



جامعة محمد البشير الابراهيمي برج بوعرييج  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية وعلوم تجارية والتسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

من اعداد الطالبتان: -سليمة خضري

-فطيمة قتال

بغـوان:

# دور سوق رأس المال في تمويل المؤسسات الاقتصادية (دراسة حالة: بورصة الجزائر)

## أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	أستاذ مساعد ب	بن جدو أمينة
مشرفا	أستاذ محاضر أ	حشايشي سليمة
مناقشا	أستاذ مساعد أ	تناح رنية

السنة الجامعية: 2023-2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الاهداء

اهدي هذا العمل الى

الوالدين الكريمين حفظهما الله ووفقني في برهما ورزقني

رضاهما

والى كل افراد عائلتي

والى كل الأصدقاء والزملاء

خضري سليمة

## الاهداء

يامن خلقتني فأحسنت وعلمتني فنفعت، إليك أهدي  
شيئا من جزيل عطائك، فاجعله لقلبي ضياء، ولبصري  
جلاء، اكتبه في ميزان حسناتي، إلى حبيبنا في الأنام  
ومنبع السلام سيدنا محمد صلى الله عليه وسلّم.

إلى من جعلت الجنة تحت قدميها والصبر ملئ كفيها  
إلى أمي الغالية أطال الله في عمرها وحفظها.

إلى من شاركتني وتقاسمت معي كل أحلامي أختي  
العزيزة.

إلى من سعدت بلقائهم إلى أصدقائي دون استثناء.

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل راجية من الله عزّ وجل  
أن يكتب لنا التوفيق

قتال فطيمة

## شكر وعرقان

نحمد الله حمدا كثيرا ان وفقنا واعاننا على إتمام

هذه المذكرة

نتوجه بالشكر وخالص العرقان للأستاذة الفاضلة:

"حشايشي سليمة "

على ما قدمته لنا من دعم وتوجيهات قيمة

شكر خاص الى

كل من مد لنا يد العون والمساعدة

## قائمة المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
-	الاهداء
-	شكر وعرافان
I	قائمة المحتويات
II	قائمة الجداول
III	قائمة الاشكال
IV	قائمة الاختصارات
V	قائمة الملاحق
أ - ط	مقدمة
38-10	الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل وسوق راس المال
12	المبحث الأول: الإطار النظري للتمويل.
26	المبحث الثاني: الإطار النظري لسوق راس المال.
78-39	الفصل الثاني: واقع بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية.
41	المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة فيها.
62	المبحث الثاني: اسهامات بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية.
80	الخاتمة.
83	قائمة المراجع.
90	الملاحق.
105	فهرس المحتويات.
108-107	ملخص الدراسة.

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
63	تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة 2014-2024.	01
64	تطور الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	02
66	الرسملة البورصية لسنتي 2021 و 2022 حسب كل مؤسسة.	03
66	معدل الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة 2014 - 2022.	04
68	معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	05
70	تطور معدل التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	06

## قائمة الاشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	مصادر التمويل.	01
30	أنواع الأسواق المالية.	02
46	المخطط التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.	03
47	الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم.	04
61	التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة.	05
63	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال 2014-2024.	06
65	تطور الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	07
67	تطور معدل الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	08
68	تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	09
70	تطور معدل التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2022.	10



## قائمة الاختصارات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الاصلية	الاختصارات
شركة القيم المنقولة	Société de Valeurs Mobilières	<b>SVM</b>
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	Commission d'Organisation et de Surveillance des Operations de Bourse	<b>COSOB</b>
شركة تسيير بورصة القيم	Société de Gestion de la Bourse de Valeurs	<b>SGBV</b>
الوسطاء في عمليات البورصة	Les Intermédiaires en Opérations de Bourse	<b>IOB</b>
سوق كتل السندات الشبيهة للخزينة	L'Obligation Assimilable du Trésor	<b>OAT</b>

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
90	القرار الذي يحدد النظام العام للبورصة.	01
94	المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.	02
95	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2022.	03
96	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2021.	04
97	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2020.	05
98	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2019.	06
99	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2018.	07
100	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2017.	08
101	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2016.	09
102	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2015.	10
103	التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2014.	11

مقدمة

إنّ دراسة سوق رأس المال تعتبر من المواضيع الهامة التي تحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصنّاع القرار، حيث تؤدي سوق رأس المال دورًا استراتيجيًا وهامًا في توفير وتقديم التمويل للأنشطة المختلفة من خلال تعبئة المدخّرات من وحدات الفائض وتوجيهها لتلبية احتياجات وحدات العجز، حيث تسمح هذه الآلية بتوفير أدوات مالية مختلفة تساهم في عملية التمويل في المؤسسات الاقتصادية من خلال طرحها في البورصات.

