

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

المرجع: 2022/2021

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

تحليل أداء بورصة الجزائر للفترة 2008-2019

بالمقارنة مع بعض الدول العربية

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة
تخصص " مالية المؤسسة "

إشراف الأستاذ(ة):

بولعجين فايزة

إعداد الطلبة:

-كريوط عبدالله

-قويسم دراجي

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	كنيدة زليخة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بولعجين فايزة
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	باي مريم

السنة الجامعية 2022/2021



تشكر وتقدير

مصدقاً لقوله تعالى " نرفع درجاته من نساء وفوق كل ذي علم عليم "

نتقدم بشكرنا الخالص لكل من أمدنا يد المساعدة من قريب أو بعيد لإنجاز هذا العمل ونخص بالذكر الأستاذة المشرفة " بولعجين فايزة "، معبرين لها عن كل معاني الاحترام والتقدير، ونسأل الله أن يجزيها عنا خير الجزاء لما قدمته لنا من إرشادات وتوجيهات .

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة على جهدهم وصبرهم في قراءة المذكرة وعلى ما سوف يقدمونه لنا من تصحيحات وتوجيهات جزأهم الله كل خيراً، كما نتقدم بجزيل الشكر إلى جميع أساتذة العلوم الاقتصادية بالمركز الجامعي محمد الحفيظ بوالصوف على ما قدموه من عطاء للحصول على هذه الدرجة العليا، كما نشكر كذلك جميع عمال و موظفي مكتبة المركز الجامعي على مساندتهم وصبرهم معنا .

وأخيراً نشكر جميع من ساهم أو قدم لنا يد المساعدة سواء من بعيد أو قريب في إنجاز هذا العمل ولو بكلمة طيبة، فنتمنى من الله أن يرشدنا إلى سواء السبيل .

إهداء

يسعدني أن أهدي هذا العمل إلى:

إلى النبي اقترن اسمها بالجنة، إلى من ضمت في سبيل وصولي إلى هذا المكان إلى سدي وقوتي في

هذه الحياة "أبي الحبيبة" حفظها الله ورحاها

إلى الإنسان الذي علمني كيف يكون الصبر طريقا إلى النجاح، إلى من ضمت في سبيل وصولي لمراتب

عليها، إلى سدي وقوتي "أبي الغالي" حفظه الله

إلى من أشد بهم أزمي إخوتي، أختي ..

إلى الأصدقاء وإلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل

محمد الله

إهداء

أهدي عملي هذا :

إلى أئمة الناس وأئمة الناس، إلى من بفضلها بعد الله عز وجل وصلت إلى

ما وصلت إليه، إلى من كانت لي نورا في طريقي إلى من كان دعاءها سر

نجاحي إلى أمة الغالية حفظها الله وجزاها عني خير الجزاء.

إلى من زرع في قلبي روح الأمل والمثابرة إلى والدي العزيز.

إلى من أعتز بهم وأفخر بهم وأحملهم في قلبي نقشا أزليا لا يزول إلى

إخوتي. وإلى أصدقائي الأعماء

إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

دراجي

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أداء بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان و بورصة مصر للفترة (2008-2019)، بواسطة مجموعة من المؤشرات أهمها مؤشر حجم السوق و مؤشر سيولة السوق، مع تقديم مختلف المعوقات وتوضيح آليات تفعيل البورصة لتمويل الاقتصاد الجزائري باستخدام المنهجين الوصفي والتحليلي. وأظهرت التحليلات ضعف مؤشرات أداء بورصة الجزائر وبالأخص مؤشرات التداول مقارنة مع بورصة عمان ومصر. ويعود هذا الضعف إلى غياب المنظومة الصناعية والتجارية التي تسمح بممارسة النشاط البورصي وعدم رسوخ الثقافة البورصية في الاستثمارية الجزائرية، وهذا ما يجب على الجزائر معالجته والترويج للثقافة البورصية من خلال وسائل الإعلام، وتنمية القطاع الخاص والقطاع العام وتطوير أساليب الشراكة فيما بينهما لإعداد منظومة تجارية وصناعية جاهزة لممارسة النشاط البورصي.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، بورصة الجزائر، مؤشرات البورصة.

Summary:

This study aims to analyze the performance of the Algerian Stock Exchange compared to the Amman Stock Exchange and the Egyptian Stock Exchange for the period (2008 to 2019), by means of a set of indicators, the most important of which are the market size index and the market liquidity index, while presenting various obstacles and clarifying the mechanisms for activating the stock exchange to finance the Algerian economy using the descriptive and analytical approaches. . The analyzes showed the weakness of the performance indicators of the Algeria Stock Exchange, especially the trading indicators, compared to the Amman Stock Exchange and Egypt. This weakness is due to the absence of the industrial and commercial system that allows the practice of the Borsa activity and the lack of entrenchment of the Borsa culture in the Algerian investment. to engage in the stock activity.

Keywords: Financial markets, Algeria Stock Exchange, stock market indices.



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الشكر
	الإهداء
	الملخص
	قائمة المحتويات
	قائمة الأشكال والجداول
I	المقدمة العامة
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للبورصة
1	تمهيد
2	المبحث الأول: ماهية البورصة
2	المطلب الأول: نشأت البورصة وتطورها التاريخي
4	المطلب الثاني: تعريف البورصة وأنواعها
6	المطلب الثالث: أهمية البورصة
7	المبحث الثاني: مهام البورصة والأطراف المتدخلة فيها
7	المطلب الأول: وظائف البورصة
8	المطلب الثاني: عمليات البورصة
11	المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة في البورصة
13	المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة
13	المطلب الأول: الأسهم
18	المطلب الثاني: السندات
23	المطلب الثالث: المشتقات المالية
26	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: أداء بورصة الجزائر وآفاق تطويرها
28	تمهيد
29	المبحث الأول: ماهية بورصة الجزائر

29	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر
30	المطلب الثاني: أسواق بورصة الجزائر والهيئات المكونة لها
34	المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها
40	المبحث الثاني: دراسة تطور مؤشرات بورصة الجزائر للفترة بين 2008-2019 مقارنة مع بورصة عمان (الأردن) ومصر
40	المطلب الأول: المؤشر العام لبورصة الجزائر
41	المطلب الثاني: مؤشرات حجم السوق
45	المطلب الثالث: مؤشرات سيولة السوق
50	المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية في الجزائر وآفاق تطويرها
50	المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر
54	المطلب الثاني: آفاق تطوير بورصة الجزائر
57	خلاصة الفصل الثاني
59	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع
	الملاحق



قائمة الأشكال

والجداول

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	توزيع أسواق بورصة الجزائر	31
02	تطور أداء مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019	40
03	تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019 (مليار دينار)	41
04	تطورات القيمة السوقية لبورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان ومصر (مليار دولار)	42
05	أعمدة بيانية توضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة بين 2008-2019	44
06	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر	45
07	تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019	46
08	تطورات قيمة التداول لبورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر (مليار دولار)	47
09	تطور معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019	48
10	تطور مؤشر الدوران لبورصة الجزائر مقارنة ببورصة عمان وبورصة مصر	49

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الفرق بين الأسهم والسندات	22
02	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2022	37



تساهم البورصة في تشجيع عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع، وذلك بتجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في الاستثمارات الإنتاجية، وتشجع المستثمرين على الإقدام على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لهذه الشركات رأسمال الملكية. فوجود بورصة الأوراق المالية حتمية في أي اقتصاد، ولها دور مهم في تنشيط الحياة الاقتصادية للبلد خاصة في الدول النامية، ولتحقيق معدلات نمو عالية قابلة للاستمرار والزيادة عملت الدول على اختلاف مستويات اقتصادياتها على إنشاء بورصات تؤدي دورا تمويليا وقناة تتساب فيها الأموال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد و قطاعات أخرى.

والجزائر كغيرها من الدول قامت بإنشاء بورصة الأوراق المالية في نهاية تسعينيات من القرن الماضي، وجاءت لمسايرة اقتصاد السوق وإرساء معالم اقتصاد جديد في الجزائر، وحاولت الجزائر تعزيز نشاط البورصة من خلال إصدار قانون وتشريعات وتقديم إعفاءات ضريبية، وبناء هيكل لبورصة حقيقية قادرة على أن تؤدي دورا فاعلا في تنشيط الاقتصاد الجزائري، غير أن البورصة في الجزائر بعد مضي أكثر من عقدين من الزمن على دخولها حيز النشاط، لم تتمكن من فرض التمويل المباشر للاقتصاد باعتبارها بديلا للتمويل بالاستدانة.

1. طرح الإشكالية:

من خلال ما سبق وبغية تقييم وتحليل أداء بورصة الجزائر، يمكن صياغة إشكالية الدراسة في السؤال

التالي:

ما هو واقع أداء بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان و مصر للفترة ما بين 2008 و 2019؟

ومن أجل الإحاطة بجوانب الإشكالية المطروحة ارتأينا طرح أسئلة فرعية لتعزيز هذه الأخيرة وتوضيحها كما يلي:

- هل تشهد بورصة الجزائر نموا وتطورا خلال الفترة 2008-2019؟
- كيف يمكن تقييم أداء بورصة الجزائر مقارنة ببورصة عمان ومصر من خلال مؤشرات حجم السوق خلال الفترة 2008-2019؟
- كيف يمكن تقييم أداء بورصة الجزائر مقارنة ببورصة عمان ومصر من خلال مؤشرات سيولة السوق خلال الفترة 2008-2019؟

2. الفرضيات

للإجابة عن الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية يمكن وضع الفرضيات التالية:

- ✓ لم تشهد بورصة الجزائر نموا خلال الفترة 2008-2019.
- ✓ يعتبر أداء بورصة الجزائر ضعيفا مقارنة مع بورصة عمان ومصر من خلال مؤشرات حجم السوق خلال الفترة 2008-2019.
- ✓ يعتبر أداء بورصة الجزائر ضعيفا مقارنة مع بورصة عمان ومصر من خلال مؤشرات سيولة السوق خلال الفترة 2008-2019.

3. أهمية وأهداف الدراسة:

- تكمن أهمية الدراسة في أهمية ببورصة الجزائر وتطور أدائها ومختلف المعوقات التي تحد من فعاليتها والتي تقف أمام تطورها، والحلول المقترحة لتطورها.
- كما سعت هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:
- إعطاء لمحة عن بورصة الجزائر ومختلف مكوناتها.
 - دراسة أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2008 - 2019) مع اقتراح حلول لتفعيلها.

4. أسباب اختيار موضوع البحث:

- هناك دوافع ذاتية وأخرى موضوعية دفعتنا لاختيار هذا الموضوع نوجزها فيما يلي:
- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بأسواق المال.
 - يندرج الموضوع في إطار المواضيع المتجددة و القابلة لإعادة الاختيار دوما.
 - تتناسب الموضوع يندرج ضمن التخصص الدراسي.

5. صعوبات البحث

- أثناء القيام بإجراء هذا البحث واجهنا عدة صعوبات نذكر من بينها:
- نقص المراجع في المكتبة التي نتناول مختلف أجزاء البورصة.

6. الدراسات السابقة

- هناك العديد من دراسات التي تطرقت إلى بورصة الجزائر وتحليل أدائها، ومن بعض هذه الدراسات التي تم الإطلاع عليها نذكر:

- **دراسة بوكساني رشيد (2005-2006):** الدراسة عبارة عن أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه (غير منشورة)، بعنوان: **معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها**، بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر وهدف الباحث إلى التعرف على الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية ومعرفة واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، وقد خلص الباحث من خلال دراسته إلى:
 - عدم توفر التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.
 - عدم كفاءة أسواق المال العربية يعود إلى عدم توفر المعلومات لأن كفاءة السوق توقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة.
- **دراسة فتيحة ابن بوسحاقي (2002-2003):** الدراسة عبارة عن أطروحة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، بعنوان: **بورصة الجزائر واقع وأفاق**، بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر وهدف الباحث إلى: التعرف على الأسواق المالية ومعرفة واقع وأفاق بورصة الجزائر، وقد خلص الباحث من خلال دراسته إلى:
 - تلعب البورصة دورا هاما في الاقتصاد من خلال تعبئة الادخار بتقريب الأشخاص ذوي فائض في الأموال وأولئك الذين بحاجة إليه.
 - جاءت بورصة الجزائر كنتيجة حتمية لسلسلة الإصلاحات التي عرفت البلاد ابتداء من سنة 1988.
- **دراسة بللمعلم لقمان، بولغريبات حسين (2020-2021):** الدراسة عبارة عن أطروحة لنيل شهادة الماستر (غير منشورة)، بعنوان: **دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بورصة الجزائر**، بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، الجزائر، هدف الباحث إلى: الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية والكشف عن مدى قوة العلاقة بين الأسواق المالية وتأثيرها على دعم التنمية الاقتصادية، وقد خلص الباحث من خلال دراسته إلى:
 - حجم التمويل في بورصة الجزائر في تنامي مستمر خلال الفترة 2013-2018 وهذا راجع لزيادة الوعي بأهمية البورصة في تمويل الاقتصاد.

- السوق المالي الجزائري مازال بعيد كل البعد عن التنمية الاقتصادية بسبب ما يعانيه من عراقيل والتي انعكست بالسلب على المؤشرات العامة له.

7. هيكل البحث

من أجل الإحاطة بالموضوع ككل وإعطاء إجابة للإشكالية المطروحة سابقا بالإضافة إلى اختبار صحة الفرضيات الموضوعة تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين:

الفصل الأول بعنوان الإطار المفاهيمي للبورصة يتم من خلاله التطرق إلى ماهية البورصة و مهامها والأطراف المتدخلة فيها وأيضا تم التطرق إلى أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

بالنسبة للفصل الثاني بعنوان أداء بورصة الجزائر وآفاق تطويرها، حيث تناولنا فيه التعريف ببورصة الجزائر وتحليل أدائها مقارنة مع بورصة عمان (الأردن) وبورصة مصر بالإضافة إلى إبراز بعض المعوقات التي تحول دون فعاليتها وآليات لتفعيلها.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للبورصة

تمهيد

للأسواق المالية دور كبير في الاقتصاد سواء بالنسبة للدول المتقدمة أو الدول النامية كما أنها تعتبر من أهم المصادر التمويلية عن طريق تعبئة المدخرات وتوجيهها للمشاريع الاستثمارية، لهذا تسعى معظم الدول إلى تطوير أسواقها المالية من أجل النهوض باقتصادها الوطني وتمويل مشاريعها الاستثمارية بدلا من الاحتفاظ بالأموال في شكل سيولة.

لهذا سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المفاهيم الأساسية للأسواق المالية بما تحوي من نشأة و تعريف بالإضافة إلى أنواع و الأهمية من خلال المبحث الأول، كما سيتم التطرق إلى مهام البورصة والأطراف المتدخلة فيها في المبحث الثاني، أما في المبحث الثالث فسوف نركز على أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة .

المبحث الأول : ماهية البورصة

أصبحت البورصات في زمن التعاملات السريعة والمعقدة تختص في عمليات تداول الأوراق المالية بين عامة الجمهور ، ويهدف هذا التداول إلى خلق رؤوس أموال جديدة توجه نمو الاستثمار، مما يوجب على الدولة أن توليها اهتماما خاصا نظرا لكونها ترتبط بمعظم أوجه النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: التطور التاريخي ونشأة البورصة

كانت البورصات تفتقد في بدايتها إلى التنظيم وتمثلت في شكل لقاءات غير رسمية بين تجار لا يعرفون بعضهم في أسواق موجودة في كل دولة من العصور القديمة، وكان للأسواق التي تتم فيها أساسا نشاطات التجار شأن عظيم في الكثير من المدن الهامة، حيث يتم فيها عمليات البيع والشراء، وتعتبر هي الأصل في حركة التعامل ومصدر حصول الأفراد على احتياجاتها من السلع والمنتجات.¹

والبورصات هي وليدة الأسواق التي كانت تعقد منذ القدم، فإلى جانب سوق البضائع التي كانت تعقد في أوروبا خلال العصور الوسطى، وأين كانت تبادل السلع المادية مقابل نقود ومع تزايد حجم المعاملات التجارية واتساعها، ظهرت ثم تجسدت فكرة إنشاء وتنظيم سوق لرؤوس الأموال وأصبح التجار يتجمعون إلى شراء كمبيلات مسحوبة على تجار آخرين.²

وقد زاد ظهور شركات مساهمة من أهمية هذه الأسواق، وأصبحت الحكومة نتيجة لهذا تقتض من مواطنيها بواسطة سندات طويلة الأجل من خلال إصدار البنوك المركزية لسندات الخزينة، ومن هنا أصبحت الصكوك وسيلة لتوظيف الأموال الخاصة لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف العقاري والسلعية الأخرى، ولما كانت هذه الصكوك قابلة للتداول بحيث تستبدل بالنقود في أي لحظة، أصبحت الأسهم والسندات سلعا كغيرها من السلع لها سوق تجعل هذا الاستبدال ممكنا وسهلا يسمى البورصة.³

بالنسبة أصل كلمة "بورصة" لم يقع فيها السابقون برأي يطمئن إليه المحققون ويستوثق به الباحثون والدارسون وإن تقاربت أقوالهم وتشابهت آرائهم ولقد اختلف المؤرخون في الأصل الذي اشتقت منه كلمة بورصة فمنهم من يرى أن سبب استعمال كلمة بورصة هو ما حدث "BRUGE" البلجيكية حين كان التجار يجتمعون

¹ فتحة ابن بوسحاق، بورصة الجزائر واقع وأفاق، أطروحة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003، ص 25.

