



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المراجع 2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

دور الأسواق المالية في دعم الاقتصاد دراسة الحالة بورصة الجزائر 2014/2011

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

"تنحصر " إدارة مالية "

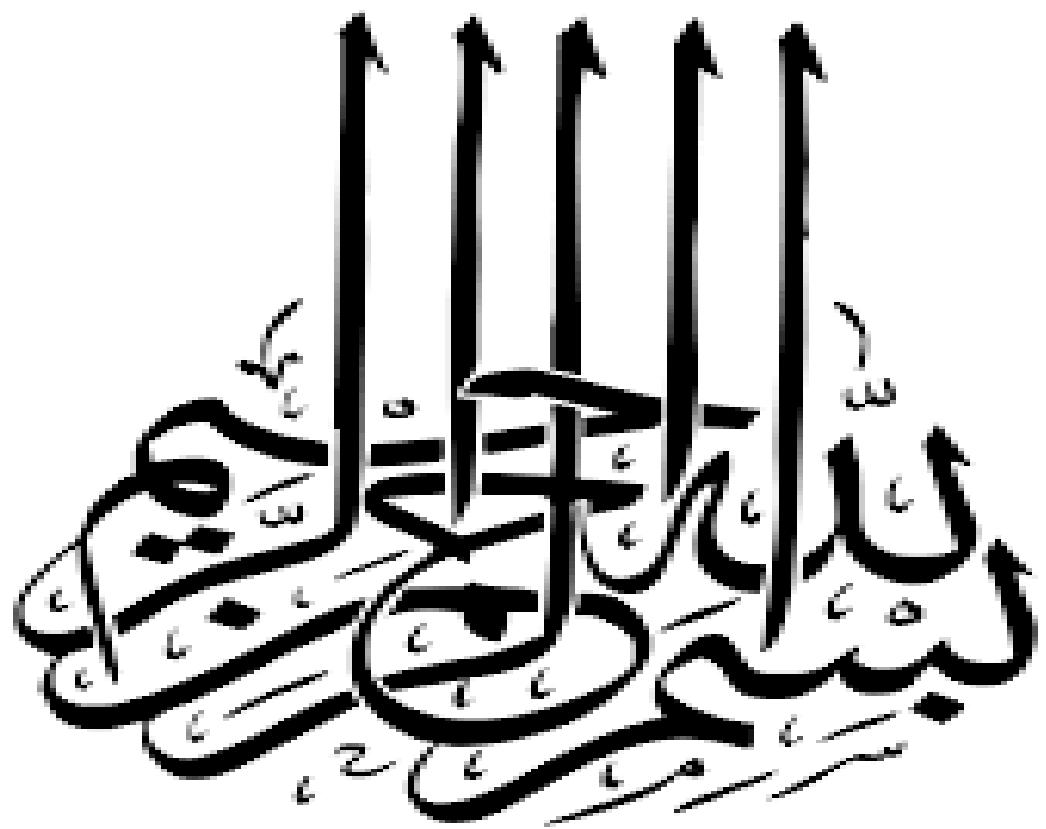
إشراف:
محمد بوطلاعة

إعداد الطلبة:
- جناة لوزة
- بوقطوش عزيز

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مريم باي
مشرفا ومحررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	ابراهيم سالم ياسمينة
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	محمد بوطلاعة

السنة الجامعية 2020/2019



ملخص باللغة العربية

ملخص البحث:

تهدف هذه الدراسة الى معرفة دور الأسواق المالية في دعم الاقتصاد حيث تميزت هذه الدراسة بتناول الإطار النظري للأسواق المالية من خلال ابراز أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية ليتم بعد ذلك التطرق الى بورصة الجزائر من خلال دراسة مختلف المؤشرات التي تساعد في الحكم على اداء البورصة ومختلف العوائق التي تواجهها والتي لم تسمح لها بالقيام بدورها وفي الأخير اعطاء بعض المقترنات والحلول لتطوير البورصة من أجل مساهمتها في دعم الاقتصاد.

الكلمات المفتاحية: الاسواق المالية - البورصة - الاقتصاد.

Abstract :

This study aims to know the role of financial markets in support of the economy; where this study was characterized by the theoretical framework for financial markets, through the most important basic concepts on financial markets to be addressed to the Algerian stock Exchange by studying different indicators that help judge the performance of the stock Exchange and the various obstacles faced by, which they didn't allow them to play its role, and in the last ; we give some suggestions and solutions to develop the stock Exchange for their contribution to economic support.

Key words:

financial markets, stock market, Economy

الإله

إلهي... لا يطيبك الليل إلا بشكرك... ولا يطيبك النهار إلا بطالعتك... ولا تطيبك
اللحظات إلا بذكرك... ولا تطيبك الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيبك الآخرة إلا
برؤيتك. إلى من بلغ الرسالة وأدلى الأمانة... ونفع الأمة... إلى بنبي الرحمة
ونور العالمين. إلى اليد الطاهرة التي أذالت من أمامي الأشواك الطريق...
ورسمت المستقبل بخطوط من الأمل والثقة... إلى الذي لا تحفيه الكلمات
والشكر والعرفان بالجميل أبيي العزيز. إلى من ألمطبني من دمها وروحها
و عمرها حباً و تصميماً و دفعاً لغد أجمل... إلى الغالية التي لا أرى الأمل إلا من
عينيها... إلى أمي العزيزة. كما أهدي ثمرة جهدي إلى أنتي وأنوثتي
و صديقاتي والأقارب الذين لم يخلوا علي بدعواتهم لي بالنجاح... شكري
و امتناني الجليل.

خالد

الله _____ داء

إلهي... لا يطيب الليل إلا بشكرك... ولا يطيب النهار إلا بطالعتك... ولا
تطيب اللحظات إلا بذرك... ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيب
الآخرة إلا برؤيتك. إلى من بلغ الرسالة وأدّى الأمانة... ونصح الأمة...
إلىبني الرحمة ونر العالمين. إلى يد الطاهرة التي أزالتك من
أهامي الأشواك الطريق... ورسمت المستقبل بخطوط من الأمل
والثقة... إلى الذي لا تكفيه الكلمات والشمر والعرفان بالجميل أبيي
العزيز. إلى من أمعتن بي من دمها وروحها وعمرها حباً وتصميماً
ودفعاً لغ أجمل... إلى الحالـةـ التي لا أرى الأمل إلا من عينيها... إلى
أمـيـ العـبـيـبةـ. كما أهـبـيـ ثـمرةـ جـهـدـيـ إلىـ أـخـتيـ وـأـخـوـتـيـ وـصـيـقاـتـيـ
وـأـقـارـبـ الـذـينـ لمـ يـبـلـلـواـ عـلـيـ بـدـعـواـتـهـ لـيـ بـالـنـجـامـ... شـكـرـيـ

وـأـمـنـانـيـ الجـزـيلـ

جـنـاهـ

شكر وتقدير

الحمد لله كما ينبغي لجلال وجهه وعظمته سلطانه، وأحمد الله تعالى وأشكره وأستعينه على توفيقه لي في إعداد هذه المذكرة، فلولا فضله لما وصلته إلى هذا العمل، فالحمد لله رب العالمين.

شكري في المقام الأول لما كان لهم الفضل في تربيتي وتعليمي، من رسم لي دروبه العلم، إلى من أحترم بهما وأقدر، والذي الذين أتمنى من الله أن يحفظهم ويطيل بعمرهم.

وأتقدّم بجزيل الشكر والامتنان والتقدير إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل سواءً من قربه أو من بعيد.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
-	البسملة
-	الملخص باللغة العربية.
-	الملخص باللغة الإنجليزية
-	شكر وتقدير.
-	إهداء.
II - II	فهرس المحتويات.
II	فهرس الجداول.
II	فهرس الأشكال.
	مقدمة (أ-ح)
ب	1. إشكالية البحث
ب	2. فرضيات البحث
ت	3. أسباب اختيار البحث
ت	4. أهداف البحث
ت	5. أهمية البحث
ث	6. الدراسات السابقة
ج	7. المنهج المستخدم
د	8. صعوبات وعوائق البحث
د	9. حدود الدراسة
د	10. هيكل البحث
	الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق المال (37-3)
-	تمهيد.
3	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية
7	المطلب الثاني: شروط قيام الأسواق المالية

فهرس المحتويات

8	المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية
9	المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية والمتدخلون فيها
9	المطلب الأول: الأسواق النقدية
13	المطلب الثاني: أسواق رأس المال
17	المطلب الثالث: المتتدخلون في الأسواق المالية
18	المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
18	المطلب الأول: الأدوات التقليدية.
24	المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات)
27	المطلب الثالث: الأدوات الحديثة (المشتقات المالية)
35	المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية
37	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: مكانة بورصة الجزائر في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة

(63-40) 2014/2011

-	تمهيد.
40	المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر
40	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر
41	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر
43	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في بورصة الجزائر وشروط الإدراج
45	المبحث الثاني: الأداء الاقتصادي الكلي في بورصة الجزائر
45	المطلب الأول: تطور الناتج المحلي الإجمالي
47	المطلب الثاني: تطور الميزان التجاري والسيولة المحلية لبورصة الجزائر
50	المطلب الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية في بورصة الجزائر
56	المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وسبل تطويرها
56	المطلب الأول: المعوقات الاقتصادية
57	المطلب الثاني: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية والسياسية
59	المطلب الثالث: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

فهرس المحتويات

63	خلاصة الفصل
خاتمة (65-68)	
65	1. خلاصة عامة
65	2. اختبار الفرضيات
66	3. نتائج الدراسة
67	4- توصيات الدراسة
68	5- آفاق البحث
75-70	قائمة المراجع

فهرس الجداول.

الصفحة	العنوان	الرقم
	المقارنة بين الأseم والسندا	الجدول رقم 01
	الفرق بين عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية	جدول رقم 02
	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة (2014 - 2011)	جدول رقم 03
	تطور الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة (2014 - 2011)	جدول رقم 04
	تطور السيولة المحلية في الجزائر خلال الفترة (2014-2011)	الجدول رقم 05
	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2014- 2011)	الجدول رقم 06
	نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (2014-2011)	الجدول رقم 07
	تطور مؤشر رأس المال السوقى لبورصة الجزائر خلال الفترة (2014-2011)	الجدول رقم 08

فهرس الأشكال.

الصفحة	العنوان	الرقم
	ببين أدوات سوق النقد.	الشكل رقم 01
	مكونات أسواق رأس المال.	الشكل رقم 02
	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.	الشكل رقم 03
	تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة 2014-2011.	الشكل رقم 04
	تطور الميزان التجاري(مليار دولار) في الجزائر خلال الفترة 2014-2011.	الشكل رقم 05
	تطور السيولة المحلية في الجزائر خلال الفترة 2014-2011	الشكل رقم 06
	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2011	الشكل رقم 07
	يمثل الحجم المتداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014	الشكل رقم 08
	يمثل القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014	الشكل رقم 09
	تطور مؤشر رأس المال السوقي لبورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2011	الشكل رقم 10

مقدمة

مقدمة

تزايد في الآونة الأخيرة اهتمام العالم بأكمله بالأسواق المالية لعدة أسباب كان من أهمها عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال الأزمة لتلبية احتياجاتها التنموية، إضافة إلى عدم قدرة الأفراد على توفير المبالغ الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية الكبيرة التي تحتاج إلى رؤوس أموال وفيرة، مما أصبح يتطلب البحث عن إيجاد وسائل أخرى غير تقليدية لتمويل احتياجات الدول التنموية وبما يعود على المستثمرين الأفراد بأرباح أكبر وبما لا يعرضها لمخاطر كبيرة.

فالدولة كانت تعتمد على إيراداتتها السيادية المتمثلة في الضرائب والاقتراض وغيرها من أجل تمويل متطلبات التنمية الأساسية فيها، وكان المستثمرون يعتمدون على مدخراتهم وما يمكن الحصول عليه من قروض في تمويل مشاريعهم الاستثمارية.

ومن أجل التوصل إلى بعض الحلول المتعلقة بتمويل عمليات التنمية الأساسية بالنسبة للدول وحصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة، أخذت فكرة الأسواق المالية مركزا حيويا في معظم دول العالم وأخذت الأسواق المالية تلعب دورا حيويا في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للاستثمار، وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة ودفع عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستمر، حيث تساهم في جذب الاستثمارات على المستويين المحلي والأجنبي فنجاج النشاط الاقتصادي وازدهاره بات مرهونا بوجود سوق مالية نشطة تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة.

يعتبر وجود بورصة الأوراق المالية أمر مهم للغاية لأي دولة باعتبارها الجهاز التنفسي للاقتصاد وتعتبر ملاد للمستثمرين الذين يملكون رغبة الاستثمار وتحقيق الأرباح فهي همزة وصل بين وحدات الفائض المالي والعجز المالي ونظرا لأهمية هذه السوق قامت غالبية الدول العربية بإنشاء هذه السوق والعمل على تعزيزها، ومن هذه الدول الجزائر التي عملت على إنشاء بورصة أوراق مالية سنة وكان من أهداف إنشائها خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية، وقد عملت الجزائر على تعزيز هذا السوق من خلال عديد التشريعات والإصلاحات ورغم هذا لا زالت تعاني من ضعف أدائها رغم كل هذه الجهود والإصلاحات المبذولة وهذا نظرا لعديد المعوقات التي تواجهها.

1. إشكالية البحث:

تعد الأسواق المالية من أهم الوسائل التي وجدت وتطورت مع مرور الوقت، حيث أصبحت هذه السوق تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة والتميز بين تطور أو تخلف اقتصادها.

وعليه يمكن طرح وصياغة إشكالية البحث الرئيسية على النحو التالي:

- ما هو دور الأسواق المالية في دعم الاقتصاد خلال الفترة 2011/2014؟

ويندرج من التساؤل الرئيسي جملة من التساؤلات الفرعية الآتية:

• ماذا يقصد بالأسواق المالية؟

• ما هي أقسام الأسواق المالية؟

• ما مدى مساهمة أسواق الأوراق المالية في دعم اقتصادها؟

• ما هي العقبات التي تواجه بورصة الجزائر والتي حالت دون الرقي بها؟

2. فرضيات البحث:

للإجابة عن الإشكالية المطروحة وعن التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة بعض الفرضيات:

- السوق المالي هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار عبر فنات متخصصة عاملة في السوق.

- تنقسم الأسواق المالية إلى قسمين رئисيين هما: سوق النقد وسوق رأس المال.

- إن تشطيط أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يساهم في توفير السيولة الأزمة للاقتصاد.

- تواجه بورصة الجزائر العديد من العوائق التي حالت دون تطورها والرقي بها.

3. أسباب اختيار البحث:

هناك دوافع ذاتية وأخرى موضوعية دفعتنا لاختيار هذا البحث منها:

- الرغبة الشخصية في إعداد بحث يتعلق بالأسواق المالية والبورصة.
- تناسب الموضوع مع تخصص الدراسة.
- اعتبار الأسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.
- محاولة اكتساب المعرفة العلمية بالموضوع.
- كونه متعلق بالبورصة والتي تعتبر مهمة لاقتصاد أي دولة.

4. أهداف البحث:

- محاولة الإحاطة بالجوانب النظرية للأسواق المالية.
- إبراز دور وأهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد.
- إبراز العرائيل التي تواجه بورصة الجزائر واقتراح الحلول التي تساهم في تطويرها.

