² - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 79

³ - أحمد بوراس ، السعيد بريكة ، كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد ، دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 06

10. المنافسة الكاملة : بمعنى أحر عدالة السوق ، أي يكون عدد المتعاملين في السوق كبيرا ، و بالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار للسوق ، و بالتالي يجب أن يتيح السوق العدالة لكل من يرغب في إبرام الصفقات ، بحيث يوفر لهم فرص متساوية ، و هذا يتطلب التحقق من سيادة القانون و توفير مكاسب استثمارية

1» .

¹ - بصديق مُجَد ، الخوصصة في إطار السوق المالي كاتجاه للعودة لدراسة بورصة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك و أسواق مالية ، جامعة عبد الحميد ابن باديس مستغانم ، 2014-2015 ، ص 26

المبحث الثاني : متطلبات و مستويات كفاءة الأسواق المالية الناشئة و مؤشراتهما

يضمن السوق الكفاء تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة ، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المجالات الربحية ، و من خلاله يمكن إدراج أقسام السوق المالي الكفاء من حيث التخصيص الكفاء للموارد المالية ، حيث أن الدور الذي تلعبه المعلومات في تحديد سعر الورقة المالية له أهمية كبيرة ، فقد قام الباحثون بتحديد ثلاث صيغ و مستويات رئيسية لكفاءة الأسواق المالية و لتحديد مدى تطور السوق المالية و درجة تأثيرها بالأداء الاقتصادي للبلد اهتمت الدراسات الحديثة بإضافة مؤشرات عديدة يمكن دمجها ضمن مفهوم كفاءة و تطور سوق رأس المال .

المطلب الأول : متطلبات السوق المالي الناشئ الكفاء

1. الكفاءة التخصيفية : " تعبر الكفاءة التخصيفية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن ، و يرى البعض أن السوق الكفاء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلا بالنسبة للمجتمع ، و يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات ، و في هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسين الأول المباشر و الثاني غير المباشر . فمن خلال الدور المباشر عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما ، فهم يشترون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظرة أن تحققها هذه المؤسسة ، و هذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق و تفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها و زيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها ، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة ، كما يسمح لها بالاقتراض و هي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها ، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها . " ¹

2. كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) : " وفيها يعكس السوق تماما كافة المعلومات المتاحة و المناسبة لتحديد القيم و ذلك في أية لحظة ، هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات ، فتكون لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح ، مما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة ، و بذلك

¹ - زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 54

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل ، إذ ينبغي أن تكون كلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتحقق ، أي أن إتمام الصفقات عند حدها الأدنى ¹ . كما تجدر الإشارة إلى أن " يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم و استخدامها لتحقيق أرباح غير عادية ، غير أن هذا يحدث مع عدد ضئيل من المستثمرين و لمرات محدودة ففي ظل السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يتكرر حصولهم على تلك المعلومات و يحققوا على أساسها أرباحا غير عادية لأنه أي وسيلة للكسب المتميز تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين ."²

3. كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) : تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية ، و يمكن القول " أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض و الطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية ، و بالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل . أما عن التعاملات و كذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص . كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة و بيوت الخبرة و صناع السوق من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم في السوق مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل و الأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق ."³

¹ - أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية) ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر الأكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص مالية و نقود ، جامعة العربي التبسي - تبسة - ، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، 2015-2016 ، ص 28

² - أحلام عكنوش ، سوق الأوراق المالية و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير تخصص مالية ، تأمينات و تسيير المخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة أم البواقي ، 2013/2014 ، ص 24-25

³ - بن عزوز عبد الرحمن ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس ، مرجع سبق ذكره ، ص 57

المطلب الثاني : المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاث مستويات ، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي و ليس مطلق ، فقد قام عالما التمويل المشهوران (هاري روبرت و يوجين) بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات ، بحيث يحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتاحة و هذه المستويات هي :

1. المستوى الضعيف : و يتمثل في " أن الأسعار المتداولة في السوق ، لا تعكس إلا المعلومات الماضية أو التاريخية فقط ، لذا تكون الفرصة في مثل هذه الظروف لأن يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقتين هما : إما أن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ، ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات ، أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم . لذا يتيح المجال في هذا النوع من الأسواق المالية لعمل المحللين الماليين ، لأنهم بما أوتوا من خبرة و تأهيل سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة ، و التي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيتمكنهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يحققها غيرهم ، و تعتبر أسواق الدول النامية تمثيلا جيدا للمستوى الضعيف من الكفاءة ."¹

2. المستوى شبه القوي : و هو عبارة عن مايلي " عند هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية ، كافة المعلومات العامة المتاحة كتوزيعات الأرباح ، توزيعات الأسهم المجانية ، النتائج الدورية للمؤسسة ، دخول منتجات جديدة ، الظروف الاقتصادية المحلية و الدولية... الخ . ففي ظل هذا الشكل لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقا من تحليله لهذه المعلومات . تعتبر سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار هي أساس معرفة مدى كفاءة السوق المالي عند هذا الشكل ، فإذا كان تعدل الأسعار فوري ، فإن السوق المالي كامل الكفاءة في شكله شبه القوي . إلا أنها تبقى حالة نادرة التحقق على أرض الواقع ، لأن التعديل التام للأسعار يستلزم وجود وقت معين يختلف بين بضع دقائق إلى أيام . لكن يبقى أنه كلما زادت سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار كلما زادت درجة كفاءة السوق المالي عند هذا الشكل ."²

¹ - بسبع عبد القادر ، بن عيسى بن علي ، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية و أثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية ، مجلة البحوث و الدراسات التجارية ، العدد الأول ، مارس 2017 ، ص 54

² - شوقي بورقية ، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية ، كلية علوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف ، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، العدد 10 ، 2010 ، ص 143

3. المستوى القوي : " تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة ، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها ، و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتين ."¹

من خلال ما سبق يتضح لنا أنه كلما ارتقى المستوى كفاءة السوق المالي ، تقل الفرص الحصول على أرباح استثنائية (غير عادية) ، لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية فيه سيتطابق أو على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمته الاقتصادية ، و عليه فإن سوقاً يتمتع بالكفاءة المطلقة ستبقى فيه الفرص لتحقيق أرباح استثنائية ، و مع ذلك تبقى الفرص المتاحة لدى البعض لتحقيق مثل هذه الأرباح ، و عليه فكلما ارتقى مستوى كفاءة السوق المالي ، كان ذلك في صالح المستثمر العادي ، لأن الأسعار ستعكس و بقدر كاف المعلومات المتاحة في السوق و ذلك بتوفر عنصر الشفافية .

المطلب الثالث : مؤشرات الأداء في الأسواق المالية الناشئة

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين : الأولى و تهتم بها البورصات و تتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقاً من مقاييس نشاط و نضج السوق المالية ، و الثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري و يرتبط ذلك بالعوائد .

أولاً : المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق : و تتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسية و هي :

1. حجم السوق : و يقيسه مؤشران :

- **رسملة السوق :** و يسمى أيضاً بالقيمة السوقية ، وهي عبارة عن " مجموعة القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي ، و هي تمثل الحجم الكلي لرأس المال السوق في نهاية السنة ، بمعنى أنها تعبر عن قيم سعر الإغلاق لأسهم الشركات في نهاية آخر يوم من السنة ، و هذه القيمة مهمة لرصد التطورات الحاصلة في الأنشطة الاستثمارية للاقتصاد خلال الزمن ، على أساس إن قيمة الأسهم تزداد مع زيادة حجم المشروعات

¹ - عادل بوظالة ، أحمد بوراس ، دور كفاءة سوق رأس المال في توجيه و تخصيص الاستثمارات دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008/2014 ، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد السادس ، ديسمبر 2016 ، ص 364

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم و إن ارتفاع تلك القيمة تعني ارتفاع النشاط الاقتصادي سواء من حيث عدد الأسهم أو زيادة عدد الشركات أو أنها تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية .¹

و وفقا لتقسيم مؤسسة التمويل الدولية بشأن تقسيم الأسواق الناشئة طبقا لرأس المال فإنه توجد أربعة مجموعات على النحو التالي :²

- المجموعة الأولى : يبلغ رأسمالها السوقي أقل من 10 مليار دولار .
- المجموعة الثانية : يتراوح رأسمالها السوقي بين 10 مليار دولار و 100 مليار دولار .
- المجموعة الثالثة : و فيها رأسمال السوقي يتراوح من 100 مليار دولار إلى تريليون دولار .
- المجموعة الرابعة : و هي التي يبلغ رأسمالها السوقي أكثر من تريليون دولار .

و تجدر الإشارة إلى أنه " رغم صغر حجم رؤوس الأموال في هذه الأسواق إلى أن معدل نموها يفوق نظيره في الأسواق المتقدمة ، و قد انتقلت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار في 1994 أي تضاعفت 11 مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة ، و بلغت سنة 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار ، و قد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 9.47% من الرسملة السوقية العالمية في نفس العام ."³

- **عدد الشركات المدرجة** : هو عبارة عن مؤشر حيث "مؤشر يبين لنا تلك الشركات التي يسمح لها بالتعامل في الأدوات المالية في السوق المالي و التي استوفت و متطلبات الإدراج وفق اللوائح و التعليمات الصادرة ، كما يستخدم هذا المؤشر أيضا بوصفه مؤشرا للدلالة على حجم السوق ، و منه نستطيع معرفة تمثيل تلك الشركات للقطاعات العاملة في الاقتصاد ، بمعنى هل تتوزع أفقيا على جميع النشاطات الاقتصادية أم لا ."⁴

¹ - صالحى هالة ، آليات اندماج و تفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية دراسة حالة سوقي ماليزيا و البرازيل 1995-2012 ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2014/2015 ، ص 73

² - صالحى هالة ، آليات اندماج و تفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية دراسة حالة سوقي ماليزيا و البرازيل 1995-2012 ، نفس المرجع ، ص 74

³ - ساعد مرابط ، أسماء بلمهوب ، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 21-22 نوفمبر 2006 ، ص 14

⁴ - صالحى هالة ، آليات اندماج و تفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية دراسة حالة سوقي ماليزيا و البرازيل 1995-2012 ، مرجع سبق ذكره ، ص 76

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

و هو عبارة عن مقياس حيث " مقياس يعبر أيضا على حجم السوق و لو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات ، و تدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق و زيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر ، و لقد ازداد عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 1980-1995 ب 137% ، و يرجع ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق ."¹

2. السيولة : يقصد بها القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة و يمكن أن تقاس بالمؤشرات التالية .

- **معدل التداول :** " يقاس بقسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على الناتج الإجمالي ، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل ، في الأسواق الناشئة ككل ، زاد معدل التداول بحوالي 200.1 من 1990 إلى 1997 " .²

- **معدل الدوران :** " و يحسب بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق ، و هو في الحقيقة يكمل مقياس رسملة السوق ، و هذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق ، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها و لكن معدل الدوران فيها مرتفع فتمتيز بالنشاط (البرازيل) ، و قد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة و أعلى معدلات التداول و لكن معدل الدوران فيها ضعيفا (ماليزيا) ."³

3. التركيز : " تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي ، للوقوف على مدى سيطرة الشركات على السوق ، و تنخفض درجة التركيز في الو . م . أ و اليابان في حين ترتفع في كولومبيا و الأرجنتين " .⁴

ثانيا : المؤشرات المرتبطة بالعوائد : و ذلك لمعرفة درجة أداء الأسواق من خلال العوائد ، و هي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار على الأسواق المالية ، " و هناك مؤشران :

¹ - ساعد مرابط ، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، مرجع سبق ذكره ، ص 14

² - سارة ذيب ، مريم شعبانة ، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغربية دراسة حالة بورصتي الجزائر و الدار البيضاء خلال الفترة 2005-2014 ، مذكرة لنيل شهادة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة العربي التبسي تبسة ، 2016/2015 ، ص 21

³ - ساعد مرابط ، أسماء بلميهوب ، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، مرجع سبق ذكره ، ص 14

⁴ - سارة ذيب ، مريم شعبانة ، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغربية دراسة حالة بورصتي الجزائر و الدار البيضاء خلال الفترة 2005-2014 ، مرجع سبق ذكره ، ص 21

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

1. المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية IFCI : استخدم في 1988 ، و هو يظهر المردودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة ، و يعتمد هذا المؤشر على حساب رزمة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية .

2. مؤشر مورغان ستانلي MSCI : يحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي ، و هو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق و لكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم و لا نفس العدد من الأسواق¹.

¹ - ساعد مرابط ، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، مرجع سبق ذكره ، ص15

المبحث الثالث : العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي

السوق المالي يتأثر بعدة عوامل و هي عوامل رئيسية فبدونها لا يكون للسوق وجود كما نعلم أن للسوق المالية الكفاء معوقات و مشاكل تواجهها على مدى الحياة ، حيث أن الأفراد في السوق الكفاء يسعون جاهدين للتخلص من هذه المشاكل ، حيث تتوقف كفاءة سوق المالي على مدى توفر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها و عدالة فرص الاستفادة بها و تكاليف الحصول عليها و من المعتقد أن للسيولة تأثير ملموس على كفاءة السوق المالي حيث تعتبر أحد مقومات السوق الجيد ، باعتبار السوق الجيد في حقيقة أمره هو السوق الذي يتسم بالكفاءة و السيولة لما يتداول فيه من أوراق مالية .

المطلب الأول : المعلومة في السوق المالي الناشئ

تتوقف كفاءة الأسواق المالية على مدى توفر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها و عدالة فرص الاستفادة بها و تكاليف الحصول عليها .