² المرجع نفسه، ص 25 ص 26.

³ المرجع نفسه، ص 26.

في منزل أحد أعيانهم وهو " فان دي بورص " وكان ذلك هو السبب لتسميتها البورصة، وهناك من يرى أن بعض التجار الفلورانتين كانوا ينزلون بفندق لعائلة تسمى Vander bourse بمدينة Bruges وكان عمل أفراد هذه العائلة هو الوساطة بين هؤلاء التجار. وهناك من يرى بأن اجتماعات البورصة كانت تعقد في منزل أحد صيارفة المدينة وكان يضع كيسا في المنزل و إن كلمة Bourse بالفرنسية تعني بالعربية كيس ويبدو أنه هو المعنى الدقيق.¹

ولكن يظل السؤال المطروح إن أصل كلمة البورصة اشتق من اسم العائلة Vander فإن ثمة اختلاف بين الاسم الذي أطلق عليه المكان أو الميدان الذي يلتقي فيه التجار Bourse وبين لقب العائلة الذي اشتق منه لفظ البورصة وهو Bourse ولكن في الحقيقة لا خلاف ولا اختلاف ، لأنه من الثابت أن العائلة قد اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تعطي باب الفندق الذي كانت تملكه قبل أن يصبح مقرا لقنصلية البندقية، وكلمة Bourse باللغة الجرمانية تعني كيس النقود، وهي بالألمانية وبالفرنسية Bourse وبالانجليزية Pures وباللاتينية Bursa وبالإيطالية Bores.²

إن انتشار الشركات المساهمة، وإقبال للحكومات على الاقتراض خلف حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا، إنجلترا، أمريكا ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة، وظهرت في فرنسا أول بورصة للأوراق المالية عام 1724. وفي إنجلترا استقرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه Royal Exchange أما في أمريكا فكان ذلك عام 1821 وفي نفس الشارع الذي كانت تتم هذه المعاملات وهو وول ستريت.³

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات القاهرة، الطبعة 01، القاهرة، مصر، 2009، ص 28.

² المرجع نفسه، ص 29.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 266.

المطلب الثاني: تعريف البورصة و أنواعها

الفرع الأول: تعريف البورصة

ورد للبورصة عدة تعاريف نذكر منها:

التعريف الأول: البورصة هي المكان الذي تعقد فيه اجتماعات دورية في مواعيد معينة لأجل القيام بعمليات شراء وبيع الأوراق المالية، وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد.¹

التعريف الثاني: تعرف أيضا بأنها سوق منظم لبيع وشراء الأوراق المالية مثل "الحصص والأسهم والسندات"، كما تعرف بأنها ميدان عام تقدمه أي منظمة وجمعية ومجموعة من الأشخاص لتداول الأوراق المالية التي تمثل أسهم الشركات، كما أن للبورصة خدمتين رئيسيتين من خلال توفير نظام تداول، وهما توفير سوق لشراء وبيع الأسهم وتوفير وسيلة لرسم قيمة فائضة استثمارات للأوراق المالية.²

التعريف الثالث: كما تعرف أيضا كسوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية بين المتعاملين ببيعاً وشراء بمختلف الأوراق المالية وبالعمليات التي تتعين مقاديرها بالكيل والوزن والعدد.³

من التعريفات السابقة للبورصة يمكن صياغة التعريف التالي:

البورصة هي سوق يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

الفرع الثاني: أنواع البورصات

يمكن تصنيفها إلى أنواع متعددة كما يلي :

1- بورصة البضائع :

هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بالمنتجات الطبيعية ذات الاستهلاك الكبير، ويطلق عليها البورصات التجارية، وبورصات العقود حيث تجري فيها التعامل على معاملات معينة كالقطن

¹ أعبيدة نورة، عيدون فاطمة الزهراء، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015 المعوقات و الآفاق، أطروحة لنيل شهادة الماستر، تحت إشراف قدوري نور الدين، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ونقود، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2017، ص 9.

² www.anabnak.com

³ أمانة جدو، عمليات البورصة، أطروحة لنيل شهادة الماستر تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم الحقوق جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2015، ص 10.

والصوف، وفيما يرى التاجر عينة من السلع المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم يدفع الثمن التاجر وقليلًا منه يدفعه عند تمام التسليعة ويأخذ غداً باستلامها في نفس اليوم أو في اليوم الثاني، وفي بعض الأحيان يكون الثمن كله مؤجلاً إلى ما بعد التسليعة بسعر ثابت أو بسعر معلق على السوق في فترة محددة.¹

2- بورصة الأوراق المالية:

ذلك السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي بما استحقاق مثل الأسهم وتمتاز عادة الأسواق بكونها أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم والمتعاملون بمتابعة الجمهور والشركات والبنوك والحكومة.²

3- بورصة العملات:

تلعب الشركات العالمية دوراً مهماً لأن لهذه الشركات استثمارات واسعة في أماكن عديدة من العالم، فشركة " فولكس فاغن " الألمانية وشركة " أي،ب،أم " الأمريكية لها فروع ومصانع في أوروبا وشرق آسيا وأمريكا اللاتينية والشركات اليابانية غزت العالم، وقامت بسبب الارتفاع الذي طرأ على الين الياباني في مطلع التسعينات بإنشاء مصانع كثيرة في مختلف دول العالم فاستثمارات هذه الشركات تزيد من ديناميكية الأسواق.³

4- بورصة القطع والمعادن النفيسة:

يتم هذا النوع من البورصات بتبادل المعادن النفيسة والنادرة فيتم التعامل بها بالمعدن بذاته كالذهب والفضة والبلاتين وغيرها من المعادن التي تتميز بقيمتها المرتفعة.⁴

¹ أعبيدة نورة، عيدون فاطمة الزهراء، مرجع سابق ذكره، ص 101.

² آمنة حجو، مرجع سابق ذكره، ص 12.

³ محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 28 ص 29.

⁴ آمنة حجو، المرجع السابق ذكره، ص 14.

المطلب الثالث: أهمية البورصة

تتركز أهمية البورصة فيما يلي:¹

الفرع الأول: الأهمية المالية للبورصة

لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة، ولجلب الأموال الأجنبية لابد من منح فوائد مغرية بما أن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة ولهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تمويل السوق بالأموال اللازمة بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح وتستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم وطويل الأجل وعليه فإن البورصة يؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من قيمة المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

1- الأهمية المالية بالنسبة للمستثمر:

يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها بالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين والمعنويين المستثمرة في شكل أسهم وسندات والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.

2- الأهمية المالية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية

إن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة، وعليه فإن القيد للبورصة يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة وكفاءتها وضمان ربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، ودوما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، وبهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية في الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها واحتياجاتها إلى جانب التمويل طويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة للقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم التي تلجأ إلى الشركات باعتبارها مصدر للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المصادر المالية الأخرى.

¹ أعبيدة نورة، عيدون فاطمة الزهراء، مرجع سابق ذكره، ص 11 ص 12 ص 13.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه البورصة يرتبط أساسا بنجاحها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية تزيد من مردودية المؤسسات العامة والخاصة، هذا الهدف تسعى إليه العديد من البلدان لهذا فقد أصبحت تولي اهتماما أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة.

المبحث الثاني: مهام البورصة والأطراف المتدخلة فيها

تعدد أنظمة البورصات وإجراءاتها الداخلية، وتتفاوت أعداد الأسهم والسندات المتداولة فيها، وتختلف الآليات التي يتم من خلالها التداول ورغم ذلك تتشابه العمليات والوظائف التي تؤديها البورصات في جميع الدول التي تتواجد بها أسواق الأوراق المالية فهي تهدف في مجملها إلى تمكين المستثمرين من شراء وبيع الأوراق المالية بأسعار عادلة ومناسبة، ويوجد في البورصة عدة أطراف متدخلة تساعد على حسن سيرها .

المطلب الأول: وظائف البورصة

للبورصة عدة وظائف أهمها:¹

1. التعامل في الأوراق المالية: تتمثل هذه الوظيفة في بيع وشراء أسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية، مع توفر شروط العلنية في عقد الصفقات وتسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة.
2. استثمار رؤوس الأموال: يمكن استثمار أي مبلغ كبيرا أو صغيرا ولأي مدة طويلة أم صغيرة، كما يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية نوع من الخبرة الخاصة للتعامل بها لتجنب حالا ضياع رأس المال بسبب فشل مشروع معين.
3. تشجيع الادخار وتوجيه الاستثمار: من خلال وسائل متعددة لتشجيع الأفراد على الادخار مثل الإعفاءات الضريبية و شركات التأمين و صناديق التوفير، وكذا نشر الوعي الادخاري في الأسواق المالية. أما توجيه الاستثمار فيتحقق ذلك خلال تقليل سعر الفائدة في البنوك مثلا فيسحب الجمهور ودائعه من البنوك ويضعها في البورصة.

¹ سعود وسيلة: " تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية "، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 02، العدد 01، مارس 2018، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الوشريسي، تيسمسيلت، الجزائر، ص 148.

4. خلق رؤوس أموال جديدة: كأن يقوم شخص باقتراض لدى البنك من أجل شراء أوراق مالية، ويكون ذلك نظير فائدة تقل عن الفائدة التي تقدمها الأوراق المالية، فعندما يشتري المستثمر أوراق جديدة ويرتفع سعرها يزيد رأسماله الحقيقي.
5. ضمان سيولة أموال المستثمرين: البورصة وحدها يمكنها أن تخلص المستثمر من الأسهم $\mathbb{S}$ لبيع ليسترد أمواله عكس الاستثمارات الأخرى.
6. إيجاد أسواق دائمة ومفتوحة: إن وجود سوق ذات مستثمرين دائمين للأوراق المالية تشجع مستثمرين آخرين على دخول البورصة وشراء الأوراق المالية بدون تردد. ولتأكيد ذلك لابد من بقاء عدد كبير من البائعين والمستثمرين في صدد إجراء الصفقات خلال أوقات عمل البورصة، مع ضمان التعامل الشفاف والعادل مع كافة المستثمرين.
7. تأمين المنافسة وانتقاء العرض والطلب: تقوم البورصة بتأمين المنافسة بضمن حرية المبادلات، والشفافية والإفصاح والالتزام بالأخلاق النزيهة وكذلك التقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار، مما يعني أن للبورصة وظيفة تسعير الأوراق المالية المتداولة بها.
8. البورصة مقياس للاقتصاد: يمكن للبورصة أن تقيس قياسا دقيقا الحالة الاقتصادية لبلد ما، فمثلا تلعب البورصة دور الرقابة السابقة على أداء الاقتصاد الوطني، فهي المرآة العاكسة لتفاؤل أو تشاؤم المختصين في الشؤون المالية والاقتصادية التي تحدث لاحقا.

المطلب الثاني: عمليات البورصة

يمكن تقسيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيها كما يلي:

الفرع الأول: العمليات العاجلة¹

وهي تلك العمليات التي يتم تنفيذها على الفور عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية والوفاء بالثمن ويعقد هذه العمليات من يرغبون في استثمار أموالهم عن طريق شراء أوراق مالية. وتتميز هذه العمليات بأنها تتم فورا ، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة خلال فترة وجيزة جداً ، يجب أن تتضمن أوامر البورصة في هذه العمليات العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع وصفة الورقة المالية

¹ أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهراء، مرجع سابق ذكره، ص 16- 17.

وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة ، وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه ، ويجري تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة بكل دقة كبيان ما إذا كان المقصود أسهم رأسمال أم أسهم تمتع، أسهم عادية أم أسهم امتياز، وإذا كانت الأوراق المالية هي سندات قروض، يجب بيان تاريخ الإصدار ونسبة الفائدة والحقوق المنبثقة عن السند.

كذلك يجب تحديد حصص التمتع بكل وضوح لاسيما إذا كانت هذه الحصص مسعرة في البورصة مع الأسهم الصادرة عن الشركة. أما فيما يتعلق بالأوراق المالية المطلوبة، فيجب تحديدها بكل وضوح متعامل به لصدد العمليات الآجلة التي لا يمكن التعامل بها لحد أدنى يعين بها مسبقا في لائحة الأسعار، أما أسعار الأوراق المالية فيحددها قانون العرض والطلب نظرا لتوفر حرية المنافسة. يعتمد المضاربون في البورصة إلى شراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة.

الفرع الثاني: العمليات الآجلة¹

وهي العمليات التي تسوى بعد أجل معين يتفق عليه عند عقد الصفقة.

فعلى عكس العمليات العاجلة، لا يدفع الثمن في العمليات الآجلة، ولا تسلم الأوراق المالية عند عقد الصفقة، بل يتم ذلك بعد فترة. تعين هذه الفترة مسبقا وتسمى موعد التصفية (liquidation). تجرى غالبا مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة لذلك الشهر، حيث تسوى الصفقات تلقائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية. مثل هذه العمليات، يشترط فيها ضمانات مالية لتجنب إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين. يدعى هذا التأمين المالي بالغطائية " la couverture " ويمكن أن يقدم على شكل نقود أو أوراق مالية موضوع الصفقة. في العادة، عمليات البيع الآجلة لا تطبق إلا على الأوراق المالية التي تكون موجودة بكثرة ، والتي يكون تداولها مألوفا بصورة دائمة.

العمليات الآجلة في الحقيقة هي مثال حي لعمليات المضاربة كون أن كل طرف في الصفقة يعمل على أن يتحلل من التزامه في الدفع وتسليم الأوراق المالية عن طريق دفع الفرق بين السعر المتفق عليه عند عقد الصفقة وسعر الأوراق المالية عند الآجال المحددة.

¹ فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق ذكره، ص 36-37.

لهذا فإن المشتري يضارب على ارتفاع الأسعار لأنه يكسب بذلك فرق السعر بينما يضارب البائع على هبوط الأسعار ليتمكن من الحصول على الفرق عندئذ.

يمكن أن نقسم العمليات الآجلة إلى ما يلي:¹

- العمليات الباتة (القطعية) les opérations fermes
- العمليات الآجلة بشرط التعويض les opérations à primes
- العمليات الآجلة بشرط الزيادة les opérations à option
- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء les opérations a double option

1. العمليات الباتة (القطعية) : العمليات الباتة هي العمليات التي حدد تنفيذها بموعد ثابت ، يسمى موعد التسوية النهائية حتى موعد تصفية لاحق ، ويلتزم المتعاقدون في هذه العمليات بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ، ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العقد لذلك فالمتعاملون في البيع معرضون للخسارة غير محددة.

2. العمليات الآجلة بشرط التعويض: فهي العمليات التي تسمح للمتعاملين في سوق البورصة إما بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية أو بالامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض يعين مقداره مسبقا. ويجب أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات الآجلة بشروط التعويض ثلاث عناصر وهي:

- السعر.

- مقدار التعويض.

- أجل التصفية.

3. العمليات الآجلة بشرط الزيادة : في هذه العمليات يحق لكل من المتعاقدين الإستزادة من البيع عند حلول الأجل المتفق عليه.

4. العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: تتميز العملية الآجلة بشرط الانتقاء في أن المتعاملين لهم الخيار بموجب هذا الشرط في إبرام الصفقة في موعد التصفية بصفته من الشارين أو البائعين لقيمة معينة من الأوراق المالية المتفق عليها مسبقا.

¹ أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 16 - 17.

المطلب الثالث: الأطراف المتدخلون في البورصة

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية البورصة إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين، ومتدخلين غير مباشرين. أما المباشرين فهم السماسرة و الوسطاء و مختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية، و المتدخلين غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة و الوسطاء على تنفيذ أوامره. ونعرض فيما يلي أهم المتدخلون في البورصة:¹

1 / الوسطاء : يعتبر الوسطاء من بين المتدخلين في البورصة ، فهم يكونون عمودها الفقري إذ يقومون بتنشيطها بملاقة البائعين والمشتريين وتنفيذ أوامره ، وينقسم الوسطاء في البورصات الأمريكية والبريطانية إلى نوعين أساسيين:

النوع الأول: الذين يحملون أوامر المتعاملين وينفذونها مقابل عمولة محددة.

النوع الثاني: ويتكون من الذين يقومون بالإنجاز في الأوراق المالية لحسابهم الخاص. أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة فبالإضافة الى التعامل في الأوراق المالية ، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم مختلف النصائح لمختلف المتعاملين في البورصة سواء كانوا مستثمرين أو جمهور أو مؤسسات استثمارية تبحث عن التمويل وعليه فقد قاموا بإنشاء مركز بحوث لإتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات.

2/ الجمهور: يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي استعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار ، ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينيات وخاصة خلال عشرية الثمانينات ويرجع هذا التطور إلى موجة الخصخصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص المعتمدة من طرف أوروبا آنذاك. كما أن للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين ، ومن أمثلة ذلك التشريع الخاص لحساب الادخار في الأسهم (CEA) الإعفاءات الضريبية للقيم المضافة للثروات المتنازل عليها بشرط ألا تقوت عد معين وغيرها من الإعفاءات والتشجيعات الضريبية.