5. أهمية البحث:

نكم من أهمية البحث في التعرف على الأسواق المالية وإبراز دورها حيث أن تطور اقتصاد الدولة وتقدمها مرهون إلى حد كبير بها، فهي تعد من بين الأدوات الممولة لاقتصاد كما أنها تعتبر أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية.

إضافة إلى الأهمية الكبرى التي نوليها إلى بورصة الجزائر كي نحاول أن نسهم ولو بقدر بسيط في إظهار العرائيل التي تواجهها وسبل تطويرها لتنمية اقتصادها.

6. الدراسات السابقة:

تعددت وتتنوعت الدراسات التي تخصصت في الأسواق المالية والبورصة، ومن بين هذه الدراسات ما يلي:

- عيساوي سهام دور المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود البنوك والأسواق المالية جامعة محمد خضر بسكرة تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على 2014/2015.

أهم الجوانب المتعلقة بالمشتقات المالية ودورها في أسواق رأس المال كما تهدف إلى التعرف على مدى سهولة التعامل بالمشتقات المالية وكيفية تنظيم تداولها في أسواق رأس المال.

- بن اعمر بن حاسين فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان أهداف الدراسة 2012/2013.

تعتبر التنمية الهدف الأساسي لكل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل وبالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصر أساسى يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في التمويل الاقتصادي.

- خالد إدريس فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة دراسة استكشافية مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص تسبيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جامعة قاصدي مرداح ورقة تهدف هذه الدراسة إلى محاولة إظهار أهمية دخول المؤسسات 2007/2008.

الصغيرة والمتوسطة إلى البورصة وذلك بإنشاء أسواق مالية تأخذ في الحسبان خصوصية تلك المؤسسات وهذا من خلال عرض بعض التجارب الدولية، كما تهدف إلى محاولة التعرف على ملامح سياسات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال القيام بمسح لمختلف التعريف المعطاة لهذا القطاع اعتمادا على ما قدمته بعض المنظمات الدولية.

- بوكساني رشيد معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية 2005/2006.

والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية كما تهدف إلى الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.

- بن شعيب فاطمة الزهراء دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على المصطلحات المتداولة في البورصة 2010/2011.

الصعبة الفهم التي قد نسمع بها في أحد النشرات الإخبارية وكذلك التعرف على مكانة البورصة ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي كما تهدف إلى التعرف على دور الأسواق المالية دول مجلس التعاون الخليجي في تحقيق النمو الاقتصادي.

7. المنهج المستخدم:

تبعاً لطبيعة الموضوع فقد تم إتباع مناهج متعددة وفقاً لما تقتضيه الضرورة البحثية فقد تم إتباع المنهج الوصفي عند تناول المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية وأقسامها والأدوات المتداولة في الأسواق المالية كما استعمل أيضاً المنهج الوصفي عند عرض مفاهيم حول البورصة كما تم إتباع المنهج التحليلي عند تحليل البيانات والتطورات الخاصة ببورصة الجزائر بغية استخراج أهم العقبات التي تقف في وجهها وتقديم الحلول والمقترنات لتطويرها.

8. صعوبات وعوائق البحث:

- عدم التواصل مع المشرف طول مدة إنجاز المذكورة
- صعوبة الحصول على المراجع بعد غلق المكتبة
- تضارب الإحصائيات و اختلافها من هيئة لأخرى

9. حدود الدراسة:

إن الطبيعة التي يتميز بها موضوع دراستنا جعلت حدوده تعرف تصنيفين هي على النحو

الآتي:

- الحدود المكانية تتركز في الجزائر من خلال دراسة بورصة الجزائر.
- الحدود الزمانية حددت بالفترة الممتدة بين 2011 / 2014.

10. هيكل البحث:

بهدف الإجابة على إشكالية البحث واختبار الفرضيات تم تقسيم الدراسة إلى فصلين، حيث خصصنا الفصل الأول للإطار النظري للأسواق المالية وكذلك قسمناه إلى ثلاثة مباحث، ففي المبحث الأول تطرقنا إلى ماهية الأسواق المالية، أما المبحث الثاني خصصناه إلى أقسام الأسواق المالية والمتدخلون فيها والمبحث الثالث الأدوات المتداولة في سوق رأس المال وكفاءة الأسواق المالية، تطرقنا في الفصل الثاني إلى دور الأسواق المالية في دعم الاقتصاد حيث تناولنا في المبحث الأول ماهية بورصة الجزائر أما المبحث الثاني الأداء الاقتصادي الكلي لبورصة الجزائر أما المبحث الثالث معوقات بورصة الجزائر وأفاق تطويرها.

الفصل الأول

الإطار النظري لأسواق المال

تمهيد:

تحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ إنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخنة والتي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، أي أن الأسواق المالية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك الرغبة والقدرة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتتوفر لديها فرص الاستثمارية وتملك القدرة على الاستثمار .

وعليه للإمام الجيد بهذا الفصل سوف نتطرق للمباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية والمتدخلون فيها.
- المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال وكفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

السوق المالي كأحد ركائز النظام الاقتصادي الحالي يتميز بإطاره النظري الخاص به وهذا ما سنبرره في هذا المبحث عن طريق التعرض إلى تحديد نشأته، مفهومه وشروط قيامه.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية

ارتبطة نشأة الأسواق المالية بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجدة فيها، ويوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تنتج عملية التبادل بين البائعين والمشترين.

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية "دم سميت" التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية.

كانت الأسواق في البداية تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقة وان وسائل وأساليب التعامل بها كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كالمقايضة، وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن تطورت وسائل الاتصال الحديث أصبح بإمكان البائع والمشتري أن يبيع ويشتري عبر وسائل الاتصال المختلفة ومن هنا يتبيّن أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد تغير، فهذا الأخير أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع أو الشراء، وإن كان المكان يعتبر مكملاً أو شرطاً يزيد من كفاءته وفعاليته.

أصبحت الأسواق التجارية في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة بعضها متخصص من بيع وشراء الأوراق المالية ويطلق عليه السوق المالي، على الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطويراً كبيراً سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسجيّلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق.

وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها البورصات وبدرجة كبيرة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم.¹

نقسم مراحل إنشاء السوق المالي إلى:

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشية وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وعقارية ... الخ.

مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أدى ذلك إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يتربّ عليه من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة تميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى إما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقاً للقواعد وأوامر البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية إنجاح السوق النقدي مع السوق المالي.

¹- آيت أكأن عزيزة، بوصيغ فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة البويرة، سنة 2014/2015، ص 3، 4.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.¹

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

لقد تعددت التعريفات التي تناولت موضوع أسواق المال، من خلال تعدد الأبحاث التي اهتمت بهذا المفهوم حيث نجد بأنه ثمة هناك اختلافات بينها ليس في جوهر الموضوع وإنما من حيث الجانب الذي ينظر إليه الباحث لسوق المال.

1- تعريف الأسواق المالية:

تعريف 1: هو السوق الذي تباع وتشترى به الأدوات المالية.

تعريف 2: هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الإثمان السائد في آية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.²

تعريف 3: هو نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ومع التقدم التكنولوجي للحسابات وشبكات ووسائل الاتصال، قلت أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسمة المنتشرة في مختلف الدول.³

¹- عبد الكريم احمد قنوز ، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014، ص 26، 27.

²- وليد صافي ، انس البكري ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 16.

³- محمد احمد عبد النبي ، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 22.

تعريف 4: عرفها القاموس الاقتصادي والتجاري بأنها سوق منظمة تنظيمًا دقيقاً لتداول الأسهم والسنادات.¹

من خلال التعريف السابقة يمكن القول بأن:

السوق المالي: هو ذلك الحيز المكاني والزمني المعلوم الذي يجمع المتعاملين الاقتصاديين لتداول أدوات مالية مختلفة، من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي وهذا بهدف ضمان تنقل السيولة وتمويل المشاريع الاستثمارية.

2- أهمية الأسواق المالية:

تستمد الأسواق المالية أهميتها في الاقتصاديات الحديثة من أدوارها المتعددة الأوجه وأصبحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية، وتزداد أهمية الأسواق المالية وتتبلور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

- تساعده في توفير مصادر تمويل طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال ومصادر قصيرة الأجل من خلال أسواق النقد.
- تعمل الأسواق المالية على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة التعامل وسرعته وسهولته.²
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد الوطني.
- تساعده على تجذير الادخار عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين والتوجيه الأمثل للمدخرات المالية من أجل تمويل الاقتصاد.

¹ - K,I :Hanson, A dictionary of economic and commerce, Macdonald and evsons press,p425.

² - حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مریاح، ورقة، 2012 ، ص 7.

المطلب الثاني: شروط قيام الأسواق المالية

هناك العديد من الشروط التي لابد من توفرها لغرض تكوين السوق المالي إذ يمكن إجمال الشروط الأساسية لتكون السوق المالي بالاتي :

- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة لأن هذه المؤسسات تساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتميتها عن طريق لعب دور الوسيط بين من يملك المال، ولا يرغب بالاستثمار ومن لا يملك المال ويرغب بالاستثمار وهذه العملية تشجع على تكوين الشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي.
- إنشاء سوق للأوراق المالية وتعتبر هذه الخطوة الركيزة الأساسية في تكوين وتطوير واستدامة السوق المالية وتعتبر هذه السوق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار المهمة في الدول، والتي تقوم بتحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في المشروعات القائمة وفي طور التكوين ضرورة وجود الأنظمة والقوانين التي تنظم عمل السوق.¹
- توفير الاستقرار السياسي للدولة وهو شرط أساسى لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال أموالهم إلى بلدانهم كما تسعى إلى تخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار.
- وجود جهاز مصري متكملاً وتتوفر بنك مرکزي كفؤ: يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الداعمة الأساسية لوجود سوق مالي وذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات، ويتحقق هذا المتطلب لسوق المال الحجم المناسب من المدخرات.
- القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات، ويتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتعددة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل إمام استثمار الأوراق المالية.²

¹- حيد عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2016، ص 17.

²- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 97.

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظائف تسرّع وجودها وأهميتها الاقتصادية، ومن خلال هذه الوظائف يمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار أفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها ومن أهم هذه الوظائف.

- **الوظيفة التمويلية**: تعمل البورصة على تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع لما يحقق التمويل المطلوب، فالبورصة تحول مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لقيام المشاريع.
- **الوظيفة التثمينية (التسعيرية)**: تقوم البورصة بإعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار لأوراق المالية المتداولة وظروف الاستثمار حيث أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها ثم تسجيل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرة البورصة وبالتالي تساعد الأفراد والمشروعات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- **الوظيفة الإعلامية**: تقدم البورصة معلومات دائمة عن الشركات المقيدة بالبورصة وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية ومؤشرات أسعار أوراقها المالية ومعلومات عن أوضاع البورصة سواء للمستثمرين أو المدخرين مما يجذب المدخرات ويقلل من المخاطر.
- **الوظيفة التوزيعية**: تعد من أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة حيث تقوم البورصة بوظيفة توزيع القيمة المتداولة على المستثمرين بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصة أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة.¹

¹- قرفي عمار: محاضرات في أسواق رأس المال، جامعة عبد الحفيظ بوالصوف ميلة ،الجزائر، 2019، ص.6.

المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية والمتدخلون فيها:

أسواق الأوراق المالية تمثل العمود الفقري لسوق رأس المال والذي يعتبر بدوره أحد قسمى سوق المال حيث يتكون من فرعين أساسين وهما سوق النقد للأموال قصيرة الأجل وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل وهذا الأخير يقسم حسب طبيعة الإصدارات.

المطلب الأول: الأسواق النقدية

تمثل الأسواق النقدية مجال تداول الأصول قصيرة الأجل حيث تمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل.

الفرع الأول: تعريف الأسواق النقدية

يقصد بسوق النقد ذلك الإطار الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت مع تداول هذه الأدوات.¹

تتميز السوق النقدية بتجمیع المدخرات السائلة وبخلق الاستثمارات القصيرة الأجل وينحصر استحقاق الأوراق المالية المعامل بها في هذه السوق بين يوم واحد إلى سنة واحدة، إلا أن الاستحقاق المألف لهذه الأوراق عادة ما يكون 91 أو أقل.

كما تتميز بدرجة عالية من الأمان وبقدر كبير من السيولة فضلا عن المرونة العالية، ومن أجل ذلك يتميز استثمار الأموال في السوق النقدية بسهولة الاسترداد عند الحاجة إليها سواء كان ذلك بقصر ميعاد استحقاقها أم بسهولة تحويل الأصول المستثمرة فيها إلى أموال سائلة.²

¹- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة نظرية، دار النافس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2010، ص 35.

²- حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص ص 23-24.

الفرع الثاني: أدوات الأسواق النقدية

تتوفر في الأسواق النقدية مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين فتشتركت جميعها بخاصية التسويق العالية والمخاطر المنخفضة وبأجل استحقاق قصير لا يتعدي السنة الواحدة والأنواع المتاحة في السوق النقد هي:

- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية والتي يثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد ولمدة محددة لا تزيد عن سنة وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة مجدد.
- تتميز شهادات الإيداع بأنها لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، ولكن يمكن بيعها في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية والمستثمرين والوسطاء الذين يتعاملون بمثل تلك الشهادات.
- **أذونات الخزانة:** هي عبارة عن التزامات قصيرة الأجل تصدرها الحكومات للحصول على التمويل اللازم لتغطية العجز في الميزانية أو سداد الديون التي استحق سدادها تكون هذه الإصدارات بأحجام كبيرة تباع لكتاب المستثمرين وتجار الحكومة، حيث يقوم تجار الحكومة بشراء الأذونات من الحكومة وإعادة بيعها للمستثمرين مقابل تعريفه وكذلك البيع والشراء لبعضهم البعض أو لعملائهم من المؤسسات المالية مثل البنوك ومؤسسات الإيداع وشركات التأمين وصناديق المعاشات.
- **اليورو دولار:** مصطلح اليورو دولار يعني ودائع الدولار في البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة البنوك الأوروبية، وقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة ومن جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الدولار لسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا وآسيا والشرق الأوسط ومناطق أخرى، إضافة إلى الطلب الحكومات على الدولار وطلب البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياجاتها من أجل تغطية الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي الأمريكي أو أغراض السيولة.