وفي ظل التطورات الحالية أصبح لزامًا على الدول التي تريد أن تحقق المزيد من التطور والتنمية الاقتصادية النهوض بسوقها المالي، وهذا هو التحدي الذي تحاول الجزائر رفعه منذ إنشاء بورصة الجزائر، والتي تعتبر خيارًا تمويليا بديلا للجباية البترولية، فهي تساهم في استقطاب مدخرات الافراد وتوجيهها لتمويل الاستثمارات وتنشيط الحياة الاقتصادية للبلاد.

وللوصول إلى هذا المسعى لا بدّ من توفر بورصة الجزائر على بنية مؤسساتية متنوعة تضمن لها تحسين مؤشرات التداول فيها وزيادة القيمة السوقية لها.

### إشكالية الدراسة:

من خلال ما سبق تظهر لنا إشكالية الموضوع في السؤال الجوهرى التالي:

ما هو دور سوق رأس المال في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟ وما هو واقع ذلك في بورصة الجزائر؟ ومن أجل الإحاطة بكل جوانب الإشكالية المطروحة توجب علينا طرح أسئلة فرعية أخرى لتعزيز هذه الأخيرة وتوضيحها كما يلي:

- كيف تقوم الأسواق المالية بعملية التمويل في المؤسسات الاقتصادية؟

- ما مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟

### فرضيات الدراسة:

- الأسواق المالية هي عبارة عن مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي عن طريق اصدار أصول مالية مختلفة.

- تعتبر بورصة الجزائر جهاز تمويلى فعّال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية تعمل على تنشيط الاقتصاد الوطنى.  
أهمية الدراسة:

يعدّ إنشاء الأسواق المالية في الدول تأكيدًا على تعاظم الاهتمام بهذا النوع من الأسواق خاصة لكونها تساهم في تنمية الموارد الادخارية وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة، تأخذ هذه الدراسة أهميتها من حيث أنّها جاءت لإبراز مختلف المعوقات التي تقف أمام تطوّر بورصة الجزائر وسبل تفعيلها ومحاولة اقتراح حلول للنهوض بها.

## أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف العام من هذا العمل في إظهار الدور الذي يمكن أن تقوم به البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية بشكل خاص في الجزائر.

وأما الأهداف المحددة فهي:

- تعميق معرفتنا فيما يتعلق بموضوع الأسواق المالية بشكل عام والبورصة بشكل خاص.
- محاولة التعرف على التمويل في المؤسسات الاقتصادية وأنواعه.
- التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية.
- محاولة الإحاطة بالعلاقة بين الأسواق المالية ودورها في التمويل.

## أسباب اختيار الموضوع:

- تناسب الموضوع مع تخصص مسارنا التكويني.
- محاولة التعرف على العلاقة التي تربط السوق المالي مع تمويل المؤسسات الاقتصادية.
- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة ببورصة الجزائر.

## حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة المكانية في بورصة الجزائر وذلك بالتطرق إلى المؤسسات المدرجة فيها، أما فيما يتعلق بالحدود الزمانية فقد تمحورت حول الفترة من سنة 2014 إلى غاية سنة 2022.

## منهج الدراسة:

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

- تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي: استخدم نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولنا فيها الجوانب النظرية للأسواق المالية من مفهوم وأقسام ووظائف وتحليل علاقتها بالتمويل في المؤسسات الاقتصادية.
- منهج دراسة حالة: استخدم في الفصل الثاني للاطلاع على البورصة في الجزائر ودورها في التمويل لأنّ هذا المنهج يعتمد على جمع البيانات المرتبطة بموضوع البحث ودراستها وتحليلها وذلك باستخدام الأدوات الايضاحية كالجداول والأشكال والمنحنيات البيانية كلما دعت الحاجة لذلك.

## هيكل البحث:

- من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات قسمنا الدراسة كالاتي:
- المقدمة: تم فيها طرح الإشكالية والفرضيات واهداف الدراسة وأسباب اختيار الموضوع وحدود ومنهج الدراسة بالإضافة إلى الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا.
- الفصل الأول: فصل نظري تناولنا فيه مفاهيم عامة حول التمويل والأسواق المالية.
- الفصل الثاني: خصص لدراسة حالة بورصة الجزائر سنتناول فيه ظروف نشأة بورصة الجزائر والمعوقات التي تواجهها ومدى فعاليتها في تمويل المؤسسات الاقتصادية وكيف يتم معالجة تلك المعوقات.

## الدراسات السابقة:

تركزت عملية البحث على الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع بحثنا سواء في دراسة الحالة أو في أحد المتغيرات، فاستعنا بأربعة دراسات باللغة العربية ودراستان باللغة الفرنسية والتي سنوضحها في الجداول الآتية:

1-دراسة (بوكساني رشيد، 2005)	
عنوان الدراسة	"معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"
نوع الدراسة	أطروحة دكتوراه - جامعة الجزائر
مجتمع الدراسة	الأسواق المالية العربية
عينة الدراسة	مسح شامل لبورصات الدول العربية
هدف الدراسة	<p>- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية.</p> <p>- البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها.</p> <p>- البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية من جهة وتطوراتها وأدائها من جهة أخرى، وذلك بهدف الوقوف على معوقات تطور أسواق الأوراق المالية.</p> <p>- الرغبة في تقديم اسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتعامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة ثانية.</p>
خطوات الدراسة	<p>الباب الأول: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية</p> <p>الباب الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.</p>
الأدوات	تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية.