¹ زعباط صورية، جيني فريدة، مساهمة البنوك التجارية في تنشيط سوق الأوراق المالية، أطروحة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي ومالي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2020، ص 36-37-38.

3/ المستثمرين والمؤسساتيتين: تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين في البورصة في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه المؤسسات من ادخار للبورصة. يلعب المستثمرين والمؤسساتيتين دور فعال في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد مما جعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضخها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى.

4/ المؤسسات الصناعية والتجارية : تعتبر المؤسسات الصناعية والتجارية من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس الأموال الضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها بغرض التوسيع ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل، هذه الأوراق المالية التي يصبح بالإمكان تداولها بعد إصدارها وحتى يتسنى لهذه المؤسسات الحصول على التمويل اللازم من البورصة بالإضافة إلى ضرورة وجود شروط معينة ، خصوصا فيما يتعلق بالقيمة السوقية لها ونسبة رأس المال المتخلي عنه للجمهور والنتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط وتختلف هذه الشروط من بلد لآخر، إضافة إلى المؤسسات الصناعية والتجارية الحديثة.

5/ الدولة : تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات حيث أن الإصدارات تعتبر أفضل الإصدارات من حيث المخاطرة ، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.

6/ السماسرة : إن عضوية البورصة تتكون من ثلاث مجموعات منها الأعضاء العاملين وهم السماسرة والوسطاء، ولهذه المجموعة دور مهم في البورصة فهم يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، ولا يجوز التعامل في البورصة إلا من خلالهم .

المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تمثل الورقة المالية السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا وشراء في السوق المالية فهي تمثل حقا قانونيا لحاملها في أصل رأسماله (نقدي أو عيني) اتجاه جهة إصدار هذه الأوراق المالية وتعتبر من أبرز أدوات الاستثمار، حيث توفر للمستثمر أو صاحب الورقة مزايا لا توفرها له أدوات الاستثمار الأخرى.

المطلب الأول: الأسهم

الفرع أولا: تعريف السهم

هناك عدة تعريفات للسهم منها:

- التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.¹
- التعريف الثاني: السهم عبارة عن شهادة تخول لمالكها الحق في ملكية جزء من ممتلكات الشركة التي أصدرت هذا السهم. والأسهم قابلة للتداول والانتقال من شخص إلى شخص آخر. فالسهم مستند ملكية، ومن ثم ليس له تاريخ استحقاق، وإن مسؤولية عامله محدودة بقيمة السهم ولا تحقق له المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها والسهم بذلك يمثل حصة الشريك المساهم في الشركة المساهمة في البورصات.²
- التعريف الثالث: الأسهم سندات متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، تخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على الأرباح.³

من خلال التعريفات السابقة يمكن صياغة التعريف التالي:

¹ بوسكاني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف الدكتور قدي عبد المجيد و براق محمد، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 54.

² جليخي محمد وليد، بن مسكن اسماعيل، البورصة في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة ليسانس في العلوم الاقتصادية تخصص نقود مالية و بنوك، تحت إشراف الأستاذة شلابي نعيمة، المركز الجامعي يحي فارس، المدية، الجزائر، 2007، ص 45.

³ لعور عثمان: " إصدار أسهم شركة المساهمة في التشريع الجزائري "، مجلة العلوم الاجتماعية و الانسانية، المجلد 09، العدد 11، جوان 2016، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر، ص305.

- السهم هو عبارة عن صكوك متساوية القيمة تعبر عن حق ملكية الفرد بحصة صغيرة من الشركة، حيث يتيح هذا السهم لمالكه الاستفادة من أصول الشركة وأرباحها بحسب قيمة الأسهم التي يمتلكها، وعادةً ما يتم تداول الأسهم المالية وبعض السلع الخاصة في البورصات.

الفرع الثاني: خصائص السهم

تتمتع الأسهم بخصائص و مميزات تجعلها مختلفة عن باقي أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية المعاصرة، و من أهم هذه الخصائص ما يلي:

1. **تساوي قيمة الأسهم:** يقصد بتساوي قيمة الأسهم تساوي القيمة الاسمية للأسهم ذات الإصدار الواحد، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها في نفس الإصدار ، فلا يكون هناك تفاوت في قيمة الأسهم سواء ما طرح منها للاكتتاب العام أو ما اكتتب به المؤسسون. ويعني تساوي القيمة الاسمية للأسهم أن تتساوى بالضرورة، الحقوق التي تمنحها الأسهم لحامليها من جهة، والالتزامات والواجبات التي تترتب عليهم من جهة أخرى، سواء من حيث توزيع أرباح الشركة أو موجوداتها بعد التصفية أو في التصويت أو في تحمل الالتزامات المترتبة على الشركة.¹

2. **قابلية السهم للتداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وخاصية التداول و إن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة للسهم شركة المساهمة العامة، لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير الشرعية بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا بأسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة محددة من أرباحها على المساهمين.²

3. **عدم قابلية السهم للتجزئة:** لا يجوز أن يتعدد مالك السهم الواحد أمام الشركة، فمثلاً إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة الإرث أو هبة أو وصية ... الخ فإن هذه التجزئة لا تسري في مواجهة الشركة و

¹ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تطوير و تنشيط السوق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر، 2014، ص 141-142.

² قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 80.

يتعين إما بيع السهم أو اقتسام قيمته أو إجراء صلح تؤول بموجبه ملكية السهم إلى شخص واحد ينتدب بالوكالة الشرعية ليصبح بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة ، مع اعتبار باقي الشركاء في السهم مسؤولين بالتضامن في حدود قيمة السهم عن الالتزامات الناتجة عن هذه الملكية، وتسهل خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة مباشرة الحقوق مثل حق التصويت في الجمعية العمومية وكافة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها.¹

الفرع الثالث: قيم السهم

إن للأسهم بمختلف أنواعها قيم مختلفة يمكن توضيح أهمها فيما يلي:

1. القيمة الاسمية: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة. وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها ، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.²

2. القيمة الدفترية: أو ما تعرف أيضا بالقيمة المحاسبية وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات ، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية.

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.³

3. القيمة السوقية: تمثل القيمة السوقية سعر بيع السهم بالسوق، وهذا السعر يتحدد بقوى العرض والطلب على هذا السهم وتعكس مستويات العرض و الطلب اختلاف توقعات البائعين و المشترين في المستقبل، ومن أهم

¹ قط سليم، مرجع سابق ذكره، ص 80.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق ذكره، ص 54.

³ المرجع نفسه، ص 55.

العوامل المؤثرة في سعر السهم بالسوق الظروف الاقتصادية المتوقعة سواء على المستوى القومي أو على مستوى الصناعة بالإضافة إلى توقعات المستثمرين بشأن ربحية الشركة في المستقبل، وتتأثر تلك الربحية بالأسعار المتوقعة لمنتجات الشركة.¹

4. القيمة الحقيقية: وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل في قيمة موجودات الشركة (الحجم) و مقسوم الأرباح المتوقع توزيعها و معدلات النمو المستقبلية للأرباح ، فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويطلق عليها بالقيمة العادلة، فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية فإنها تعكس حالة توازن السوق لتؤثر على مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة (يطلق عليها كفاءة السوق) بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية (العادلة)، و يستعمل المستثمر القيمة الحقيقية ويقارنها بالأسعار السائدة في السوق من أجل معرفة ما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم أي السعر السوقي أعلى من القيمة الحقيقية أو ذو سعر منخفض أي السعر السوقي أقل من السعر الحقيقي.²

الفرع الرابع: أنواع الأسهم

نظرا لاختلاف و تفاوت ميول المستثمرين تجاه درجة المخاطرة التي يمكن تحملها فقد تلجأ الكثير من الشركات إلى إصدار عدة أنواع من الأسهم كل نوع منها يقدم مجالا مميزا من العائد و المخاطرة المتوقعان، و يمكن تقسيم الأسهم حسب عدة معايير كما يلي:

1. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به³

- الأسهم الاسمية: هي أسهم تمثل اسم مالكةا وتدون فيها بعض البيانات التي تخص المساهم والأسهم.
- أسهم لأمر: هي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم يل يعد حاملها هو مالكةا بسبب الحيابة المادية، وبالتالي فإن التنازل عنها يتم بمجرد انتقالها من يد إلى أخرى ، لهذا فهي سريعة التداول ، ولحاملها كل الحقوق التي يحول بها مالك الأسهم.

¹ قط سليم، مرجع سابق ذكره، ص 93.

² المرجع نفسه، ص 93.

³ بوترية وهيبة، علاقة البنوك بالبورصة و الأزمات المالية- دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران 2، الجزائر، 2016، ص 44.

- أسهم لحاملها: قد تصدر الشركة أسهم لأمر يشترط أن تكون كاملة الوفاء، بمعنى أنه على المساهم أن يدفع كل القيمة الاسمية للسهم عند الاكتتاب، لأن الشركة في هذه الحالة لا يمكنها أن تتعقب تداول الأسهم ، وبالتالي لا تستطيع أن تتعرف على المساهمة الأخير الملزم بالقيمة المستحقة والمتبقية من قيمة السهم.

2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم¹

- أسهم عينية: تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية، كالمساهمة على شكل عقار أو مخزونات، براءة اختراع ...
- أسهم نقدية: هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع قيمته نقداً.
- أسهم مختلطة: يكتتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصص عينية معا

3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:²

- الأسهم العادية: السهم العادي يمثل جزءاً من ملكية الشركة مصدرة السهم و له الحق في التصويت في الجمعية العمومية في القرارات الأساسية و منها تعيين مجلس الإدارة أو تغييره، و السهم العادي أصحابه يحصلون على ربح غير محدد و قد يخسرون حتى أصل قيمة السهم لذا يقال أن حملة الأسهم العادية يحصلون على عائد عالي و يتعرضون لمخاطرة عالية .
- الأسهم الممتازة: بالإضافة إلى الأسهم العادية نجد الأسهم الممتازة أو الأوراق المالية المهجنة فالأسهم الممتازة تقع بين الأسهم العادية والسندات. فهي تجمع فيه خصائصها بين نوعين:
 - فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذا الحال عند التصفية.
 - وتشبه الأسهم العادية من حيث الملكية ، فحامل السهم الممتاز يعتبر مالكا في المنشأة وليس دائئاً، كما أن السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق معين فهي دائمة ما دامت الشركة قائمة ومستمرة، والسهم الممتاز يحصل على توزيعات الأرباح و ليس فوائد مثل السندات، وبالتالي لا يحق للمساهمين الممتازين طلب إفلاس الشركة في حالة قدرة هذه الشركة على دفع توزيعات الأرباح. وخلاصة القول أن الأسهم الممتازة

¹ مداحي محمد، محاضرة بعنوان الأسواق المالية، السنة الجامعية 2017-2018، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة آكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2018، ص 67.

² جليخي محمد وليد، بن مسكن إسماعيل، مرجع سابق ذكره، ص 46- 47.

هي أوراق مالية تضمن لحاملها ميزات لا تضمنها الأسهم العادية، ومثال ذلك حصول حامل السهم الممتاز على أرباح محددة بنسبة سنوية ثابتة.

المطلب الثاني: السندات

الفرع الأول: تعريف السند

هناك عدة تعريفات للسندات نذكر منها ما يلي:

- التعريف الأول: هو شكل من صكوك الدين، وصك الدين هو تعاقد قانوني لعلاقة استدانة يمكن تداوله بالبيع والشراء بين الأطراف. والمستثمرون في السندات يصبحون دائنين للجهة المصدرة لهذه السندات وهم يحصلون على سعر فائدة ثابتة مقدر (قسمة الأرباح) ويستردون مبلغ الاستثمار الأولي (أصل الدين) عند حلول أجل استحقاقه.¹
 - التعريف الثاني: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد.²
 - التعريف الثالث: صك قابل للتداول تصدره الشركة أو المؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن طريق الدعوة إلى الاكتتاب العام و يتعلق بقرض طويل الأجل، ويعطي مالكة حق الاستفادة من فوائد سنوية، وحق استرداد قيمته عند حلول الأجل.³
- من خلال التعريفات السابقة يمكن تعريف السند على أنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يُعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، و تصدره الحكومات و الشركات و المؤسسات. ويعتبر حامل السند دائنا للجهة المصدرة له و لا يعد شريكا فيها، حيث يتقاضى فائدة ثابتة محددة سواء ربحت الجهة المصدرة أم خسرت، فلحامل السند الحق في استرداد قيمة سنده عند حلول أجل معين.

¹ بكري مختار: " سبل تعزيز السندات الخضراء في أسواق رأس المال "، مجلة تنمية الموارد البشرية، المجلد 15، العدد 03، نوفمبر 2020، جامعة

مصطفى اسطنبولي، معسكر، الجزائر، ص133.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق ذكره، ص 61.

³ قط سليم، مرجع سابق ذكره، ص 96.

الفرع الثاني: خصائص السند

تتميز السندات بالخصائص الآتية:¹

- يعتبر السند دين على الشركة ، وليس جزءاً من رأس المال كما هو الحال في الأسهم.
- يحصل صاحبه على الفائدة الدورية المقررة له دون النظر إلى أن الشركة ربحت أم خسرت، أو كانت الأرباح كثيرة.
- عدم مشاركة صاحبه في إدارة الشركة.
- تحديده بوقت محدد على عكس الأسهم، وبالتالي يحصل صاحبه على قيمة سنده وفوائده في التاريخ الذي حدد دون النظر إلى تصفية الشركة، ومدة مختلفة أقصرها تسعون يوماً.
- يحصل حامله على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة وقد يكون الضمان عاما على أموالها، ولذلك يحصل على حقه في حالات التصفية قبل أن يحصل حامل السهم على أي شيء.

الفرع الثالث: أنواع السندات

يمكن التمييز بين أنواع السندات من خلال عدة معايير نذكر أهمها فيما يلي:²

1. **سندات حسب مصدرها:** وتكون حسب الجهة التي تصدر السندات، وتتمثل في:
 - السندات الحكومية : وهي صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها البنوك المركزية الحكومية أو هيئاتها لتمويل الإنفاق العمومي أو بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وهي خالية من خطر التخلف عن الدفع، السندات الحكومية أكثر سيولة من سندات المؤسسات كما هي مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل، فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة إذا ما اضطرت لذلك.
 - السندات المحلية: تصدر السندات المحلية عن يد مدينة ما، محافظة ما، أو ولاية ما، أو في مدرسة إقليمية.

¹ أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهراء، مرجع سابق ذكره، ص 23.

² المرجع نفسه، ص 23-24-25.

- السندات الأجنبية: وتشمل كل السندات التي تصدرها الشركات والحكومات الأجنبية، وهي معرضة للخطر بالإضافة إلى خطر تقلب سعر الصرف في حال كانت هذه السندات مصدرة بعملة تختلف عن عملة المستثمر الأصلية.

- سندات المؤسسات أو الشركات: تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) أو المستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا لاتفاق يعرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض.

2. سندات حسب المدة: هنا نفرق بين السندات من حيث أجلها وتتمثل في:

- سندات قصيرة الأجل: وهي السندات المتداولة في السوق النقدية، مدتها لا تفوق السنة، تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطر المرافقة لها لذا تصدر المعدلات فائدة منخفضة نسبياً.
- سندات متوسطة الأجل: وهي السندات المتداولة في السوق المالية، مدتها تفوق السنة وتصل إلى 7 سنوات، وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.
- سندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي تصدر على السندات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل.

3. السندات حسب شكل الإصدار: هنا نفرق بين السندات من حيث حقوق أصحابها وتتمثل في:

- السند الاسمي: يذكر فيه اسم الدائن، ويكون شأنه شأن الأسهم الاسمية ويكون السند اسماً أو مسجلاً عندما يحمل اسم صاحبه ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة.
- السند لحامله: هو سند يصدر حالياً من اسم المستثمر، ولا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، فتنقل ملكية السند بطريقة الاستلام ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة عن استحقاقها.

4. السندات حسب الضمان: فهي سندات مضمونة أو غير مضمونة:

- سندات الرهن المضمونة: قد تكون السندات مضمونة برهن حيازي حيث تقوم المؤسسة بضمان هذه السندات بنسبة محددة من أصولها الثابتة كالعقارات والآلات، وقد تكون مرهونة بكل أصول المؤسسة أي ضمان كلي.
- سندات غير مضمونة: وتحمل فوائد دورية، ولأصحابها الحق في المطالبة بإفلاس المؤسسة وإنما يكون الضمان سمعة الشركة وتصنيفها الائتماني ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها، هذه السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطر تجعله يتطلع إلى تحقيق عائدا أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، هذا يجعل معدلات الفائدة أعلى نسبيا من معدلات الفائدة على السندات المضمونة، ولكنها تكون أقل استقرارا.