أولاً: تعريف المعلومة

يمكن تعريف المعلومات بأنها " عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها و لها معنى لمستخدميها ، و هي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات ، فالمعلومات تعمل على تنمية و زيادة المعارف و تخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة ، و حتى تؤدي المعلومات دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة ، الملائمة ، توفيرها في الوقت المناسب ، الشمول و الاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية و العدالة و تعني بها توفر المعلومات و البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي ."¹

ثانيا : مصادر المعلومات : " تتجسد مصادر المعلومات في مايلي :

1. التقارير التي تنشرها الشركات : و تتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة ، هيكلها ، أرباحها... الخ بشكل سنوي أو ربع سنوي ، أو في شكل نشرات إخبارية .

¹ - أيت آكان عزيزة ، بوضيغ فتيحة ، بوضيغ فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مرجع سبق ذكره ، ص 48

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

2. التقارير التي تنشرها شركات السمسرة : تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية ، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية .

3. المعلومات مدفوعة الثمن : و تتمثل في الصحف ، و المجالات ، و خدمات الإرشاد الاستثماري .

4. قواعد البيانات : تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة ، و من أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة .¹

ثالثا : دور المعلومات في الأسواق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات ، أي مدى توفر المعلومات و البيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها ، و عدالة فرص الاستفادة منها ، و انخفاض تكاليف الحصول عليها .

حيث أن " المعلومات تتمتع بدور هام في السوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات بيع أو شراء الأوراق المالية المختلفة ، و هذا لأن المعلومة تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية ."²

يمكن القول أن " المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها . أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق آلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد و المخاطرة ، و تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار ."³

¹ - بن امر بن حاسين ، لحسين جديدين ، محمد بن بوزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية ، عمان ، تونس و المغرب ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 02 ، 2013 ، ص 255

² - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 97

³ - فؤاد سالم رحم ، كفاءة و فاعلية سوق العراق للأوراق المالية دراسة مقارنة ، شهادة لنيل درجة البكالوريوس في العلوم المالية و المصرفية ، كلية الإدارة و الاقتصاد العلوم المالية و المصرفية جامعة القادسية ، 2018 ، ص 21

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

و في الأخير نقول أن نظام المعلومات المالية السائد له دور كبير في كفاءة سوق رأس المال فهي عامل من عوامل نجاح السوق المالي أي لا وجود للكفاءة الجيدة بعدم وجود معلومات و بيانات بالكم المناسب و في الوقت المناسب و بالتكلفة المناسبة .

المطلب الثاني : العلاقة بين السيولة و كفاءة السوق المالي الناشئ

تعتبر أحد المحددات الممكنة لخيارات الاستثمار هو مستوى تطور الأسواق المالية ، التي يفترض أن تتسم بالسيولة و الكفاءة ، حيث إذ لم تتسم بالسيولة فإن فرص تنوع المخاطر بالنسبة للمستثمرين تكون محدودة ، بالإضافة إلى الدور الذي تقوم به الأسواق المالية الجيدة الأداء في التزويد برؤوس الأموال مما يوفر للمستثمرين المعلومات ، مما يؤدي إلى تحسين سيولة تلك الأوراق .

حيث يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التغيرات السعرية :

- تغيرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء ، و تحدث خلال مؤقتا بين العرض و الطلب .
- تغيرات سعرية تحدث نتيجة المعلومات الجديدة و هي تدوم و تبقى إلى أن تصل إلى السوق معلومات أكثر حداثة .

حيث أن " النوع الأول تتأرجح الأسعار في الحدود المدى بين سعر الشراء و سعر بيع الورقة المالية و هذا قد لا يصحبه تغير في الهامش ، و حتى إذا ما حدث التغير فعادة ما يكون محدودا و ما يلبث أن يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات . أما نوع الثاني يترتب على المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جديدة ، حيث تكون الحركة بالزيادة إذا كانت المعلومات سارة ، أما إذا لم تكن كذلك فإن الأسعار تتجه نحو مستوى أقل مما كانت عليه ."¹

إن التوافق بين السيولة و الكفاءة يتمثل في " يظهر في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء ، حيث أن التغير في السعر يكون سريعا و هو ما يعكس كفاءة السوق . هذا من جهة ثانية ، أن التغير في السعر يحدث فارقا و لو طفيفا بين سعر البيع و سعر الشراء ، و هو ما يشجع أصحاب المعلومات على التعامل على الورقة المالية ، مما يسهل عملية تسويقها و بذلك تتحقق السيولة . كما أن السعر هنا و تبعا لتصرفات فريق

¹ - راهم لخديري ، العلاقة بين سيولة و كفاءة سوق الأوراق المالية ، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية و الإنسانية ، العدد 23 ، الجزء الأول ، أبريل 2018 ، ص 334 ،

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

الضوضاء ، يعكس الانتظام من جهة ، كما قد يؤدي إلى إيقاف التعامل لفترة محددة في حالة وصول طلبيات كبيرة على ورقة المالية معينة حتى يتحقق التوازن بين العرض و الطلب . و هاتين الصفتين ضروريتين لتحقيق الكفاءة ، و كذلك ضرورة لتحقيق السيولة .¹

حيث أننا سنصل إلى نتيجة معاكسة تماما في حالة التغيرات السعرية التي يحدثها أصحاب المعلومات ، حيث أن " تغير السعر الناتج عن تصرفات أصحاب المعلومات لا يحدث مرة واحدة ، بل أن السعر يستغرق بعض الوقت حتى يصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية ، و هو ما يعكس صفة الانتظام و يعكس كذلك سيولة الورقة المالية ."²

غير أن تحرك السعر بهذا الشكل سيسمح لبعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية و هو ما يتعارض مع مفهوم كفاءة سوق رأس المال . و هو ما يعني أن العلاقة عكسية بين السيولة و الكفاءة ، و أن السوق الذي يحقق السيولة لن يحقق الكفاءة .

المطلب الثالث : صعوبات الأسواق المالية الناشئة و الحلول الممكنة

أولا : صعوبات التي تؤدي إلى عدم كفاءة الأسواق المالية الناشئة :

تواجه الأسواق المالية الناشئة صعوبات و مشاكل كثيرة و متشعبة الأمر الذي أضفى عليها صفة الضعف في الأداء و في آلية العمل في السوق البورصة مقارنة بالأسواق المتطورة ، و من هذه المشاكل نذكر :

1. غياب الاستقلال المالي و الإداري لبعض أسواق المال النامية و قلة الصلاحيات للبورصات فيها و افتقارها لأدوات الرقابة و السيطرة التي تساعد على حسن إدارة الأوراق المالية .

2. عدم وجود مؤسسات فاعلة و ساندة للأسواق المالية النامية ذات التأثير المباشر في السوق الأسهم و السندات الأمر الذي نجم عنه تقلبات حادة في أسعار الأسهم و السندات مع زيادة المخاطرة الاستثمارية في مجال الأوراق المالية و البورصات .

¹ - سميرة لطرش ، العلاقة بين السيولة و كفاءة سوق رأس المال ، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد 32 ، ديسمبر 2009 ، المجلد 1 ، ص 219

² - سميرة لطرش ، العلاقة بين السيولة و كفاءة سوق رأس المال ، مجلة العلوم الإنسانية ، نفس المرجع ، ص 219

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

3. غياب مؤسسات الإيداع المالي و المركزي و مؤسسات التسوية المالية و عدم وضوح الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال أو التعامل بها و اقتصار الأمر في التعامل المالي على الأسهم و السندات التقليدية ووسائل التمويل الأخرى .¹

4. صغر نطاق الأسواق المالية النامية بسبب انتشار القطاع العام و تدخل الدولة في معظم الدول النامية ، مع افتقارها لأنظمة المقاصة و التسوية و المحاسبة الحديثة و التدقيق .

5. ضعف الاستثمار بصفة عامة و الاستثمار المالي بصفة خاصة في اقتصاديات الدول النامية و عدم وجود ثقة للمستثمر بأداء الأسواق المالية النامية بتغطية الاستثمارات الأولية أو باسترجاع مصاريف الاستثمار في السوق المالية النامية .²

ثانيا : سبل رفع كفاءة الأسواق المالية الناشئة

من واقع الأسواق المالية الناشئة و ما يواجهها من عوائق تحول دون قدر على استقطاب المدخرات و توجيهها إلى أوعية استثمارية مريحة ذات الكفاءة العالية و الفعالية ، أصبح من الضروري البحث على سبل و آليات تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية الناشئة و تنشيطها من خلال مايلي :

1. تعزيز الدور الرقابي للسوق : و ذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها ، و العمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة ، كقانون الشركات ، قانون سوق الأوراق المالية و اللوائح التنفيذية ، قانون الاستثمار ، و القوانين العامة ذات الصلة و التأثير المباشر على السوق .³

¹ - مناضل عباس حسين ، خيضر مهدي صالح عوز ، الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي مع تعليق قياسي ، جامعة كربلاء ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، ص 07-08

² - أيت اكان عزيزة ، بوصيقي فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 68

³ - مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و يبل رفع كفاءة ، كجلة الباحث ، العدد 07 ، ص 192 ، 2010/2009

الفصل الثاني : الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة

2. تعميق الوعي الاستثماري : لدى صغار المدخرين و تشجيعهم على الادخار طويل الأجل ، و ذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية و المزايا المترتبة عنها ، و هو ما يتطلب ضرورة تنمية و تطوير الإعلام الاستثماري العربي .¹

3. تعزيز الشفافية و الإفصاح : بإصدار نشرة يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق ، و قرارات مجلس الإدارة ، و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار ، و إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية .

4. تسجيل الاستثمار الأجنبي : بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار و فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية و إزالة العوائق التي تحول دون دخولها .²

5. وضع حدود لتغيرات الأسعار : يعني وضع حدود دنيا و عليا لتغيرات أسعار الأسهم و السندات في سوق الأوراق المالية مما يضمن استقرار الأسعار، و إذا افترضنا أنه قد حدث خلل في التوازن بين طلبات البيع و الشراء بسبب تداول معلومات جديدة أو إشاعات فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدود .³

6. التوسع في برامج الخصوصية : التي يمكن من خلالها تعزيز عرض و تداول الأوراق المالية ، و تنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات و صناديق الاستثمار ، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني .

7. مكننة أنظمة التداول : باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم ، و رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية ، و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين .⁴

¹- أيت اكان عزيزة ، بوصيقيق فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 105

²- مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و بيل رفع كفاءة ، المرجع سبق ذكره ، ص 192-193

³- أيت اكان عزيزة ، بوصيقيق فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 105

⁴- مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و بيل رفع كفاءة ، المرجع سبق ذكره ، ص 193

خلاصة الفصل الثاني :

من خلال تطرقنا في هذا الفصل للإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة ، استطعنا الخروج ببعض المفاهيم و تقديم فكرة شاملة عن كفاءة الأسواق المالية الناشئة . حيث توصلنا إلى :

1. أن مفهوم كفاءة الأسواق المالية التي تعني مدى استجابة أسعار السوق للمعلومات المتاحة بكافة أنواعها ، حيث أن للسوق الكفاء خصائص منها : العقلانية و ذلك أن يكون الهدف هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات و اختيار أفضل بديل استثماري ، كذلك شمولية و حيوية السوق و استمرارية السعر إضافة إلى الأمن و عمق السوق .

2. و لكي تتحقق كفاءة السوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين و هما : كفاءة التسعير و يقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير . و كفاءة التشغيل و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب و العرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية .

3. كما يمكننا تصنيف صيغ هذه الكفاءة إلى ثلاثة فرضيات هي فرضية الصيغة الضعيفة و متوسطة و قوية ، بحيث أن الصيغة الضعيفة و التي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي ، أما الصيغة المتوسطة تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات العامة و التاريخية عن الأسعار و حجم المبادلات ، بينما الصيغة القوية لكفاءة السوق تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة و الخاصة .

4. و لقياس درجة تطور الأسواق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة و لهذا فهي تقدم تصور تحليليا للمتعاملين في السوق الأوراق المالية و الأطراف المهتمة به .

5. تتمتع المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمر على اتخاذ القرار ، و مصادرها قد تكون داخلية أو خارجية (داخل المؤسسة أو خارجها) .

6. تكمن العلاقة بين الكفاءة و كل من السيولة و الحركة العشوائية للأسعار في كلما كانت السوق بها سيولة عالية و حركة أسعارها أكثر عشوائية كانت أكثر كفاءة .

الفصل الثالث

سوق الأوراق المالية (البورصة) في

الجزائر

تمهيد :

يعتبر وجود بورصة الأوراق المالية أمر مهم للغاية لأي دولة باعتبارها الجهاز التنفسي للاقتصاد . مما أدى إلى ضرورة الاهتمام الفعال بهذه الأسواق و ذلك لتحقيق الاستقرار الاقتصادي . ونظرا لأهمية هذه الأسواق قامت غالبية الدول بإنشاء هذه السوق و العمل على تعزيزها و من بين هذه الدول الجزائر .

حيث تعتبر بورصة الجزائر وليدة التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية في فترة الإصلاحات ، في إطار ما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني لا سيما القطاع المالي بهدف التحول نحو الاقتصاد السوق . و ذلك بغرض محاولة السلطات العمومية توفير مناخ ملائم للاستثمار في الأوراق المالية . خاصة مع التحسن النسبي الذي تشهده الجزائر اقتصاديا و أمنيا مما يقلل من مخاطر الاستثمار ، إذ تغيرت التشريعات في هذا الاتجاه و أقرت قانونا جديدا للمنافسة و آخر للاستثمار تميز بأنه أكثر وضوحا و استقرارا من حيث سياسات و أولويات الاستثمار .