<p>- عدم صحة الفرض القائل بأنه يمكن للتشريعات واللوائح التنظيمية أن تنشئ سوقا ماليا فعالا لوحدها.</p> <p>- بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية.</p> <p>- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية.</p> <p>- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.</p> <p>- ضعف السيولة ويمكن رصده من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا وعدد أيام التداول في السنة.</p> <p>- يلاحظ في البورصات العربية أنّ أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.</p>	<p><b>أهم النتائج</b></p>
<p>- الاختلاف في مجتمع الدراسة المعتمدة في البحث حيث ركزت الدراسة على الأسواق المالية العربية في حين دراستنا ركزت على بورصة الجزائر.</p> <p>- ركزت الدراسة على التشريعات المتعلقة بالبورصات العربية من اجل اكتشاف فعاليتها وكفاءتها في حين دراستنا ركزت على دور البورصة في التمويل.</p>	<p><b>أوجه الاختلاف عن الدراسة</b></p>
<p>- الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي للبيانات.</p> <p>- كلا الدراستين تطرقت لسبل تفعيل البورصة الجزائرية.</p> <p>- من أهم النتائج المتوصل لها ضعف السيولة والرسملة.</p>	<p><b>أوجه التشابه مع الدراسة</b></p>

المصدر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية منشورة، جامعة الجزائر 2005-2006.

<p><b>2-دراسة (حليمة عطية، 2014)</b></p>	
<p>دراسة السوق المالية في تمويل الاستثمارات - دراسة حالة بورصة عمان (2008-2013)</p>	<p><b>عنوان الدراسة</b></p>
<p>مذكرة ماجستير</p>	<p><b>نوع الدراسة</b></p>
<p>- معرفة الشروط الواجب توفرها لإقامة سوق مالية متطورة وفعالة.</p> <p>- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإنشاء سوق مالي فعال.</p>	<p><b>هدف الدراسة</b></p>

<p>- تأسيس سوق أوراق مالية في دولة نامية مثل الأردن تقوم على توفير مقومات قيام تلك السوق وتوفير الشروط التشريعية والتنظيمية والمناخين الاقتصادي والسياسي.</p>	
<p>الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية. الفصل الثاني: كفاءة بورصة الأوراق المالية. الفصل الثالث: أساسيات الاستثمار في سوق المال. الفصل الرابع: دور السوق المالي الأردني في تمويل الاستثمار: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية (2008-2013)</p>	خطوات الدراسة
<p>تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية.</p>	الأدوات
<p>-محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي حيث أنّ اتساع قاعدة السوق وازدهارها تتطلب عدد كاف ومنتظم من الأدوات المالية. -التجارب السلبية للاستثمار في الأوراق المالية في عدد من الأسواق العربية كأزمة سوق المناخ، الأزمة العالمية لسنة 2008 وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت إلى ضعف ثقة الكثير من المستثمرين في الأوراق المالية. -انخفاض حجم سيولتها ويظهر ذلك في انخفاض حجم التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، كذلك انخفاض عدد أيام التداول فضلا عن انخفاض معدّل دوران السهم.</p>	أهم النتائج
<p>-الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي واستخدام الأدوات الإحصائية. -ضعف السيولة وجه تشابه بين بورصة عمان وبورصة الجزائر حسب ما جاء في الدراستين. -كلا الدراستين حاولت التطرّق إلى دور البورصة في التمويل.</p>	أوجه التشابه
<p>-الاختلاف في دراسة الحالة [هي كانت حول بورصة عمان فيما دراستنا كانت حول بورصة الجزائر]. -الاختلاف في الحدود الزمانية حيث أنّ بورصة عمان كانت للفترة من 2008 إلى غاية 2013 أما دراستنا كانت للفترة من 2014 إلى غاية 2022.</p>	أوجه الاختلاف

المصدر: حليلة عطية، دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008-2013، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة 2014-2015.