الفرع الرابع: الفرق بين السند و السهم: تشبه الأسهم السندات في بعض الخصائص فكلاهما قابلتان للتداول والتعامل، تتأثر أسعارهما في السوق بقوة العرض والطلب والمركز المالي للشركة، غير قابلتان للتجزئة، لكن رغم هذا هناك العديد من الفروق بينهما، ويمكن أن نلخص أهم هذه الفروقات وفقا للجدول التالي:

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسهم و السندات

الأسهم	السندات
1- جزء من رأس مال الشركة؛	1- دين على الشركة؛
2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته؛	2- حامل السند دائن بقيمة السند؛
3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة؛	3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة؛
4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة؛	4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغيير الشكل القانوني للشركة، أو إدماج الشركة في أخرى؛
5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان؛	5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل؛
6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة؛	6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية؛
7- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة؛	7- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة؛
8- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	8- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.

المصدر: ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الطبعة

الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 44-45.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

الغرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع وحماية المستثمر

ضد مخاطر التغير في السعر، ولقد أخذت هذه الأدوات أشكالا متعددة.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي عقود مالية تتم بين طرفين، وتكتسب قيمتها من الأصول المادية أو المالية التي يتم التعاقد عليها، وتحدد بفترة زمنية معينة، مع الاتفاق على بعض الشروط بين المشتري و البائع، ومن بين الأصول التي يتم التعاقد عليها نجد العقارات، والسلع الأسهم والسندات، العملات الأجنبية، معدل الفائدة.¹ ويعرفها البعض بأنها الورقة المالية التي تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة مثل السهم العادي أو السند، وبالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مالية مباشرة على أصول حقيقية.² وتتمثل أهم خصائص المشتقات المالية في كونها:³

- عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ صغير مقارنة بقيمة العقود؛
- تعتمد قيمة المكاسب أو الخسائر على الأصل المعني موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد).

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية:

- العقود الآجلة: حسب تعريف صندوق النقد الدولي فإن العقود الآجلة هي اتفاق بين طرفين، على تسليم الأصل الذي هو محتوى العقد، سواء كان ماديا أو ماليا، بكمية و التاريخ و سعر محدد مسبقا، وغالبا ما يتم تسويه هذه العقود قبل تاريخ استحقاقها، وذلك عن طريق دفع الفرق بين سعر السوق والسعر المتفق عليه نقدا لأحد الأطراف، وتستخدم هذه العقود لتغطية أخطار تقلبات أسعار السوق، وأسعار الفائدة، وتغيرات سعر الصرف.⁴
- العقود المستقبلية: هو التزام يعطي الحق لمشتريه في شراء أو بيع كمية الأصول المالية أو العينية بسعر محدد وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق وتتداول في السوق المنظمة، عكس العقود المسبقة

¹ قдал زين الدين: "تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017"، مجلة المالية والأسواق، المجلد 05، العدد 10، 2019، جامعة مستغانم، الجزائر، ص 168-169.

² حياة عوايجية، مفتاح صالح: "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2019، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، ص 75.

³ إبراهيم سالم ياسمين، يحي هاجر: "أهمية المشتقات المالية في الأسواق العربية"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، ص 170.

⁴ قдал زين الدين، مرجع سابق ذكره، ص 169-170.

(الآجلة) التي لها نفس خصائص المستقبلات، لكن تتداول في الأسواق غير المنظمة. كما يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها: اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد.¹

• عقود الخيارات: هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو حقيقي أو عملة ... خلال فترة محددة أو تاريخ معين لاحق في المستقبل بسعر يتم الاتفاق عليه حين التعاقد ويسمى بسعر الممارسة، وذلك نظير دفع علاوة للبائع، والذي يطلق عليه محرر الاختيار عند تحرير العقد، ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه.² و تنقسم عقود الخيار إلى:

أ/ عقود الخيارات حسب طبيعة العقد إلى:³

- حق خيار البيع: هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني (المشتري) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة، أو سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار، ما أنه سوف يبيع الأصل محل العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

- حق خيار الشراء: وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الثاني (المشتري) الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد ، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلاوة، أو سعر الخيار وبطبيعة الحال فإن المشتري سوف يدفع العلاوة للحصول على حق الاختيار، كما أنه سوف يشتري الأصل محل العقد إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

ب/ عقود الخيار على أساس تاريخ الاتفاق أو التنفيذ:⁴

¹ جمال معتوق، سعدي يحيى: "قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل و بعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015"، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، المجلد 8، العدد 13، 2015، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر، ص 236.

² حسنية سميرة: "إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتباب أزمات مالية مستقبلية"، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 28، العدد 01، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، ص 197.

³ المرجع السابق، ص 197-198.

⁴ عيساوي سهام، مرغاد لخضر: "استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية"، مجلة البحوث الإدارية والاقتصادية، العدد 15، جوان 2014، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 151.

- عقد الخيار الأمريكي: هو عقد يعطى لمشتري الخيار الحق في شراء أو أصل مالي (أسهم، سندات،...) من محرر الخيار بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى تاريخ انتهاء فترة صلاحية عقد الخيار الأمريكي.

- عقد الخيار الأوروبي: هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من محرر الخيار بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.

• عقود المبادلات: أو المقايضات عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، ويمكن أن يدفع الطرف الأول معدل فائدة ثابت أو متغير لمبلغ معين مقابل حصوله على معدل فائدة ثابت أو متغير لما يعادل ذلك المبلغ بنفس العملة أو بخلافها.¹ ويمكن تمييز نوعين من عقود المبادلات:²

أ/ عقود مبادلة أسعار الفائدة: هي عبارة عن تلك العملية التي يتم بموجبها الاتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات فائدة ثابتة خلال وقت معين مقابل مدفوعات فائدة متغيرة أو معومة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ (أي أن المبادلة تتم على الفوائد فقط وليس المبلغ الأساسي).

ب/ عقود مبادلة العملات: تتضمن تبادل قرض بعملة معينة بقرض آخر بعملة مختلفة بما في ذلك مبادلة كل من مدفوعات الفائدة وأصل القرض، أي أنها عبارة عن مبادلة عقد شراء (أو بيع) حاضر للصرف الأجنبي بعقد آخر متزامن لبيع (أو شراء) اجل للصرف الأجنبي بنفس القيمة، أي إبرام عقدين لهما نفس القيمة.

¹ إبراهيم سالم ياسمينية، يحي هاجر، مرجع سابق ذكره، ص 182.

² حسينية سميرة، مرجع سابق ذكره، ص 198 ص 199.

ملخص الفصل الأول:

تشكل الأسواق المالية ركنا مهما وأساسيا من أركان النظم المالية المعاصرة، حيث تقوم بتحويل القوة الشرائية من المقترضين والمستثمرين إلى الأطراف التي ترغب في الحصول على الأموال والأصول التي من المتوقع أن تجني عائدا مستقبليا. ولقد ركز هذا الفصل على الجوانب النظرية للأسواق المالية من خلال التعرف على مفهومها، وأهميتها ووظائفها المختلفة واستخلصنا من خلال ذلك أن السوق المالية تعتبر السوق التي تتداول فيها الأموال المالية متوسطة وطويلة وقصيرة الأجل.

وتعتبر البورصة الوسيلة التي من خلالها يتم تمويل الاحتياجات المالية، وهي تمثل حلقة وصل بين المشترين والبائعين، بالإضافة إلى ما توفره من السيولة وتعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتتم معاملات السوق بمجموعة من الأدوات المالية من بينها الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

الفصل الثاني: أداء بورصة

الجزائر وآفاق تطويرها

تمهيد

إن تحول الجزائر من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق استدعى إصلاحات اقتصادية من بينها إنشاء بورصة القيم المنقولة، والتي واجهتها مجموعة من المعوقات حالت دون تحقيق الأهداف المنطرة منها. سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى ماهية بورصة الجزائر بما فيها من نشأة والأسواق والهيئات المكونة لها من خلال المبحث الأول، في حين خصصنا المبحث الثاني لدراسة تطور مؤشرات بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان ومصر، أما في المبحث الثالث تطرقنا إلى معوقات أسواق الأوراق المالية في الجزائر و أفاق تطويرها.

المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقا لرأس المال ، كمصدر إضافي للتمويل ، إذ 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 - بعد الإصلاحات التي شرعت فيها سنة 1988 .

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر

بعد مخاض عسير وتأجيل دام لسنوات لم تفتح بورصة الجزائر إلا في 13 سبتمبر 1999، على الرغم من أنها كانت من بين إصلاحات القطاع المالي التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، والتي انطلقت في أواخر الثمانينيات من القرن الماضي، فالجزائر بإمكانياتها المتنوعة الهائلة وشركاتها المؤهلة لتأسيس بورصة في مستوى اقتصادها. وعليه فقد أنشئت بورصة الجزائر بالمرسوم التنفيذي رقم 91-169، الذي اعتبرها شركة مساهمة، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكر منها ما يلي:¹

الفرع الأول: المرحلة التأسيسية

وتبدأ هذه المرحلة من (1990/1992) لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990م. وينص المرسوم رقم 90/101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990م على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضاتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئات مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة و هي شركة القيم المتداولة وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس المال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة.²

¹ محفوظ جبار: " أداء بورصة الجزائر الواقع والأفاق"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 12، العدد 01، جانفي 2008، جامعة سطيف، سطيف، الجزائر، ص 375.

² عبيد نورة، عيدون فطيمة الزهراء، مرجع سابق ذكره، ص 371.

الفرع الثاني: المرحلة الابتدائية 1993-1996

بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08-93 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للدخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع أخرى جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر¹.

الفرع الثالث: مرحلة الانطلاق الفعلي 1996-1999

مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 المتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها².

المطلب الثاني: أسواق بورصة الجزائر والهيئات المكونة لها

الفرع الأول: أسواق بورصة الجزائر

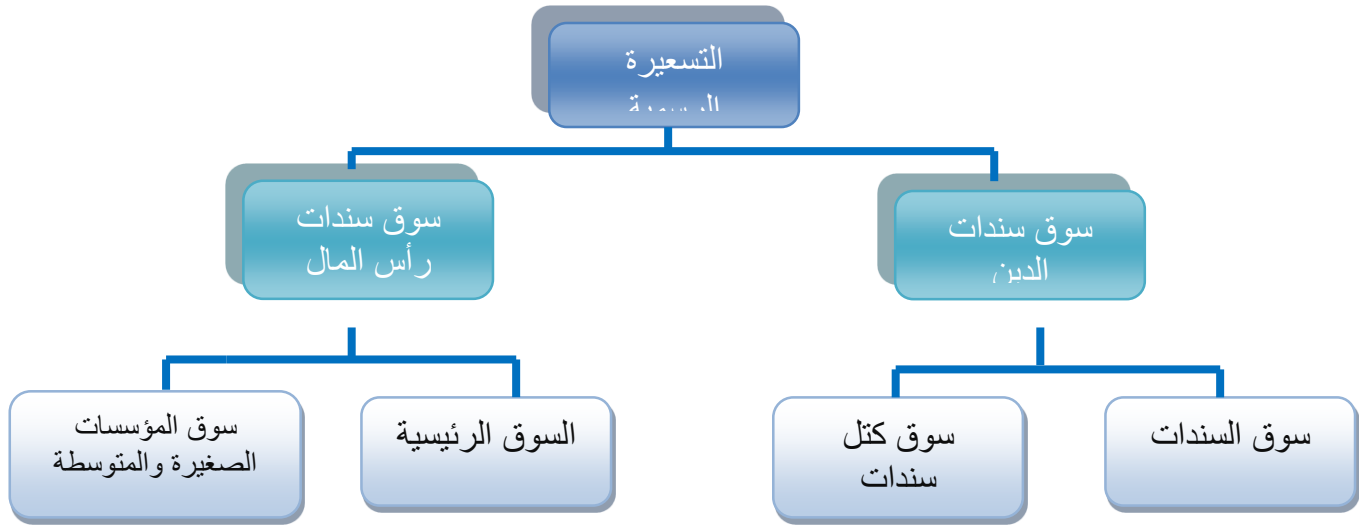
تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين، ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

¹ مروش يوسف، سلمان عادل: "واقع التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 06،

العدد 01، جوان 2020، جامعة الجلفة، الجزائر، ص 371.

² مروش يوسف، سلمان عادل، المرجع السابق، ص 371.

الشكل رقم (01) : توزيع أسواق بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz تم الإطلاع عليه 2022/05/20.

1. سوق سندات رأس المال

أ- السوق الرئيسية: وهي موجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:¹

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.
- أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات.
- أن- سي أروبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

ب- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18

¹ رزيقة مخوخ : " تحديات تطور بورصة الجزائر والحلول المدرجة للخروج بتفعيلها " ، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 05، العدد 02، ديسمبر 2020، جامعة المسيلة، الجزائر، ص 267-268.

صفر 1433 الموافق ل 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم¹

2. سوق سندات الدين²

أ- سندات سوق الاستحقاق: نجد كل من شركة سونلغاز SONEGAS، الجزائر للفندقة والضيافة والعقارات Spa DAHLI، شركة النقل الجوي الجزائرية AIR ALG، والجزائرية للاتصالات، وشركة سوناطراك SONATRACH، فندق رياض سطيف ERIAD، المؤسسة المالية "الاتئمان الإيجاري المغاربي" بالجزائر MLA. وبطبيعة الحال، جل هذه المؤسسات المصدرة في هذا السوق حلت تواريخ استحقاق سنداتها، الأمر الذي استوجب خروجها من البورصة.

ب- سوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT: هي مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 27 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 320 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة التي تنتوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الفرع الثاني: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين الذين يتمثلون في:

¹ أمينة بودريوة: " واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر للتمويل الاقتصادي الجزائري "، المجلة العلمية للمستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01،

نوفمبر 2019، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، ص 195-196.

² المرجع نفسه، ص 195-196.

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):¹

تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، وهي هيئة تنظيمية مستقلة ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي تتولى مهمة التنظيم والإشراف على سوق القيم المنقولة من خلال السهر بوجه الخصوص على ضمان حماية المدخرين والمستثمرين في الأوراق المالية أو غيرها من المنتجات المالية، وكذلك ضمان السير الحسن والشفافية لعمليات البورصة.

وحتى تتمكن من أداء مهامها تتوفر للجنة صلاحيات تنظيمية ورقابية واسعة منحها إياها القانون، فهي تسن الأنظمة والتعليمات كما تمنح التأشيرات والموافقات والترخيص للمؤسسات والوسطاء المتدخلين على مستوى السوق زيادة على مهام الرصد والمراقبة والتحقيق من أجل ضمان سلامة وأمن سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى صلاحيات تأديبية وتحكيمية من خلال النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم، وأيضا التحكيم في كل نزاع تقني ينتج عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق البورصة.

2. شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):²

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المعروفة اختصارا **SGBV**، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997، وتمثل الشركة إطار منظمة ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، إلا أنها لا تزال غير فعالة وهذا راجع لتأخر دخول مؤسسات أخرى للبورصة.

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- ✓ التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- ✓ التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير.

¹ أمينة بودريوة، مرجع سابق ذكره، ص 193.

² رزيقة مخوخ، مرجع سابق ذكره، ص 270.

✓ نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة. ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

3. المؤتمر المركزي على السندات:¹

إن وظائف المؤتمر المركزي على السندات تمارس من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم وتتمثل وظائفه ومهامه حسب المادة 19 مكرر 02 من القانون 03-04 والتي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي فيما يلي:

- حفظ السندات الذي يسمح بفتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق السندي.

وأخيرا وبعد استعراض مختلف الأجهزة المكونة لسوق القيم المنقولة في الجزائر، تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من اختلاف طبيعة هذه الهيئات الثلاثة إلا أن نشاطها يطمح إلى تحقيق نفس الهدف، والمتمثل في السهر على حماية المستثمر وضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة ونزاهتها وشفافيتها.

المطلب الثالث: الإدراج في بورصة الجزائر والشركات المدرجة فيها

الفرع الأول: شروط الإدراج في البورصة

إن شروط دخول المؤسسات الخاصة للسوق مماثلة للمؤسسات العمومية وهي:

- أ- بالنسبة للسوق الرسمي: يجب أن تتوفر الشروط التالية:²
- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونية على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأسمال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛

¹ باي مريحة: "الإفصاح المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020"، مجلة اقتصاد أعمال والأعمال، المجلد 06، العدد 01، أبريل 2022، ص 103.

² رزيقة مخوخ، مرجع سابق ذكره، ص 270.

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛

- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛

- أن تكون قد حققت أرباحاً 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 إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛

- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛

- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج؛

ب- في سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون 500.000.000 دج وذلك يوم الإدراج.¹

¹ مروش يوسف، سليمان عادل، مرجع سابق ذكره، ص 375.

ج- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:¹

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيةها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيضها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمسة سنوات مستشارا مرافقا يسمى بمرفقي البورصة.

- تفتح رأس مالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما يقل عن خمسين مساهما أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.

- تنشر كشوفها المالية المصادق عليها للعامين الماضيين، ما لم تعقها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال ليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني للدخار.

لذلك لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني للدخار.