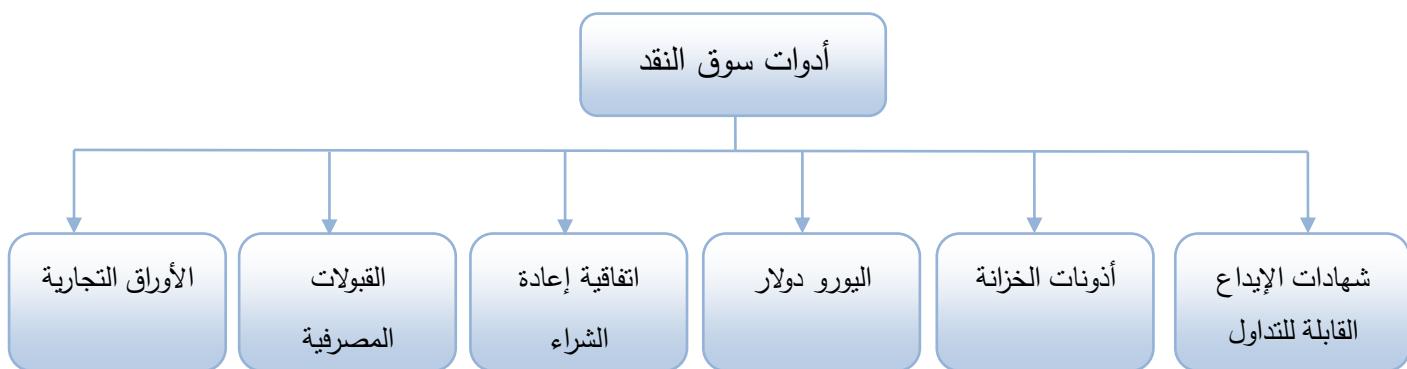
- **اتفاقية إعادة الشراء:** وهي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة تقدم بضمانت حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبيعين.
- وستستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أدونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق المصرف المعنى على إعادة شراء هذه الأدونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشتري لها.
- **القبولات المصرفية:** تعتبر القبولات المصرفية أداة دين صادرة عن أحد البنوك التجارية وهي عبارة عن سحوبات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب فإذا فرضنا أن تاجراً أراد أن يستورد بضاعة من الخارج فيكون أمامه بديلان: الأول أن يفتح لذلك اعتماداً مستندياً من النوع الذي يتطلب دفع ثمن البضاعة كاملاً للمورد (المصدر) بمجرد وصول مستندات شحنها، الثاني هو القبولات المصرفية ويلجأ إليه التاجر المستورد متى كانت لا تتوفر لديه السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فوراً.
- وإذا ما اختار التاجر المستورد البديل الثاني عليه أن يتفق مع أحد البنوك التجارية المحلية في بلده لإصدار قبول مصرفي يضمن فيه هذا البنك للمورد (المصدر من الخارج) الحصول على ثمن البضاعة بواسطة بنك مراسل في دولة المصدر، ويصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة وبأجل يساوي المهلة الزمنية للسداد المتفق عليها بين المورد والمستورد.
- وفي هذه الحالة وبعد استلام المورد للقبول المصرفي يكون بإمكانه إما الاحتفاظ به لحين موعد استحقاقه واستلام قيمته الاسمية كاملة من البنك المراسل في بلده، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي للأوراق المالية بخصم معين.¹
- **الأوراق التجارية:** تعد الأوراق التجارية من الاستثمارات قصيرة الأجل ويتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من الشركات العريقة الراسخة التي تتميز بمركز مالي متين بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وهي ذات دخل ثابت تصدر لحامليها وتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر وتتصدر

¹- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007 ، ص56.

الأوراق التجارية لحامليها لمدة شهر أو تسعه أشهر، ويتم تداولها في السوق المالي بدخل ثابت على أساس سعر الخصم ولكنها تميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى.¹

- كونها غير مضمونة بأي أصل من أصول الشركة إذ أن الضامن الأساسي للمتعاملين بهذه الأوراق هو سمعة الشركة ومكانتها، كما أن التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار فيها محدودة جد.²

الشكل رقم (01): يبين أدوات سوق النقد



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات السابقة.

¹ - دريد كامل الشبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2000 ، ص 238.

² - حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سابق ذكره، ص ص 26-27.

المطلب الثاني: أسواق رأس المال

إن أسواق رأس المال يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندا.

الفرع الأول: تعريف سوق رأس المال:

تعرف سوق رأس المال بأنها السوق الذي يتم فيه تداول الأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل فهي الإطار الذي يلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة، ومن خلال الاكتتاب بالأسهم والسندا التي تعد من أهم الأوراق المتداولة في هذا السوق (سوق الأوراق المالية).

وتتسم سوق رأس المال بالمخاطر لطول أجالها على عكس سوق النقد الذي تنخفض فيه المخاطر لقصر أجال أدواته ومن جانب أخرى يتميز هذا السوق عن السوق النقدي بكونه أكثر تنظيماً، بالإضافة إلى كبر حجم الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين والمتعاملين فيه، لذلك فإنهم يلعبون دوراً مهماً في تعديل حركة التداول ولعل اغلب المتعاملين هم من المنشآت الإنتاجية والوحدات ذات النشاط المالي الضخم مثل الحكومة المركزية والحكومات المحلية بالإضافة إلى سماسترة الأوراق المالية.¹

الفرع الثاني: مكونات أسواق رأس المال:

ت تكون أسواق رأس المال من السوق الحاضرة والسوق المستقبلية، ويمكن تحديد أنواعها من حيث شروط التداول فيها إلى عدة أسواق هي كما يلي:

1-1-السوق الحاضرة: وهي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندا ويتم خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة أنية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات.

¹ - عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص .144

1-2- السوق المستقبلية: وهي أسواق العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم والسندا من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

الأسواق الحاضرة تقسم إلى:

- **السوق الأولية (سوق الإصدارات):** هو ذلك السوق الذي يتعامل بالإصدارات الأولية أو الجديدة من الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثاً ولذلك يسمى بسوق الإصدارات للأوراق المالية للشركات أي عند الاكتتاب بهذه الأوراق المالية لأول مرة والهدف الأساسي من التداول في هذا السوق هو الحصول على رأس المال الأساسي للمشاريع أو زيادة رأس المال من خلال تمويل المشروعات الجديدة تحت التأسيس أو توسيع المشاريع القائمة حالياً ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواء أكانوا أفراداً أو مؤسسات مالية أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المتخصصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق أي الوسطاء وتلعب بنوك الاستثمار دوراً كبيراً ك وسيط وأحياناً كمتعهد للإصدارات الجديدة للشركات وتسويتها للمستثمر.

- **السوق الثانوي:** يعد من أهم الأسواق في الهيكل المالي لأنّه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية في الشركات القائمة أي الإصدارات السابقة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق ويتم تداول الأسهم والسندا التي سبق إصدارها والتي يتم التعامل بها من قبل المستثمرين، وهنا يحصل باائع الورقة المالية في السوق الثانوي على قيمتها وليس الشركة المصدرة للورقة ويسمح السوق للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقد، ولذلك فانه يوفر عنصر السيولة إلى السوق الأولي و يجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً ولذلك فان كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي، وإن انخفاض كفاءة التداول في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها أو استحقاق الأرباح الجارية، مما يخفض درجة السيولة المالية في السوق وانخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرون للاكتتاب بالإصدارات الجديدة التي تتم في السوق الأولي.

يقسم السوق الثانوي إلى:

✓ **السوق المنظم (البورصة):** وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق المالي، ويدبر عمليات تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط هذا السوق التعامل في الأوراق المالية المسجلة لديه.

✓ **السوق غير المنظمة (الموازي):** يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم حيث يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير مستوفية لشروط الإدراج في البورصة، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل وتكون طريقة التداول بواسطة بيوت السمسرة من خلال استخدام شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السمسرة والتجار والمستثمرين ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.¹

السوق غير منظمة تتضمن سوقين آخرين فرعيين هما السوق الثالث والرابعة.

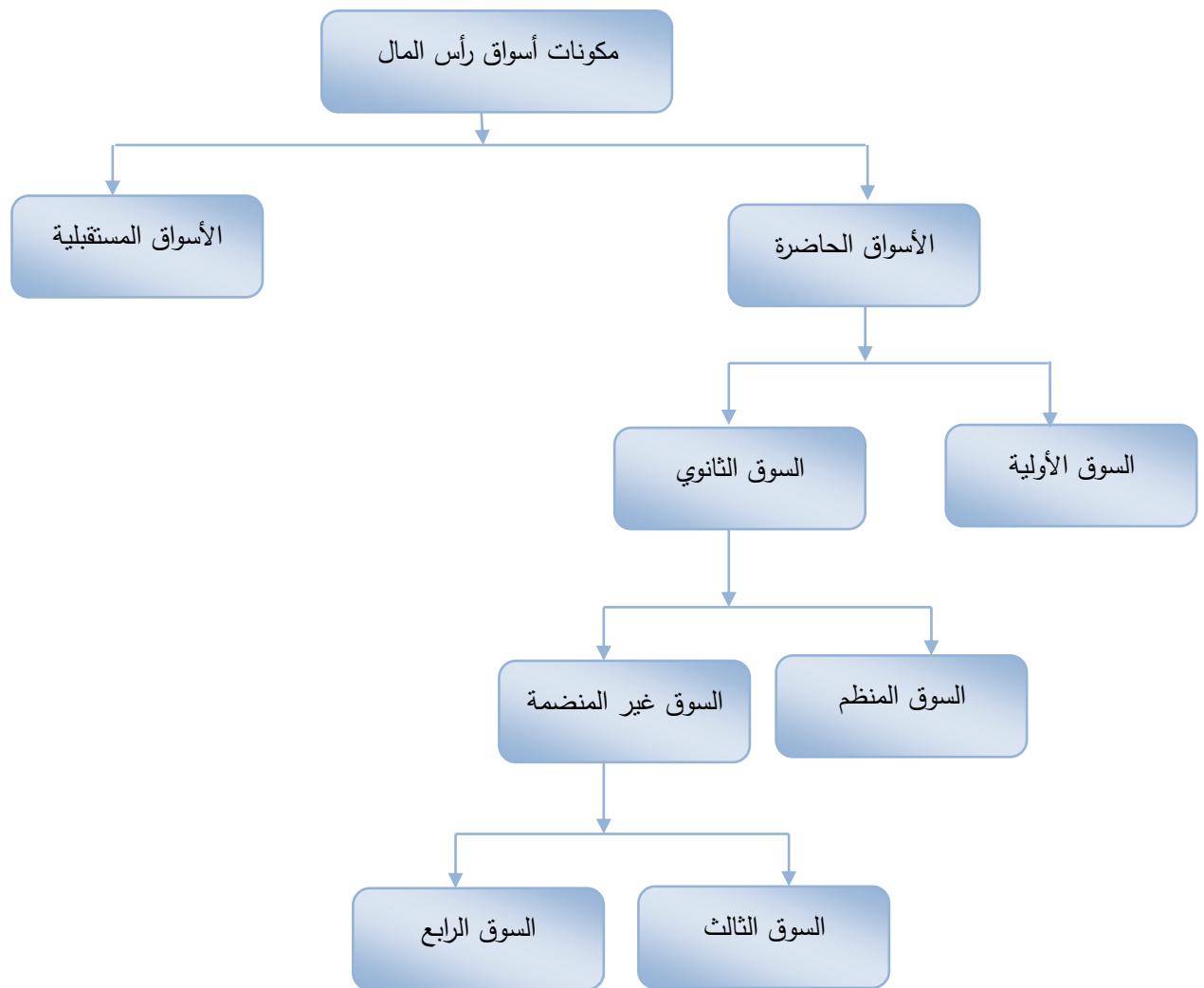
❖ **السوق الثالث:** ويتمثل في بيوت السمسرة من غير المسجلين في الأسواق المنظمة ولها الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، وهذه تمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة.

❖ **السوق الرابع:** وهو السوق الذي تتعامل به المؤسسات الكبرى مباشرة فيها بينما دون الحاجة إلى شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية، والهدف هو تقليل النفقات باستبعاد عمولات وأرباح التجار والسمسرة ويتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال الكترونية.²

¹ - دريد كامل الشبيب، مرجع سبق ذكره، ص 54,55,57.

² - أديب قاسم شندي، مجلة الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية، جامعة واسط، 2013. ص .159

الشكل رقم (02): مكونات أسواق رأس المال.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعلومات السابقة.

المطلب الثالث: المتتدخلون في الأسواق المالية

السوق المالية تضم العديد من المتعاملين يمكن إبرازهم على النحو التالي:

- **العارضون لرؤوس الأموال (المستثمرون):** وهم الفئة من الأفراد الدين يوجد لديهم مدخلات نقدية تزيد عن احتياجاتهم إضافة للمؤسسات المالية مثل: البنوك وشركات الاستثمار يرغبون في الاستثمار بمشاريع تعود عليهم بعوائد عالية مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطر.¹
- **الطلابون لرؤوس المال (المفترضون):** هم العارضون للقيم المنقولة من مختلف الشركات الصناعية والتجارية والفائضة والتي تصدر أسهم وسندات لتمويل احتياجاتهم.
- **الوسطاء الماليون:** نظراً لنقص الخبرة والمعلوماتية عند المتعاملين في السوق المالية كان من الضروري تواجد وسطاء ماليين يتمتعون بالخبرة والكفاءة العالية في المجال المالي لتنفيذ أوامر عملاءهم في الشراء والبيع، وبقسم هؤلاء الوسطاء إلى:
 - ✓ **السمسار:** هو شخص يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة مقابل عمولة ويجب أن يكون مؤهلاً قانونياً.²
 - ✓ **مساعدي السمسار:** يتعاون السمسار في تنفيذ الأوامر مع مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي ولا يجوز لهذا المندوب أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار.
 - ✓ **المراقبون أو المحكومون:** إن وظيفة السوق المالية ليست إتمام العمليات فقط وإنما ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت ومنع أي انحراف والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل ومن أجل ذلك لا بد أن يكون لكل بورصة مجلس إدارة ومحكمين تكون مهمتهم التنظيم وتوفير المعلومات الأزمة للمتعاملين وكذا الرقابة.³

¹- مرايير أمين. دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تدقيق محاسبي ومراقبة التسيير، كلية العلوم التجارية والاقتصادية والتسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، 2012، ص 17.

²- بن عمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة أبوظبي بلقайд تلمسان الجزائر، تخصص نقود وبنوك ومالية، 2013، ص 36.

³- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأساس النظرية والعلمية، در وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 61.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات المالية إحداها يعبر عن الملكية وهي الأسهم بأنواعهما والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات بأنواعها.

المطلب الأول: الأدوات التقليدية.

تقسم الأدوات التقليدية إلى أدوات الملكية وأدوات المديونية وهي كالتالي:

الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم).

1- تعريف الأسهم:

تعرف الأسهم بأنها صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول وتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتتحول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها.¹

2- خصائص الأسهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

- **القيمة المتساوية للسهم:** المقصود بتساوي قيمة الأسهم هو تساوي القيمة الاسمية للأسهم ذات الإصدار الواحد وتكون الأسهم متساوية، وذلك عندما تتساوى حقوق والتزامات حملة الأسهم ذات الإصدار الواحد وتساوي القيمة هنا لا يقصد به أن جميع حملة الأسهم التي تصدرها المنشاة متساوون في الحقوق والالتزامات.

- **عدم قابلية الأسهم للتجزئة:** ومعنى ذلك أن السهم الواحد لا يجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق فلا يكون أمام المنشاة سوى سهم واحد، وإن تعدد مالكوه وعلى ذلك يجوز أن يتعدد مالكو السهم الواحد وخاصة في حالة الإرث وفي هذه الحالة يجب أن يمثل

¹ - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق ذكره، ص47.

مجموع المشتركين في السهم شخص واحد ليتمثلهم مباشرة في الحقوق المرتبطة بالسهم قبل المنشاة.

- **قابلية الأسهم للتداول:** من خصائص الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة هي قابليتها للتداول بالطرق التجارية حسب الشكل الذي يتخذه السهم وهذه الخاصية (القابلية للتداول) هي التي تميز شركات المساهمة عن شركات الأشخاص وقابلية الأسهم للتداول تجيز حرية التنازل عنه لغيره دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل، ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ الاعتبار المالي دون الاعتبار الشخصي.¹

3- أنواع الأسهم: تقسم الأسهم من حيث الحقوق والامتيازات إلى:

3-1- الأسهم العادية: وتمثل أداة الملكية في الشركة المساهمة العامة وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات ويتمثل السهم حصة الشرك في الشركة الذي ساهم في رأس المالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت حصة نقدية أم حصة عينية.