و في ظل هذه الإصلاحات برزت ضرورة إنشاء البورصة التي أصبحت مصدر تمويل حل محل الخزينة العمومية ، و أسندت لها مهام تتعلق بتجميع الإدخارات و توفير المعلومات اللازمة الخاصة بفرص الاستثمار المتاحة ، و كذا التخفيف من حدة الاعتماد على الجهاز المصرفي .

و سنركز في تعرضنا لبورصة القيم المنقولة بالجزائر على سير و تنظيم هذه البورصة و كذا عن مختلف المشاكل التي تعيق تطورها ، و نحاول في الأخير إعطاء آليات حل هذه المشاكل . فقد قسمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث و هي كالتالي:

- المبحث الأول: السوق المالي الناشئ بورصة الجزائر
- المبحث الثاني : شروط دخول بورصة الجزائر و مؤسساتها و أدائها
- المبحث الثالث: بورصة الجزائر و معوقات التي رافقتها
- المبحث الرابع : بورصة الجزائر و آليات تفعيلها

المبحث الأول : السوق المالي الناشئ بورصة الجزائر

نظرا للأزمة الاقتصادية التي تعيشها الجزائر و الخلل في التسيير بسبب هيمنة القطاع العام و تدبذب وتيرة النمو الاقتصادي والتبعية للخارج ، عرفت الجزائر تحولات هامة بغرض معالجة و تدارك الوضعية الحالية و بغرض التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة ، و تطهير المالي للمؤسسات العاجزة ، و إعادة تصحيح مسار القطاع العام ، و إدخال القطاع الخاص أو ما يعرف بالخصوصية ، كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد على إرساء قواعد سوق الأوراق المالية و التي تعرف باسم بورصة الجزائر حيث أن البورصة تعتبر أداة فعالة و مكان التقاء قوى الاستثمار المختلفة و لها دور فعال في توجيه الاقتصاد و تنشيطه إذ يتم إعطائه قوة دفع أكبر و شمولية أعم و أوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري .

المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر

أولا : تعريف بورصة الجزائر

القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000 تعرفها المادة 01 منه : " تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرين من القانون العام و الشركات ذات الأسهم " .

ثانيا : نشأة بورصة الجزائر

كان تفكير في إنشاء مثل هذه المؤسسة بهدف دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستوى الاقتصادي و الاجتماعي ، الإصلاحات الجذرية ، التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة ، التطهير المالي للمؤسسات العاجزة ، إعادة تصحيح مسار القطاع العام و إدخال القطاع الخاص أو ما يعرف ب " الخصوصية " . كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد لإرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل .

تعود فكرة إنشاء بورصة الجزائر إلى " فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر برزت سنة 1990 و سجلت في إطار عملية البدء في الإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 ، و في الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية ، التي تنبأ بالانتقال إلى اقتصاد السوق أصبحت ضرورة لانطلاق بورصة القيم المنقولة و هي مجهزة بعدة وسائل في

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

إطار تعبئة الادخار و توجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية . في حين يجب التذكير بأن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية المؤرخة في 1975/09/26 و ذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الاستقلال (الاشتراكية) و اختيار نظام اقتصادي مركزي .¹

في حين نجد أن : " في 1988/01/12 تم تعديل جزء من القانون التجاري و نشر العديد من القوانين من بينها : قانون 01/88 المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية ، و القانون 03/88 و كذا 04/88 المعدلين و المكملين للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 1975/09/26 الخاصة بالقانون التجاري و المتضمن للنصوص الخاصة المطبقة في المؤسسات العمومية الاقتصادية و القانون 01-88 جاء ليقر استقلالية تسيير المؤسسات العمومية الاقتصادية ، أي أن الدولة لا دخل لها في التسيير ، منذ و أن أصبحت المؤسسات العمومية الاقتصادية تتمتع باستقلاليتها التشريعية في شكل " spa " أو شركات ذات أسهم ، قانون 03-88 المتضمن لقانون إنشاء ثمانية صناديق مساهمة (حاليا الشركات القابضة)²

و المتمثلة في :³

- (1) صندوق المواد الغذائية الفلاحية .
- (2) صندوق مناجم الفحم و الري .
- (3) صندوق التجهيز .
- (4) صندوق البناء .
- (5) صندوق الكيمياء ، البتروكيميا ، الصيدلة .
- (6) صندوق الاتصال ، الإلكترونيك و الإعلام الآلي .
- (7) صندوق الصناعات المختلفة .
- (8) صندوق الخدمات .

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوضيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، ملكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية ، تخصص مالية مؤسسة ، جامعة أكلي محند أولجاج ، البويرة ، 2014-2015 ، ص 93

² - بورصة القيم المنقولة SGBV <http://www.sgbv.dz> تاريخ الاطلاع : 2019-03-01

³ - بورصة القيم المنقولة SGBV <http://www.sgbv.dz> تاريخ الاطلاع : 2019-03-02

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات التي تسيير إلى الاستقلالية المالية ، هذه القوانين قدمت إمكانية لقبول الأسهم بين صناديق المساهمة و المؤسسات العمومية الاقتصادية .

حيث أن " في تاريخ 1990 تم إنشاء SVM شركة القيم المنقولة و هي مساهمة متكونة من مجموعة من المساهمين و هم صناديق المساهمة الثمانية التي بلغ رأسمالها 320000 مليون دينار جزائري تتكون من ثمانية أعضاء و كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة . و في جانفي 1992 تم رفع رأس مال الشركة إلى 93200000 مليون دينار جزائري و ظهرت تحت تسمية بورصة القيم المنقولة BVM ، إلا أن هذه الأخيرة تراجعت لسبب رئيسي و هو ضعف رأس مالها ، و كذا بفضل سياسة الدولة المنتهجة و ذلك بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية ، و معدل التضخم المرتفع و هذا ما يتنافى و مبادئ البورصة ."¹

انطلاق البداية الفعلية كانت سنة 1997 و أول شركة في السوق المالي في الجزائر هي سونطراك لتعلن الجزائر خلق " بورصة الجزائر " حيث حدد مرسوم 23 ماي 1993 القانون الأساسي لوسطاء في عمليات البورصة و حدد وظائفهم و العمليات التي يتولون القيام بها .

المطلب الثاني : مراحل إنجاز بورصة الجزائر

لقد مرت بورصة الجزائر بمراحل و هي كالآتي :

1. المرحلة التقريرية (1990-1992) : لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و ذلك من خلال نصوص قانونية تتمثل في :²

- المرسوم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 : ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط .

- المرسوم 90-102 المؤرخ في نفس التاريخ : نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية .

¹ - سارة ذيب ، مريم شعبانة ، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغربية دراسة حالة بورصتي الجزائر و الدار البيضاء خلال الفترة 2005-2014 ، مذكرة لنيل

شهادة الماستر كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة العربي التبسي تبسة ، 2015-2016 ، ص 41

² - أزغار يحيى ، شقيقب عيسى ، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية ، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية ، العدد 07 ، 2016 ، ص 52

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى .

و من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " .

حيث أن " بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ، و يقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة . و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، و تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرفي و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها . و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه و بضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 932000000 دج كما غير اسمها لتحمل اسم بورصة الأوراق المالية "1

بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تكن عملية في هذه المرحلة ، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالحيط الاقتصادي و الاجتماعي .

2. المرحلة الابتدائية (1993-1996) : حيث أن في هذه المرحلة تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع القانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية و لهذا الغرض جاء بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم على " إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى :

¹ - زيدان محمد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، الملتنقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة محمد خيضر بسكرة ، يومي 21/22 نوفمبر 2006 ، ص 06

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار .
- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار .¹

و بهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار ، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة .

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على أن " القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أ تسعر و تمنح حقوقها ماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها . إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم ، تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي ."²

3. المرحلة الانطلاق الفعلية (1996 -إلى يومنا) : مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة ، حيث " تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة ، أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة ، تأسيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و شركة تسيير بورصة القيم ."³

و مع بداية 1997 تم " اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين) ، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا ، بهدف الاستفادة من خبرة هذين البلدين ، في مجال التعامل بالسوق المالي . و عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على تهيئة الجو الملائم و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل نهاية سنة 1997 ."⁴

¹ - المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 ، المعدل و المتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

² - المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 ، المادة 715 مكررة 30 ، العدد 27 ، الجريدة الرسمية ، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

³ - أزغار يحيى ، شقيق عيسى ، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية ، المرجع سبق ذكره ، ص 53 ،

⁴ - سعود وسيلة ، تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية ، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية ، العدد الثالث ، مارس 2018 ، ص 150

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

لكن الافتتاح الرسمي و الفعلي لبورصة الجزائر تم يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 بمقرها المادي بالعرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة . و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998 ، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ، و على هذا الأساس أصبحت أول متعامل اقتصادي .

المطلب الثالث : الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

بورصة الجزائر (سوق رأس المال الجزائرية) على غرار باقي أسواق رأس المال في العالم تشمل على مجموعة من المتدخلين و هم كل من

أولا : لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى تشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، و بدأت عملها بصفة رسمية في فيفري 1996 .

و هذه اللجنة عبارة عن " تعتبر سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية ، و تتشكل من رئيس لمدة 04 سنوات ، و ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات ، و تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB) في تنظيم و مراقبة سوق القيم المنقولة ، و لا سيما من خلال الحرص على حماية المستثمرين في القيم المنقولة ، و كذا السهر على السير الحسن و شفافية سوق القيم المنقولة ."¹

و من أجل تمكينها من تحقيق مهامها خولت هذه اللجنة بالسلطات التالية :

1. السلطة التنظيمية و القانونية : تعتبر هذه السلطة من أهم سلطات حيث تقوم هذه اللجنة على " تحديد الجانب القانوني لتنظيم و سير سوق القيم المتداولة و ذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات و الصفقات داخل البورصة ، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها ، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية و تنشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة . حيث أن المضاربات للوسطاء تغلط المستثمرين ، حيث أي معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات

¹ - دغوم هشام ، واقع نمو و تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 - 2015 ، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة ، العدد 33 ، 2016 ، ص 78

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

السوق ، و تسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق و المراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين .¹

حيث تسمح هذه السلطة للجنة بأن تصدر اللوائح التنظيمية المتعلقة :²

- بالتزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار ، و عند القبول في البورصة أو العروض العلنية .
- باعتماد الوسطاء في العمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها .
- شروط التداول و المقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة .
- بالقواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند .
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية ، تسليم السندات .
- تسيير محفظة القيم المنقولة .

2. سلطة الإشراف و المراقبة : و تسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن ، على وجه الخصوص :³

- الالتزام بالقوانين و الأنظمة من قبل المشاركين في البورصة .
- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها
- السير الحسن للبورصة .

3. السلطة التأديبية و التحكيمية : تتحرك هذه السلطة عندما يحدث " أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية و التنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين ، فيطلب وضع حد للمخالفات و لهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى ، و تعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها و تأسس كطرف مدني ، أما العدالة فهي تمارس هذه تمارس هذه السلطة عند إخلال الوسطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية و الأخلاقية ، أو

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوضيغ فتيحة ، بوضيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 97

² - بورصة القيم المنقولة SGBV. http://www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع : 05-03-2019

³ - بورصة القيم المنقولة SGBV. http://www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع : 06-03-2019

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

المخالفات لإجراءات قانونية و التنظيمية ، و تمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوسطاء أنفسهم ، بين الوسطاء و الزبائن ، أو بين الوسطاء و بين هيئات المراقبة أو الإدارة .¹

و خلاصة القول أن لهذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سير البورصة ، تعالج كل إنقاص في الواجبات المهنية و الأخلاقية لوسطاء عمليات البورصة و المتعاملون معهم .

ثانيا : شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)

تأسست هذه الشركة سنة 1993 و هي " مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية و التقنية الضرورية للمبادلات على القيم ، و تعرف بأنها شركة إدارة بورصة القيم و هي شركة ذات أسهم مملوكة لوسطاء المالىين ."²

و حدد مهام هذه الشركة في المرسوم التشريعي 10/93 الصادر سنة 1993 و المتمثلة في :³

- تنظيم لعمليات الدخول الخاصة بالقيم المنقولة .
- تسهيل المبادلات بين الوسطاء و تسجيل عمليات التفاوض .
- تنظيم عمليات المقاصة الخاصة بالتعاملات في القيم المنقولة .
- وضع نشرة رسمية للتسعيرة تشمل معلومات عن السوق .

ثالثا : المؤتمن المركزي للسندات (Algérie Clearing)

هذا المؤتمن عبارة عن " شركة أسهم تنشط تحت اسم الجزائر للمقاصة ، يقوم هذا المؤتمن السندات بمهمة تسوية و تسليم المعاملات على السندات ، إذ هي هيئة تتولى الوظائف الأساسية الثلاث : الحفظ ، حركة تداول السندات ووظيفة إدارة السندات . زيادة على هذه الوظائف الأساسية فهو يقوم بتقنين الأدوات المالية ، جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار ، و كذا تسيير عمليات التسوية و التسليم و العمليات المرتبطة بالسندات الشبيهة للخبزينة التي كانت سابقا موكلة إلى بنك الجزائر ."⁴

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوصيغ فتيحة ، بوصيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 98

² - سارة ذيب ، مريم شعبانة ، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية دراسة حالة بورصتي الجزائر و الدار البيضاء خلال الفترة 2005-2014 ، المرجع سبق ذكره ، ص 43

³ - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 17 جانفي 2003 ، الجريدة الرسمية ، العدد 11 من سنة 2003

⁴ - أزغار يحيى ، شقبقب عيسى ، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية ، المرجع سبق ذكره ، ص 58 ،

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

رابعاً : الوسطاء في عمليات البورصة (I.O.B)

لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتمياً بوسيط معتمد من لجنة التنظيم و مراقبة البورصة ، هم البنوك و المؤسسات المالية و الشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساساً حول القيم المنقولة حيث يقوم " جمع أوامر البيع والشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة ، حيث يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل ، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دوراً فعال في تحريك عمليات البورصة ، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلًا مقابل ذلك على عمولة غالباً ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها ، حيث ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه .

و لقد لخص المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 مارس 1993 مهامه فيما يلي :

- تداول الأوراق المالية في البورصة لصالح زبائنه .
- التسيير عن طريق توكيل محفظة الأوراق المالية .
- القيام بالسعي لإبرام الصفقات المتعلقة بأحد النشاطات أعلاه .¹

خامساً : ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC)

" هم البنوك و المؤسسات المالية و شركات التجارة التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة ، و يوفر ماسكو الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية ."²

المبحث الثاني : شروط دخول بورصة الجزائر و مؤسساتها و أدائها

¹ - أيت أكان عزيزة ، بوضيغ فتيحة ، بوضيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص99

² - مريم طيني ، عزيزة بن سمينة ، دور الإفصاح المحاسبي و الشفافية في تفعيل بورصة الجزائر ، مجلة تاريخ العلوم ، العدد السابع ، مارس 2017 ، ص 330

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

سنحاول من خلال مضمون هذا المبحث إعطاء قراءة لشروط دخول بورصة الجزائر بالنسبة للمؤسسات العمومية التي هي نفسها بالنسبة للشركات و المؤسسات الخاصة ، حيث يعتبر الدخول إلى البورصة الجزائرية عملية شاقة و مكلفة للمؤسسات التي تسعى إلى الدخول إليها سواء لزيادة رأس المال أو للحصول على قرض عمومي أو لخصوصيتها ، و بما أن بورصة الجزائر حديثة النشأة فهي تتميز بعدد محدود من المؤسسات المدرجة . و من خلالها سيتم عرض لتطور نشاط بورصة الجزائر من خلال تحليل و تقييم واقع أداء بورصة الجزائر .

المطلب الأول : شروط دخول لبورصة الجزائر

تتمثل شروط الإدراج أي شركة في البورصة الجزائرية فيما يلي :

أولا : شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج و هي :¹

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم .
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم .
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة .
- ينبغي أن توزع الأسهم المطروحة للاكتتاب العام على مائة و خمسين (150) مساهما كحد أدنى ، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج .
- أن تمثل الأسهم المطروحة للاكتتاب العام على الأقل 20 % من رأس المال .

ثانيا : شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب لإدراج و هي :²

- الحد الأدنى لرأس المال 500 مليون دينار .
- إصدار 20 من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل .
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة .
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .

¹ - دغوم هشام ، واقع نمو و تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 - 2015 ، المرجع سبق ذكره ، ص 82

² - زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015-2016 ، ص 98

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول .
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة .
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي .
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابية الداخلية بالمهيكل التنظيمي لها .

المطلب الثاني : المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

1. شركة سوناطراك

كانت شركة سوناطراك من أولى الشركات التي أنشأتها السلطات العمومية بعد الاستقلال في مجال المحروقات ، فلقد تمكنت من تحقيق نجاح بالغ الأهمية و رأس مال جيد .

تعد شركة سوناطراك من أهم الشركات البترولية التي تحولت من شركة عادية إلى شركة قوية و ذلك من خلال : " إصدار القرض السندي لسوناطراك في جانفي 1998 ليكون أول عملية في سوق رأس المال الجزائري ، حيث أن نجاحه فتح الأبواب على الشركات الأخرى لدخول البورصة من أجل رفع رأس مالها الاجتماعي عن طريق العرض العمومي .

• مبلغ الإصدار : 5 مليون دينار .

• علاوة الإصدار : تقدر بنسبة 2.5% من القيمة الاسمية .

• مدة القرض : 5 سنوات انطلاقا من جانفي 1998 .

و تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في 10.000 ، 50.000 ، 100.000 و ذلك بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين ، و توفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار ، و تمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18-10-1999 ، أما تاريخ الاستحقاق فكان بتاريخ 03 جانفي 2003 .¹

¹ - حمودي منى ، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة أم البواقي ، 2014-2015 ، ص 103

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

و نشير إلى أن سوناطراك طرحت سندات و ليس أسهما لأنها لا يمكن أن تخصص الشركة باعتبارها تنتمي إلى قطاع حساس في الدولة ، فقد تجد أن سوناطراك دخلت السوق المالية لأسباب بيداغوجية بحتة من أجل دفع قوى البورصة عند انطلاقها .

2. الرياض سطيف

بعد نجاح العملية الأولى التي قامت بها شركة سوناطراك ، قامت بدورها مؤسسة (الرياض سطيف) مؤسسة الصناعة الغذائية و الحبوب التي تأسست سنة 1983 و ذلك من خلال " قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 أفريل 1998 إدخال الشركة العمومية الاقتصادية بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية ، و في 29 أفريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار برفع رأس مالها من 4000000000 دج إلى 5000000000 دج ، أي بنسبة 25 . و ذلك بإصدار 1000000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج . و قد تم تحديد سعر إصدار 2300 دج . خلال فترة الاكتتاب التي امتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998 . و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي :¹

الجدول رقم (06) : نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع الرياض سطيف

الفئات	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
الأشخاص المعنويين الخواص	68	63082
الأشخاص الطبيعيين	5106	395844
المؤسسات المالية	06	541074
المجموع	5180	1000000

Source : synthèse de l'opération appel public a l'épargne , Eriad –Setif , 1999

3. مجمع صيدال

تعتبر شركة صيدال من المؤسسات الوطنية الكبرى التي سطرت على السوق المحلي باحتكارها لإنتاج الأدوية ، و توزيعها وذلك من خلال " رأسمال هذا المجمع ب 2.5 مليار دج ، عرض منه 20 % أي ما يقارب 500

¹ - زيدان مجّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، مرجع سبق ذكره ، ص 09

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

مليون دج ، أدرج في البورصة رسميا سنة 1998 حيث عمل هذا المجتمع على مواكبة الإصلاحات ليصبح شركة ذات أسهم ، من خلال مشاركته في بورصة الجزائر ، و يبقى الهدف من دخوله إلى عالم البورصة من 15-02-1999 إلى 15-03-1999 هو خصوصته الجزئية ، حيث امتدت فترة الاكتتاب بأسهم صيدال و قد تمت هذه العملية عن طريق العملية العرض العمومي للبيع ثابت ، مقدرة بذلك القيمة الاسمية للسهم الواحد ب 250 دج من المجموع الكلي المقدر ب 10000000 سهم ، و قد حدد سعر العرض ب 800 دج ، و تمت أول تسعيرة لأسهم صيدال في البورصة منذ 16-05-1999 ، حيث أن السعر الاقتصادي للسهم قدر ب 861.2 مليون دج ، أما عن نتائج العرض العمومي الذي قامت به الشركة فقد أغلق في الوقت المحدد له محققا بذلك نسبة فاقت بكثير الأهداف المسطرة ، مقدرة ب 143 % و الجدول التالي يبين النتائج العملية .¹

جدول رقم (07) : نتائج العرض العمومي لأسهم صيدال

الفئات	عدد الأسهم	النسبة المئوية
المؤسسات المالية	103011	5.15 %
أشخاص معنويين آخرين	89215	4.46 %
عمال صيدال	16514	0.83 %
المواطنين	1791260	89.56 %
المجموع	2000000	100 %

Source : La notice d'information , Groupe SAIDAL , 1998

4. فندق الأوراسي

تعتبر هذه المؤسسة من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي ، حيث استطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدججة في البورصة حيث أنها " دشنت مؤسسة فندق الأوراس ل 5 نجوم و فتحت للزبائن بتاريخ 02-1975-05 . و بموجب الأمر رقم 25/95 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال من طرف الدولة ثم تحويل أسهم الفندق كليا لفائدة الشركة القابضة للخدمات العمومية .

¹ - بصديق مجّد ، الخصوصية في إطار السوق المالي كاتجاه للعولمة دراسة بورصة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في الاقتصادية تخصص بنوك و أسواق مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة عبد الحميد ابن باديس مستغانم ، 2014-2015 ، ص 74

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

و في سنة 1995 بغية تدعيم طاقاتها تم رفع رأسمالها بقرار من المساهم الوحيد ، هذه العملية سمحت بانتقال رأسمال الأوراسي من 40 مليون إلى 1.5 مليار دينار جزائري .

و كان دخول الفندق إلى البورصة عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت ب 20 % من رأس المال ما يعادل 1200000 سهم بقيمة اسمية تساوي 250 دج . و الأسهم المعروضة هي أسهم عادية قدر سعرها 400 .¹

5. أليانس للتأمينات

تعتبر شركة أليانس للتأمينات رابع مؤسسة دخلت إلى بورصة الجزائر و هي عبارة عن " شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دج ، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين ، و تم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دج خلال 2009 . و شهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دج بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار ، و تحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار . و في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب ، و انصب مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي . و في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها ، تم إدراج رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية .²

6. شركة دحلي (دايو الجزائر للفندقة و الترفيه و العقارات)

إن شركة المساهمة دحلي هي مؤسسة الأولى التابعة للقطاع الخاص و هي عبارة عن " شركة ذات أسهم برأسمال قدره 20882040000 دينار جزائري و قد تم إنشاؤها في 09 أكتوبر 1996 بعد تعديل الوضع القانوني للشركة الاقتصادية المختلطة ساحلي ، و كانت هذه الأخيرة قد تأسست بتاريخ 24 مايو 1988 بالشراكة بين شركة أونافاس سابقا و شركة دايو ، و قد تم تمديد اتفاقية الامتياز السارية لمدة 40 عاما الموقعة في عام 2001 مع مديرية الأملاك الدولة ، و تحويلها إلى اتفاقية امتياز بيع بحيث تتم عملية التنازل بعد الانتهاء من إنجاز مشروع الجزائر مدينة ، و تعمل شركة دحلي ذات الأسهم في مجال عقارات الأعمال ، كما تشارك في قطاع السياحة لا سيما الفندقية (فندق هيلتون) و كذلك في توفير الخدمات مثل تأجير مساحات للاستخدام المكتبي

¹ - بلال دبو، فعالية سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية تأمينات و تسيير المخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ، جامعة العربي بن مهيدي أم بواقي ، ص 95

² - سعود وسيلة ، تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية ، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية ، المرجع سبق ذكره ، ص 151

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

و يمتد نشاطها أيضا إلى خدمات أخرى ذات صلة ، و في إطار تمويل جزء من مشروع الجزائر مدينة لجأت شركة دحلي إلى إصدار سندات دين موجهة للجمهور في 11 يناير 2009 .¹

7.شركة الخطوط الجوية

قامت شركة الخطوط الجوية الجزائرية باللجوء إلى السوق السندات في نوفمبر 2004 ، " يتعلق الأمر بالقرض السندي الخاص بالجمهور الواسع بمبلغ قدره 14.18 مليار دينار على مدى 06 سنوات مع قسيمة اكتتاب تدريجية تتراوح من 3.75 إلى 6 للتذكير بأن هذا القرض السندي الذي حل أجل استحقاقه في 2010/02/01 ، دخلت البورصة في تاريخ 2007/02/12 ."²

8.شركة اتصالات الجزائر

أيضا قامت شركة اتصالات الجزائر بإصدار سندات عادية في 17 أكتوبر 2006 بقيمة 20 مليار دج تاريخ استحقاقها 17 أكتوبر 2006 ، و حددت بمعدل فائدة تصاعدي و كان الهدف من الأرصدة هو تمويل التطويري لشبكة الهاتف النقال لشركتها الفرعية موبيليس لكسب موقع تنافسي أمام الشركات الأجنبية .³

المطلب الثالث : أداء بورصة الجزائر

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى دراسة و تحليل أداء بورصة الجزائر للفترة الممتدة من 2011 إلى 2018

1. تحليل نشاط سوق السندات في بورصة الجزائر : تقوم مجموعة من المؤسسات الجزائرية سنداها للتداول في السوق المالية ، و يظهر الجدول التالي حصيلة نشاط سوق السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة 2018-2011.