الفرع الثاني: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

تضم بورصة الجزائر ست شركات مدرجة، إلا أن دراستنا هذه ستقتصر على خمس شركات فقط لأن شركة "AOM INVEST" حديثة الإدراج ولم نستطع الوصول إلى بياناتها المالية، وعليه فإن هذه الدراسة ستشمل الشركات الخمسة التالية:

¹ أمينة بودريوة، مرجع سابق ذكره، ص 195.

الجدول رقم (02): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2022

رمز ISIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5804511
DZ0000010045	ROUI	أن.سي.أ. روبية	الصناعة الغذائية	100	8491950
DZ0000010029	AUR	م.ت.ف. الأوراسي	الفندقة	250	6000000
DZ0000010003	SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
DZ0000010052	BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25521875

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر، تاريخ الإطلاع : 2022/05/24،

www.sgbv.dz

أ- **التعريف بالمجمع الصناعي صيدال:** تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت وحدتي " بيوتيك و فارمال"، وعرف شكلها القانوني بعض التغييرات لتصبح صيدال شركة ذات الأسهم، وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة، وفي فبراير 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم، وفي سبتمبر 1999 وبعد استيفاء شروط القبول

المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية وقدر مبلغ الإدراج بـ 800 دينار جزائري.¹

ب- **مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي:**² تم افتتاح مؤسسة الأوراسي سنة 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة حتى 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى عام 1979، ومن خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983. وفي ذلك العام وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية. وعُدل الفندق سنة 1991 من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دج، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي". وفي 1995 وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات، وأصبحت الدولة المساهم الوحيد فيه. لكن وتماشيا مع توجهات السلطات العمومية في فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام. وفي 1999 فتحت رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع بما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي، وفي 2000 وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في قواعد البورصة، تم إدراج سند رأسمالها في جدول التسعيرة الرسمية.

ج- **أليانس للتأمينات:**³ هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دج، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وثم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دج خلال 2009، وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دج بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للاكتتاب. وفي نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب، وانصب مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي. وفي مارس

¹ عبد الخالق أودينة وآخرون: "استخدام نمونجي kida و charrad في التنبأ للفشل المالي للشركات - دراسة تطبيقية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2014-2018"، مجلة البحوث والدراسات التجارية، مجلد 05، عدد 01، مارس 2021، الجزائر، ص 121.

² عبد الخالق أودينة وآخرون. المرجع السابق، ص 122.

³ عبد الخالق أودينة، مرجع سابق ذكره، ص 122.

2011 بعدما استوفي شروط القبول المنصوص عليها، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية.

د- **مجمع بيوفارم:** الشركة الجزائرية للأدوية وهو مجموعة صناعية وتجارية بدأت الاستثمار في سموات التسعينات في قطاع الصناعات الدوائية ولديها حاليا وحدة إنتاج وفقا للمعايير الدولية و شبكة توزيع تظم تجار الجملة والصيدليات وبعدها يقرب من عقدين من النشاط المكثف وصلت بيوفارم إلى مرحلة تطور تتطلب إعادة هيكلتها¹

هـ- **بالتعريف بشركة أن سي أ-روبية:** هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000.00 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات و عصائر الفاكهة تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت اسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية، وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية "الروبية"، وفي سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم، وفي سنة 2008 تم تغيير الاسم السابق للشركة من الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية إلى " أن سي أروبية ش.ذ.أ" ، وفي سنة 2011 صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012، وفي أبريل 2013 شرعت شركة أن سي أ- الروبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم، وفي يونيو 2013 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أروبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013، وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.²

¹ سعيود وسيلة، مرجع سابق ذكره، ص 152.

² المرجع نفسه، ص 151-152.

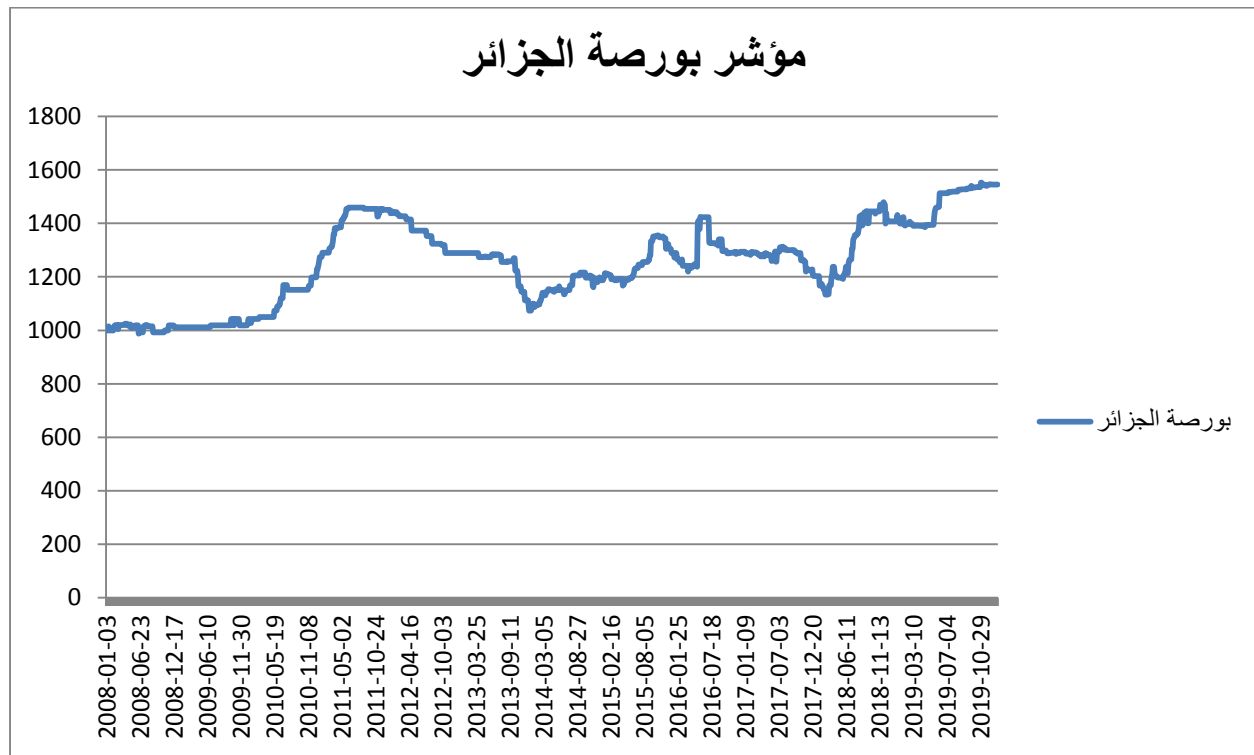
المبحث الثاني: دراسة تطور مؤشرات بورصة الجزائر للفترة بين 2008-2019 مقارنة مع بورصة عمان (الأردن) وبورصة مصر

يمكن دراسة تطور البورصة من خلال مؤشرات قياس الأداء، وقد تم استخدام المؤشر الخاص ببورصة الجزائر إلى جانب مؤشر حجم السوق و مؤشر سيولة السوق.

المطلب الأول: المؤشر العام لبورصة الجزائر

يمثل الشكل الموالي تطورات مؤشر الجزائر (دزاير اندكس) بداية من 2008 إلى غاية 2019.

الشكل رقم (02): تطور أداء مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة 2008 - 2019



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع 2022/06/03

www.sgbv.dz

يتضح من خلال الشكل أعلاه أن مجال تغير مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر (دزاير أندكس) كان محصورا ما بين 1000 و 1550 نقطة خلال فترة الدراسة حيث بلغ أعلى قيمة له نهاية سنة 2019 بقيمة 1545,36 نقطة، و حقق أدنى مستوى له في منتصف سنة 2008 بقيمة 987,55 نقطة، والملاحظ أيضا أن

المؤشر استعاد تحسنه بداية سنة 2010 حيث اختتمت السنة بمؤشر بلغ 1075 نقطة ليستمر التحسن حتى سنة 2011. وعاد إلى الانخفاض مرة أخرى من سنة 2012 إلى غاية سنة 2014، أما في سنة 2016 بلغ 1424.25 نقطة وهذا راجع لإدراج أسهم شركة بيو فارم. ليحقق مؤشر (دزاير أندكس) بورصة الجزائر أعلى قيمة له نهاية سنة 2019.

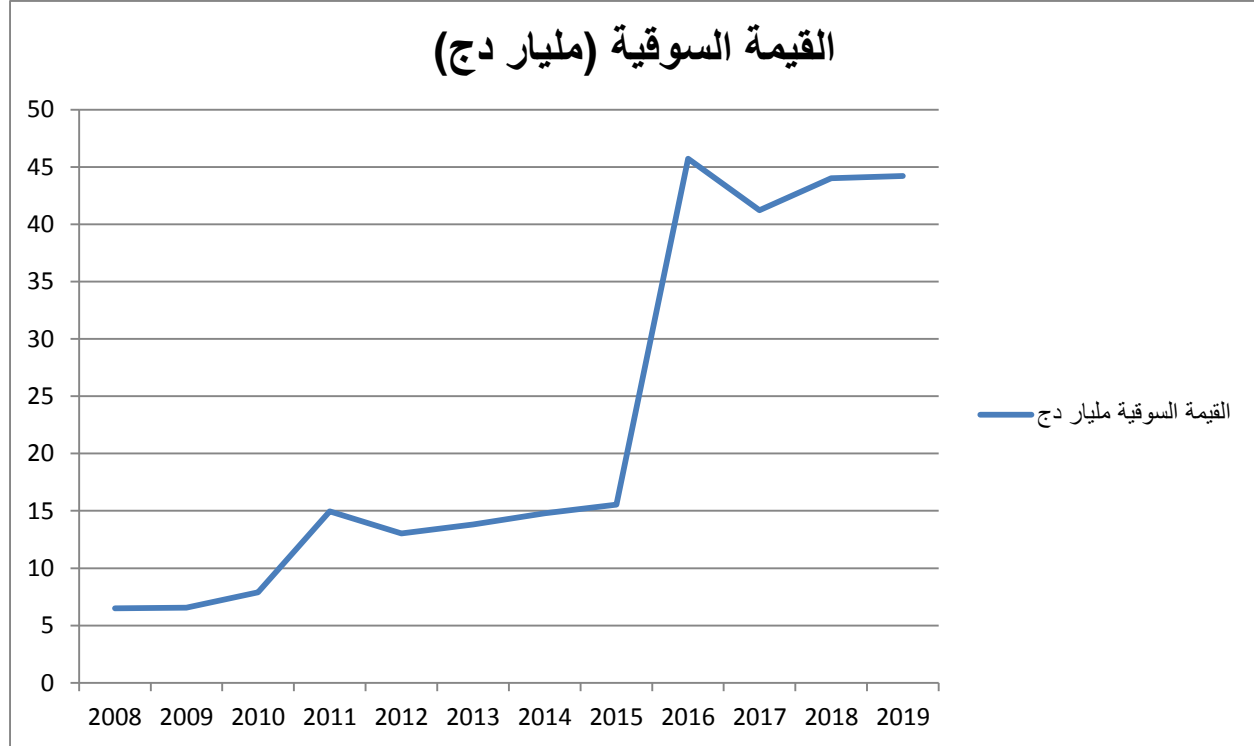
المطلب الثاني: مؤشرات حجم السوق

ويتم قياسها من خلال القيمة السوقية و عدد الشركات المدرجة كما يلي:

الفرع الأول: القيمة السوقية

تقيس القيمة السوقية سرعة تطور البورصة وكذا اتجاه هذا التطور وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة، والشكل التالي يمثل تبين تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر.

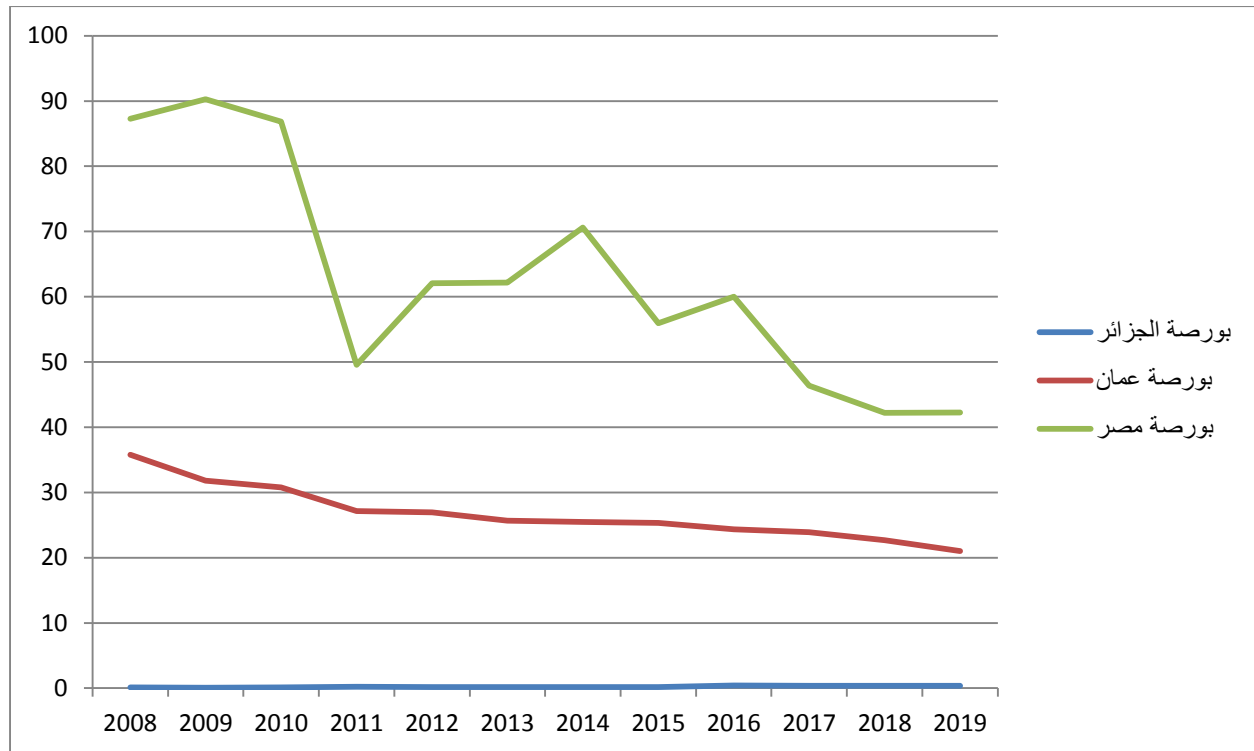
الشكل رقم (03): تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019 (مليار دينار)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)

سجلت القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال سنتي 2008 و 2009 ثبات نسبي عند مستوى 6.5 مليار دج وهي أدنى قيمة شهدتها القيمة السوقية لبورصة الجزائر، لتسجل بعد ذلك نموا بمعدلات منخفضة بداية من سنة 2010 إلى غاية سنة 2015 حيث بلغت 15.54 مليار دج سنة 2015. لتشهد أعلى قيمة لها بعد ذلك سنة 2016 ب 45.72 مليار دج وذلك راجع إلى دخول شركة بيوفارم للبورصة والتي كان لها الأثر السريع في هذا الارتفاع حيث شكلت القيمة السوقية لهذه الأخيرة ما يقارب 31.26 مليار دجما يعادل 68.2% من مجموع القيمة السوقية، لتسجل بعد ذلك إلى انخفاض في القيمة السوقية بنسبة 11% سنة 2017، لتشهد ارتفاع طفيف سنتي 2018 و 2019 وتستقر عند 44.21 مليار دج أواخر سنة 2019.

الشكل رقم (04): تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملاحق رقم (01)، (02)، (03).