3-دراسة (مراد خطاب، 2022)	
عنوان الدراسة	نشاط بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول.
نوع الدراسة	مقال علمي.
هدف الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ابراز واقع نشاط البورصة الجزائرية بالتعرف على كل جوانبها</li> <li>- معرفة درجة تقدم البورصة الجزائرية ومدى مساهمتها للاقتصاد الوطني انطلاقا من دراسة الشركات المدرجة وحجم التداول وراس مالها لمعرفة أدائها في الاقتصاد ككل.</li> </ul>
خطوات الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>-الإطار النظري: نشأة بورصة الجزائر، مكونات بورصة الجزائر، الهيئات الناشطة ببورصة الجزائر.</li> <li>-الإطار التطبيقي: درجة تقدم ونضج بورصة الجزائر والتي تقاس من خلال مجموعة من المؤشرات متمثلة في الحجم والسيولة والتركيز.</li> </ul>
الأدوات	تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية كالمنحنيات والرسوم والجداول والأشكال.
اهم النتائج	<ul style="list-style-type: none"> <li>- عدد قليل من الشركات المدرجة في السوق ولم يتعدى عددها ستة شركات</li> <li>- اغلب الشركات المدرجة حكومية والتي لا يمكن اعتبارها شركات يمكن ان تنشط السوق لأنه يتم تدعيمها من طرف الدولة مثل فندق الاوراسي صيدال.</li> <li>- معدل رسملة السوق متأخرة عن الواحد الصحيح ب 10<sup>4</sup> يكاد يكون صفر خلال سنوات الدراسة مما يدل على ان السوق ضعيف من جهة تعبئة رؤوس الأموال.</li> <li>- البورصة الجزائرية تعد من أصغر البورصات في العالم عامة والعالم العربي</li> </ul>
نقاط الاختلاف عن الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>_ الحدود الزمانية حيث كانت في الفترة 2005 الى غاية 2018 اما دراستنا كانت للفترة من 2014 الى 2022.</li> <li>-ركزت هذه الدراسة على واقع نشاط البورصة في حين ركزت دراستنا على دور البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية.</li> </ul>
نقاط التشابه مع الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاشتراك في دراسة الحالة الا وهي بورصة الجزائر.</li> <li>- الاشتراك في النتيجة الرئيسية الا وهي ركود وجمود بورصة الجزائر.</li> <li>-الاشتراك في استخدام نفس المنهج والأدوات.</li> </ul>

المصدر: مراد خطاب، نشاط بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مقال علمي من مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 22، العدد 01، المركز الجامعي تمارست الجزائر، 2022.

4-دراسة (أمانة بودريوة، 2019)	
عنوان الدراسة	واقع واليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري.
نوع الدراسة	مقال علمي
هدف الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تبين الهيئات المسيرة لبورصة الجزائر والأسواق المكونة لها.</li> <li>- تقييم تطور اهم مؤشرات أداء بورصة الجزائر .</li> <li>- تحليل معوقات تطور بورصة الجزائر وإظهار اهم اليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري.</li> </ul>
خطوات الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>-المحور الأول: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر .</li> <li>-المحور الثاني: تطور مؤشرات أداء بورصة الجزائر .</li> <li>- المحور الثالث: معوقات عمل بورصة الجزائر واليات تفعيلها لتمويل الاقتصاد الجزائري.</li> </ul>
الأدوات	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية كالمنحنيات والرسوم والجداول والأشكال.</li> </ul>
اهم النتائج	<ul style="list-style-type: none"> <li>- عدم قدرة بورصة الجزائر على توفير السيولة.</li> <li>- ضعف مستويات الادراج ببورصة الجزائر وغياب التداول فيها.</li> <li>- تقتقر بورصة الجزائر لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية.</li> <li>- من اهم العوامل التي أدت الى قصور دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد هي هيمنة القطاع العام.</li> </ul>
نقاط الاختلاف عن الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاختلاف في الحدود الزمانية فهذه الدراسة كانت للفترة من 2011 الى غاية 2017 في حين دراستنا كانت للفترة من 2014 الى 2022.</li> </ul>
نقاط التشابه مع الدراسة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاعتماد على نفس أدوات الدراسة وهي تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية كالمنحنيات والرسوم والجداول والأشكال.</li> <li>- كلتا الدراستين تطرقتا لسبل تفعيل بورصة الجزائر .</li> <li>- من اهم النتائج المتوصل اليها في كلتا الدراستين هي: ضعف السيولة وضعف مستويات الادراج ببورصة الجزائر .</li> </ul>

المصدر: امينة بودريوة، واقع واليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، مقال علمي من المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، 2019.

5-دراسة (احمد يكور وأسماء محمد بن احمد، 2022)	
Le marché boursier algérien : une étude analytique de la bourse d'Alger dès 1999 jusqu'à 2018	عنوان الدراسة
مقال علمي من مجلة <b>Revue Cahiers Economiques</b>	نوع الدراسة
- تحليل وضعية بورصة الجزائر تطورها وواجه القصور فيها. - واقع بورصة الجزائر.	هدف الدراسة
- المقدمة. - الإطار النظري لبورصة الجزائر. - دراسة تحليلية لبورصة الجزائر.	خطوات الدراسة
- تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية كالمنحنيات والرسوم والجداول والأشكال.	الأدوات
- ان انخفاض عدد الشركات التي يتم انشاؤها في الجزائر على شكل شركة مساهمة يشل تطور السوق. - بورصة الجزائر غير قادرة على جذب عدد كاف من الشركات لتوليد مستوى كبير من التمثيل للاقتصاد. - بعد 20 سنة من التواجد والنشاط نجد بورصة الجزائر ضعيفة وضيئلة حيث لم تتجاوز القيمة السوقية 0.6% من الناتج المحلي الاجمالي.	اهم النتائج
- التركيز على تأثير عدد المؤسسات المدرجة في البورصة في حين دراستنا كانت حول دور بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية. - الاختلاف في الحدود الزمانية فهذه الدراسة حدودها الزمانية من 1999 الى 2018 اما دراستنا فكانت حدودها الزمانية من 2014 الى 2022.	نقاط الاختلاف عن الدراسة
- الاعتماد على نفس دراسة حالة الا وهي بورصة الجزائر. - الوصول الى النتيجة المشتركة وهي ضعف فعالية بورصة الجزائر.	نقاط التشابه مع الدراسة