¹ - مريم طيني ، عزيزة بن سمينة ، دور الإفصاح المحاسبي و الشفافية في تفعيل بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 332

² - صالح بوزطوط ، نظام البورصة في الجزائر ، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر ، تخصص قانون أعمال ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، 2013/2014 ، ص 80

³ - زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 103

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

الجدول رقم (08) : حصيلة النشاط السنوي لسوق السندات في بورصة الجزائر للفترة 2011-2018

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
00	00	00	254	304	284	666	950	عدد الأوامر
00	00	00	17115	43771	37453	276427	179528	حجم الأوامر
00	00	00	758	11839	6908	118356	20957	حجم التداول
00	00	00	7580000.00	107536000.00	51911000.00	637148095.00	136104550.00	القيمة المتداولة
00	00	00	19	49	45	134	107	عدد الصفقات
/	/	* SPA DAHLI	* SPA DAHLI	* SONALGAZ * SPA DAHLI	* SONALGAZ * SPA DAHLI	* SONALGAZ * SPA DAHLI	* ALGERIE TELECOM * SONELGAZ * SPA DAHLI	المؤسسات النشطة

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر ، تاريخ الإطلاع 03-04-2019

2019 ، موقع الإطلاع WWW.SGBV.DZ

من خلال الجدول السابق يظهر أنه يتم في سوق السندات في بورصة الجزائر تداول سندات مصدرة من قبل مؤسستين خلال الفترة 2011-2014 هما مؤسسة SONALGAZ و مؤسسة SPA DAHLI ، حيث أن مؤسسة SONALGAZ توقفت حيث أن مؤسسة SPA DAHLI استمرت إلى غاية سنة 2016 . مع تسجيل إصدار شركة ALGERIE TELECOM لسنداتهما للتداول خلال سنة 2011 فقط ثم لم تقم بالإصدار مجددا إلى غاية 2018 . كما لم يتم تسجيل أي نشاط لسوق السندات في بورصة الجزائر خلال سنوات 2016 و 2018 ، حيث لم تسجل أي أوامر أو صفقات مبرمة .

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

و تظهر الإحصائيات تراجعاً في عدد الأوامر المصدرة من سنة 2011 أين تم إصدار 950 أمراً إلى سنة 2015 ب 254 أمراً ، في حين انخفض حجم الأوامر المسجلة من 179528 سنة 2011 إلى 17115 سنة 2015. و انخفض الحجم المتداول للسندات من 20957 سند بقيمة 136104550.00 دج في 2011 إلى 758 سند بقيمة 7580000.00 سنة 2015. مع تراجع في عدد الصفقات التي تم عقدها من 107 صفقة سنة 2011 إلى 19 صفقة سنة 2015 .

و قد يفسر هذا التراجع في هذه الأرقام بين سنتي 2011 و 2014 و بين سنتي 2014 و 2015 بانسحاب إحدى المؤسسات المصدرة من السوق حيث كانت سنة 2011 ثلاث مؤسسات ، لتصبح مؤسستين من 2012 إلى 2014 ثم مؤسسة واحدة سنة 2015 . أما باقي الأرقام فهي تظهر تراجعاً كبيراً في حركة السندات خلال فترة الدراسة و عدم دخول أي مؤسسات جديدة لسوق السندات .

2. تحليل نشاط سوق الأسهم في بورصة الجزائر : تعد المؤسسات المصدرة للأسهم و المدرجة في البورصة الجزائرية محدودة العدد ، حيث تقوم بنشاط سنوي من خلال طرح أسهمها في البورصة للتداول . و يبين الجدول التالي نشاط المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر فيما يتعلق بتداول الأسهم ، و هذا من خلال الفترة 2011-2019

الجدول رقم (09) : حصيلة نشاط السنوي لتداول الأسهم في بورصة الجزائر خلال فترة 2011-2019

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

المؤسسات النشطة	عدد الصفقات	القيمة المتداولة	حجم التداول	حجم الأوامر	عدد الأوامر
* ALLIANCE ASSURANES * EGH EL AURASSI * SAIDAL	413	185118435.00	231997	1190526	1393
* ALLIANCE ASSURANES * EGH EL AURASSI * SAIDAL	143	36038865.00	49471	2503066	4412
* ALLIANCE ASSURANES * EGH EL AURASSI *NCA ROUIBA * SAIDAL	132	49116990.00	120681	2635612	3987
*ALLIANCE ASSURANES * EGH EL AURASSI *NCA ROUIBA * SAIDAL	251	41410610.00	90111	2920751	3402
*ALLIANCE ASSURANES *EGH EL AURASSI *NCA ROUIBA *SAIDAL	259	1251956825.0 0	2213143	7519494	2717
*ALLIANCE ASSURANES *BIOPHARM *EGH EL AURASSI *NCA ROUIBA *SAIDAL	339	805500430.00	788860	3063954	2037

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

2017	3150	3700972	468145	302261260.00	438	*ALLIANCE ASSURANES *BIOPHARM *EGH EL AURASSI *NCA ROUIBA *SAIDAL
2018	3758	10996457	226505	206127271.00	444	*ALLIANCE ASSURANES *AOM INVEST SPA *BIOPHARM *EGH EL AURASSI *NCA ROUIBA *SAIDAL
2019	1291	6699351	71676	62630612.0 0	184	*ALLIANC E ASSURANS *AOM INVEST SPA *BIOPHA *EGH EL AURASSI *NCAROUA *SAIDAL

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر ، تاريخ الإطلاع 05-04-

2019 ، موقع الإطلاع WWW.SGBV.DZ

من خلال الجدول رقم (09) يبين أن عدد المؤسسات المدرجة و النشطة في السوق الأسهم في بورصة الجزائر خلال سنتي 2011 و 2012 ، قد بلغت ثلاث مؤسسات ALLIANCE ASSURANES - ECH EL AURASSI SAIDAL لتضاف لها شركة NCA ROUIBA سنة 2013 و مجمع BIOPHARM سنة 2016 . كما يظهر أن عدد الصفقات التي تم عقدها انخفضت بين سنتي 2011 و 2015 حيث انتقلت من 413 صفقة إلى 259 صفقة ، لتعود للارتفاع سنة 2016 لتصل إلى 339 صفقة ، كما يسجل ارتفاع في عدد الصفقات التي يتم عقدها بدخول مؤسسات جديدة ، كدخول كل من BIOPHARM سنة 2016 ثم AOM INVEST SPA سنة 2018 لسوق التداول ، مع زيادة ب 185 صفقة بين سنتي 2015 و 2018 تعبر عن النشاط الذي تعرفه المؤسسات المدرجة في البورصة .

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

و يلاحظ من الإحصائيات التي يتضمنها الجدول تذبذب في عدد الأوامر بين الارتفاع و الانخفاض خلال فترة الدراسة ، حيث بلغ عدد الأوامر أكبر قدر له سنة 2012 ب 4412 أمرا ، بينما كان أقل عدد الأوامر سنة 2011 ب 1393 أمرا . في حين أن الأرقام تشير إلى ارتفاع في حجم الأوامر بالرغم من الانخفاض في عددها ، حيث أن سنة 2012 ، التي سجلت أكبر عدد من الأوامر بها ، قد بلغت حجم هذه الأخيرة 2503066 ، بينما سجلت سنة 2018 أكبر حجم للأوامر مقدرا ب 10996457 . و سجل أكبر حجم التداول للأسهم خلال فترة الدراسة سنة 2015 ب 2213143 سهما بقيمة بلغت 1251956825.00 دج ، بينما أقل حجم التداول كان خلال سنة 2012 ب 49471 سهما بقيمة 36038865.00 دج .

تبرز هذه الأرقام وجود حركة متزايدة في تداول الأسهم في بورصة الجزائر تقوم بها مؤسسات جزائرية كبيرة الحجم غالبا ، بحيث تعرف السنوات الأخيرة ارتفاعا في حجم و قيمة التداولات تعبر عن فتح مزيد رؤوس الأموال لعدد من المؤسسات المستثمرة . إلا أن هذه الأرقام تظهر أيضا ضعف إقبال المؤسسات الجزائرية ، قبل الأجنبية ، في اللجوء إلى البورصة ، حيث يبقى عدد المؤسسات و الصفقات المبرمة قليلة مقارنة ببورصات أخرى تتم فيها التعامل بين مئات المؤسسات .

3. تحليل نشاط سوق سندات الخزينة في بورصة الجزائر : من أجل دعم و تمويل برامج و خطط الدولة ، تقوم دولة الجزائر في هذا إطار بطرح سندات الخزينة العمومية للتداول في البورصة عند الضرورة ، و يظهر الجدول التالي حصيلة النشاط السنوي لتداول سندات الخزينة العمومية .

الجدول رقم (10) : حصيلة النشاط السنوي لتداول سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر لفترة 2019-2011

الفصل الثالث :سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
50	112	92	52	58	34	00	2	4	عدد الأوامر
66800	73124	52526	23670	33644	16430	00	1000	6000	حجم الأوامر
33400	40972	26263	11835	16822	2815	00	500	3000	حجم التداول
30281991900.00	37504657580.00	23746484050.00	11604764510.00	16978870360.00	8246328000.00	00	5027000000.00	3512100000.00	القيمة المتداولة
25	56	46	26	29	17	00	1	2	عدد الصفقات

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر ، تاريخ الإطلاع 15-04-

2019 ، موقع الإطلاع WWW.SGBV.DZ

يظهر الجدول السابق ارتفاعا في عدد الأوامر الصادرة المتعلقة بتداول سندات الخزينة العمومية من 4 أوامر سنة 2011 إلى 112 أمرا سنة 2018 أي بما يزيد عن 20 ضعفا خلال فترة 08 سنوات ، و رافق ذلك ارتفاع في حجم الأوامر من 6000 سنة 2011 إلى 73124 سنة 2018 . كما سجلت أيضا زيادة في حجم و قيمة التداول حيث انتقلت من 3000 سنة 2011 بقيمة 3512100000.00 دج إلى 40972 سنة 2018 بقيمة 37504657580.00 دج . بالإضافة إلى ارتفاع في عدد الصفقات المبرمة من صفقتين سنة 2011 إلى 56 صفقة سنة 2018 . و تظهر الأرقام عدم اللجوء إلى تداول سندات الخزينة العمومية بصفة كبيرة ، إلا في حالة الضرورة .

المبحث الثالث : بورصة الجزائر و معوقات التي رافقتها

تواجه السوق المالية في الجزائر العديد من التحديات و المشاكل التي أعاقت توسعها و تطورها ، بعضها تشريعي مؤسسي متصل بالسلطات المالية بصورة مباشرة أو غير مباشرة و البعض الآخر متصل بدور الوساطة و التسوية و المستثمرين من مؤسسات و أفراد . باعتبار أن بورصة الجزائر هي بورصة حديثة النشأة ، فإنها تعاني من العديد من المعوقات التي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة و المطلوبة ، و بالتالي لم تؤدي أي دور في التنمية الاقتصادية . لذا يجب بحث عن هذه المعوقات للقضاء عليها .

المطلب الأول : المعوقات الاقتصادية

فيما يلي مجموعة من المعوقات الاقتصادية التي تعرقل سير بورصة الجزائر :

1. السوق الموازية : أو ما يسمى السوق السوداء ، يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي لا تخضع بشكل عام للضريبة . "هو المكان الذي تتم فيه الصفقات غير المصرح بها لدى السلطات الجبائية ، مقابل أموال متداولة بدون أي أثر بنكي أو بريدي و الأرباح المحققة في هذه السوق جد هامة ، بالتالي توجه العائلات مدخراتها إلى هذه السوق بدل من توجيهها إلى الأصول المتداولة في البورصة .

و تتمثل هذه السوق في الجزائر ، قطبا يجذب المستثمرين و المدخرين ، حيث يجدوا فيها ما يبحثون فيها ما يبحثون عنه و على النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية ، فالسوق يوفر لهم فرصة الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطر باهظة ، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضاربة ."¹

2. الضغط الجبائي : تعد الضريبة مورد مالي هام بالنسبة لخزينة الدولة حيث تشكل عبأ على المؤسسات المصرح بنشاطها في السجلات التجارية . حيث " يتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين و المصرح بهم لدى مصلحة الضرائب ، و بخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية ، و التي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية ،

¹ - زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 109

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

و تبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع ، أو الخدمات ، و حتى في الأصول المالية .

و لامتنع عجز الميزانية قامت السلطات الجزائرية المختصة بإخضاع المستثمرين إلى عدة ضرائب مثل الضريبة على الدخل الإجمالي ، الضريبة على أرباح الشركات ، و هذا ما جعل المؤسسات الجزائرية تتهرب من الضرائب و هذا بدوره يصعب عليها الدخول إلى البورصة نظرا للشفافية و الرقابة الصارمة التي تفرضها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة .¹

3. ضعف الإفصاح و الشفافية : إن المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر تبقى قليلة و لا تفي باحتياجات المتعاملين حيث " يعاني المستثمرون ، في العديد من أسواق الأوراق المالية ، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق ، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق ، في حين أن المطلعين ، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين أو المقربين منهم ، يحققون مكاسب كبيرة ، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات ، أما في بورصة الجزائر فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية و عامة مقارنة مع البورصات المتقدمة ، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار ، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة و تدقيق الحسابات ، و كذا انعدام صناعة التحليل المالي و الاستثمار ."²

4. التضخم و معدل الفائدة : التضخم هو الارتفاع المستمر في الأسعار حيث يؤثر على نشاط البورصة و يؤدي إلى إضعاف المداخل و هو ظاهرة صعب التحكم فيها . حيث أن " بالرغم من التطور الإيجابي لمعدل التضخم الذي صار في 6% سنة 2002 ، و لكن التساؤل القائم هل بإمكان هذا المعدل أن يستمر على هذه الوتيرة مع شروط استقرار الاقتصاد الكلي التي تبدو هشة ، و خاصة 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 معدلا نمو سالبة و حتى إن كانت إيجابية فهي ضعيفة ، كذلك فإن التأثير بالصدمات الخارجية خاصة في

¹ - أيت اكان عزيزة ، بوضيعة فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، 117

² - سارة ذيب ، مريم شعبانة ، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغربية دراسة حالة بورصتي الجزائر و الدار البيضاء خلال الفترة 2005-2014 ، المرجع سبق ذكره ، ص 83

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

ظل التبعية الاقتصادية للخارج و ظاهرة التضخم العالمي التي يعيشها العالم في الوقت الحالي خاصة بعد التغيرات الأخيرة قد يساهم في عدوة ارتفاع معدل التضخم على المستوى المحلي ، و الذي من شأنه التأثير في معدل الفائدة الذي يتراوح في حدود 8% هذه السنة .¹

5. **نقص الشركات المتخصصة :** و ذلك من خلال قلة المؤسسات و الهيئات الداعمة للسوق . حيث أن " بورصة الجزائر تعاني من نقص في أسهم الشركات و المتمثلة في أربعة أسهم فقط مسعرة على مستوى البورصة و إن العدد المحدود للسندات المسعرة في البورصة الجزائر لا يقدم للمستثمر أي تنوع في الفرص التوظيف الاستثماري و هكذا فإن هذا النقص في تمويل سوق البورصة طوال سنوات عدة أثر عليها تأثير سلبيا حيث فقد المستثمر الثقة فيما توفره من توظيف و تطور السوق ككل . فبورصة الجزائر تنظر دوما إلى إعادة انطلاقتها ، ووصول المؤسسات المختصة إلى أن هذه الأخيرة ما زالت لم تتم فعليا على مستوى الجزائر على الرغم من البرامج المقررة ، و التي تنص على خصخصة المؤسسات العمومية إلا أنها ما زالت لم تتجسد على أرض الواقع .²

نستنتج أن نقص الشركات المتخصصة هو المشكل الأكبر في عجز البورصة على النهوض و أن ضرورة توفر هذه الأخيرة هي حاجة لا يمكن التغاضي عنها لإحياء البورصة من جديد .