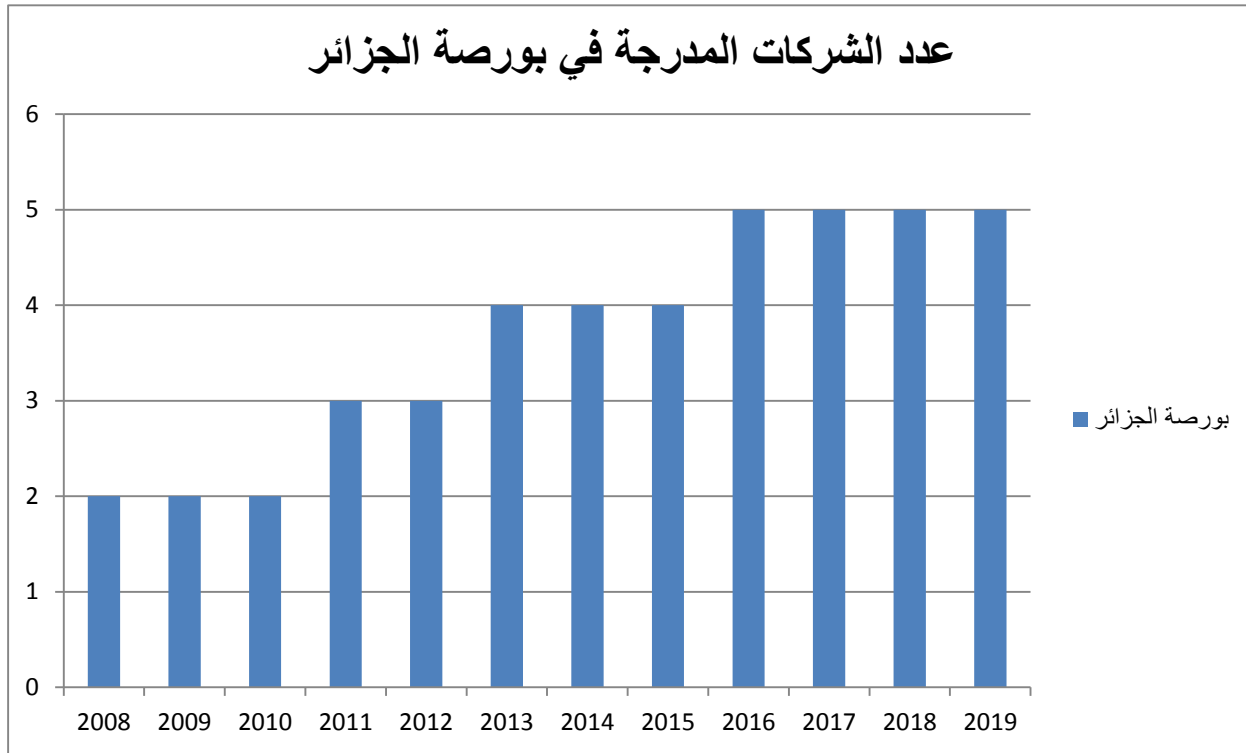
من خلال الرسم البياني السابق نلاحظ أن القيمة السوقية لبورصة الجزائر تعرف ركود كلي للفترة من 2008 إلى 2019 مقارنة مع القيمة السوقية لبورصة عمان وبورصة مصر، حيث سجلت 0.1 مليار دولار خلال سنة 2008 فيما سجلت بورصة عمان ومصر ما يقارب 35 و 87 مليار دولار على التوالي خلال نفس

السنة، وفي سنة 2016 حققت بورصة الجزائر أفضل قيمة سوقية لها بلغت 0.41 مليار دولار لكن هذا التحسن ضئيل جدا مقارنة مع بورصة عمان ومصر، وهذا الفرق الواضح يرجع بالدرجة الأولى إلى قلة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان ومصر. فبالرغم من تذبذب القيمة السوقية لبورصتي المقارنة بسبب مخلفات الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالأسواق المالية على مستوى العالم إلا أنهما متفوقتين بشكل كبير على القيمة السوقية لبورصة الجزائر.

الفرع الثاني: عدد الشركات المدرجة

فعدد الشركات المدرجة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق، وهو يعبر عن اتساع السوق، كلما زاد عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات ومنه زيادة كفاءة وفعالية السوق، وكلما انخفضت عدد الشركات المدرجة تراجعت الاستثمارات وأدى إلى انخفاض كفاءة السوق، بدأت بورصة الجزائر في 13 سبتمبر 1999 بشركتين مساهمة هي شركة رياض سطيف (متخصصة في تحويل وتسويق الحبوب ومشتقاتها)، مجمع صيدال (إنتاج المواد الصيدلانية) الشيء الذي جعل بورصة الجزائر ذات سوق ضيق وقليلة النشاط مقارنة مع بقية أسواق رأس المال العربية، والشكل التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

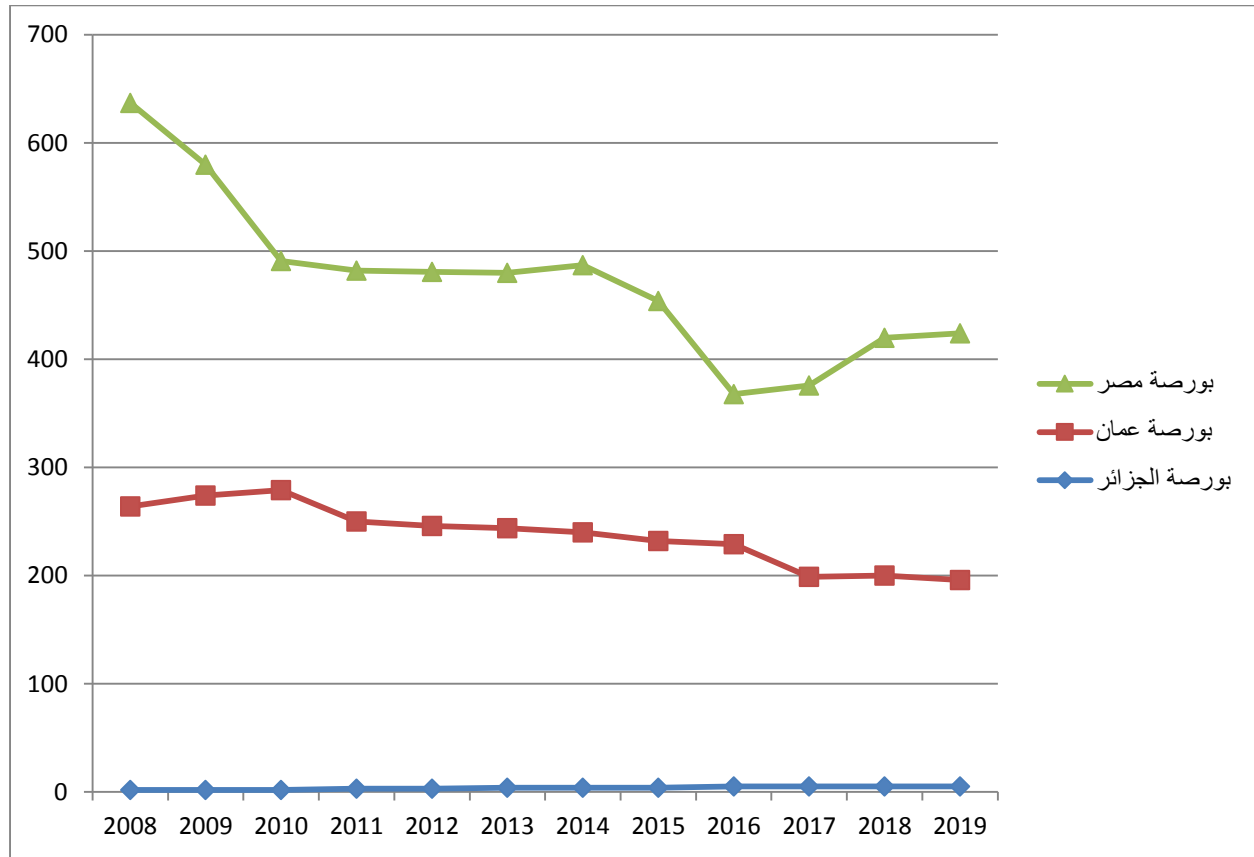
الشكل رقم (05): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008 - 2019



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)

يوضح الشكل أعلاه أن بورصة الجزائر تعاني من قلة الشركات المدرجة ففي سنة 2008 بلغ عدد الشركات المدرجة شركتين فقط، هذا الرقم تطور بشكل بطيء بمعدل زيادة شركة واحدة كل ثلاث سنوات تقريبا حيث بلغت عدد الشركات المدرجة سنة 2019 خمس شركات فقط، و يمكن القول أن مؤشر عدد الشركات المدرجة في الجزائر ضعيف جدا وهذا راجع إلى صرامة شروط الإدراج فيها وأيضا محدودية الأوراق القابلة للتداول في البورصة، وبالتالي يعتبر العدد الضئيل للشركات المدرجة غير كاف لتطوير بورصة الجزائر ما يؤدي إلى ضعف حجمها وعدم كفاءتها

الشكل رقم (06): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)، (02)، (03)

من خلال الشكل أعلاه يمكن القول أن بورصة الجزائر تعاني من قلة عدد الشركات المدرجة في البورصة مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر حيث لم يتعد عدد الشركات المدرجة 5 شركات لبورصة أنشئت منذ أكثر من عقدين، في المقابل تتمتع بورصة عمان وبورصة مصر بعدد عالي من عدد الشركات المدرجة، ورغم تراجع عدد الشركات المدرجة لبورصة عمان وبورصة مصر في السنوات الأخيرة إلا أن الفرق لا يزال كبير جدا مقارنة ببورصة الجزائر.

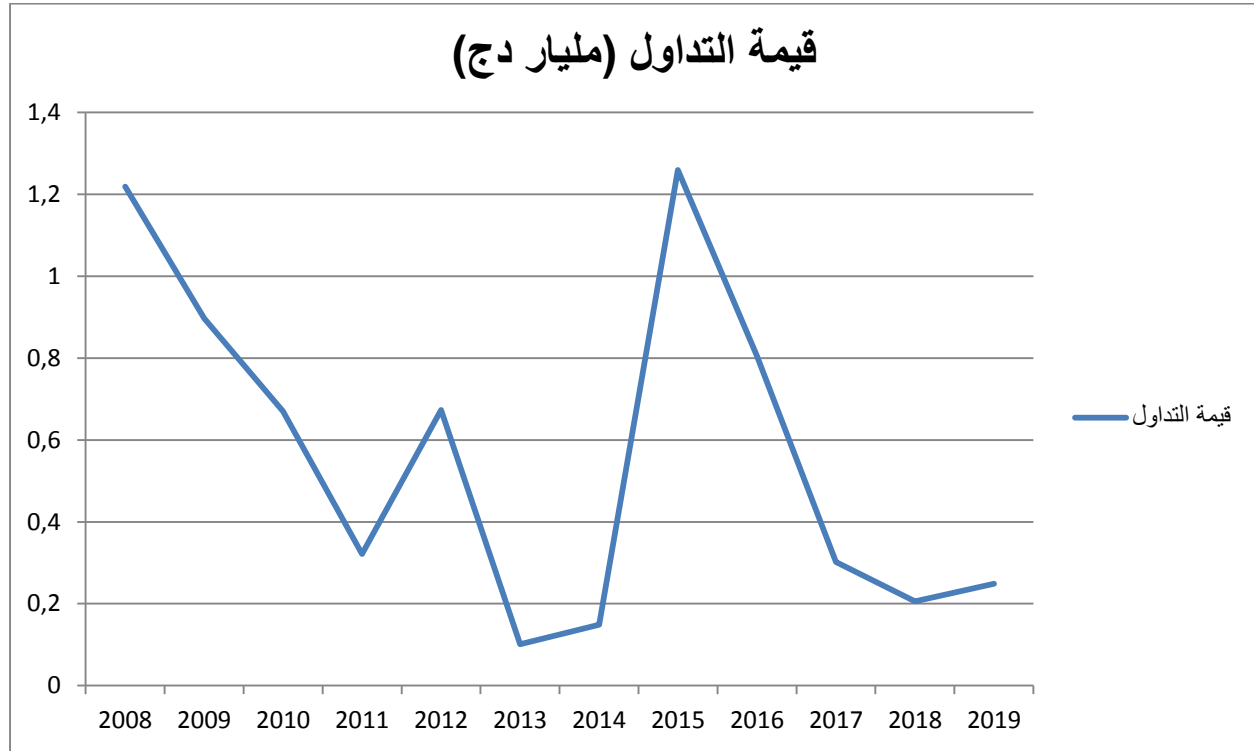
المطلب الثالث: مؤشرات سيولة السوق

يقصد بمؤشر سيولة السوق إمكانية بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة وسرعة، دون أن يؤدي إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، وكلما كانت البورصة تتمتع بسيولة أكثر كلما دل ذلك على فعاليتها و كفاءتها.

الفرع الأول: قيمة التداول

يمثل الشكل التالي القيمة المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019

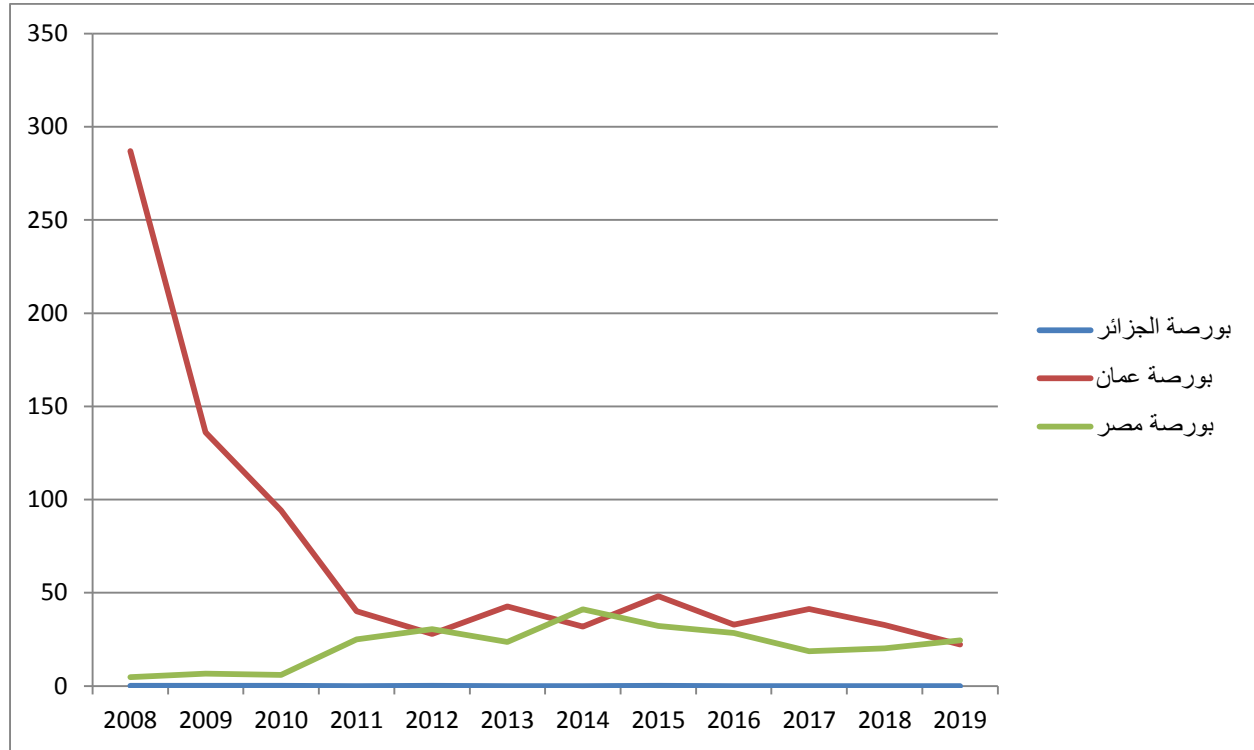
الشكل رقم (07): تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ انخفاض قيمة التداول من سنة 2009 حتى سنة 2011 مقارنة بسنة 2008 حيث بلغت قيمة التداول سنة 2008 أكثر من 1.21 مليار دج مقابل ما يقارب 0.67 مليار دج سنة 2011، وقد سجلت قيمة التداول أدنى قيمة لها سنة 2013 بـ 0.1 مليار دج، لتسجل سنة 2015 أعلى قيمة بأكثر من 1.25 مليار دج وذلك بسبب زيادة التداول لأسهم أليانس للتأمينات. ثم عادت للانخفاض مرة أخرى من 2016 إلى غاية 2018، وشهدت تحسن طفيف في سنة 2019 حيث بلغت تقريبا 0.25 مليار دج. أي أن حجم المعاملات في بورصة الجزائر منخفض جدا وهذا يدل على أن مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني ضعيف جدا.

الشكل رقم (08): تطور قيمة التداول لبورصة الجزائر مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)، (02)، (03)

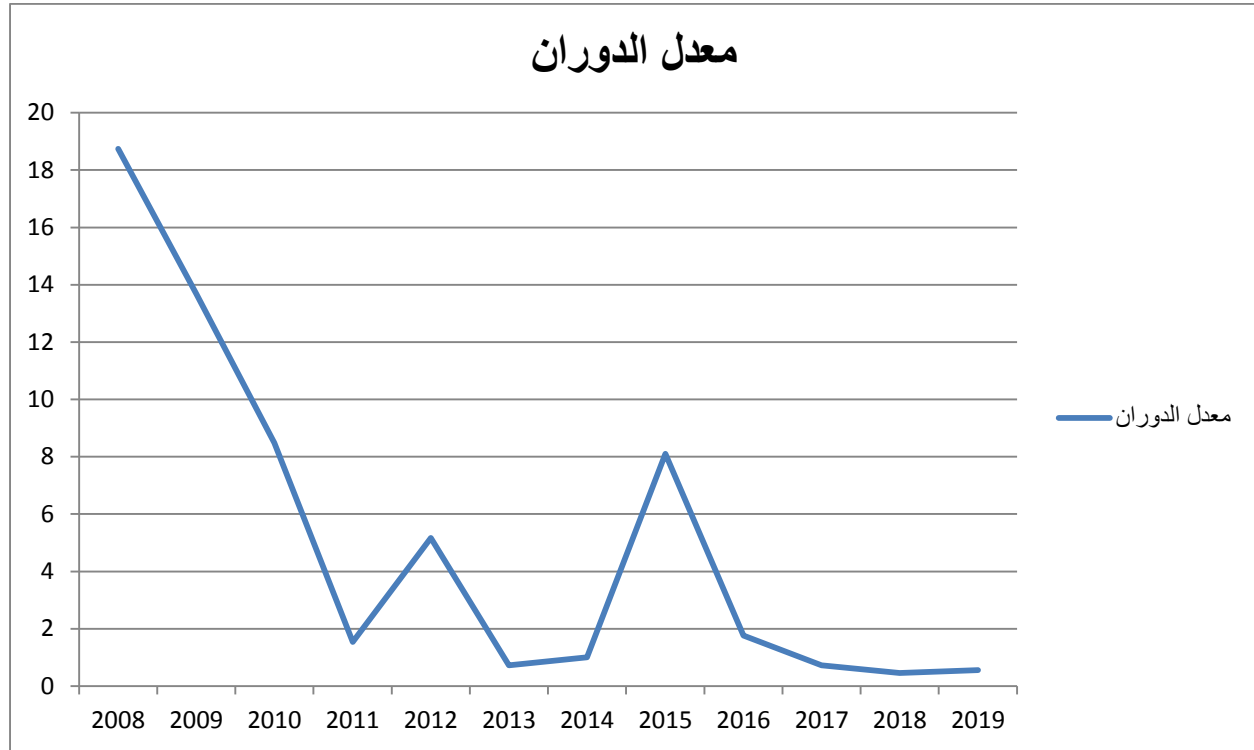
من الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة التداول لبورصة الجزائر لا تكاد تذكر مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر، فرغم التراجع الكبير لقيمة التداول لبورصة عمان فلا تزال هذه الأخيرة تتفوق بشكل واضح على بورصة الجزائر.