Source : Ahmed YEKKOUR, Asmaa MOHAMMED BENAHMED, **Le marché boursier algérien : une étude analytique de la bourse d'Alger dès 1999 jusqu'à 2018**, Revue Cahiers Economiques, Volume : 13 – Numéro : 01 (2022).

6-دراسة (سعيدى فاطمة الزهراء ، 2022)	
Financer les entreprises par la cotation en bourse un cas étude de la Bourse Algérienne	عنوان الدراسة
Economics Financial Banking & Management Journal مقال علمي من مجلة	نوع الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الالمام بعملية الادراج في البورصة.</li> <li>- الإفصاح عن فوائد ادراج الشركات في البورصة.</li> <li>- معرفة شروط وكيفية الادراج في بورصة الجزائر.</li> <li>- التعرف على الشركات المدرجة التي تطرح أسهمها في بورصة الجزائر.</li> </ul>	هدف الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- مفاهيم عامة حول القوائم.</li> <li>- الادراج في البورصة الجزائرية.</li> <li>- طرق تسعير الأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر.</li> <li>- التعرف على الشركات المدرجة التي تطرح أسهمها في بورصة الجزائر.</li> </ul>	خطوات الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية.</li> </ul>	الأدوات
<ul style="list-style-type: none"> <li>- التعريف بالإدراج وهو ضرورة ملحة للشركات التي تبحث عن مصادر تمويل غير المصادر التقليدية.</li> <li>- هناك مجموعة من المزايا التي يحققها الادراج في السهم والسند للشركات الا ان هناك أيضا العديد من التشريعات والمتابعات العامة التي يجب الالتزام بها والتوافق معها.</li> </ul>	اهم النتائج
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاختلاف في ان هذه الدراسة ركزت على تأثير عدد الشركات المدرجة على فعالية بورصة الجزائر من حيث ضعفها وقوتها في حين دراستنا ركزت على دور البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية.</li> <li>- الاختلاف في الحدود الزمانية</li> </ul>	نقاط الاختلاف عن الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- الاعتماد على نفس دراسة الحالة الا وهي بورصة الجزائر.</li> <li>- الاعتماد على نفس أدوات الدراسة واستخدام تحليل البيانات المتحصل عليها من مصادرها الرسمية وتوضيحها من خلال أدوات إحصائية.</li> </ul>	نقاط التشابه مع الدراسة

Source : Saïdi Fatima Zohra, **Financer les entreprises par la cotation en bourse, un cas étude de la Bourse Algérienne**, Economics Financial Banking & Management Journal, Vol me : 11/ N : 02(2022),

## الفصل الأول:

### الإطار النظري للتمويل وسوق رأس المال

تمهيد:

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، حيث من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأس مالية، وتبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة هذا بالإضافة إلى أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمار، ونتيجة للأهمية التي تحتلها الأسواق المالية يتوجب علينا في هذا الفصل دراسة العموميات الأساسية للأسواق المالية والتمويل وهذا ما فرض علينا تقسيم هذا الفصل إلى بحثين، نتناول في المبحث الأول مصادر التمويل المتاحة في المؤسسة حيث تطرقنا فيه إلى ماهية التمويل من تعريف وأهمية بالإضافة إلى أنواعه أما المبحث الثاني فسننتظر فيه إلى الاطار النظري للسوق المالي من تعريف وأنواع ووظائف وعلاقة هاته الوظائف بنمو الاستثمار وكذا كفاءة السوق المالي.

## المبحث الأول: الإطار النظري للتمويل:

يعتبر التمويل من اهم التحديات التي تواجه مختلف المؤسسات الاقتصادية خلال مزاوله نشاطها الاقتصادي فهو أحد الركائز الأساسية لضمان استمرارها وذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة، كما يعتبر ايضا أساس توفير الموارد اللازمة للإنتاج وإدارة العمليات فكلما كانت المؤسسة تحتوي على مصادر تمويل متنوعة كلما كان بإمكانها التوسع وتنفيذ استراتيجياتها مع الاخذ بعين الاعتبار التكاليف والمخاطر والمحددات التي تحكم هذه المصادر ولتوضيح ما سبق قسمنا المبحث الى المطالب الآتية:

- ماهية التمويل
- التمويل الداخلي
- التمويل الخارجي

### المطلب الأول: ماهية التمويل

يشكل التمويل احدى الأنشطة الأساسية في أي مؤسسة مهما كان حجمها او طبيعة نشاطها وهذا نظرا للدور الذي يلعبه راس المال للبدء في النشاط الاستغلالي او الاستثماري له فلا يمكن لأي مؤسسة ان تقوم بنشاطها من انتاج او تسويق او غيرها من وظائف المشروع دون توفر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة وواجه الانفاق المتنوعة وحتى نلم بالموضوع أكثر سوف نتطرق في هذا المطلب الي تعريف التمويل واهميته ومصادره ومبادئه ومخاطره.