وبالتالي فهي عبارة عن أدوات ملكية بعكس السندات التي تعد أدوات دين ومن حيث الدخل فهي متغيرة (توزيعات أرباح) على خلاف السندات التي يمتاز دخلها على الأغلب بالثبات (الفوائد)، ومن حيث درجة الأمان فهي أقل من السندات والأسهم الممتازة أي أن درجة مخاطرها عالية وتقوم بإصدارها الشركات المساهمة العامة وتعد من أكثر الأدوات استعمالاً بين جمهور المستثمرين وترتبط لحاملاها حقوقاً عديدة من أهمها:²

- حقوق حملتها:

- ✓ حق الاطلاع على دفاتر الشركة
- ✓ حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة
- ✓ حق حضور الجمعية العامة للمساهمين والتصويت فيها
- ✓ حق الحصول على الأرباح التي يقرر توزيعها

¹ - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط.1، 2009، ص ص 72-77

² - فيصل محمود الشواوره، مرجع سابق ذكره، ص 78 - 79.

- ✓ حق اقتسام أصول الشركة عند تصفيتها
- ✓ حق تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر
- ✓ حق الترشح والانتخاب لمجلس إدارة الشركة¹

- واجبات حملتها:

- لا يحصل حملتها على أي توزيعات للأرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى أي الأرباح المتبقية.
- المشاركة في تحمل الخسائر المالية حال حدوثها وبمشاركة جميع المساهمين.
- في حالة تصفية المشروع وإنهاء أعمالها بالكامل فإن أصحاب الأسهم العادي هم آخر من يحصل على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة.
- في حالة حاجة الشركة لزيادة التمويل الذاتي على حملتها الالتزام بقرار الجمعية العمومية بتوزيع جزء من الأرباح أو عدم إجراء توزيعات للأرباح.

3-1-1- قيم الأسهم العادي: خلال مراحل حياة الشركة المختلفة يتخذ السهم العادي عدة قيم يمكن إيجارها كما يلي:

- أ- القيمة الاسمية للسهم:** وهي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة، وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.
- ب- القيمة الدفترية للسهم:** و تستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة وسميت كذلك لاستخراج قيمتها من الدفاتر.
- ج- القيمة السوقية للسهم:** وهي قيمة السهم في سوق رأس المال لي السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في السوق، وهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتنبذب والتغير تبعاً للتغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها

¹ - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 51.

د- **القيمة التصفوفية للسهم**: وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع وإنهاء أعماله بالكامل.¹

3-1-2- تصنيف الأسهم العادية: قسمت الأدبيات المالية الأسهم العادية وصنفتها بموجب معايير ومؤشرات عديدة، وتصنف هذه الأسهم تبعاً لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية.

أ- **الأسهم المدافعة**: هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة ومأمونة متزايدة خلال الركود الاقتصادي وتدور الأعمال أو خلال التقلبات الحادة لأسواق المال، معنى أنها تبقى غير متأثرة نسبياً بمدة الانكماش في دورات الأعمال، ولهذا توصف بأنها مقامة للركود وبعد هذا النوع من الأسهم جذابة للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وآمن.

ب- **الأسهم الدورية**: الأسهم التي يرتبط مستوى أرباحها وأسعارها تماماً مع الحالة الاقتصادية العامة تدعى بالاسم الدوري أي أنها أسهم تعود لشركات سريعة التأثر بتغير الاقتصاد وأسعارها تتقلب مباشرة وبدرجة أكبر من معظم الأسهم بتحرك الاقتصاد بين الازدهار والتجدد، وعندما تكون الظروف الاقتصادية جيدة تكون أرباح هذه الشركات عالية وتترتفع أسعار أسهمها وبتجدد الظروف الاقتصادية تتدنى مبيعات الشركة الدورية بحدة وتتناقص أرباحها كثيراً، وبعبارة أخرى فإن هذا النوع من الأسهم ينفع أكثر خلال الازدهار ويضرر أكثر خلال الكساد والركود ولذلك يقترح على المستثمرين في هذه الأسهم شراءها في مدة الركود الاقتصادي وبيعها خلال الازدهار.

ج- **أسهم المضاربة**: تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلاً وبدلاً من استئناف قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة، فإن مشتري أسهم المضاربة يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات أو اكتشافات سوف يؤثر إيجابياً على نمو الشركة ويزيد من سعر السهم.

د- **الأسهم الناجحة أو الربحية**: تعود هذه الأسهم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة وتصدر هذه الأسهم عادةً شركات قائدة في صناعتها، وتميز هذه

¹- زياد رمضان مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 101-100.

الأسهم بسعرها العالي وبعائد مقصومها القليل وبالقدرة على دفع مقصوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيئ ولمدة طويلة.

هـ - أسهم الدخل: يسعى بعض المستثمرون لشراء أسهم الدخل أساساً بهدف الحصول على المقصوم النقدي من الأرباح وهذا الدخل قد يمثل للبعض الحافز الأساس للاستثمار في الأوراق المالية والأفراد الذين يستثمرون للحصول على الدخل يبحثون عن أوراق مالية تعطي شكلًا منتظماً من توزيعات الدخل وقابلًا للت卜ؤ، ويهتم المستثمرون بقليل مخاطرة أصل الاستثمار لهذا عليهم أن يركزوا على تلك الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها.

وـ - أسهم النمو: هي أسهم شركات لها فرص الحصول على معدلات أعلى من معدل العائد المطلوب وعلى الرغم من أن بداية الاهتمام بموضوع أسهم النمو تعود إلى أكثر من ستين عاماً مضت، إلا أنه لا زال موضوعاً مثيراً للاهتمام والجدل بين الباحثين والمختصين في الحقل المالي وفي محاولة تعريف سهم النمو تبرز مسألة أن ليس هناك تعريف مقبول ومتتفق عليه لهذا السهم.¹

3-2-3- الأseem الممتازة: وهي الأسهم التي يتقرر لحامليها حقوقاً أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبقى لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

3-2-3- خصائص الأسهم الممتازة:

تتمتع الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص ذكر منها:

- ❖ حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى.
- ❖ حق تحويلها إلى أسهم عادية.
- ❖ حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.²

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص 362-363-364.

² - فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق ذكره، ص 83-84.

3-2-3 - أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

أ- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحامليها الحق في الحصول على نصيبيه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها.

ب- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحامليها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

ج- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية السهم الممتاز للتحويل إلى أسهم عادي ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبيه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحامليها أيضا خلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادي إذا ما ارتفع السعر السوفي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

د- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء، وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردتها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.¹

3-3 - مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- يمتلك حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادي فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

- يمتلك حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادي فيما يتعلق بالأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية.

¹ - محمد مطر فايز نيم، إدارة المحفظة الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2005، ص 81-82-83.

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.
- غالباً لا يكون هناك حق دائم للتصويت بالنسبة لحامل السهم الممتاز لذلك فحامل السهم الممتاز لا يشارك في إدارة الشركة في الظروف العادلة.¹

المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات)

1- تعريف السندات:

تعد السندات من الأوراق الأساسية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية (البورصة)، وتعتبر من مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل للشركات والحكومة على حد سواء فهي أداة دين قابلة للتداول تعطي لحامليها الحق في الحصول على عائد يتمثل في دفعات دورية منتظمة وبنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، بالإضافة إلى قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.

2- خصائص السند: تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:

- ✓ السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره.
- ✓ إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأس مالها.
- ✓ للسند قيمة اسمية معدل فائدة وتاريخ استحقاق.
- ✓ يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة.
- ✓ قابلية السهم للتداول حيث يحق لمالكه بيعه للغير.
- ✓ لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- ✓ عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم يعني القيمة الاسمية للسند.

3- أنواع السندات: من الصعب إدراج جميع أنواع السندات لكثرتها وتشعبها كما أن الأسواق المالية في حالة تطور مستمر تتوارد فتراتاً أنواع جديدة من السندات، وفيما يلي أهم أنواع السندات المعروفة السندات المضمونة وهذا النوع هو الأكثر شيوعاً من غيره، والتي تصدر بضمانة معينة

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق ذكره، ص104-105.

إما برهن بعض أو كل موجودات المنشاة أو غير ذلك، وفي حالة إفلاس المنشاة يجوز لحملة السندات بيع تلك الموجودات المرهونة واستعادة أموالهم كاملة.

1-3- السندات الغير مضمونة: وهي السندات التي تصدرها المنشآت دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو حجز موجودات أو أية ضمانات أخرى، وهي أبسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حامل السند، وهذا النوع يصدر من الشركات التي تتمتع بربحية عالية وحالة مالية ممتازة.

والجدير بالذكر أن عدم ضمان هذا النوع من السندات لا يفقد حملتها حقهم في أولوية الحصول على قيمة سنداتهم الاسمية في حالة تصفية الشركة.

2-3- السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يحق للمنشأة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الاستحقاق، وفي الوقت الذي تراه المنشأة مناسباً ويجوز للمنشأة تسديد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الاستدعاء قبل موعد استحقاقها.

3-3- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هناك ستة طرق يمكن للسند أن يسترد ولكن التحويل هي الطريقة الوحيدة التي يستطيع المستثمر أن ينهي السند ويحوله إلى سهم.

فالخيار هنا للمستثمر فله حرية استبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم الشركة وغالباً ما يتم تحديد الوقت الذي يستطيع به حامل السند تحويله أو استبداله بالأسهم، كما يتم تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الاستبدال.

4- سندات الدخل: وهي سندات تدفع لحامليها الفوائد في حالة اكتساب المنشأة لما يقابها هذه الفوائد من الدخل وعدم تسديد المنشأة للفوائد لا يعني إفلاسها.¹

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص ص 400، 402

4- المقارنة بين الأسهم والسنادات:

الجدول رقم (01): المقارنة بين الأسهم والسنادات.¹

السنادات	الأسهم	نوع الورقة طبيعة المقارنة
دين على الشركة وحامله دائن لها بقيمة السند	جزء من رأسمال الشركة وحامله شريك فيه بقدر رأسماله	التعريف
حامله ليس له الحق في الإدارة	حامله له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة	دور حاملها في إدارة الشركة
الشركات الحكومية والمؤسسات المالية المختصة والمرخصة	شركات المساهمة	المصدرون
لا يتعرض لأخطار لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق	حامله لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة وعند تصفية الشركة	الأخطار
ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة	ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة وقد تكون هناك خسارة	الدخل الذي يوفره لحامله
السند له أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خالله أن تسدد قيمته	الأسهم ليس لها أجل استحقاق محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة	أجل الاستحقاق

¹- سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة مقدمة من المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وأفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي، 15-17/05/2005، ص 38-39.

المطلب الثالث: الأدوات الحديثة (المشتقات المالية)**1- تعريف المشتقات المالية:**

هي عقود مالية تشقق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع... الخ)، وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري.¹

كما عرفها صندوق النقد الدولي بأنها عبارة عن تسمية مأخوذة من التعبير الرياضي الاشتراق الذي يرمز إلى متغير مشتق من متغير آخر، وعليه فان هذه المشتقات ليست لها قيمة في حد ذاتها وإنما تأخذ قيمتها من أصل آخر وهو الأصل الكامن وراء الأصل المشتق.²

كما يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشقق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد ومن أهم المشتقات عقود الخيار العقود المستقبلية عقود المبادلات الخ.³

2- خصائص المشتقات المالية: تتسم عقود المشتقات بالعديد من الخصائص ذكر منها:

✓ **التعقيد:** نظرا لأن معظم عقود المشتقات تتم صياغتها طبقا لحاجة المتعاملين فان تتوع تلك المشتقات المالية واختلاف أساليب تقييمها، وهل يمكن تحقيق الأهداف المرجوة منها يحمل في طياتها صعوبة فهم تلك العقود أو إتمام العمليات الحسابية وعمليات المراجحة الخاصة بها بما هو الحال في العمليات التقليدية.

✓ **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية.

¹ Shelagh heffer nan, <<Modern banking in theory and practice<< new york , 1998,pp172-173

²- شفيقى نوري موسى ، مرجع سبق ذكره، ص ص 166 165 .

³- عبد الكريم احمد قندوز ، مرجع سبق ذكره ص 81 .

✓ **نقل المخاطر:** الميزة الرئيسية للمشتقات هو أنها يمكنها نقل المخاطر من مستثمر إلى آخر وفي الواقع فإن المخاطر الكامنة في الأسواق المالية عموماً لا يتم توزيعها وفقاً لتوقعات المستثمرين.¹

✓ **المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات:** يتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطر الشديدة نظراً لارتفاع درجة المخاطر التي تحيط بأسعارها كونها تعتمد على التنبؤ بالمستقبل أساساً للاستثمار.

3- أنواع المشتقات المالية:

3-1- العقود الآجلة: وتعرف بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفاً العقد على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر التنفيذ للعقد، ومن هنا فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين ووفقاً للتعریف السابق فإن العقد الأجل يتحمل نوعين من السعر.

- **سعر التنفيذ:** وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلاً ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقاً للعرض والطلب، ومدى رؤية كلاً منها للاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ التنفيذ.
- **السعر الأجل:** وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الأجل في المستقبل وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق، ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقيع للسعر الأجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطاً أن يتساوى في تاريخ التنفيذ.

¹- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015 ، ص ص 37_40

3-1-1- السمات المميزة للعقود الآجلة:

- يصعب المضاربة بهذه العقود حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات في المستقبل، كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه.
- ليس لها شكل نمطي حيث أن الأصل موضوع العقد لا يكون منمطاً، وقد لا يكون متجانساً ويتم الاتفاق على شروطها بين طيفي العقد.
- يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذه العقود وتعتبر عقوداً نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.
- يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله.¹

3-2- العقود المستقبلية: وهي عقود تعطي لحاملاها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، كما تعرف بأنها التزام تعاقدي نمطي أما لبيع أو لشراء موجود معين وبسعر محدد ومكان محدد وبتاريخ معين في المستقبل، وهذا الالتزام القانوني بين الطرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (ال وسيط) ويحتفظ كل طرف بعقد رسمي.

3-2-1- خصائص العقود المستقبلية:

- يتم الشراء بسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طيفي العقد.
- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طيفي العقد يلزم كل منهما بان يسلم الوسيط في تاريخ العقد هاماً ما عيناً تتراوح قيمته عادةً بين (5-15%) من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده، إلا عند التسوية أو تصفية العقد ويقوم الوسيط

¹- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، مرجع سابق ذكره، ص ص 168-169.

بإجراء التسوية بين طرفي العقد يومية، وهذه التسوية تعكس التغيرات السعرية التي

تحدث على سعر العقد.¹

3-3 - عقود الخيار: هو عقد بين طرفين هما مشتري الخيار أو مالكه وبائع الخيار أو محرره وبموجب هذا الخيار يحق لمشتريه دون إلزامه شراء (في حالة خيار الشراء) أصل ما، والذي يمكن أن يكون سلعة أو أصل مالي أو بيع هذا الأصل (في حالة خيار البيع) بسعر محدد منتفق عليه يدعى بسعر التنفيذ أو الممارسة، وذلك في تاريخ محدد أو خلال فترة زمنية محددة تدعى تاريخ الاستحقاق.