الفرع الثاني: معدل الدوران

هو إجمالي قيم المتداولة مقسوما على رسملة السوق (القيمة السوقية)، وهذا المؤشر يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنه غير نشط، إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض، إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول " السيولة " بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية . ومن خلال هذا المؤشر نقيس درجة سيولة بورصة الجزائر.

والشكل التالي يوضح تطور معدل الدوران لبورصة الجزائر للفترة 2019-2008

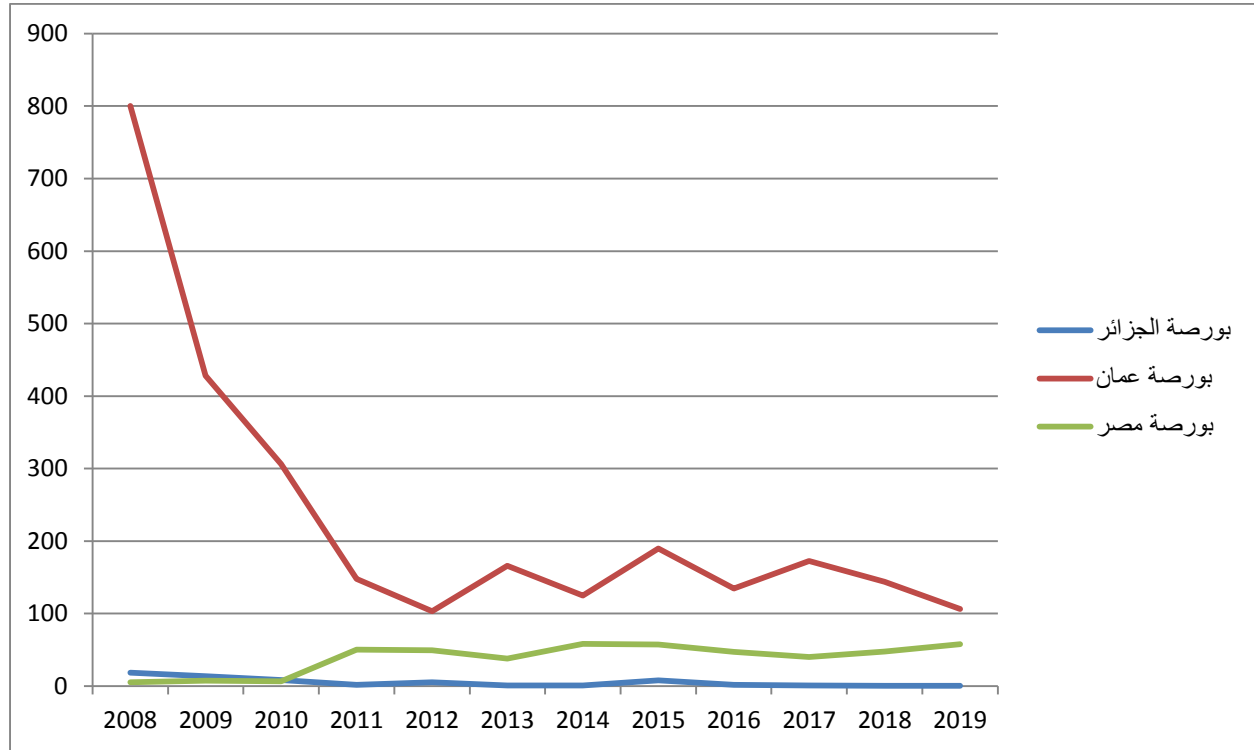
الشكل رقم (09): تطور معدل الدوران لبورصة الجزائر خلال الفترة 2008 - 2019



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)

نلاحظ من الشكل السابق الذي يرصد تطور مؤشر الدوران للفترة الممتدة من 2008 إلى 2019، والذي يقيس درجة نشاط البورصة حيث حقق هذا المؤشر أفضل نسبة له سنة 2008 بنسبة 18.74% ليبدأ بالتراجع تدريجاً سنة 2009 و 2010، ليبقى محافظاً على مستويات متدنية جداً حتى سنة 2014 و سنة 2015 عرف تحسن نسبي حيث حقق نسبة 8.1% ليبدأ بالانخفاض مرة أخرى و يبلغ أدنى قيمه سنة 2018 و 2019 وانخفاض هذا المعدل يعني بطء عملية تداول الأسهم وقد يرجع ذلك إلى قلة الشركات المدرجة و محدودية أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق وهو ما ينعكس سلباً على سيولة السوق وبالتالي تصبح البورصة الجزائرية غير محفزة للمستثمرين لتوظيف أموالهم.

الشكل رقم (10): تطور مؤشر الدوران لبورصة الجزائر مقارنة ببورصة عمان وبورصة مصر



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم (01)، (02)، (03)

من الشكل أعلاه نلاحظ أن معدل الدوران لبورصة الجزائر تفوق على معدل الدوران لبورصة مصر بداية سنة 2008 حتى سنة 2010 ليبدأ بعد ذلك في التراجع بشكل كبير مقارنة مع بورصة مصر لبقية فترة الدراسة، أما بالنسبة لبورصة عمان فمعدل الدوران متفوق بشكل واضح على بورصة الجزائر وهذا رغم الانخفاض الكبير له بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية.

تعكس المؤشرات السابقة مدى بطء تطور بورصة الجزائر وضعف أداء سوق الأسهم وما يتبعه من ضعف في قيمة وحجم التداول لأغلبية الأسهم المدرجة في ضوء العدد القليل للشركات المدرجة ما يجعلها لا تؤدي الدور المنوط بها في تمويل الاقتصاد. كما تكشف هذه المؤشرات مدى تأخر نمو بورصة الجزائر مقارنة بالبورصات العربية إذ لا يتعدى الوزن النسبي لها 0,01 %، من إجمالي حجم الأسواق المالية العربية مقاس بالنسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية نهاية سنة 2019، حسب تقرير صندوق النقد العربي لسنة 2019.

المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية في الجزائر وآفاق تطويرها

تواجه بورصة الأوراق المالية في الجزائر العديد من المشاكل والعقبات التي من شأنها أن تحول دون سيرها العادي وتعرقل تطورها، بالإضافة إلى وجود آليات تسعى لتطويعها.

المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق تنظيمية، سياسية وتشريعية. اجتماعية ودينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة.

الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية

هناك الكثير من العوائق الاقتصادية نذكر أهمها:

- معدلات الفائدة: تعد أسعار الفائدة إحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد حيث يستخدمها البنك المركزي في التأثير على عرض النقود، و تساهم أسعار الفائدة المرتفعة في تشجيع الادخار، إلا أنها في نفس الوقت تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وبالتالي فإن تحرك أسعار الفائدة ارتفاعا و انخفاضاً يتحدد بناء على حجم المطلوب من القروض مقارنة بحجم المعروض من المدخرات، و تميل أسعار الأسهم و السندات إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، وما تجب ملاحظته أن ارتفاع أسعار الفائدة يخفض من القيمة الحقيقية للأصول العينية، و من ثم يؤدي إلى تخفيض الاستهلاك و زيادة الادخار لتعويض قيمة الأصول، كذلك يؤدي اتساع هامش أسعار الفائدة الراجع إلى تواضع مستوى الكفاءة في أداء خدمة الوساطة أو احتكار الأقلية ، إلى انخفاض العائد على الادخار وارتفاع تكلفة الاستثمار وبالتالي ينتج عن ذلك انخفاض في حجم كل من الادخار والاستثمار.¹

¹ هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، العدد 62، بنك الكويت الصناعي، سبتمبر 2000،

● ظاهرة التضخم: التضخم هو المرادف المعبر عن الانخفاض في القدرة الشرائية لدى المواطن وما ينتج عنه من انخفاض في الميل نحو الادخار حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها وهذا ما ينتج عنه التقليل من الادخار على المستوى الفردي ثم انعكاس ذلك على المستوى الكلي أو على مستوى الادخار الوطني. وقد تم ملاحظة الارتفاع الكبير لمعدلات التضخم بالجزائر في فترة التسعينات، وبالرغم من المجهودات المبذولة في هذا الإطار كل هذا جعل الأفراد لا يخطرون بأموالهم، وبالتالي هروب أو تحويل نصف الكتلة النقدية إلى السوق الموازية أو خروجها إلى الخارج أين تكون هناك أكثر استقرار في العملة، والنتيجة أن كان لذلك أثرا سلبيا على رأس مال الاجتماعي لبورصة الجزائر.¹

● السوق الموازية: مكونة من مؤسسات و يد عاملة غير مصرح بها، و تمتاز بارتفاع أسعار المنتجات المعروضة بها إضافة إلى عدم دفع الضرائب و قدر عدد الأسواق غير الرسمية في الجزائر بأكثر من 700 سوق و تعمل بها حوالي 1100 فرد ، و تلعب هذه الأسواق دورا كبيرا في تحقيق الأموال خارج دائرة التمويل الرسمية، مما يؤدي إلى التضخم و في نفس الوقت يعرقل كل المبادرات والتشجيعات المرتبطة بتوجيه الادخار نحو الاستثمار، وتتعدد أسباب هذه الظاهرة كالضغط الجبائي، اختلال القيمة الاسمية للعملة عن قيمتها الحقيقية في القنوات الرسمية، إضافة لتعدد اللوائح فيما يخص منح التراخيص.²

● الضغط الجبائي: ما يميز النظام الجبائي هو تعدد أنواع الضرائب من جهة، و ارتفاع معدلات الإخضاع من جهة أخرى، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل 30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب

¹ بلمعلم لقمان، بولغريبات حسين، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية و المحاسبة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2021، ص 62.

² قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود-مالية و بنوك، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، 2005، ص 196.

تقلل من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، وبالموازاة مع هذا فإن النظام الجبائي يمنح مزايا جبائية في إطار تدعيم الاستثمارات أو دعم تشغيل الشباب، هذه المعاملة التفضيلية للشركات الناشئة حديثا على حساب الشركات القائمة من قبل يجعل الأفراد يعزفون عن الاستثمار في البدائل الاستثمارية الأخرى كالأوراق، و ما يزيد في تعقيد الأمور هو وجود سوق موازية نشيطة لا تخضع لأي التزامات قانونية و جبائية.¹

الفرع الثاني: المعوقات التنظيمية

تتمثل في:²

- قلة المؤسسات المدرجة في البورصة: ما يلاحظ في الجزائر هو محدودية المؤسسات المدرجة ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في السوق محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة.
- ضعف الفرص المتاحة للتنويع: سوق الأوراق المالية في الجزائر هو حديث النشأة ولا يتميز بالتنوع، فهو يعتمد على ثلاثة أصناف من الأوراق المالية فقط ، ذلك ما يجعله يفتقر للكفاءة التقنية، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية.
- غياب الشفافية: تنشأ من غياب نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها إضافة إلى صعوبة الحصول على المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

الفرع الثالث: المعوقات السياسية والتشريعية

- المعوقات السياسية: يشكل المحيط السياسي أحد أهم العوامل الضرورية الواجب توفرها لإنشاء فعالية بورصة الأوراق المالية، حيث يبحث المستثمر أو المتعامل في هذه السوق عادة على عامل الأمان و المردودية بالدرجة الأولى، و هذين العاملين لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسية، والتغيرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها.

¹ قاسم شاوش لمياء، المرجع السابق، ص 196.

² بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعدي: " آليات تنشيط و تطوير بورصة الجزائر " ، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد 03، 2021، جامعة المدية، الجزائر، ص 672-673.

وعاشت الجزائر في عشرية التسعينات مرحلة سياسية متدهورة نوعا ما تتميز بعدم الاستقرار السياسي، مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية التي تقرر إنشاءها منذ سنة 1990، لكنها لم تبدأ إلا مؤخرا و بصفة غير فعالة، لهذا فعلى السلطات الجزائرية و بعد رجوع الأمن من جديد و بدأت الجزائر تسترجع مكانتها على الساحة الدولية.¹

- المعوقات التشريعية: عدم ملائمة التشريعات القانونية فلا تزال التشريعات القانونية تمنح كل الصلاحيات لوزير المالية في تعيين وعزل واستخلاف المديرين العامين والمسيرين في الهيئات المكونة للبورصة، وفي استبعاد الممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء. كما أن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية في التداول تبين رغبة السلطات الجزائرية المستمرة في المحافظة على الملكية العامة للشركات العمومية، فلو يفسح المجال أمام رأس المال الخاص (المحلي أو الأجنبي) كمول للشركات العمومية ومراقب لأنشطتها سيضمن هذا عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات الاقتصادية.²

الفرع الرابع: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية³

- العائق الاجتماعي والثقافي: إن السياسة السليمة لتجديد الادخار وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع وعليه فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة وعليه تمتنع 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 ثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.
- العامل الديني: لا يخفي على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية

¹ قاسم شاوش لمياء، مرجع سابق ذكره، ص 194.

² أمينة بودريوة، مرجع سابق ذكره، ص 201.

³ برحال عبد الوهاب و آخرون: " تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر "، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 02، عدد خاص، أبريل 2018، جامعة محمد صديق بن يحي، جيجل، الجزائر، ص12.

والإسلامية يعترّيها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع من 4-9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لابد أن تنصب في خانة الكسب الحلال.

المطلب الثاني: آفاق تطوير بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة 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:

- توفير جهاز مصرفي متكامل وتفعيل دور البنك المركزي في تنشيط بورصة الجزائر: حيث يعتبر توفير جهاز مصرفي متكامل وسيلة مهمة لترقية نمو البورصات، ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار والتوسع في عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها، وبذلك يشكل الجهاز المصرفي دعامة أساسية لوجود البورصة. كما أن البنك المركزي له دور فعال في تطوير البورصة من خلال ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية وهو ما يوسع من سوق السندات¹.
- إدراج أدوات مالية إسلامية : بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعمالها كمتعاملين في البورصة ، وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجريتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية².

¹ بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعيدي، مرجع سابق ذكره، ص 674.

² المرجع نفسه، ص 675.

- دعم الإفصاح والشفافية: من خلال تطوير المواقع الإلكترونية للبورصات وتحديثها باستمرار لتتضمن كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها المستثمرون ودعم إنشاء شركات تتولى نشر المعلومات باعتماد من هيئات أسواق المال في الدول العربية.¹
- تفعيل برامج الخصخصة: يمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص بانتهاج طريقة استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركات سواء كانت الديون لدائنين محليين أو ديونا خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية بالبورصة الجزائرية. وهي العملية التي لقيت نجاحا لدى العديد من البلدان النامية.²
- هيكل أسعار الفائدة : تساهم سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الفائدة ، ويتم ذلك باستخدام البنك لسياسة السوق المفتوحة والتي تمثل إحدى أدوات السياسة النقدية ، التي بموجبها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية، وذلك بغية التأثير على السيولة النقدية وهيكّل أسعار الفائدة ، وفي هذا الخصوص تشير العديد من الدراسات إلى وجود علاقة قوية السياسة النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أكدت على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى.³
- تحفيز المؤسسات الاقتصادية : يحقق تحفيز المؤسسات الاقتصادية لاسيما الإستراتيجية نتائج إيجابية على الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو أسلوب التمويل باللاوساطة مالية عن طريق استخدام الأدوات المالية المختلفة بما يمكنها من الحصول على التمويل طويل الأجل من ناحية ويمكن البورصة من القيام بنشاطها من ناحية ثانية. فإتباع هذا النهج يساهم فعليا في تنويع الأوراق المالية المطروحة للتداول.⁴
- نشر الثقافة المالية : وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري والوظيفي لدى أفراد المجتمع من خلال وسائل الإعلام عن طريق خطة إعلامية و ترويجية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار في البورصة.⁵

¹ بن دحمان ليندة، فعالية الأسواق المالية في دعم الاقتصاد حالة بورصة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، ص 52-53.

² أمينة بودريوة، مرجع سابق ذكره، ص 202-203.