### أولاً: تعريف التمويل واهميته

قبل التطرق الى مختلف مصادر التمويل المتاحة امام أصحاب المؤسسات الاقتصادية سنحاول ان نعرج على مفهوم التمويل واهميته:

### 1-تعريف التمويل:

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت الى موضوع التمويل نوجز أهمها فيما يلي:

**التعريف الأول:** " يعرف التمويل على انه توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء او تطوير مشروع خاص او عام غير ان اعتبار التمويل على انه الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل او تطوير المشروع يمثل نظرة تقليدية بينما النظرة الحديثة له تركز على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد".<sup>1</sup>

<sup>1</sup>- مولود فتحي وعبد القادر قطاف، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حالة مجمع صيدال 2013-2015، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 02، العدد 04، سبتمبر 2018، جامعة غرداية، الجزائر، ص: 224.

**التعريف الثاني:** " يعرف التمويل على انه مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية وعلى هذا الأساس فان تحديد مصادر التمويل يعتمد على المصادر المتاحة المتواجدة في البيئة المحيطة بالمؤسسة.<sup>1</sup>

**التعريف الثالث:** "يعبر التمويل عن كافة الأنشطة والاعمال التي يقوم بها الافراد والمشروعات للحصول على الأموال اللازمة براس المال او بالاقتراض واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء القيمة المتاحة حاليا للاستثمار والعائد المتوقع من هذا الاستثمار والمخاطر المحيطة به."<sup>2</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص بان التمويل هو نشاط حيوي وحساس بحيث يمكن اعتباره الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات الامداد بالأموال والتخطيط لها والحصول عليها من انبب المصادر المتاحة عن طريق المفاضلة بينها بما يضمن تحقيق الأهداف وتحقيق توازنها المالي.

## 2- أهمية التمويل:

كما هو معروف فان التمويل يعتبر فرعاً من فروع علم الاقتصاد وتبرز أهميته كونه يؤمن ويسهل انتقال الفوائض النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض الى تلك الوحدات التي لها عجز مالي فالوحدات الاقتصادية التي لها عجز هي تلك الوحدات التي يزيد انفاقها على السلع والخدمات عن دخلها ، في حين ان الوحدات ذات الفائض هي تلك التي يزيد دخلها عما تنفقه على السلع والخدمات وعامة تعتمد الية التمويل على جملة من الحوافز التي تحمل عن طريقها الوحدات الاقتصادية ذات الفائض لان تتنازل عن فوائضها النقدية لصالح الوحدات الاقتصادية ذات العجز وهذا الامر يعطي الحركية والحيوية اللازمة والضرورية لتحقيق وتيرة نمو اقتصادي مقبول وتنمية شاملة ثم تحقيق الرفاهية للمجتمع.<sup>3</sup>

ولعل من أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل ما يلي:

- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات الحاجة.
- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.

## ثانياً: مصادر التمويل

يمكن لنا ان نقسم مصادر التمويل الى:<sup>4</sup>

1 - ريمة زنانرة وشريفة العيد، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه، مجلة المالية والسوق، المجلد 10، العدد 02، 2022، ص: 327.

2- نفس المرجع ص: 328.

3 - غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، مذكرة ماجستير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية جامعة الجزائر، 2011 / 2012، ص ص: 03، 04.

4 - طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص ص: 25، 26.



1- من حيث الملكية وتنقسم الى:

- التمويل من المالكين أنفسهم وذلك من خلال احتجاز الارباح وزيادة راس المال ويطلق عليها بأموال الملكية.
- التمويل من غير المالكين (المقرضين) وقد يكونوا موردين للمنشأة او بنوك او مؤسسات مالية ... ويطلق عليه بأموال الاقتراض.

2- من حيث النوع وينقسم الى:

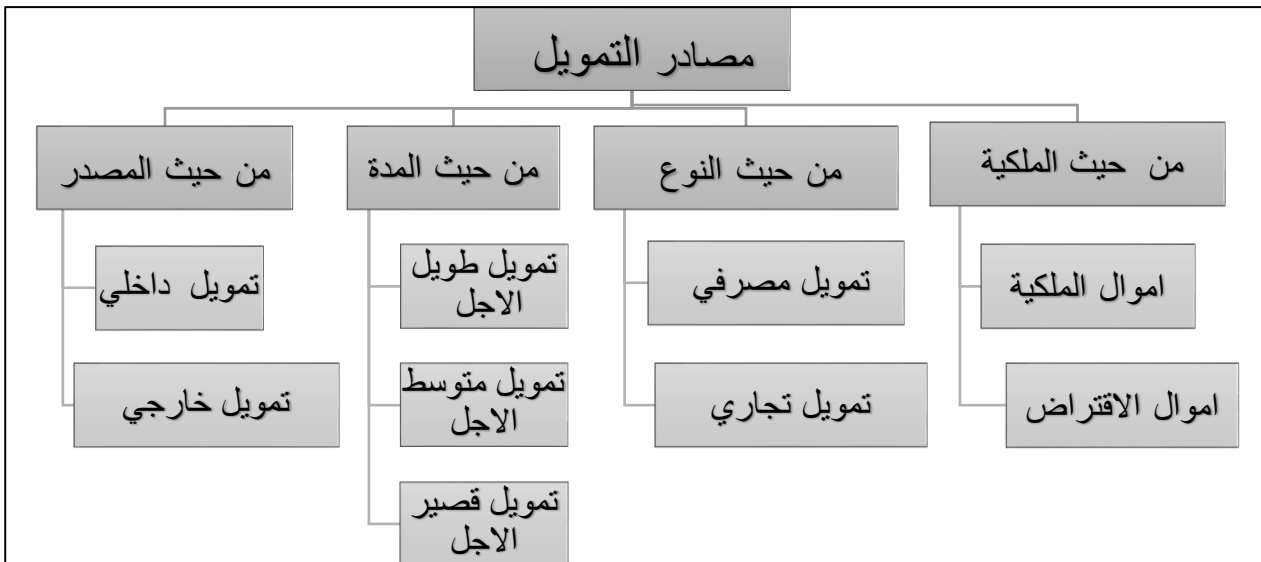
- تمويل مصرفي: وهو الذي نحصل عليه من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.
- تمويل تجاري: وهو الذي نحصل عليه من الموردين.

3- من حيث المدة (الفترة الزمنية) وينقسم الى:

- تمويل طويل الاجل مثل القروض البنكية، السندات.... وتكون مدته أكثر من 10 سنوات.
- تمويل متوسط الاجل: هو ذلك النوع من التمويل الذي يمتد ما بين السنة والعشرة سنوات مثل القروض المصرفية.... الخ.
- تمويل قصير الاجل: هو الذي تكون مدته اقل من سنة مثل القروض البنكية، التمويل التجاري، اذونات الخزينة.... الخ.

- 4- من حيث المصدر وينقسم الى: تمويل داخلي وتمويل خارجي وسوف نتطرق بالتفصيل الى كل من النوعين في المطلبين الآتيين.

شكل رقم (01): مصادر التمويل



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق

## ثالثا: مبادئ ومخاطر التمويل

### 1-مبادئ التمويل:

يقوم نشاط التمويل في المؤسسة على مجموعة من المبادئ من أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

أ-**الاستحقاق:** يعني ان الأموال المتحصل عليها لها تاريخ استحقاق معين يجب تسديدها فيه عند بلوغ تاريخ وحتى بالنسبة للأموال الخاصة في المؤسسات الفردية التي لا يكون فيها عدد المساهمين كبير .

ب-**الحق في الدخل:** يعني ان مصادر التمويل لها الأولوية في الحصول على جزء من النتائج التي تحققها المؤسسة فالأولوية تكون لأصحاب الديون ثم أصحاب الأموال الخاصة.

ج-**الحق في الأصول:** ففي حالة عجز المؤسسة عن تسديد التزاماتها اتجاه مصادر التمويل فان لهذه المصادر الحق في الحصول على مقابل التنازل عن هذه الأصول حسب الأولوية.

د -**الملائمة:** ان تتوع مصادر التمويل وتعددتها يعطي للمؤسسة فرصة من اجل اختيار مصدر التمويل الملائم الذي يناسب المؤسسة من حيث التوقيت والشروط والحجم.

هـ-**ضرورة الموازنة بين المخاطر والعائد:** حيث لا يجب السعي الى المبادرة بمخاطر مالية جديدة مالم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية.

و-**الاحذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود:** من المبادئ الأساسية للتمويل ان النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الان اعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول العام القادم لذلك القاعدة تنص على انه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكرا كلما كان ذلك ممكنا.

ز-**الاحذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية:** عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب على المسير المالي اخذ بعين الاعتبار تأثيرات الضريبة على هذا القرار ومعنى ذلك ان جميع التدفقات النقدية يجب ان تحسب بعد خصم الضرائب.

### 2-مخاطر التمويل

يمكن تقسيم مخاطر التمويل الى:<sup>2</sup>

أ-**المخاطر المادية:** وهي تلك المخاطر التي تتلف بعض السلع المادية التي هي نتاج العمل الممول وبالتالي في هذه الحالة لا يمكن تسديد المبالغ المقترضة مما يلحق بالمؤسسة خسائر، أي تكاليف إضافية.