ومن أهم المصطلحات المتعلقة بالخيارات ما يلي:

- خيار الشراء الحق في شراء الأصل محل العقد.²
- خيار البيع الحق في بيع الأصل محل العقد.
- المشتري وهو الشخص الذي اشتري الخيار وأصبح لديه الحق في ممارسته وهو بذلك اتخذ مركز المشتري في عقد الخيار.
- البائع أو المحرر وهو الشخص الذي باع الخيار وأصبح ملزماً بالتنفيذ إذا قرر مشتري الخيار ذلك وهو بذلك اتخاذ مركز البائع.
- سعر التنفيذ وهو السعر الذي يتم بموجبه تنفيذ الخيار.
- العلاوة وهو السعر الذي يتوجب على مشتري الخيار دفعه لبائع الخيار نظير منحه الحق في تنفيذ الخيار.
- تاريخ الاستحقاق وهو آخر موعد يمكن من خلاله للخيار أن ينفذ.

¹- إخلاص باقر هاشم النجار، الهندسة المالية الإسلامية، جامعة البصرة ، ص ص 70-71-74.

²- محمود محمد الحسن، اثر استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم دراسة تطبيقية على الأسهم الأوروبية، رسالة ماجister في الأسواق المالية ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2014، ص ص 84-85 .

1-3-3- خصائص عقود الخيار:

¹ سارمة مريم، دور المشتقات المالية و تقييـة التوريق في أزمة 2008 دراسة تحليلية ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسبيـر ، جامعة منـورى قـسطـنـيـة ، 2008 ، ص 53.

✓ مقارنة بين عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية:

ويمكن إجمالاً أهم الاختلافات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيار في

الجدول التالي:

الجدول رقم (02): الفرق بين عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المستقبلية.¹

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	عقود الخيار	وجه المقارنة
هي عقود نمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست ملائمة للتفاوض بما يجعلها عقوداً غير شخصية والعلاقة بين الطرفين المتعاقددين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما	هي عقود شخصية إذ إن العلاقة بين الطرفين المتعاقددين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها	هي عقود خيارية بالنسبة للمشتري أي يكون المشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزماً لمصدره وهي نمطية ولا تتم فيها التسوية السعرية على أساس يومي	ما هييتها

¹ - حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، محاضرة موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم تسيير، تخصص مليحة البنوك والتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، 2018، ص 59.

<p>لها سوق ثانوي في يمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء</p>	<p>ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني انه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه(دون خسائر) وبالتالي فهي تتضمن على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل</p>	<p>ليس لها سوق ثانوي</p>	<p>درجة الالتزام</p>
<p>خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة</p>	<p>تحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر</p>	<p>تقصر خسائر مشتري عقد الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة فقط ولا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر أي البائع عند التعاقد حتى في حالة تنفيذ المشتري عقد الخيار</p>	<p>مدى التعرض للخسارة</p>

4-3 عقود المبادلات:

تعرف عقود المبادلات على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية، قد تكون شهرية ربع سنوية نصف سنوية...الخ، وعقد المبادلة ملزم لطيفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن الأرباح والخسائر لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية.¹

¹ - بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013-2014، ص 34.

كما تعرف أيضاً بأنها عقد يبرم بين طرفين يتلقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتتضمن هذه العقود التزاماً بين طرفين بتبادل قدر معين من الأصول المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وفقه قيمة الصفقة وقت إبرام العقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في وقت لاحق يتحقق عليه مسبقاً.¹

4-3-1- خصائص عقود المبادلة: تتميز عقود المبادلة بمجموعة من الخصائص ذكر منها:

- ✓ عقود ملزمة للطرفين.
- ✓ عقود غير نمطية وإنما تفصل حسب رغبة الزيون.
- ✓ لا تتضمن دفع علاوات.²
- ✓ توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- ✓ تتميز بمرنة عالية.
- ✓ منخفضة التكلفة.

¹- علي عبد الغاني الایذ و آخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث جوان، جامعة الشرق الأوسط ، عمان الأردن، 2015، ص 48 .

²- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، مرجع سبق ذكره، ص 164 .

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع، ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إيجاد العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكاليف ولذلك سوف ننطرق إلى السوق المالي الكفاءة بما يلي:

يمكن اعتبار كفاءة السوق عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني حيث تقوم نظرية السوق الكفاءة على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.¹

1- تعريف كفاءة الأسواق المالية:

السوق المالي كفاءة بأنه ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة، ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتداقة إلى السوق والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.²

2- متطلبات كفاءة السوق المالي

إن كفاءة السوق المالي مبنية أساساً على أنه لا يوجد فاصل زمني طويل بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج ثم حصول كافة المتعاملين عليها، ومن الجدير بالذكر أنه لكي تتحقق الكفاءة لابد من الإشارة وتحدث عن الكفاءة الاقتصادية والكافاءة الكاملة.

1-2- الكفاءة الكاملة:

يقوم مفهوم الكفاءة الكاملة أساساً على عدم وجود فترة زمنية فاصلة بين المعلومة الجديدة والاستجابة السعرية المباشرة للورقة المالية المتعلقة بها، ولا بد من توفر مجموعة من الشروط منها ذكر :

ـ لابد أن تناح المعلومة لجميع من في السوق في نفس الوقت وبدون تكاليف.

¹- عيساوي سهام : الأدوات المالية المشتركة و أهميتها ، أنواعها و استراتيجيتها ،بورصة ، دار الحامد للنشر والتوزيع ،الأردن ، ط01، 2017. ص23.

²- عيساوي سهام، مرجع سابق ذكره، ص 25.

- انعدام القيود على التعاملات مثل تكاليف التعاملات أو الضرائب وغيرها.
- وجود عدد كبير من المستثمرين ما يمنع أي هيمنة أو استئثار بالسوق.
- حرية الدخول والخروج والبيع والشراء لأي كمية من الأسهم دون شروط.
- توفر صفة الرشادة لدى المستثمرين وسعيهم نحو تعظيم الأرباح.

2-2 الكفاءة الاقتصادية:

يفترض مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فجوة زمنية بين وصول المعلومة للسوق وانعكاسها على الأسعار، ما يعني أنه من الممكن أن تعبر الأسعار عن القيمة السوقية الأعلى أو أقل من قيمة الحقيقة للأوراق المالية في أن وجود تكاليف المعاملات وضرائب لا تسمح بتحقيق أرباح كبيرة غير عادلة.¹

¹- محمود محمد الداغر، أسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر و توزيع،الأردن، 2005، ص 281-285.

خلاصة الفصل:

للسوق المالية دورا فعالا في تنشيط الحياة الاقتصادية من خلال تبنة الأدخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار والتي تجلب المستثمرين وتزيد من حجم التداول ومن ثمة بعث حركة نشطة في السوق.

ت تكون السوق المالية من سوقين سوق النقد الذي يتعامل فيه بأدوات مالية قصيرة الأجل وسوق رأس المال، والذي يتعامل فيه بأدوات مالية طويلة الأجل.

تقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال، حيث أن هذا الأخير الذي يمكن أن يتصف بالكفاءة في حالة توفر كل البيانات فيه والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

الفصل الثاني

مكانة بورصة الجزائر في الاقتصاد الجزائري خلال

الفترة 2014/2011

تمهيد:

ما لا شك فيه أن البورصة تعتبر المرأة العاكسه لاقتصاديات الدول، وتعتبر ملاداً للمستثمرين الذين يملكون رغبة الاستثمار وتحقيق الأرباح، فهي همزة وصل بين وحدات الفائض المالي والعجز المالي وهناك حاجة ماسة لهذه السوق خاصة في الدول المختلفة.

والجزائر على غرار الكثير من الدول التي باشرت اصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني اليات اقتصاد السوق، وذلك عن طريق انشاء البورصة ورغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر حديثة النشأة فلقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك تظهر أهمية دراسة سبل تطوير وتنمية هذه السوق لتلبية احتياجات المشاريع الاستثمارية.

المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقاً لرأس المال، كمصدر إضافي للتمويل ، إذا كان هذا السوق بمثابة مركز اقتصادي غائب عن السوق المالي منذ الاستقلال بسبب النظام الاقتصادي المركزي المتبع من طرف الدولة ، ولم تبدو ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات الاقتصادية التي شرعت فيها الجزائر سنة 1988.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر

من خلال الإصلاحات التي انتهجتها الجزائر سنة 1987 التي دخلت حيز التنفيذ سنة 1988 ظهرت لأول مرة فكرت إنشاء بورصة لأوراق مالية وهي الفكرة التي ساهمت في تدعيمها قوانين اقتصادية صدرت في نفس السنة والتي تدعم استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق للمساهمة حيث بموجب القانون 88-03 تم إنشاء (8) صناديق مساهمة تقاسم فيما بينها رأس مال المؤسسات العمومية عندما تم طرحه في شكل عدد من الأسهم ، وعليه تحولت الشركات العمومية إلى شركات ذات أسهم ، وبحكم هذا الموقع الجديد لم يكن من المعقول وجود شركات المساهمة دون وجود إطار لتداول الأوراق المالية لتلك الشركات ، ومن هنا ظهر حاليا ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الجزائر¹.

من إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل والتي نوجزها فيما يلي:

- تم إنشاء شركة القيمة المنقولة SVM^{*} برأس مال قدره 320000 دج عام 1990، ويدير هذه الشركة مجلس إدارة يتكون من 8 أعضاء كل واحد منهم يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية، غير أن هذه الشركة بقيت دون تشغيل نظراً لعدة أسباب منها عدم وضوح المهمة الموجهة بها وكذا بعض الظروف الاقتصادية².

¹ - صابيني عمار، "محددات الانتشار المحفظي وآثاره على الأسواق المالية" ، مذكرة ماجستير، علوم اقتصادية، تخصص مالية وبنوك، جامعة بومرداس، 2009، ص 138.

² - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 43، الصادرة في 23 ماي 1993 الموافق ل 02 ذي الحجة 1413.

*SVM: Société des valeurs mobilières

جانفي 1992، تم رفع رأس مال الشركة إلى 93200000 دج وظهرت تحت تسمية بورصة القيم المنقولة BVM، إلا أن هذه الأخيرة تراجعت لسبب رئيسي وهو ضعف رأس المال، وكذا بفضل سياسة الدولة المنتهجة وذلك بتبادل الأسهم بين الصناديق الثمانية بطريقة إدارية، ومعدل التضخم المرتفع وهذا ما يتنافى ومبادئ البورصة.

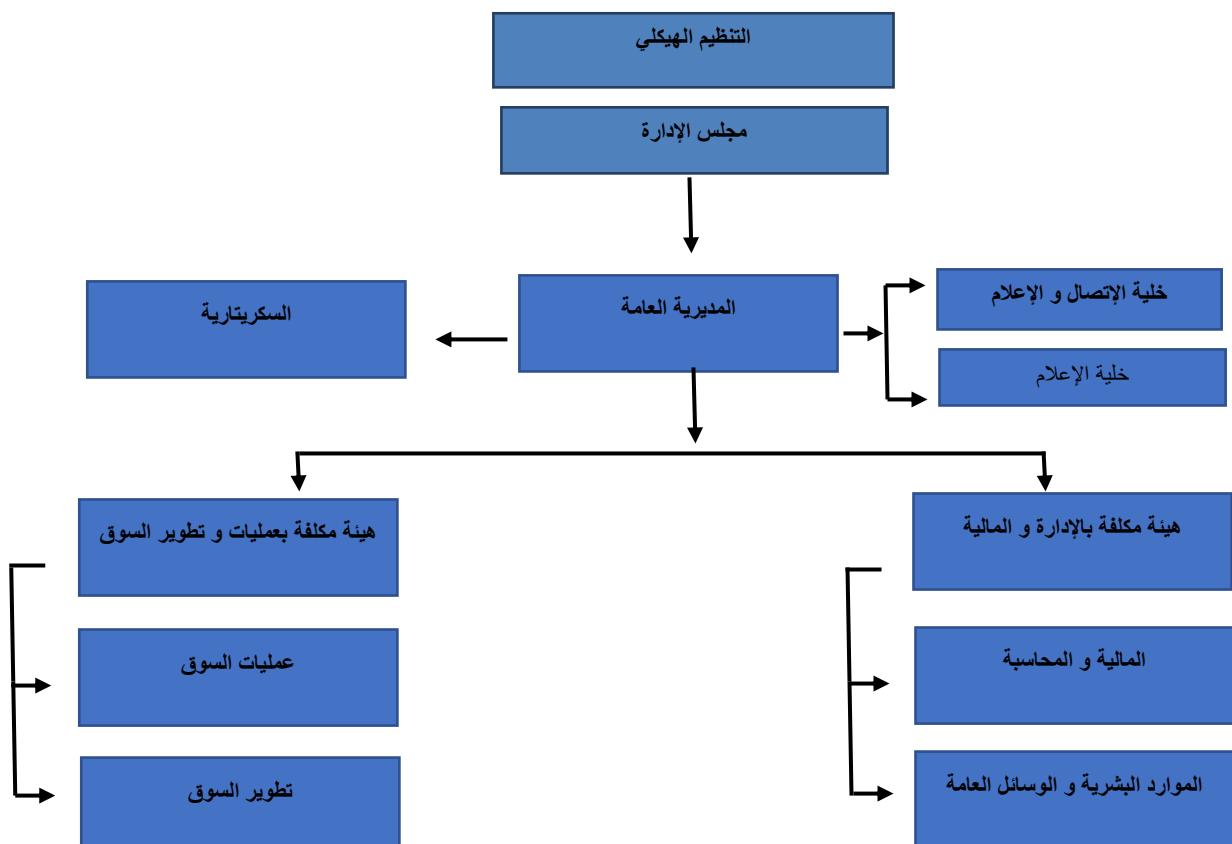
انطلاق البداية الفعلية سنة 1997 وكانت أول شركة دشنت السوق المالية في الجزائر هي سوناطراك لتعلن الجزائر خلق "بورصة الجزائر"، كما حدد مرسوم (23 ماي 1993) القانون الأساسي لوسطاء في عمليات البورصة وحدد وظائفهم والعمليات التي يتولون القيام بها دون غيرهم وهي عمليات التفاوض داخل البورصة.¹

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

من خلال الشكل الآتي يتبين لنا الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر المتواجد مقرها في

الجزائر العاصمة:

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر .



المصدر: <http://www.sgbv.dz> يوم 05/06/2020، 17:18.

¹- شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار أطلس للنشر، الجزائر، ط 01 ، ص 80.

وتسهيل بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 المعدل المتم المتعلق ببورصة القيم المنقولة تتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسر على:

- حماية المشترين في القيم المنقولة.

- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.¹

وتكون من رئيس وستة أعضاء²، يعين الرئيس لمدة نيابته تدوم أربع سنوات³، ويمارس مهمته كامل الوقت، وهي تتفاوت مع أي إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو نشاط آخر باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري⁴.

- شركة تسهيل القيم المنقولة SGBVM:

وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسهيل المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأس مالها في الأseم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصح اعتماد أي وسيط فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولتها من العمليات التي تجرى في البورصة.¹

¹- بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz>، يوم 07/06/2020، 16:50.

²- المادة 20 المرسوم التشريعي، رقم (93-10) المؤرخ في 23/05/1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، الجزائر، ص 06.

³- المادة 21، المرسوم التشريعي، رقم (93-10) المؤرخ في 23/05/1993 مرجع سبق ذكره، ص 06.

⁴- المادة 24، المرسوم التشريعي، رقم (93-10) المؤرخ في 23/05/1993، مرجع سبق ذكره، ص 06.

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في بورصة الجزائر وشروط الإدراج

يتم تطرق إلى هذا المطلب لأهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الجزائري وكذا الشروط المطلوب توفره الإدراج فيه.

الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

حسب الأمر رقم 95 - 79 مؤرخ في 26/09/1995 المعديل المتم في القانون التجاري

يتداول في بورصة الجزائر ما يلي:

أ- أوراق رأس المال (الأسهم): وتشمل ما يلي:

- أسهم عادية

- أسهم التمتع

- أسهم مجزأة إلى: شهادات الاستثمار وشهادات لها الحق في التصويت

ب- أوراق الاقتراض (الدين): وتشمل ما يلي:

- سندات ذات المعدل المتغير

- السندات العادية

- سندات ذات المعدل الثابت

ج- أوراق أخرى (اله gioine): وتشمل ما يلي:

- سندات المساهمة.

- شهادة الاستثمار.

- السندات ذات قسيمه الاكتساب في الأسهم.¹

الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

لكي تتم عملية الإدراج في بورصة الجزائر لا بد من توفر مجموعة من الشروط نذكرها

فيما يلي:

- يجب ان تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (SPA).

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار

(5000000 دج)

¹- حفيظ عبد الحميد، أدوات وق الأوراق المالية و مناهج تقييمها، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية فرع المالية، جامعة تبسة، 2004، ص 161-162.

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر بحيث تعرف اللجنة تقريره التقييمي، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة في تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية للقبول سنداتها في بورصة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يلي 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال مطروحة للاكتتاب العام على مئة وخمسين (150) مساهمًا كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج¹.

¹ - متاح على الرابط: <http://www.sgbv.dz> ، تاريخ الإطلاع 29/08/2020. سا: 15:30.

المبحث الثاني: الأداء الاقتصادي الكلي في بورصة الجزائر

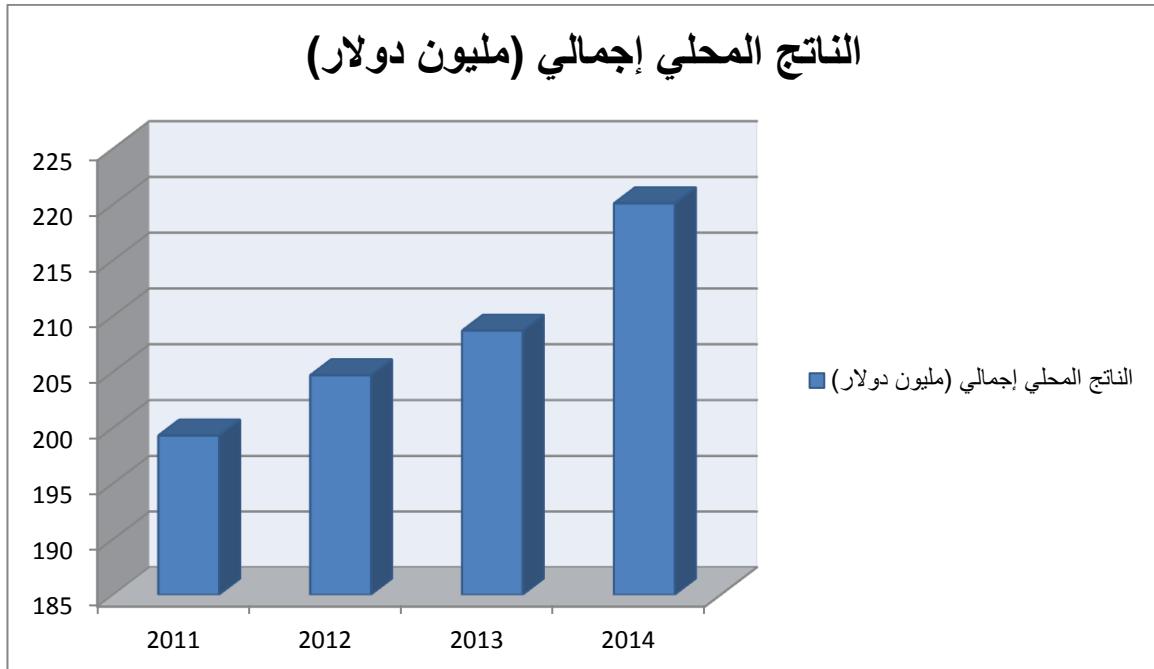
قبل التطرق إلى أداء أسواق الأوراق المالية في بورصة الجزائر يجب أولاً التطرق إلى المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر، حيث أن نشاط البورصة يتوقف على مدى توفر مؤشرات اقتصادية إيجابية تساهم في تطوير النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: تطور الناتج المحلي الإجمالي

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي أفضل وسيلة لقياس أداء الدول الاقتصادي كونه يمثل القيمة الإجمالية لكل ما تنتجه الدولة خلال فترة ما، ويمكن تلخيص أهم تطورات الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر من خلال ما يلي:

الجدول رقم (03): تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة (2014 – 2011)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دولار)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي %	2011	2012	2013	2014
199.302	204 .3	208.7	220 .1			
23.67	2 .5	2.17	5.44			



الشكل (04): تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة 2011-2014.¹

نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر سجل ارتفاعاً سنة 2011 بنسبة تقدر بـ %23.67 حيث استمر في الارتفاع حتى سنة 2014، ويرجع ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط ومشتقاته، حيث أنه كلما زاد معدل الناتج المحلي الإجمالي زاد حجم الاقتصاد الكلي وبالتالي يزيد حجم الدخل الكلي وفي النهاية يقابلها زيادة الدخل الذي يحصل عليه الفرد.

¹- المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على التشرفات الفصلية لصندوق النقد العربي-التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014.

المطلب الثاني: تطور الميزان التجاري والسيولة المحلية لبورصة الجزائر

نظراً لأهمية الميزان التجاري والسيولة المحلية بالنسبة للاقتصاد سيتم التطرق إلى أهم تطوراتها في الجزائر.

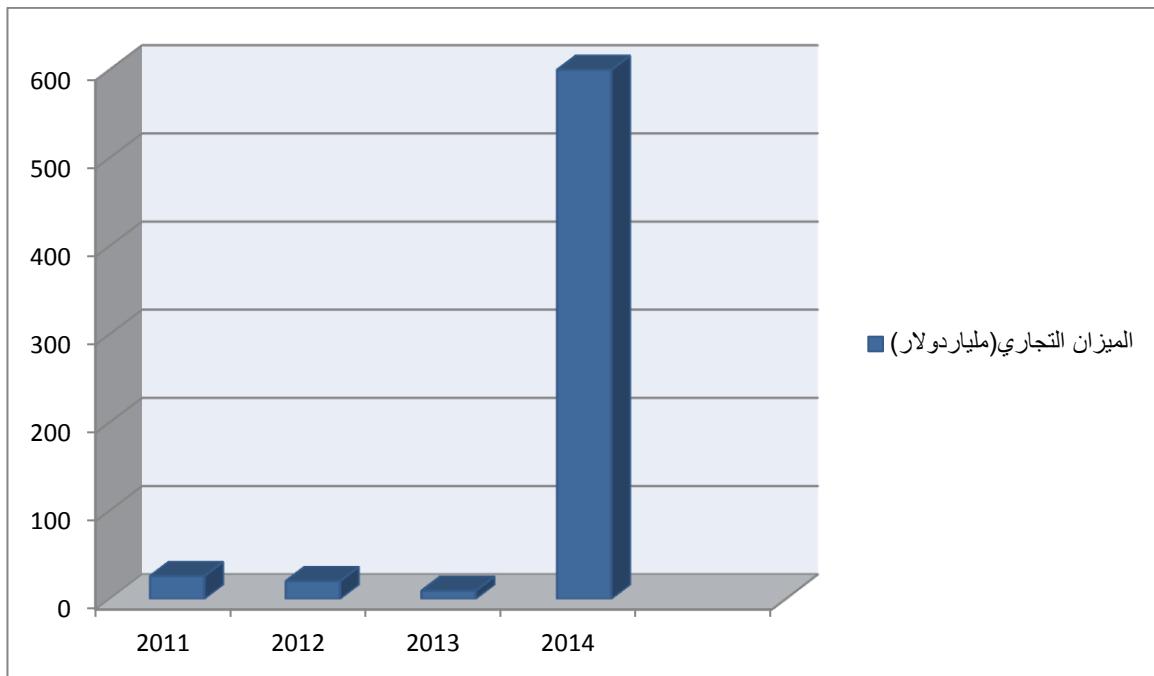
الفرع الأول: تطور الميزان التجاري:

يعتبر الميزان التجاري من المؤشرات الاقتصادية الهامة وهو أحد مدخلات الناتج المحلي للدول، وهو يمثل الفرق بين قيمة واردات وصادرات البلد ويمكن تلخيص أهم تطورات الميزان التجاري في الجزائر من خلال ما يلي:

الجدول رقم (04): تطور الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة (2014 - 2011)

السنة	الميزان التجاري (مليون دولار)	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	2011	2012	2013	2014
25 . 953	600	63.4	20.237	9 . 316	-53 . 97	600
معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي	الميزان التجاري (مليون دولار)	63.4	-22 . 02	41.84	-53 . 97	600

الشكل (05): تطور الميزان التجاري(مليار دولار) في الجزائر خلال الفترة 2011-2014.¹



نلاحظ أن الميزان التجاري سجل ارتفاعاً خلال سنة 2011 وهذا الارتفاع يعود إلى زيادة قيمة الصادرات مقارنة بالواردات، ويعبر هذا الفائض عن صحة اقتصاد الدولة من خلال حصول البلد المعنى على عملة أجنبية يضيفها إلى احتياطاته كما يعني كفاءة الانتاج وزيادة مستوياته وكذلك توسيع طاقات البلد في تلبية حاجياته وزيادة صادراته غير أن الميزان التجاري سجل عجز خلال سنة 2012 بنسبة 22.02% ليستمر هذا العجز إلى سنة 2013 بنسبة 53.97%， وذلك بسبب تراجع الصادرات وارتفاع الواردات، حيث أن العجز في الميزان التجاري يعني النمو السلبي للاقتصاد مما ينعكس على كل الهياكل الاقتصادية، كما يؤدي إلى المديونية (ميزان المدفوعات) وبالتالي تذبذب في النشاط الاقتصادي والتأثير السلبي على أداء السوق المالية خلال سنة 2014 نلاحظ ارتفاع الفائض في الميزان التجاري.

¹- المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي-التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014.

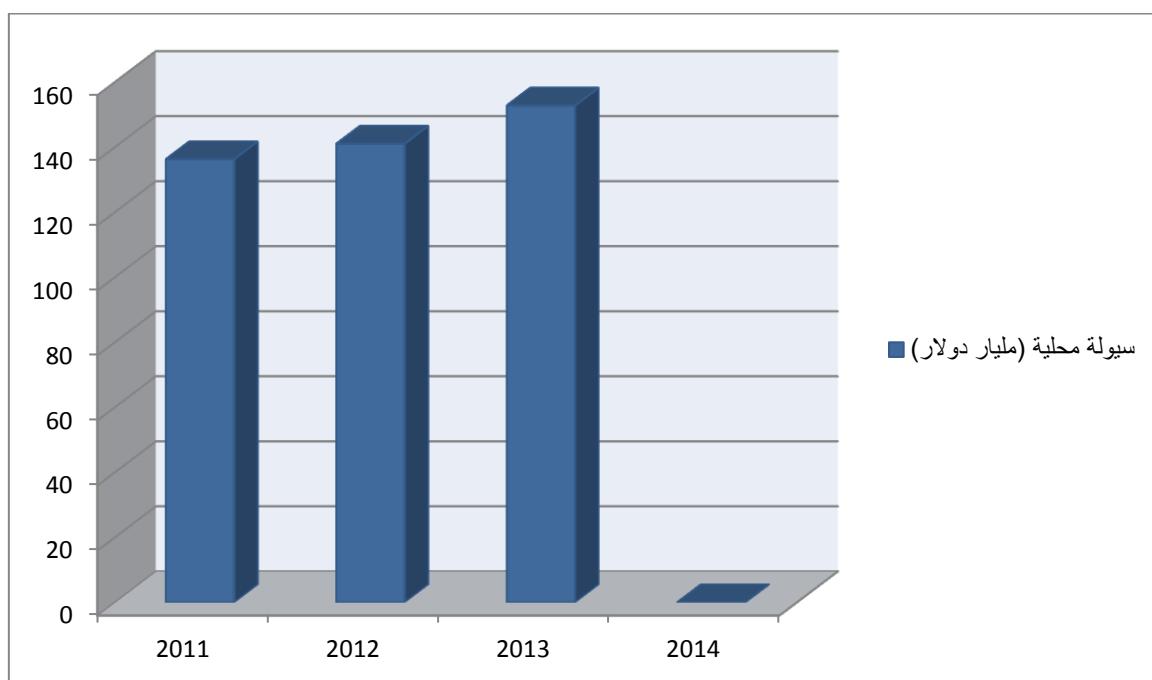
الفرع الثاني: تطور السيولة المحلية:

يمكن تلخيص أهم تطورات السيولة المحلية في الجزائر من خلال ما يلي:

الجدول رقم (05): تطور السيولة المحلية في الجزائر خلال الفترة (2011-2014)

السنة	2011	2012	2013	2014
السيولة المحلية (مليار دولار)	136.29	141.039	152 . 798	-
معدل نمو السيولة المحلية (%)	3 . 71	6.34	6.376	-

الشكل (06): تطور السيولة المحلية في الجزائر خلال الفترة 2011-2014.¹



¹ - المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي-التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014.

نلاحظ أن السيولة المحلية مرتفعة خلال سنة 2011 ثم ارتفعت خلال السنوات المتبقية، ففي سنة 2011 سجل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نمو بنسبة 11.9% حيث بلغ متوسط أسعار الخصم عند 4.0% كما استقر سعر الفائدة بين البنوك عند متوسط 1.06%， أما في سنة 2012 فقد استقر متوسط أسعار الفائدة على الودائع المصرفية عند 1.8% ومتوسط أسعار الفائدة للاقتراض عند 8.0% ومتوسط أسعار الخصم عند 4.0%， أما سنة 2013 فقد أظهرت البيانات الرسمية أن مجموع أصول البنوك الفاعلة في الجزائر قد سجلت نمو خلال هذه الفترة بنحو 5.1% لتبلغ 10151 مليار دينار جزائري نهاية 2013 ونمط الودائع لأجل القطاع الخاص بنسبة 6.0% خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2013 لتبلغ نحو 2565 مليار دينار كما سجل الائتمان المقدم للقطاع الخاص نموا ملحوظا خلال الفترة حيث بلغت نحو 171.1 مليار دينار فقد حققت الكتلة النقدية نمو بنسبة 6.8% خلال نفس الفترة من هذا العام.

المطلب الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية في بورصة الجزائر

إن قياس أداء سوق الأوراق المالية مهمة في الحكم على توجيهات المستثمرين وتفضيلاتهم الاستثمار في بورصة معينة دون الأخرى كون المؤشرات تستخدم لقياس المستوى العام لأسعار السوق، حيث يؤدي المؤشر دور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه ويفيد ذلك في اتخاذ القرارات المالية كما تساعد على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية.