³ رزيقة مخوخ، مرجع سابق ذكره، ص 275.

⁴ أمينة بودريوة، مرجع سابق ذكره، ص 202.

⁵ بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعدي، مرجع سابق ذكره، ص 675.

- توفير بيئة اقتصادية ملائمة وتحسين مناخ الاستثمار: حيث تعتبر البيئة الملائمة الشرط الأساسي لإيجاد بورصة فعالة ، وكذا تشجيع الاستثمار الأجنبي في المحفظة من خلال اتخاذ تدابير تتيح للأجانب تحويل رؤوس أموالهم والعوائد إلى بلدانهم الأصلية وضمان التشريعات المتعلقة بالاستثمار.¹
- تعزيز الإطار التشريعي: إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة. وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات على مختلف الأصعدة الاقتصادية، السياسية، القانونية والاجتماعية. ولا يتم ذلك إلا من خلال وضع تشريعات وتنظيمات فعالة لتنظيم عملية التبادل في البورصة. كما عليها التماشي مع طبيعة الاقتصاد الوطني والمستثمرين.²

¹ بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعيدي، مرجع سابق ذكره ، ص 673-674.

² المرجع نفسه، ص 675.

مخلص الفصل الثاني

لقد خصص هذا الفصل من دراستنا لإعطاء نبذة تعريفية لبورصة الجزائر وتحليل أدائها للفترة من (2008-2019) مقارنة مع أداء بورصة عمان ومصر، باستخدام بعض المؤشرات المتمثلة في مؤشر حجم السوق ومؤشر سيولة السوق، واستخلصنا منه أن بورصة الجزائر تتمتع بضعف الأداء مقارنة ببورصة عمان ومصر، وهذا ناجم عن جملة من المعوقات تجعلها ضعيفة الأداء مقارنة ببورصة عمان ومصر، لذا قمنا باقتراح جملة من الحلول لتفعيل وتحسين أدائها.



الخاتمة

لقد عالجت هذه الدراسة المعنونة بتحليل أداء بورصة الجزائر للفترة 2008-2019 بالمقارنة مع بعض الدول العربية موضوعا ذو أهمية كبيرة، من خلال الوقوف على ملامح بورصة الجزائر بصفة عامة وتحليل أدائها مقارنة ببورصة عمان وبورصة مصر، وقد تبين لنا الضعف الشديد لأداء بورصة الجزائر مقارنة بالبورصات العربية، إضافة إلى العديد من المعوقات التي تقف كحاجز في تطورها وتنشيطها، وحاولنا تقديم بعض الإصلاحات التي تسعى لتفعيل بورصة الجزائر وتعزيز مكانتها عربيا ودوليا.

سيتم فيما يلي التطرق لاختبار الفرضيات، مع عرض لأهم النتائج المتوصل إليها، يليها بعد ذلك تقديم مجموعة من التوصيات مع اختتام البحث بأفاق جديدة للدراسة.

➤ نتائج اختبار الفرضيات

من خلال ما تم عرضه في سياق البحث قصد الإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، يتم مناقشة الفرضيات كما يلي:

✓ الفرضية الأولى: " لم تشهد بورصة الجزائر نموا خلال الفترة 2008-2019 ."

أشارت نتائج الدراسة إلى تحقق الفرضية الأولى، حيث لم تشهد بورصة الجزائر أي نمو يذكر خلال الفترة 2008-2019 ويعود ذلك لمجموعة من المعوقات التي حالت دون كفاءة البورصة الجزائرية وضعفها، وقد تم إثبات ذلك من خلال دراسة وتحليل مؤشرات أداء البورصة.

✓ الفرضية الثانية: " يعتبر أداء بورصة الجزائر ضعيفا مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر من خلال مؤشرات حجم السوق خلال الفترة 2008-2019 ."

من خلال عرض نتائج المقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة عمان وبورصة مصر تبين أن مؤشرات حجم السوق لبورصة الجزائر تتميز بالضعف الشديد مقارنة بباقي البورصات، فقد عرفت القيمة السوقية لبورصة الجزائر قيم متدنية خلال فترة الدراسة وأيضا عدد الشركات المدرجة الذي لم يتعد خمس شركات، وعلى أساس ذلك فإن الفرضية الثانية مقبولة.

✓ الفرضية الثالثة: " يعتبر أداء بورصة الجزائر ضعيفا مقارنة مع بورصة عمان وبورصة مصر من خلال مؤشرات سيولة السوق خلال الفترة 2008-2019 ."

تم من خلال الدراسة التطبيقية إثبات صحة هذه الفرضية، وذلك من خلال تحليل مؤشرات سيولة السوق لبورصة الجزائر والبورصات محل المقارنة، ومن خلال نتائج الدراسة نلاحظ تفوق كبير لبورصة عمان وبورصة مصر مقارنة ببورصة الجزائر من حيث مؤشرات سيولة السوق.

➤ نتائج الدراسة:

- من خلال الدراسة التي قمنا بها توصلنا إلى بعض النتائج منها ما يلي:
- ✓ باتت الأسواق المالية تحظى باهتمام بالغ من قبل الدول المتقدمة والناشئة وكذا النامية على حد سواء لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية واستثمارها في تمويل قطاعات حيوية.
- ✓ أداء بورصة الجزائر ضعيف جدا من كل النواحي.
- ✓ رافقت بورصة الجزائر جملة من المعوقات منها اقتصادية، تشريعية، تنظيمية، اجتماعية و ثقافية.
- ✓ قيمة التداول في بورصة الجزائر تظهر الضعف المسجل في سيولة الاقتصاد الجزائري وهذا بسبب صغر حجم التداول.
- ✓ عدم توفر الشركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى التقلب في الأسعار و بالتالي التقلب في حجم التداول

➤ التوصيات:

- بالنظر إلى النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات المتمثلة فيما يلي:
- ✓ العمل على زيادة التوعية بدور الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني من خلال التركيز على نشر الوعي الاستثماري ونشر المعلومات من خلال كافة وسائل الإعلام المتاحة وخاصة شبكة الإنترنت.
- ✓ تشجيع القطاع الخاص وحثه على الدخول إلى البورصة.
- ✓ ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وذلك لزيادة نشاط البورصة والرفع من أدائها.
- ✓ يستحسن تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى رفع كفاءة البورصة وتخفيض من حدة التقلبات السعرية من أجل جعل المستثمر أكثر قدرة على التخطيط ورسم الإستراتيجيات الفعالة.
- ✓ الإسراع في خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك.
- ✓ زيادة كفاءة السوق المالي من خلال إدراج الأوراق المالية الإسلامية.
- ✓ ضرورة الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد الجزائري حتى يتسنى له زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيهه نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

➤ آفاق الدراسة:

- ✓ تحليل أداء بورصة الجزائر للفترة 2012-2021 مقارنة مع البورصات العالمية.
- ✓ بورصة الجزائر بين الجمود وآليات التنفيع.



قائمة المراجع

❖ الكتب

1. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات القاهرة، الطبعة 01، القاهرة، مصر، 2009.
2. ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
3. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
4. هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية، العدد 62، بنك الكويت الصناعي، سبتمبر 2000.

• الرسائل والأطروحات

1. أعبيدة نورة، عيدون فاطمة الزهراء، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة 2005-2015 المعوقات و الآفاق، أطروحة لنيل شهادة الماستر، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ونقود، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2017.
2. آمنة جدو، علي اليازيد، عمليات البورصة، أطروحة لنيل شهادة الماستر تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم الحقوق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2015.
3. بلمعلم لقمان، بولغريبات حسين، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية دراسة حالة بورصة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2021.
4. بن دحمان ليندة، فعالية الأسواق المالية في دعم الاقتصاد حالة بورصة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر.
5. بوسكاني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف الدكتور قدي عبد المجيد و براق محمد، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.

6. جليخي محمد وليد، بن مسكن اسماعيل، البورصة في الجزائر، أطروحة لنيل شهادة ليسانس في العلوم الاقتصادية تخصص نقود مالية و بنوك، تحت إشراف الأستاذة شلابي نعيمة، المركز الجامعي يحي فارس، المدية، الجزائر، 2007.
7. زعباط صورية، جيني فريدة، مساهمة البنوك التجارية في تنشيط سوق الأوراق المالية، أطروحة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي ومالي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، 2020.
8. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تطوير و تنشيط السوق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر، 2014.
9. فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر واقع وأفاق، أطروحة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003.
10. قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود-مالية و بنوك، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، 2005.
11. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.

❖ المجالات العلمية

1. إبراهيم سالم ياسمين، يحي هاجر: "أهمية المشتقات المالية في الأسواق العربية"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر.
2. أمينة بودريوة: " واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر للتمويل الاقتصادي الجزائري"، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، نوفمبر 2019، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.
3. باي مريحة: "الإفصاح المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020"، مجلة اقتصاد أعمال والأعمال، المجلد 06، العدد 01، أبريل 2022.

4. برحال عبد الوهاب و آخرون: " تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر "، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 02، عدد خاص، أفريل 2018، جامعة محمد صديق بن يحيى، جيجل، الجزائر.
5. بكري مختار: " سبل تعزيز السندات الخضراء في أسواق رأس المال "، مجلة تنمية الموارد البشرية، المجلد 15، العدد 03، نوفمبر 2020، جامعة مصطفى اسطنبولي، معسكر، الجزائر.
6. بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعيدي: " آليات تنشيط و تطوير بورصة الجزائر "، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد 03، 2021، جامعة المدية، الجزائر.
7. جمال معتوق، سعيدي يحيى: " قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل و بعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015 "، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، المجلد 8، العدد 13، 2015، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، الجزائر.
8. حسية سميرة: " إصلاح أسواق المشتقات المالية غير المنظمة ضرورة حتمية لاجتباب أزمات مالية مستقبلية "، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 28، العدد 01، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر.
9. حياة عوايجية، مفتاح صالح: "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2019، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر.
10. رزيقة مخوخ : " تحديات تطور بورصة الجزائر والحلول المدرجة للخروج بتفعيلها "، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 05، العدد 02، ديسمبر 2020، جامعة المسيلة، الجزائر.
11. سعود وسيلة: " تحليل نشاط التداول في بورصة الجزائر للأوراق المالية "، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 02، العدد 01، مارس 2018، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الونشريسي، تيسمسيلت، الجزائر
12. عبد الخالق أودينة وآخرون: " استخدام نموذجي kida و charrad في التنبأ للفشل المالي للشركات- دراسة تطبيقية في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2014-2018 "، مجلة البحوث والدراسات التجارية، مجلد 05، عدد 01، مارس 2021، الجزائر.

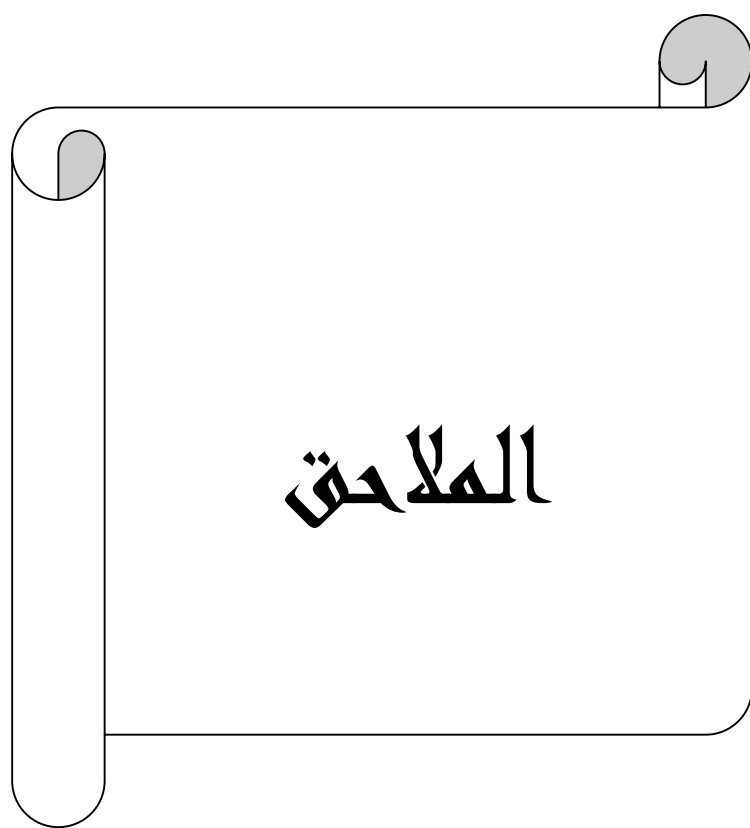
13. عيساوي سهام، مرغاد لخضر: " استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية "، مجلة البحوث الإدارية والاقتصادية، العدد 15، جوان 2014، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
14. قidal زين الدين: "تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017"، مجلة المالية والأسواق، المجلد 05، العدد 10، 2019، جامعة مستغانم، الجزائر.
15. لعور عثمان: " إصدار أسهم شركة المساهمة في التشريع الجزائري "، مجلة العلوم الاجتماعية و الانسانية، المجلد 09، العدد 11، جوان 2016، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر.
16. محفوظ جبار: " أداء بورصة الجزائر الواقع والأفاق"، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 12، العدد 01، جانفي 2008، جامعة سطيف، سطيف، الجزائر.
17. مروش يوسف، سلماني عادل: "واقع التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 01، جوان 2020، جامعة الجلفة، الجزائر.

❖ المحاضرات

1. مداحي محمد، محاضرة بعنوان الأسواق المالية، السنة الجامعية 2017-2018، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة آكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2018.

❖ المواقع الالكترونية

1. [www anabnak.com](http://www.anabnak.com)
2. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz
3. الموقع الرسمي لبورصة مصر www.egx.com.eg
4. الموقع الرسمي لبورصة عمان (الأردن) www.jsc.gov.jo



الملحق رقم (01): تطور مؤشرات بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2019

السنة	القيمة السوقية (مليار دج)	القيمة السوقية (مليار دولار)	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (مليون دينار)	قيمة التداول (مليار دولار)	معدل الدوران %
2008	6.50	0.1	2	1218.51	0.019	18.74
2009	6.55	0.09	2	896.65	0.012	13.68
2010	7.90	0.1	2	670.06	0.009	8.48
2011	14.96	0.2	3	321.22	0.004	1.54
2012	13.02	0.16	3	673.18	0.008	5.17
2013	13.81	0.17	4	101.02	0.001	0.73
2014	14.79	0.18	4	148.94	0.002	1.00
2015	15.54	0.15	4	1259.53	0.012	8.10
2016	45.72	0.41	5	805.50	0.007	1.76
2017	41.22	0.37	5	302.26	0.002	0.73
2018	44.02	0.38	5	206.12	0.001	0.46
2019	44.21	0.37	5	248.99	0.002	0.56

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر مع الأخذ بعين الاعتبار متوسط

سعر الصرف لكل سنة. www.sgbv.dz

الملحق رقم (02): تطور مؤشرات بورصة مصر خلال الفترة 2008-2019

السنة	القيمة السوقية (مليار جنيه مصري)	القيمة السوقية (مليار دولار)	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (مليار جنيه مصري)	قيمة التداول (مليار دولار)	معدل الدوران %
2008	474	87.29	373	25.5	4.69	5.37
2009	500	90.25	306	36.6	6.60	7.32
2010	488	86.83	212	33	5.87	6.76
2011	294	49.57	232	148	24.95	50.34
2012	376	62.04	235	185	30.52	49.20
2013	427	62.15	236	162	23.58	37.93
2014	500	70.62	247	290.73	41.06	58.14
2015	430	55.91	222	247.17	32.14	57.48
2016	602	60.01	139	285	28.41	47.34
2017	824.9	46.39	177	332.18	18.68	40.26
2018	749.7	42.18	220	358.49	20.17	47.81
2019	708.3	42.23	228	409.72	24.43	57.84

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير السنوية للموقع الرسمي لبورصة مصر مع الأخذ بعين

الاعتبار متوسط سعر الصرف لكل سنة www.egx.com.eg

الملحق رقم (03): تطور مؤشرات بورصة عمان خلال الفترة 2008-2019

السنة	القيمة السوقية (مليار دينار أردني)	القيمة السوقية (مليار دولار)	عدد الشركات المدرجة	قيمة التداول (مليار دينار أردني)	قيمة التداول (مليار دولار)	معدل الدوران %
2008	25.40	35.77	262	203.80	287.04	800.36
2009	22.57	31.78	272	96.65	136.12	428.22
2010	21.85	30.77	277	66.90	94.22	306.17
2011	19.27	27.14	247	28.50	40.14	147.89
2012	19.14	26.95	243	19.78	27.85	103.34
2013	18.23	25.67	240	30.27	42.36	166.04
2014	18.1	25.49	236	22.63	31.87	125.02
2015	18	25.35	228	34.17	48.12	189.83
2016	17.3	24.36	224	23.29	32.80	134.62
2017	16.96	23.88	194	29.26	41.21	172.52
2018	16.12	22.70	195	23.19	32.66	143.85
2019	14.91	21.00	191	15.85	22.32	106.30

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير السنوية للموقع الرسمي لبورصة عمان مع الأخذ بعين

الاعتبار متوسط سعر الصرف لكل سنة. www.jsc.gov.jo