6. **ضعف القدرة الشرائية للأفراد :** نتيجة ضعف القدرة الشرائية لدى الأفراد تقل المدخرات الفردية و عدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه من حجم الطلب على الأوراق المالية . حيث أن " لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار و تجميد الأجور ، و تحرير أسعار السلع و الخدمات ، و التسريح الجماعي للعمال ضلع كبير في تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع ، حيث يلاحظ توسع دائرة الفقر و البؤس و تقلص القدرة الادخارية للعائلات ، ففي هذه الحالات و الأوضاع فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من الأسر الجزائرية من الادخار في الأصول المالية و في غيرها من المجالات .³

7. **ضعف الجهاز الإنتاجي :** يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 من مجموع الاستثمارات الجزائرية " و أهم ما يميز هذا القطاع :

¹ - أحلام عكنوش ، سوق الأوراق المالية و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير تخصص مالية ، تأميمات و تسيير المخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة أم البواقي ، 2014/2013 ، ص 87

² - زكرياء جراضي ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 111

³ - أحلام عكنوش ، سوق الأوراق المالية و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 88

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

- ارتفاع عدد العمال و ضعف مردودية العمل و يد عاملة غير مؤهلة .
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا .
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على هذه المؤسسات .
- ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير .¹

8. تكاليف و أعباء الدخول إلى البورصة : عند دخول إلى بورصة الجزائر نواجه تكاليف و أعباء يجب على المؤسسة تحملها حيث أن " اللجوء العلني للادخار المرتقب من الدخول إلى البورصة ينجر عنه تكاليف و أعباء تتحملها المؤسسة ، هذه النفقات تحتوي على المصاريف اللازمة للواجبات الإدارية و الشرعية ، و حقوق مكاتب الدراسات ، و حقوق الوسطاء في البورصة لطبع الأسهم و السندات و كذلك الاتصال و التسويق ، و مجموع هذه النفقات و الأعباء تكون على العموم تتراوح بنسبة تقدر ب 5 و 10 من الناتج الصافي للإصدار ، و يمكن القول بأن ضخامة تكاليف الدخول إلى البورصة ، إضافة إلى تكاليف الإصدار ستكون حتما عائقا أمام المؤسسات التي تفكر في الدخول إلى البورصة ."²

المطلب الثاني : المعوقات الاجتماعية و الثقافية و الدينية

أولا : العائق الاجتماعي و الثقافي

1. العوامل التاريخية :

إن غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع و ذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة و أهميتها ، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة . و تتمثل هذه العوامل في " إن الجهل و الأمية و كل مخلفات الاستعمار الأخرى التي مازال المجتمع الجزائري يعاني منها حتى الآن ، كما أن عدم الإقبال على التعامل بقيم البورصة مرده إلى عدم ثقة و اهتزازها نتيجة ممارسات بعض الهيئات

¹ - مريم طيني ، عزيزة بن سميحة ، دور الإفصاح المحاسبي و الشفافية في تفعيل بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 344-345

² - أيت آكان عزيزة ، بوصيق فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، 118

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

المالية و الفضاءات التي خلفها بنك الخليفة و البنك الصناعي و التجاري و الفضاءات الأخرى المتوالية التي يشهدها القطاع المالي بصفة عامة .¹

2. انعدام الثقافة البورصية :

تعتبر هذه العملية حديثة حيث أن المجتمع الجزائري خلال العهد السابق لم يعهد على أن يتعامل مع هذه السوق و ذلك من خلال " إن السبب في هذا راجع إلى السيطرة الذهنية العائلية في الكثير من المؤسسات العامة في النشاط الاقتصادي ، و هي مؤسسات يحكمها في الكثير من الأحيان أفرادا ينتمون إلى عائلة واحدة ، دون مجلس إدارة أو مستشارين يقترحون عليهم استثمار ما لديهم و هم يتخوفون من سيطرة أشخاص آخرين ، على جزء من رأس المال ، و بالتالي فقدان سيطرتهم على مؤسستهم ."²

نستنتج أن غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع يمثل عائق حقيقي لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة ، كل هذا راجع إلى نقص التوعية عبر وسائل الإعلام و كذا عدم تخصيص برامج تعليمية تعرف بأهمية البورصة في تحقيق الأهداف المرجوة منها .

ثانيا : العائق الديني

تعتبر المعاملات الربوية محرمة في ديننا الإسلامي المتعلقة بفوائد السندات ذات العائد المضمون في شكل فوائد حيث لا يخفى على أحد أن " اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي ، و إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4/9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا و نحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال ."³

¹ - أحلام عكنوش ، سوق الأوراق المالية و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 88

² - بصديق مجّد ، الخصوصية في إطار السوق المالي كاتجاه للعودة دراسة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 78

³ - مريم طيني ، عزيزة بن سمينة ، دور الإفصاح المحاسبي و الشفافية في تفعيل بورصة الجزائر ، مجلة تاريخ العلوم ، المرجع سبق ذكره ، ص 355

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

نستنتج أن العامل الديني يحرم التعامل خاصة بالسندات ذات العائد متمثل في شكل فوائد محرمة شرعا ، الأمر الذي جعل المستثمرون يفضلون توجيه استثماراتهم ، في الأسهم التي تدر أرباحا على حساب السندات التي تدر فوائد ربوية .

المطلب الثالث : المعوقات السياسية و القانونية

أولا : المعوقات السياسية

هناك صلة بين الأوضاع السياسية و الأوضاع المحيطة بالبورصة ، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي . حيث " تعتبر الظروف السياسية عامل جد مؤثر على القرارات التي يتخذها المستثمرون إذ يبحث هؤلاء عن الأسواق التي تتمتع بالأمان و الاستقرار السياسي ، و ينفرون من الأسواق التي تعاني بلدانها من الحروب ، و الانقلابات السياسية ، و التغيرات المستمرة للقوانين .

و قد عرفت الجزائر خلال سنوات مضت بما سمي بالانقلاب الأمني ، هذا ما أثر فعلا على سوق القيم المنقولة من عدة نواحي ، و أقصى دورها في تحقيق التنمية دون أن ننسى أن الإدراج في البورصة ، أو حتى إنشاء بورصة في الجزائر يمر عبر قوانين صارمة ، و هي في الحقيقة لا تخلوا من العيوب ، فمنها ما هو ناقص ، و منها ما هو مبهم و غير لازم ، الأمر الذي لم يساعد بعض المستثمرين ."¹

ثانيا : المعوقات التشريعية

تتمثل العوائق القانونية عموما في " عدم تجرئة البورصة ، و شروط القاسية في قبول المؤسسات و خاصة أمام المؤسسات الصغيرة و المتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة ، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و شركة إدارة بورصة القيم ، و كذا الوسطاء في عمليات البورصة ."²

¹ - بصديق مُجد ، الخصوصية في إطار السوق المالي كاتجاه للعودة لدراسة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 77

² - صالحى هالة ، آليات اندماج و تفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية ، دراسة حالة سوقي ماليزيا و البرازيل 1995-2012 ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2014/2015 ، ص

الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

ضف إلى ذلك " رغم الجهود التي قامت بها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و كذلك شركة إدارة بورصة القيم من خلال وضع قوانين تسيير نشاط البورصة في الجزائر إلا أنه يلاحظ غموض بشأن المستثمرين الأجانب . كما ظلت تواجه من غياب المؤسسة القانونية و التشريعية التي تحكم أصول و قواعد العمل في الأسواق الأولية و القانونية ، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق و تطورها الموائية للتطورات الحاصلة في أسواق المال الدولية ، لذا نرى التردد و الغموض في إصدار التشريعات و النظم القابلة و المستوعبة لفكرة التطوير اللاحق مما أدى إلى تباطأ عملية اندماج أسواق الأوراق المالية في الجزائر بمحيطها الدولي ."¹

¹ - أيت آكان عزيزة ، بوضيغ فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، 119

المبحث الرابع : بورصة الجزائر و آليات تفعيلها

نظرا للمشاكل التي تعاني منها بورصة الجزائر و تحد من إمكاناتها إلا هناك آفاق من أجل النهوض بها ، فيجب على السلطات الاقتصادية في الجزائر أن تتبع جملة من الإجراءات التي يمكن إنجازها و بلورتها لتطوير و تنشيط المعاملات في بورصة الجزائر ، حتى تصبح قادرة على لعب الدور المنتظر منها في عملية التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية المحدودة .

المطلب الأول : آليات مرتبطة بالجانب الاقتصادي و المالي

1. العمل على محاربة التعاملات بالسوق الموازية : و ذلك من خلال إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية و طغيان الرشوة و الفساد .حيث أن " الاقتصاد الموازي إلى جانب الاقتصاد الرسمي يعتبر من بين العوامل المثبطة للاستثمار في الأصول المالية ، كون الأول سوقا غير مراقب للضرائب من طرف السلطة العمومية مما يجعله غير خاضع للمراقبة من طرف مصالح الضرائب و لا تلك الخاصة بالمنافسة و الأسعار و يعتبر السوق الموازي عامل جذب للمستثمرين و المتعاملين نظرا لما يوفره للأطراف العاملة فيه من سرعة في تنفيذ الصفقات و إمكانية تحقيق أرباح خيالية دون عناء كبير . و انطلاقا من كل هذا يتعين على كل السلطات العمل على القضاء على مثل هذه الشبكات غير الرسمية و متابعة الشركات العاملة بها و إلزامها بالنشاط في إطار رسمي من أجل القضاء على الأرباح غير العادلة و ضمان توجيه المدخرات و الموارد المالية نحو الاستثمار في الأصول المالية و التي تنعكس بدورها على نجاح مؤسساتها و نجاحها و من ثم النهوض باقتصاد بلدنا ¹ .

2. الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد : و ذلك من خلال رفع مستوى الدخل الحقيقي لكل مواطن حيث أن " هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد و توجيه الادخار نحو التوظيف في البورصة . و عليه فإن رفع المستوى المعيشي للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص و عرض رؤوس الأموال التي تبحث

¹ - زكرياء جرداي ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 113

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

عن فرص الاستثمار في البورصة و من ثم فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ، و منه توجيهه إلى الاستثمار .¹

3. الانفتاح الكبير على الجمهور و التنوع في الأدوات المالية : إن أهم ما تتميز به البورصات الفعالة ما يلي :

- العدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية .
- تكون مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك .
- أنها تفتقر إلى تجانس الأوراق المالية و ذلك بتعدد المصدرين كذا الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات .

و عليه فإن بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس الأموال ، و التي تتم فيها تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس ، و هذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار ، و ذلك لأن تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم و اتجاهاتهم ، و هذا النوع يعطي للبورصة الأهمية و الفعالية المطلوبة ، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور و هذا التنوع في الأدوات المالية يعطي للبورصة حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر و تجميد الادخار المستثمر في القيم المتداولة ، و من ثم فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية .²

4. توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة : لكي تكون بورصة القيم المتداولة الفعالة يجب أن توجه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة ، و ذلك من خلال " التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي و المالي ، و ذلك لأن المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار و إعادة توجيهه نحو مشاريع التنمية ، و تجدر الإشارة هنا أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع المدخرات العامة و دراسة إنشاء المشاريع الاستثمارية ، و كذا ربط العلاقة بين المدخرين و المستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض و الطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن توجيه القدرات التمويلية الموجهة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة ، و حتى يتحقق هذا الشرط كذلك فإن البورصة ينبغي أن تتصف

¹ - زكرياء جراضي ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، نفس المرجع ، ص 115

² - أيت آكان عزيزة ، بوصيعة فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 120-121

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة و المستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس.¹

5. توسيع نطاق الخوصصة : و ذلك من خلال إسراع بعملية الخوصصة التي تعد شرطا ضروريا لتطوير البورصة الجزائرية حيث " يعتبر الحل الأنجع لتحسين سير المؤسسات العمومية ، و بالتالي دخولها عالم المنافسة مع الشركات الأجنبية ، خوصصة المؤسسات تؤدي على المدى الطويل في زيادة إنتاجيتها ، و تحسين مردوديتها و توسيع نشاطها ، و بالتالي ولوجها إلى البورصة.²

6. تفعيل دور البنك المركزي و الجهاز المصرفي في تنمية البورصة : يرتكز دور الجهاز المصرفي في تنمية سوق الأوراق المالية أساسا على مدى تحرير القطاع المالي و يطلع كل من البنك المركزي و البنوك التجارية بدور هام في مجال تطبيق الإجراءات الساعية إلى تحقيق التحرير المالي و تخفيف القيود على عمليات سوق الأوراق المالية على النحو التالي :

" دور البنك المركزي : بلعب البنك المركزي دورا هاما في إنعاش و تفعيل دور البورصة و ذلك عن طريق :

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج و الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات و ضمان الاكتتاب بها .
- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية .

دور البنوك التجارية : كما تساهم البنوك التجارية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق :

- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار و من ثم سوق التداول .
- تسويق و ترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة .
- التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد و المؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية ، إضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.³

¹- أيت اكان عزيزة ، بوصيقت فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، نفس المرجع ، 121

²- بصديق مجّد ، الخوصصة في إطار السوق المالي كاتجاه للعولمة دراسة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 80

³- زيدان مجّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، مرجع سبق ذكره ، ص 17-18

المطلب الثاني : آليات مرتبطة بالجانب الاجتماعي و الثقافي

1. إرساء الثقافة البورصية :

تعتبر ثقافة البورصة في المجتمع أهم مقومات لنجاح مشروع بورصة القيم بالجزائر حيث أن " تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية ، و عليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية متعلقة بالبورصة يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية و فائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات . و لهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام ، و لجنة تنظيم و مراقبة البورصة و شركة إدارة بورصة القيم و كذا الوسطاء في بورصة الجزائر و ذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة كذلك يجب ترسيخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية و الجامعات و غيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني ."¹

2. الجانب الديني :

من أجل رفع الحرج في التعامل في السوق الأوراق المالية يجب " إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية و دخولها و عملائها كمتعاملين في البورصة و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة و التداول التي أنشأتها و جربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية ."²

¹ - زيدان مجّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، مرجع سبق ذكره ، ص 19

² - زيدان مجّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، نفس المرجع ، ص 20

المطلب الثالث : آليات مرتبطة بالجانب التشريعي و التنظيمي

أولا : آليات مرتبطة بالجانب السياسي و التشريعي

1. **مراجعة الإطار التشريعي** : استكمال إطار التشريعي و ذلك من خلال تعديل القوانين و التشريعات و آلية العمل المناسبة ، حيث " إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي و الخارجي يعتبر عاملا في نجاح أي مؤسسة ، و عليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات و المعطيات ذات الطابع السياسي ، الاقتصادي ، الاجتماعي و الثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات و التنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في السوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين ، صف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة و مرنة و مرتبطة بالمستثمر . على أن تتماشى هذه التشريعات مع خصائص و طبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية لحماية المستثمرين و الاقتصاد الوطني ."¹

2. **العمل على ضمان الاستقرار السياسي** : يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال حيث أن " إ ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة و حقيقية لتجديد الادخار بغية ضمان انطلاقه تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد و في هذا الصدد فإن المستثمرون يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار ، لذا يجب أن تكون هناك إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي و ذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة السلطة فإن القوانين السارية في البورصة و خاصة المتعلقة بضمن الأموال مضمونة . إذا فالعمل على تحقيق الاستقرار السياسي يعتبر بمثابة حجر الزاوية لكل سياسة تهدف إلى تحقيق انطلاقة اقتصادية ."²

3. **إصلاح المنظومة القانونية** : و ذلك من خلال تبسيط و تسهيل الإجراءات القانونية و إضفاء المرونة عليها حيث أن " المنتظر من هذه المنظومة عن طريق الهيئات المكلفة بذلك إصلاح ما أفسدته المراسيم القانونية ، التي لم

¹ - شمام عبد الوهاب ، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور ، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات ، العدد الرابع ، ديسمبر 2016 ، ص 26

² - شمام عبد الوهاب ، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور ، نفس المرجع ، ص 25

تتوقف عن الصدور ، منذ إنشاء بورصة الجزائر ، و يتعلق الأمر بمزيد من التوضيحات ، فيما يخص توزيع الأرباح على المساهمين ، و كذا الفوائد المحصلة عليها من القيم المنقولة و كذا خروج رؤوس الأموال إلى الخارج .¹

ثانيا : آليات مرتبطة بالجانب التنظيمي

1. تجزئة سوق البورصة : يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين : " سوق رسمية و سوق ثانية . ففي السوق الرسمية يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي توفرت فيهم كامل الشروط ، أما السوق الثانية فيتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تكتمل شروط إدراجها في السوق الرسمية ، مع العلم أن كلا السوقين ينقسمان إلى سوق أولي و سوق الثانوي ، و بالتالي فإن شروط الدخول إلى السوق الرسمية تختلف عن شروط الدخول إلى السوق الثانية . و العبرة من هذه الشروط هي السماح للمؤسسات الصغيرة المتوسطة من تمويل نفسها . فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق ، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من الاستفادة منها .²

2. مكننة أنظمة التداول : تطوير أنظمة التداول و مكننتها من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين في السوق حيث " إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول و استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم ، و ذلك من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين ، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت ، و هي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية و ذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق .³

3. تطوير معايير الشفافية و الإفصاح : تعزيز مبادئ الإفصاح و الشفافية و ذلك من أجل دورها الفعال في المساهمة في خلق مناخ ثقة بين مختلف المتعاملين في السوق المالية حيث أن " يجب الاهتمام لزيادة درجة الإفصاح و تعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية و ذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب ، و توفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر . فمن جانب السوق يتعين توسيع نطاق المعلومات و

¹ - بصديق مُجَّد ، الخصخصة في إطار السوق المالي كاتجاه للعولمة دراسة بورصة الجزائر ، المرجع سبق ذكره ، ص 80

² - زيدان مُجَّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، مرجع سبق ذكره ، ص 18

³ - زيدان مُجَّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، نفس المرجع ، ص 18

الفصل الثالث : سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

البيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية و أسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى الدورية المتضمنة لحركة التداول و المؤشرات المالية الرئيسية ."¹

الخلاصة :

من خلال تطرقنا في هذا الفصل لسوق الأوراق المالية بورصة الجزائر، استطعنا الخروج ببعض المفاهيم و تقديم فكرة شاملة عن بورصة الجزائر من نشأة و مراحل انجاز سوق للأوراق المالية في الجزائر ، كما تم التعريف بالهيئات المنظمة لبورصة الجزائر . حيث توصلنا إلى :

1. تعتبر بورصة الجزائر قديمة النشأة نسبيا ، و قد عرفت إصلاحات و تغيرات متعددة منذ إنشائها تماشيا مع القوانين السائدة و الظروف المحيطة .

2. سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات . و قد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها و ذلك بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم . لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها .

3. أغلبية المؤسسات الجزائرية ، إن لم نقل كلها ، لا تثق في بورصة و لا تلجأ إليها ، و لا تزال تعتقد أنها غامضة و خطيرة ، فلا نجد غير خمس مؤسسات جزائرية فقط في وقتنا الحالي مدرجة ضمن هذه السوق ، بينما لا يتعدى الوسطاء الماليون بها عدد البنوك العمومية الناشطة في الجزائر باستثناء فروع لمؤسستين مصرفيتين أو ثلاث أجنبية ألزمت على الدخول إليها للتمكن من ممارسة نشاطها .

4. تواجه بورصة الجزائر مجموعة من العوائق تجعلها لا تحقق غايتها و يحد من تطورها ، من بين هذه العوائق : معوقات سياسية ، معوقات ثقافية ، معوقات اقتصادية .. الخ .

5. هناك عدة آليات من شأنها إقامة بورصة أوراق مالية فعالة أهمها :

¹ - شمام عبد الوهاب ، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور ، المرجع سبق ذكره ، ص 24

الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية (البورصة) في الجزائر

- العمل على إرساء ثقافة بورصية ، و زيادة الوعي الادخاري و الاستثماري للأفراد و الشركات .
- زيادة الإطار الرقابي و الإشرافي على عمليات السوق ، مع تعزيز الأداء الاقتصادي و المناخ الاستثماري للدولة .
- العمل على تطوير الجهاز المصرفي للدولة و الإقتداء بالدول السائرة في هذا الشأن .
- إعادة النظر بالشروط المطلوبة للإدراج في البورصة ، و العمل على إصلاح القوانين المنظمة للشركات .
- مزيد من الاهتمام بالمؤسسات لتصبح مؤهلة و قادرة على أن تدرج في البورصة ، حيث كلما زادت المؤسسات المدرجة زادت فعالية البورصة ، و العكس قلة المؤسسات المدرجة لا شك يعيق نمو البورصة .

الخاتمة العامة :

و في ظل التطورات التي شهدتها الاقتصاد العالمي نجد أن الأسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة أي تطور في العالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية حيث أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، و بعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من أجل محاولة تعريفها ، و تحديد خصائصها ، نظرا للأهمية البالغة التي تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية .

و لأهمية الأسواق المالية قامت الجزائر بإنشاء بورصة القيم المنقولة و الهدف منها إعطاء الأسواق المالية دفعة جديدة نحو تحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة . و لكن رغم الجهود المبذولة من طرف السلطات المعنية لتطوير البورصة الجزائر إلا أن هذه الأخيرة ما زالت تعرف ركودا و جمودا في أدائها .

نتائج الدراسة :

- ✓ يقصد بالأسواق المالية الناشئة بالأسواق المتواجدة في الاقتصاديات نامية ، و تتميز بنمو في الحجم و جودة أدواتها مقارنة بالأسواق الأخرى . و الأسواق الناشئة ليست بالضرورة أسواق حديثة النشأة فهناك أسواق تأسست منذ زمن طويل و تعتبر ناشئة .
- ✓ من خلال دراستنا للأسواق المالية الناشئة توصلنا إلى أن الأسواق الناشئة لا تشكل وحدة متجانسة حيث يظهر اختلاف في مستوياتها من حيث حجمها أي (الرسملة السوقية و عدد الشركات) فهناك بورصات تفوق فيها الرسملة السوقية البورصات المتقدمة (بورصة الصين) في حين تبقى بورصات أخرى ضعيفة من حيث الرسملة السوقية (بورصة هنغاريا) . و كذلك بالنسبة لعدد الشركات المدرجة هناك أسواق كبيرة الحجم من حيث عدد الشركات (بورصة الهند مثلا) و تبقى بورصات أخرى صغيرة الحجم (بورصة جمهورية التشيك) .
- ✓ شكلت أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة إحدى الآليات الهامة لتجميع و توجيه الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال حيازة الأفراد و الشركات لما يصدر في هذه الأسواق من أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى .

- ✓ ساعدت أسواق الأوراق في الدول الناشئة على زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي المباشر و في المحافظة المالية ، نتيجة لعمليات التحرير المالي التي انتهجتها الدول الناشئة ، و خاصة إلغاء القيود على رؤوس الأموال و الأرباح المحققة .
- ✓ ساهمت هذه الأسواق بدور هام في علاج مشاكل الدين الخارجي للدول التي تنتمي إليها من خلال زيادة الاعتماد على التمويل المحلي ، و خاصة من أسواق السندات ، التي عرفت تطورات ملموسة في الدول الناشئة ، مما أدى إلى زيادة نسبة الدين العام المحلي الممول باستخدام السندات الحكومية المتوسطة و طويلة الأجل .
- ✓ سعي الدول الناشئة للوصول لسوق أوراق مالية تتميز بالفعالية و الكفاءة ، و يجب توفير مجموعة من الشروط منها : وجود الحرية و الاستمرارية فيها ، وجود مؤسسات مالية وسيطة متخصصة في أمورها ، توفير للإطار القانوني ، و لوائح تنظم حسن سير العمل فيها ، بالإضافة لوجود السرعة ، الدقة ، الصحة ، الأمان ، الانضباط في إجراء العمليات فيها يساهم توفير المناخ الاستثماري الملائم . كما أن الإفصاح المالي و إشهار المعلومات الذي يعد بمثابة الروح لأي سوق مالية ، و في وجود نظام فعال للاتصالات يوفر الكفاءة المرجوة لهذه السوق .
- ✓ إن معظم الأسواق المالية الناشئة و منها العربية ذات كفاءة ضعيفة .
- ✓ من أهم الصفات التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية عن بعضها هي صفة الكفاءة ، و الكفاءة هي تلك الصفة التي تمنح للسوق إذا كانت المعلومات الضرورية متاحة فيها لجميع المستثمرين من دون تكاليف أو بتكاليف منخفضة ، مما يجعل من أثر وصولها إلى أسعار الأوراق المالية مباشرا . و للكفاءة صيغ منها الصيغة الضعيفة ، الصيغة المتوسطة و الصيغة القوية . كما تقوم الكفاءة على العديد من المرتكزات منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي و منها أيضا ما يتعلق بالجانب التقني و الجانب الإعلامي .
- ✓ لقد واجهت بورصة الجزائر منذ نشأتها جملة من العراقيل منها السياسية و التشريعية و الاقتصادية حالت دون تطورها و دون تحقيق الأهداف المرجوة منها .
- ✓ 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 و ضعف الكفاءة المعلوماتية و قلة المؤسسات العاملة فيها .