الفرع الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

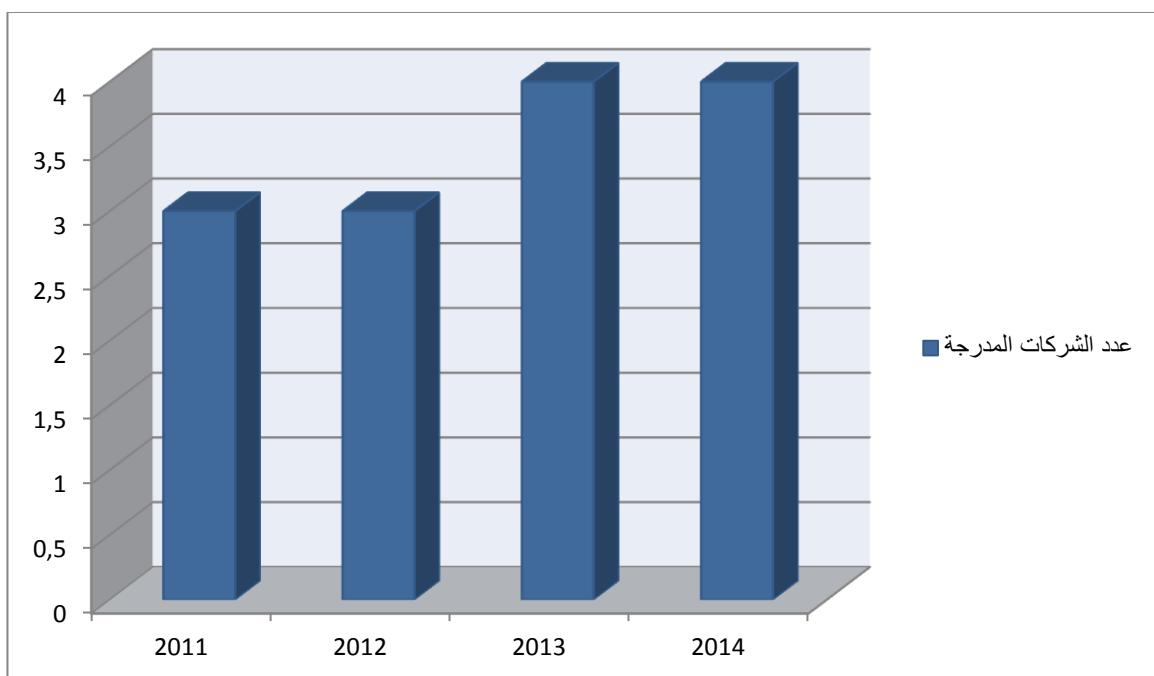
يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق فزيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة والعكس صحيح، وانخفاض عدد الشركات المسجلة يعني خروج الشركات التي لا تتنمّى بالكافأة.

ويمكن تلخيص تطور عدد الشركات المدرجة في الجزائر من خلال مايلي:

الجدول رقم (06): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2014- 2011)

السنوات	2011	2012	2013	201
عدد الشركات المدرجة	3	3	4	4
معدل نمو الشركات %	50	0	33 .33	0

الشكل (07): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2011.¹



نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ارتفع خلال سنة 2011 وسنة 2012 إلى 3 شركات، وذلك بسبب انضمام شركة أليونس للتأمينات إلى البورصة لتسתרم في الارتفاع إلى 4 شركات سنة 2014 و 2013 على التوالي، تعتبر بورصة الجزائر من أضعف المؤسسات المالية عربية وذلك بالنظر إلى عدد الشركات المدرجة فيها.

¹- المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التشرفات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الفرع الثاني: قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر:

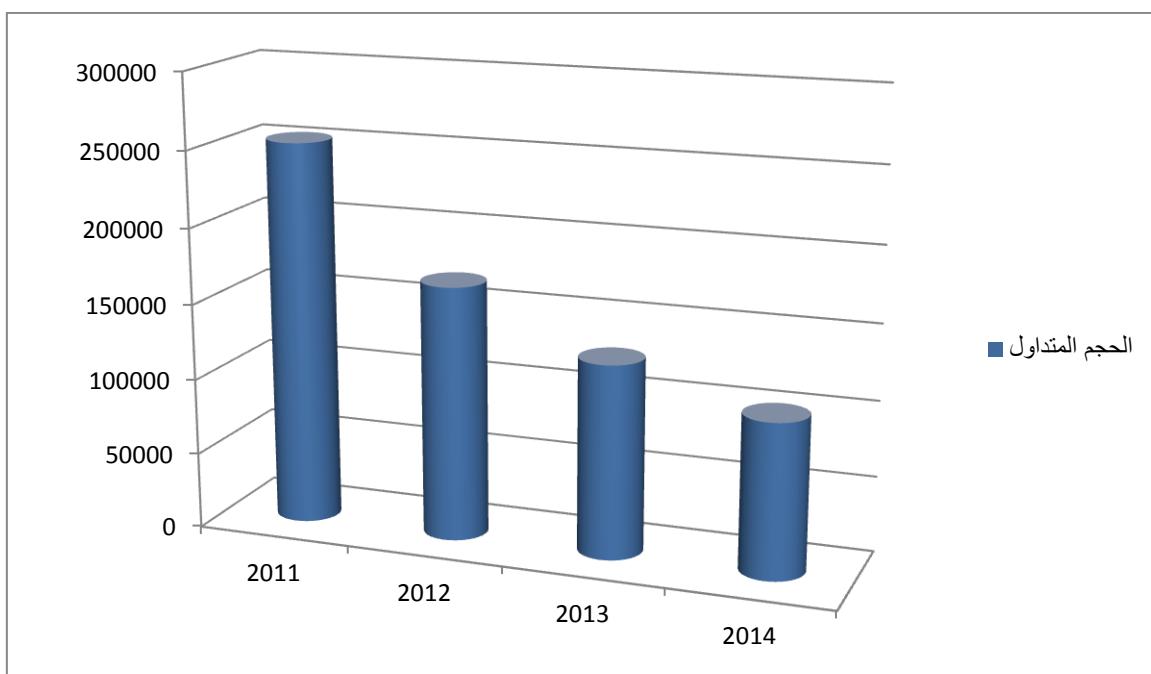
فيما يلي جدول يبين قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر.

الجدول رقم (07): نشاط بورصة الجزائر خلال الفترة (2011-2014)

عدد الصفقات	القيمة المتداولة (مليون دج)	الحجم المتداول	حجم الأوامر	عدد الأوامر	السنة
520	321	252954	1370054	2343	2011
277	673	167827	2779493	5078	2012
177	101	127589	2673065	4271	2013
300	149	101950	2964522	3706	2014

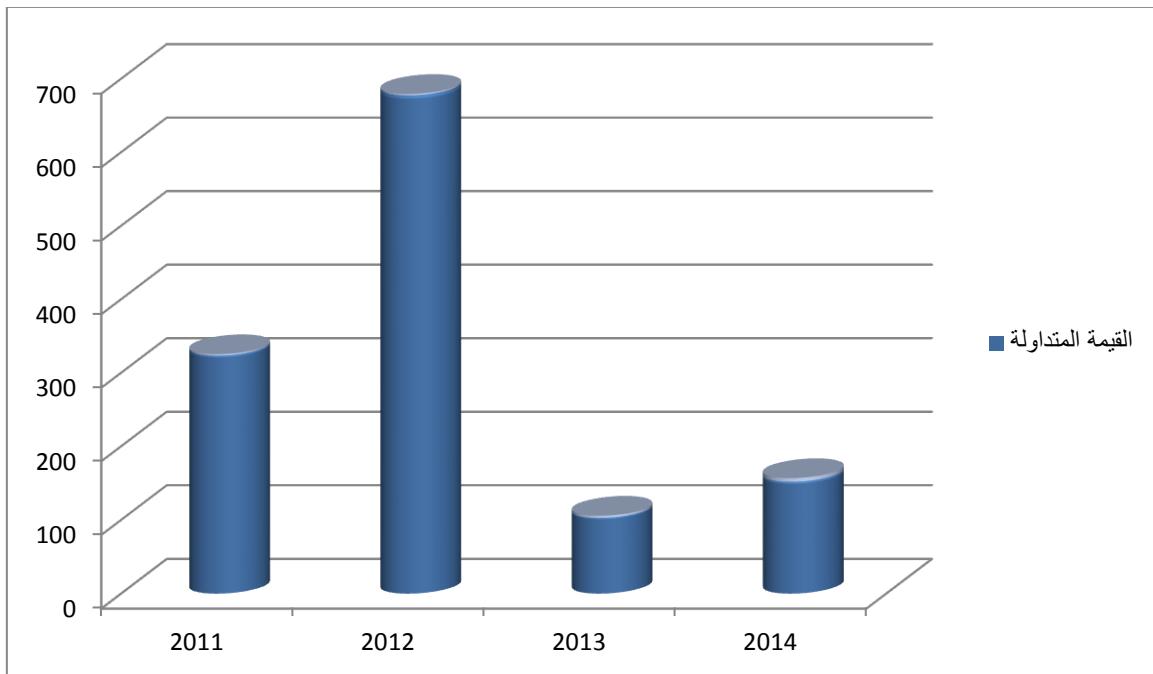
المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على موقع www.sgbv.dz تاريخ الاطلاع 10/09/2020

الشكل رقم (08): يمثل الحجم المتداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014.¹



¹- المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 08.

الشكل رقم (09): يمثل القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014.¹



نلاحظ من خلال الشكلين السابقين والجدول رقم (...) مايلي:

- ارتفاع الحجم المتداول سنة 2011 إلى 252954 وبقيمة 321 مليون دينار.
- انخفاض حجم التداول سنة 2012 إلى حوالي 167827 مع ارتفاع كبير في قيمة التداول وهي 673 مليون دينار.
- انخفاض الحجم المتداول في سنتي 2013 و 2014 ليصل 101950، وذلك بقيمة تداول تمثل 149 مليون دينار.

¹ - المصدر من إعداد الطلبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 08.

الفرع الثالث: تطور مؤشر رأس المال السوقي لبورصة الجزائر

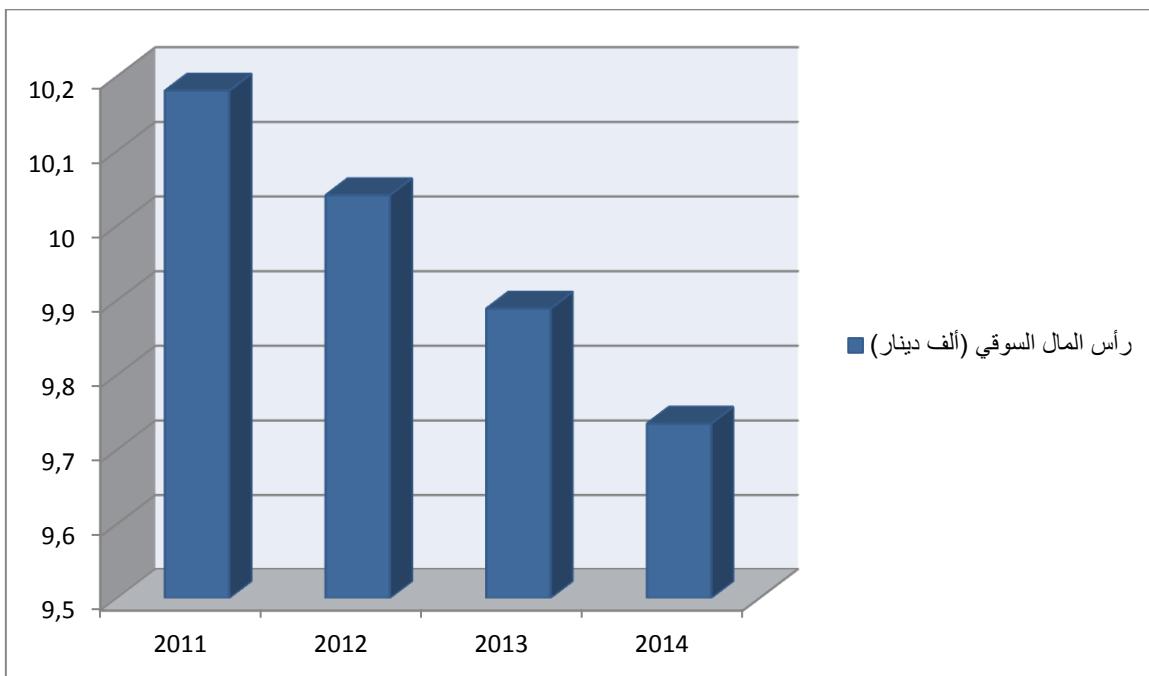
يمثل رأس المال السوقي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي، فهو عبارة عن عدد الأسهم مضروبا في القيمة السوقية (سعر السهم في السوق).

ويمكن تلخيص التطورات التي عرفها رأس المال السوقي في بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (08): تطور مؤشر رأس المال السوقي لبورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014.

السنة	2011	2012	2013	2014
رأس المال السوقي ألف دينار	10.181	10.041	9.889	9.735
معدل نمو رأس المال السوقي	28 .87	-1.37	-1.51	-1.55

الشكل رقم (10): تطور مؤشر رأس المال السوقي لبورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014.



نلاحظ أن رأس المال السوقي في بورصة الجزائر سجل ارتفاعا خلال سنة 2011 بنسبة 28.87% حيث يؤدي ارتفاعه إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي للبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية لأن الارتفاع يعني زيادة تعبئة الموارد وتتوسيع المخاطر السوقية فتتطور

معدل نمو رأس المال السوقي يقىس مدى سرعة تطور البورصة، ثم نلاحظ انخفاض رأس المال السوقي في سنة 2012 ليستمر في الانخفاض في السنوات المتبقية.

وعليه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعرف نمواً بطيئاً، كما أن اتجاه البورصة سلبي في أغلب السنوات فقوة البورصة تعتمد بصورة أساسية على القوة المالية المدرجة فيها، فيبورصة الجزائر تعتبر أصغر بورصة سواء بالنسبة لمؤشر عدد الشركات المدرجة أو بالنسبة لباقي المؤشرات الأخرى.

المبحث الثالث: معوقات بورصة الجزائر وسبل تطويرها

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب، فمنذ إنشائها سنة لم يشهد لها أي تطور يذكر صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق، لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامترجت بين عوائق سياسية اجتماعية ثقافية ودينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة.

المطلب الأول: المعوقات الاقتصادية

في الجانب الاقتصادي يقف أمام تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات، نذكر منها الخوخصة التضخم بالإضافة إلى معوقات أخرى منها الضغط الضريبي... الخ

1. **التضخم:** وذلك من خلال تأثيره على الادخار فالارتفاع المتواصل في الأسعار يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، مما يؤدي إلى تقلص الطاقة الادخارية للعائلات باعتبارهم سوف يتوجهون إلى اقتطاع جزء من مدخراتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم، عندما لا تكفي دخولهم النقيدة الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها وفي هذه الحالة من الصعب أن يقبل الأفراد للاستثمار في الأوراق المالية التي تحتاج إلى أموال للتعامل بها.

2. **الضغط الضريبي:** يتميز النظام الضريبي الجزائري بتنوع وتنوع الضرائب وارتفاع معدلاتها مما يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية.¹

¹- رزيق كمال، بن عمور سمير تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسى للمساهمة فى عملية الخوخصة الملتقى الوطنى الثانى 33-24 أفريل 2007. ص 329-330

3. عائق الخوصصة: يضم مفهوم الخخصصة عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية على عناصر محددة وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخخصصة.

الخخصصة: هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة وهذا التحول يرتبط بتحولات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئه تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فإن الخخصصة تعتبر أصعب مرحلة برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.

4. الاقتصاد الموازي: أو ما يسمى الظل (الخفى) لا يشمل الأنشطة غير المنشورة فقط، وإنما يشمل أيضاً أشكال الدخل التي يصرح بها والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المنشورة والمعاملات التي تتم بنظام المقايسة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية.¹

المطلب الثاني: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية والسياسية

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات، وفي مختلف المجالات منها اجتماعية ثقافية دينية ... الخ وسوف نتناول بعض هذه المعوقات في النقاط التالية:

1- العائق الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية، إن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعتريها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوى، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دوره مؤتمره السابع من مאי الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد إن تتصب في خانة الكسب الحال.

¹- بوكساني رشيد معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر ، 2005-2006. ص 286 282.

2- العائق الاجتماعي والثقافي: إن السياسة السليمة لتجنيد الأدخار وخاصة الأدخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع وعليه، فإن هذا الأخير يعتبر ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة وعليه تتمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية وتميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا ما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة وانعدام تقافة البورصة لدى أفراد المجتمع.¹

3- المعوقات السياسية: هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة فتقديم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدما مثل أمريكا اليابان وألمانيا وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمان وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي.²

4- المعوقات التنظيمية: والتي ذكر من أهمها:

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

وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا، وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات وهذا ما يعيق نمو البورصة.

¹- بن بخمة سليمان وآخرون، تعديل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر دراسة تحليلية، مجلة نماء لللاقتصاد و التجارة ، أبريل 2018. ص 12.

²- بوضياف عبير سوق الأوراق المالية في الجزائر مذكرة تخرج ضمن نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS ، تخصص مالية جامعة منتوري قسنطينة ، 2007. ص 125 .

عدم تنويع الأوراق المالية يعد التوسيع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلاً متعددة ومتباينة من الأوراق المالية تفسح لهم المجال واسعاً لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم وأهدافهم وميولاتهم الشخصية والتنوع، من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر، أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة ولا تداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما وسبق الإشارة إليه الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.¹

غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي محاسبي... الخ، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والالية والمستقبلية للمؤسسة وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليتها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

المطلب الثالث: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزءاً من عملية تطوير القطاع المالي، ويحتاج هذا الأخير إلى منهجه صحيحه تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع.

وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها، قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر ذكر منها ما يلي:

¹- خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة دراسة استشرافية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة فاس디 مرباح ورقلة، 2007-2008. ص 125.

1- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي:

تطوير بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في السوق الأوراق المالية، وذلك من خلال:

تحفيض سعر الفائدة أن تخفيض أسعار الفائدة تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلاً للودائع المصرفية، ذلك بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

تحفيز الادخار وذلك من خلال التربية الادخارية ونقصد بها كل الجهد والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد من أجل تربية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الإيجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل وبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيري الذي يهدى الموارد بمختلف أشكالها، وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائل التربوية الأخرى مثل الإذاعة والتلفزة والجرائد كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات التعليمية بمختلف أطوارها.¹

الاستمرارية والتوسيع في برامج الخوخصصة إذ تشكل عمليات الخوخصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات إضافة للبيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو لشركات وصناديق الاستثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني، والجدير بالذكر أن نجاح عملية الخوخصصة لا يكون إلا عن طريق خوخصة الشركات التي تتميز بالماركيز المالية الجيدة، وهذا من شأنه تعزيز ثقة المستثمرين المحتملين مما يساهم في تفعيل سوق الأوراق المالية من جهة وعرض خوخصة المؤسسات المفلسة التي تحول دون تطور البورصة.

ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح.

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص312- 313 .

كما نوصي بخوخصة قطاع النقل الجوي والاتصالات حتى تعطي دفعا لتنشيط البورصة نظرا لما تحقق من نتائج حسنة وهذا ما قامت به معظم الدول العربية.

2- مقتراحات تخص الجانب الديني والثقافي والسياسي والاجتماعي:

الجانب الاجتماعي تطوير الإعلام الاقتصادي الموجه للجمهور ترغيب الشرائح الاجتماعية في الادخار البحث عن طرق ووسائل مالية جديدة تستجيب للجانب الديني الذي يحذر استعمال الفائدة.¹

العمل على ضمان الاستقرار السياسي أنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيد الادخار بغية ضمان انطلاقه تتحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد، وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار لذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي، وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بضمان الأموال مضمونة.²

إرساء الثقافة البورصية أن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، وعليه فإنه يتطلب وضع سياسات حقيقة متعلقة بالبورصة يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين بأهمية وفائدة هذه المؤسسة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ولهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة، وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبديد المخاوف التي تؤثر على البورصة، كذلك يجب ترسیخ هذه الثقافة لدى الطلبة من خلال المؤسسات التربوية والجامعات وغيرها من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني.

¹- بن شعيب فاطمة الزهراء دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك و مالية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2011، ص 57.

²- نورين بومدين دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعرفات و الآفاق ملتقى دولي جامعة محمد خيضر بسكرة 21 - 22، نوفمبر 2006، ص ص 16- 17 .

الجانب الديني بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتبع إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة، وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجريتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

خلاصة الفصل:

لقد خصصنا هذا الفصل لدراسة تحليل أداء بورصة الجزائر باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر عدد الشركات المدرجة، ومؤشر رأس المال السوقي... الخ، واستخلصنا منه أن بورصة الجزائر يرافقها ركود ناجم عن جملة من المعوقات يجعلها ضعيفة الأداء إلا أن هناك بوادر قد تساعد الجزائر على النهوض ببورصتها إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادها الوطني.

الخاتمة

خاتمة

1. خلاصة عامة

من خلال دراستنا لموضوع دور الأسواق المالية في دعم الاقتصاد و دراسة بورصة الجزائر خلال الفترة 2011-2014 تم ضبط عدة معارف و استنتاجات وهي ان السوق المالي هي المواجهة التي تعكس الاقتصاد سواء كان متقدم ام مختلف .

السوق المالي هي ذلك الفضاء الواسع من وحدات الفائض المالي و وحدات العجز المالي الذين تربطهم مصلحة تبادل و تداول لتلبية عجز المحتجين و تحقيق الأرباح و تنمية رؤوس الأموال لأصحاب الفائض المالي .

في النظم الاقتصادية المتقدمة الأسواق المالية هي الممول الرئيسي لاقتصادها و مشاريعها عكس النظم الاقتصادية المختلفة التي يغلب عليها التمويل الكلاسيكي .

على الرغم من ان بورصة الجزائر تعتبر حديثة النشأة وفي مرحلتها جنينية إلا أنها تحدها عدة عراقيل و مشاكل حالت دون تطورها منها ما هو اقتصادي او تنظيمي او تشريعي .

2. اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا لهذا البحث من الناحية النظرية و التطبيقية توصلنا إلى التحقق من الفرضيات التي طرحناها في المقدمة إلى ما يلي :

✓ السوق المالي هي ذلك الاطار النظم الذي يجمع بين وحدات المدخرة التي ترغب في الاستثمار و وحدات العجز المالي وهي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق وبذلك يمكن اعتبار ان السوق المالي فضاء واسع يجمع عدة اطراف لتداول الأوراق المالية المختلفة

سواء أوراق مديونية او الملكية او المشتقات المالية و بذلك فان السوق المالي
هي احد مصادر و أقطاب الهمامة في عملية تمويل الاقتصاد و المشاريع باعثة
على خلق الثروة .

- ✓ ينقسم السوق المالي إلى سوق نقدی وهي سوق لمعاملات القصيرة الأجل والى سوق المالي وهي سوق تعاملات طويلة الأجل.
- ✓ ان تشجيع أسواق الأوراق المالية من شأنه أن يساهم في توفير السيولة اللازمة للاقتصاد من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الإقتصادية التي تتوفّر فيها فوائض مالية إلى الوحدات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي.
- ✓ تتخبط بورصة الجزائر في عدة عراقيل و مشاكل حالت دون تطورها و نموها سواء ما تعلق بالنظم القانونية والتنظيمية او العوائق الإقتصادية هذه الأخيرة التي تعتبر اكبر عائق .

3. نتائج الدراسة

- توصلنا من خلال دراستنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها في النقاط التالية
- ✓ الأسواق المالية هي آلية هامة يمكن من خلالها تجميع وتوجيه الموارد المالية لتوظيفها في مشاريع الاستثمارية قادرة على خلق الثروة.
 - ✓ تعتبر البورصة اهم مكونات الأسواق المالية نظرا لما تتميز به من عمليات التداول للأوراق المالية .
 - ✓ مساهمة بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد و المشاريع يعتبر تمويل ضعيف من خلال دراستنا التطبيقية وكذلك قلة المؤسسات المدرجة في البورصة .

4- توصيات الدراسة

من خلال الدراسة النظرية و التطبيقية نقترح جملة من التوصيات

- ✓ إعادة ترتيب البيت الاقتصادي لابد من استراتيجية واضحة المعالم وأفاق في التحول من الاقتصاد الريعي المبني على أساس عائد المحروقات إلى اقتصاد حقيقي منتج متعدد المصادر و الموارد و هذه الآلية تعتبر ثورة قامة في الاقتصاد الوطني الجزائري .
- ✓ دمج البورصة في الاقتصاد الجزائري ولن تحدث عملية الدمج إلا بتطوير البورصة مع توفر الإرادة السياسية و الاقتصادية لجعل البورصة الممول الأول لاقتصاد .
- ✓ توسيع من سلطات لجنة تنظيم البورصة و مراقبتها و خاصة في المجال التنظيمي و التأديبي .
- ✓ محاربة كل أشكال الفساد و صور النافسة غير الشريفة داخل البورصة وذلك بتعزيز القوانين و تشديد الرقابة و خلق جو مناسب في مجال المنافسة الشريفة و تسهيل تبادل المعلومات والإفصاح .
- ✓ نشر الوعي او ثقافة البورصية بين مختلف المؤسسات و الأفراد بهدف تدعيم أكثر للولوج لها.
- ✓ عصرنة بورصة الجزائر من خلال الانفتاح الخارجي مع بورصات العالم و الاستفادة من الخبرات و نقل تكنولوجيا مما يساهم في رقيها و تطورها .
- ✓ توسيع تداول الأوراق المالية مع التعامل بالصكوك الإسلامية من طرف لجنة عمليات البورصة.

5 - آفاق البحث

بعد دراستنا لموضوع الأسواق المالية و دورها في دعم الاقتصاد يبقى موضوع الأسواق المالية يثير تساؤلات مما جعلنا نضع مجموعة من التساؤلات تكون مساعدة لانطلاق دراسات و أبحاث أخرى .

- ✓ واقع إنشاء و تطوير سوق السندات في الجزائر.
- ✓ دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر و البورصات العربية .
- ✓ اثر معوقات أسواق الأوراق المالية على كفاءة الأسواق المالية.

قائمة المراجع

I . المراجع بالعربية:

1. الكتب:

1. إخلاص باقر هاشم النجار ، الهندسة المالية الإسلامية ، جامعة البصرة.
2. حيد عباس عبد الله الجنابي ، الأسواق المالية والفشل المالي ، دار الأيام للنشر والتوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2016.
3. دريد كامل الشبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن ، عمان ، 2000 .
4. زياد رمضان ومروان شمومط ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، مصر ، 2007.
5. السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، دار الفكر ناشرون وموزعون ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2009.
6. شمعون شمعون ، البورصة (بورصة الجزائر) ، دار أطلس للنشر ، الجزائر ، ط 01.
7. عباس كاظم الدعمي ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010.
8. عبد الباسط كريم مولود ، تداول الأوراق المالية ، دراسة قانونية مقارنة ، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، ط 1 ، 2009.
9. عبد الكريم احمد قندوز ، المشتقات المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2014.
10. عيساوي سهام : الأدوات المالية المشتقة و أهميتها ، أنواعها و استراتيجيةيتها ، بورصة ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، ط 01 ، 2017.
11. فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008.
12. محمد احمد عبد النبي ، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي ، زمز ناشرون وموزعون ، الأردن ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2009.

13. محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013.
14. محمد علي إبراهيم العامري، محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013.
15. محمد مطر فايز تيم، إدارة المحفظة الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2005.
16. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2010
17. محمود محمد الداغر، أسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر و توزيع، الأردن، 2005.
18. وليد صافي ، انس البكري، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.

2. المذكرات:

1. آيت أكان عزيزة، بوصيغ فتيبة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة البويرة، سنة 2014/2015.
2. بن اعمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013-2014.
3. بن شعيب فاطمة الزهراء دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك و مالية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2011.

4. بن عمر بن حسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتسبيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان الجزائر ، تخصص نقود وبنوك ومالية، 2013.
5. بوضياف عبير سوق الأوراق المالية في الجزائر مذكرة تخرج ضمن نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS ، تخصص مالية جامعة منتوري قسنطينة ، 2007.
6. بوكساني رشيد معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر ، 2005-2006.
7. حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسبيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مریاح، ورقة، 2012.
8. حفيظ عبد الحميد، أدوات وق الأوراق المالية و مناهج تقييمها، مذكرة ماجистير في العلوم التجارية فرع المالية، جامعة تبسة، 2004.
9. خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق البورصة دراسة استشرافية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص تسبيير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة قاصدي مریاح ورقة، 2007-2008.
10. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية و تقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية- ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسبيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008.
11. صابيني عمار، "محددات الانشار المحفوظي وآثاره على الأسواق المالية "، مذكرة ماجستير، علوم اقتصادية، تخصص مالية و بنوك، جامعة بومرداس، 2009.
12. عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

13. محمود محمد الحسن، اثر استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للاسهم دراسة تطبيقية على الأسهم الأوروبية، رسالة ماجستير في الأسواق المالية ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2014.
14. مراير أمين. دور الأسواق المالية في تعزيز التنمية الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تدقيق محاسبى ومراقبة التسيير، كلية العلوم التجارية والاقتصادية والتسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، 2012.

3. المجلات:

1. أديب قاسم شندي، مجلة الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية، جامعة واسط، 2013
2. بن بخمة سليمان وأخرون تعزيز بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر دراسة تحليلية، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة ، أفريل 2018.
3. علي عبد الغاني الایذ و آخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الثالث جوان، جامعة الشرق الأوسط ، عمان الأردن، 2015.

4. الملتقىات والمداخلات والمحاضرات:

1. حirsch عبد القادر، الهندسة المالية، محاضرة موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم تسيير، تخصص مليئة البنوك والتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، 2018.
2. رزيق كمال، بن عمور سمير تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسى للمساهمة في عملية الخوصصة الملتقى الوطنى الثاني 3324-25أبريل 2007.

3. سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة مقدمة من المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي، 15-15. 2005 /05/17

4. قرفي عمار: محاضرات في أسواق رأس المال، جامعة عبد الحفيظ بوالصوف ميلة الجزائر، 2019.

5. نورين بومدين دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق ملتقى دولي جامعة محمد خيضر بسكرة 21 - 22، نوفمبر 2006.

5. القوانين والتعليمات:

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 43، الصادرة في 23 ماي 1993 الموافق ل 02 ذي الحجة 1413.

2. المادة 20 المرسوم التشريعي، رقم (93-10) المؤرخ في 1993/05/23، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لسنة 1993، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 34، الجزائر.

6. التقارير والنشرات:

صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2014.

صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لسنة 2011.

صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لسنة 2012.

صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لسنة 2013.

صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لسنة 2014.

الموقع:

1. بورصة الجزائر ، http://www.sgbv.dz يوم 07/06/2020، 16:50
2. متاح على الرابط: http://www.sgbv.dz ، تاريخ الإطلاع 29/08/2020. سا: .15:30

II. المراجع باللغة الأجنبية:

1. K,I :Hanson, A dictionary of economic and commerce, Macdonald and evsons press.
2. Shelagh heffer Nan, «Modern banking in theory and practice», New York, 1998.