- ✓ انخفاض حجم التداول في البورصة و ذلك 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 .
- ✓ السوق المالي الجزائري مازال بعيد كل البعد عن تحقيق حلم تنمية الاقتصاد الوطني بسبب ما يعانيه من عراقيل و التي انعكست بالسلب على المؤشرات العامة له ، لكن بدأ الأمل يلوح للالتفات إليها حاليا في محاولة لتذليل هذه الصعوبات عن طريق مقترحات لتطوير هذه الأخيرة .
- ✓ سوق الأوراق المالية في الجزائر يتصف بمحدودية المؤسسات المختصة بالوساطة المالية بالإضافة إلى غياب المؤسسات المتخصصة في صناعة الأسواق الثانوية و المحفزة لنشاط الأسواق المالية ، فضلا عن أن إعداد شركات المساهمة التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية في الدولة قليلة مقارنة بعدد مؤسسات الأفراد .

نتائج اختبار الفرضيات :

- **الفرضية الأولى :** إن السوق المالي الناشئ يعرف بالسوق التي يمر اقتصادها في مرحلة باتجاه اقتصاد السوق تعني مرحلة الانطلاق . تشير النتائج المتحصل عليها من دراسة الأسواق المالية الناشئة أنها تلك الأسواق المالية التي تكون في الدول التي هي متوسطة و منخفضة النمو ، و بدأت عمليات التغيير و النمو في الحجم و التعقد و تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم ، و تمر هذه الأسواق بعدة مراحل حتى تصبح في مصاف الأسواق المتقدمة ، و هي تقودنا إلى قبول الفرضية الأولى .

- **الفرضية الثانية :** تتحدد كفاءة و فعالية السوق المالي الناشئ من خلال توفر المعلومات الخاصة به و بالمتعاملين فيه ، و من خلال رسملة السوق و السيولة و عدد الشركات المدرجة التي هي مؤشرات التي تساعدنا على معرفة درجة الكفاءة . من خلال الدراسة لكفاءة السوق المالي الناشئ تبين لنا أن هذا الفرض صحيح لأن أسواق الأوراق المالية أحد مجالات الاستثمار ، فإن ذلك يقتضي أن توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها و كل صغيرة و كبيرة على السوق حتى تعطي للمستثمرين الثقة و الأمان ، و عليه أن السوق التي تعكس أسعار أوراقها المالية للمعلومات المتاحة أنها تتمتع بالكفاءة أي سوق مالية كفؤة ، و يعتمد كل من الخبراء و المستثمرين في التطلع على مدى كفاءة الأسواق المالية على المؤشرات باعتبارها تقيس الكفاءة و أيضا أداة للتنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق ، و هي تقودنا إلى تقبل قبول الفرضية الثانية .

- **الفرضية الثالثة** : تواجه نمو و تطور أسواق الأوراق المالية الجزائرية مجموعة من المعوقات ، حيث تم إثبات صحة هذه الفرضية من خلال الدراسة ، تواجه نمو و تطور بورصة الجزائر العديد من المشاكل و المعوقات التي تحول دون تطورها و ازدهارها و بالتالي تأدية المهام التي أنشأت من أجله ، و هذا راجع إلى غياب ثقافة الادخار و الوعي الاستثماري لدى الفرد الجزائري أيضا محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج و تسويق الإصدارات الجديدة .

المقترحات و التوصيات :

- ✓ وضع قيود و سياسات للتحكم في الطلب على رؤوس الأموال الأجنبية خاصة القصيرة الأجل بحيث على الأسواق المالية الناشئة أن تطبق الأسلوب المناسب لتحوط ضد الأزمات في حالة وقوعها .
- ✓ مكنته أنظمة التداول و ذلك من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأسواق المالية الناشئة و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين . و إدخال خدمة التداول عن بعد و هي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها الأسواق الأوراق المالية المتطورة و ذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق .
- ✓ العمل على إدخال أدوات مالية جديدة في أسواق المال الناشئة مثل التداول بالهامش أو نظام تسليف الأسهم أو الخيارات ، مما يساعد على رفع السيولة في السوق ، و العمل على نشر الوعي لدى المستثمرين عن طريق وسائل الإعلام .
- ✓ تعزيز الشفافية و الإفصاح في الأسواق المالية الناشئة و ذلك عن طريق إصدار نشرة يومية و أسبوعية و شهرية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن حجم التداول و مؤشرات الأسعار . العمل على تعزيز دور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالي و ذلك بهدف حماية المستثمرين و المساهمين في تحقيق الاستقرار .
- ✓ القضاء على السوق الاقتصادية الموازية و محاربة التضخم و ذلك بالعمل الجاد و المتواصل من طرف جميع الهيئات من أجل القضاء على هذه الظاهرة و الحد من مخاطرها و العمل بالموازاة على تشجيع التعامل في السوق الرسمية .

- ✓ تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية و الأجنبية و تعزيز التفاعل بين البورصة و المجتمع المحلي ، و نشر المعلومات من خلال كافة الوسائل المتاحة .على بورصة الجزائر مسايرة التطورات التكنولوجية لإنشاء بورصة تتسم بالكفاءة .
- ✓ تقريب مفهوم البورصة لدى المجتمع الجزائري خاصة المستثمرين و المدخرين ، و توسيع المجال الإعلامي بدورها في توظيف المدخرات في مشاريع استثمارية كفؤة ..
- ✓ فتح المجال أمام المؤسسات و المنشآت للانضمام إلى البورصة الجزائر عن طريق التخفيض من صرامة القوانين .
- ✓ العمل على تخفيض تكاليف المعاملات في البورصة الجزائر حيث أنه كلما كانت التكاليف منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة .
- ✓ تنوع الأوراق المالية بإصدارات أخرى في السوق الأوراق المالية الجزائرية .
- ✓ رفع عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من أجل تنشيط السوق المالي .
- ✓ الاهتمام بالجانب الديني و خلق أوراق مالية تتماشى مع طرق التمويل الإسلامي لرفع الحرج عن المتعاملين بها .
- ✓ زرع الثقافة البورصية و ذلك بتحسيس مختلف الأعوان الاقتصاديين و خاصة الأسر باستخدام مختلف وسائل الإعلام و هذا من أجل حثهم على الاستثمار في الأصول المالية .
- ✓ الإسراع في عملية الخصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة .
- ✓ مراجعة الجانب التشريعي للبورصة الجزائر خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج و كذلك شركات الوساطة المالية .
- ✓ العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الاستفادة منها .

آفاق البحث :

- في إطار دراستنا لهذا الموضوع ، لاحظنا أن هناك العديد من المواضيع تحتاج إلى المزيد من البحث و التحليل ، لذا نقترح هذه المواضيع الآتية كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل :
- كفاءة الأسواق المالية المتقدمة و النامية (ى دراسة مقارنة) .

- دور الأسواق المالية الناشئة في عمليات تمويل الاقتصاديات النامية .
- دور الخصخصة على البورصة في الجزائر .
- أثر البورصة الجزائرية على النمو الاقتصادي .

قائمة المراجع

أولا : المجلات و الدوريات

- 1- أزغار يحيى ، شقبقب عيسى ، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية ، المجلة الجزائرية للعلوم و السياسات الاقتصادية ، العدد 07 ، 2016 .
- 2- بسبع عبد القادر ، بن عيسى بن علي ، دور الإفصاح في ظل المعايير الدولية للتقارير المالية و أثره على زيادة كفاءة الأسواق المالية ، مجلة البحوث و الدراسات التجارية ، العدد الأول ، مارس 2017 .
- 3- بسبع عبد القادر ، صديقي مليكة ، تحليل مؤشرات تنمية و استقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة ، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية ، العدد 02 ، سبتمبر 2017 .
- 4- بن اممر بن حاسين ، الحسين جديدين ، مُحمَّد بن بوزيان ، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية ، عمان ، تونس و المغرب ، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ، العدد 02 ، 2013 .
- 5- دغموم هشام ، واقع نمو و تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 – 2015 ، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة ، العدد 33 ، 2016 .
- 6- راهم لخديري ، العلاقة بين سيولة و كفاءة سوق الأوراق المالية ، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية و الإنسانية ، العدد 23 ، أبريل 2018 .
- 7- سعود وسيلة ، تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية ، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية ، العدد الثالث ، مارس 2018 .
- 8- سميرة لطرش ، العلاقة بين السيولة و كفاءة سوق رأس المال ، مجلة العلوم الإنسانية ، المجلد أ ، العدد 32 ، ديسمبر 2009 .
- 9- شمام عبد الوهاب ، زودة عمار ، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية و مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور ، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات ، العدد الرابع ، ديسمبر 2016 .

- 10- شوقي بورقبة ، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية ، كلية علوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف ، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، العدد 10 ، 2010 .
- 11- عابد فضيلة ، أنس مملوك ، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة جامعة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية المجلد 36 ، العدد 05 ، 2014 .
- 12- عادل بوظلالة ، أحمد بوراس ، دور كفاءة سوق رأس المال في توجيه و تخصيص الاستثمارات دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008/2014 ، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد السادس ، ديسمبر 2016 .
- 13- عبد الحفيظ خزان ، الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016 ، مجلة الاقتصاد الصناعي ، العدد 12 ، 03 جوان 2017 .
- 14- كمال يوسف ، عروسي سميرة ، أثر تراجع أسعار النفط على الأسواق المالية الناشئة (2010-2016) ، مجلة الحقيقة ، العدد 03 ، سبتمبر 2018 .
- 15- مريم طبني ، عزيزة بن سمينة ، دور الإفصاح المحاسبي و الشفافية في تفعيل بورصة الجزائر ، مجلة تاريخ العلوم ، العدد السابع ، مارس 2017 .
- 16- مفتاح صالح ، معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و يبل رفع كفاءة ، مجلة الباحث ، العدد 07 ، 2010/2009 .
- 17- مناضل عباس حسين ، خيضر مهدي صالح ، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي مع تعليق قياسي ، مجلة جامعة بابل ، العلوم الإنسانية ، المجلد 17 ، 2009
- 18- نصيرة مسيب ، الأسواق الناشئة و مكائنها في الاقتصاد العالمي خلال الفترة 2012-2016 ، مجلة دفاتر بواذكس ، العدد 07 ، مارس 2017 .

ثانيا : الأطروحات و المذكرات

- 1- أحلام عكنوش ، سوق الأوراق المالية و دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير تخصص مالية تأمينات و تسيير المخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة أم البواقي ، 2014/2013
- 2- أمير واجد غالب دويكات ، ضياء منير سلامة النجار ، دور حوكمة الشركات في تفعيل الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة بعض الدول النامية (مصر ، السعودية) ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر الأكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص مالية و نقود ، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير جامعة العربي التبسي - تبسة - ، 2016-2015
- 3- أيت أكان عزيزة ، بوصيقع فتيحة ، تقييم مدى فاعلية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية ، تخصص مالية مؤسسة ، جامعة أكلي محند أولجاج ، البويرة ، 2015-2014
- 4- بصديق مُجّد ، الخوصصة في إطار السوق المالي كاتجاه للعولمة دراسة بورصة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في الاقتصادية تخصص بنوك و أسواق مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة عبد الحميد ابن باديس مستغانم ، 2015-2014
- 5- بلال دبور ، فعالية سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية تأمينات و تسيير المخاطر ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ، جامعة العربي بن مهدي أم بواقي ، 2014-2013
- 6- بن عزوز عبد الرحمن ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2012-2011 .
- 7- بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، مذكرة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، 2006-2005
- 8- حمودي منى ، فعالية الأسواق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في بعض البلدان العربية ، مذكرة لنيل شهادة ماستر في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة أم البواقي ، 2015-2014

- 9- زكرياء جرادى ، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015-2016
- 10- سارة ذيب ، مريم شعبانة ، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية دراسة حالة بورصتي الجزائر و الدار البيضاء خلال الفترة 2005-2014 ، مذكرة لنيل شهادة الماستر كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة العربي التبسي تبسة ، 2015-2016
- 11- سفيان حلوفي ، أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة حالي كوربا الجنوبية و إندونيسيا ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير العلوم الاقتصادية ، تخصص التمويل الدولي و المؤسسات النقدية و المالية ، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2010-2011
- 12- صالحى هالة ، آليات اندماج و تفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية دراسة حالة سوقي ماليزيا و البرازيل 1995-2012 ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2014/2015
- 13- فؤاد سالم رحم ، كفاءة و فاعلية سوق العراق للأوراق المالية دراسة مقارنة ، شهادة لنيل درجة البكالوريوس في العلوم المالية و المصرفية ، كلية الإدارة و الاقتصاد العلوم المالية و المصرفية ، جامعة القادسية ، 2018
- 14- مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، منشورة ، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014-2015 .
- 15- صالح بوزطوطة ، نظام البورصة في الجزائر ، مذكرة تكميلية لنيل شهادة الماستر ، تخصص قانون أعمال ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، 2013/2014 ،

ثالثا : المنتقيات و المؤتمرات و الأيام الدراسية و الندوات

- 1- أحمد بوراس ، السعيد بريكّة ، كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد ، دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية ، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و آثارها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، جامعة بسكرة يومي 21 و 22 نوفمبر 2006 .
- 2- زيدان مُجّد ، نورين بومدين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الآفاق ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة مُجّد خيضر بسكرة ، يومي 21/22 نوفمبر 2006 .
- 3- ساعد مرابط ، أسماء بلميهوب ، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير ، جامعة مُجّد خيضر بسكرة ، 21-22 نوفمبر 2006 .

رابعا : النصوص القانونية و التشريعية

- 1- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 ، المادة 715 مكررة 30 ، العدد 27 ، الجريدة الرسمية ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .
- 2- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 ، المعدل و المتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .
- 3- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 17 جانفي 2003 ، الجريدة الرسمية ، العدد 11 من سنة 2003

خامسا : المواقع الإلكترونية

- 1- <http://www.sgbv.dz>