ب-**المخاطر الفنية:** وهي تلك المخاطر التي تنتج من حقيقة ان مهارة المنتج قد لا تتناسب مع طموح خطته

1 - براهيم بلقطة، تمويل المؤسسة، مطبوعة بيداغوجية في مقياس تمويل المؤسسة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2021 / 2022 ص ص: 04، 05.

2 - طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص: 22، 23.

ومن اجل ذلك فانه بالرغم من الوسائل المعروفة فان المنتج قد يفشل في عمل الشيء المرغوب لأنه غير مؤهل فنيا لاستخدام عناصر الإنتاج فمثلا يستهلك موارد أكثر من تلك التي حددها عند وضع الخطة وهذا هدر للموارد، وبالتالي يلحق بالمنتج خسائر لم تكن بالحسبان.

**ج- المخاطر الاقتصادية:** وهي تلك المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة وهي تنقسم في هذا السياق الى نوعين:

- مخاطر انخفاض الطلب على المنتج الممول، مما يعني عدم الحصول على مردود مالي تسدد من خلاله أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى، اما الأسباب التي تؤدي الى انخفاض الطلب على السلعة المنتجة او الخدمة كثيرة منها: المنافسة انخفاض الدخل نوع السلعة .... الخ.
- مخاطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة لصنع المنتج المخطط له، وبالتالي قد لا يمكن انتاجه.

### **المطلب الثاني: التمويل الداخلي**

يمكن ان تلجأ كل ان لم تكن كل المؤسسات الاقتصادية الى استخدام هذا النوع من التمويل وذلك من خلال ما تملكه من موارد ذاتية متاحة والتي تتكون من الفوائض النقدية الناتجة عن العمليات الجارية والمتمثلة في الأرباح المتراكمة وغير موزعة ومجموع مخصصات الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

**أولاً: تعريف وأهمية التمويل الداخلي:**

#### **1- تعريف التمويل الداخلي:**

يعرف التمويل الداخلي على انه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها وهذه العملية لا تتم الا بعد الحصول على نتيجة الدورة الغير موزعة يضاف اليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الاهتلاكات والمؤونات، ويحسب التدفق النقدي الصافي من خلال قدرة التمويل الذاتي كما يلي:<sup>1</sup>

قدرة التمويل الذاتي = الأرباح + الاحتياطات + مخصصات الاهتلاك + المؤونات.

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الاهتلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي.

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة.

#### **2 - أهمية التمويل الداخلي**

تتمثل أهمية التمويل الذاتي فيما يلي:<sup>2</sup>

- تمويل الاستثمار التجاري أي تمويل النفقات المخصصة للتسويق وتوزيع منتجات المؤسسة

<sup>1</sup>- سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، ص ص: 36، 37.

<sup>2</sup>- زوليخة علال، كيميالية ليمان، دور التمويل الذاتي في دعم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مطاحن مرمورة قالمة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قالمة، جامعة 8 ماي 45، 2014 / 2015، ص 22.

- يسمح بتمويل عمليات التوسع والذي يتمثل في إضافة أصول جديدة (مباني، الات، وأدوات) بغرض توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة.
- يسمح بإعطاء ضمان لتسديد الديون فهو مقياس لقدرة المؤسسة على الاستدانة كما ان قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة تمثل قدرتها على تسديد ديونها المالية حيث ان اغلب البنوك تستعمل هذه النسبة لإعطاء قرار منح او عدم منح قرض للمؤسسة طالبة له.
- يسمح بتغطية احتياجات دورة الاستغلال وتمويل الاستثمارات الجديدة حيث يؤخذ بعين الاعتبار في برامج الاستثمار.

### ثانيا: مكونات التمويل الداخلي

يتكون التمويل الداخلي من ثلاث عناصر أساسية هي:

- الاهتلاكات.
- المؤونات ذات الطابع الاحتياطي.
- الأرباح المحتجزة.

#### 1- الاهتلاكات:

يمكن تعريف الاهتلاك من عدة زوايا فمن الناحية الاقتصادية فهو توزيع تكلفة الأصل على مدة حياته المحتملة اما من الناحية المحاسبية فيعني عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله او عن الزمن او عن تطور التكنولوجيا او اثار أخرى في حين ينظر الى الاهتلاكات من الناحية المالية على انها تهدف الى خلق موارد أساسية لتجديد الأصول وهي تشكل راس مال مهتك موجه لتمويل الأصول الجديدة وبالتالي توفير مصدر ذاتي للتمويل.

#### أهمية الاهتلاك:

للاهتلاك أهمية كبيرة من الناحية المحاسبية والناحية المالية وحتى من الناحية الاقتصادية ويمكن ابراز هذه الأهمية في النقاط الآتية:<sup>1</sup>

- **البحث عن الصورة الصادقة:** يعتبر الاهتلاك من أدوات تحقيق الصورة الصادقة وزيادة جودة المعلومات المالية فالاهتلاك له تأثير مزدوج في القوائم المالية من خلال تخفيض قيم الأصول ونتيجة الدورة من الاهتلاك وبالتالي فكل تقدير له بأقل من قيمته يؤدي الى تقييم للأصول والدخل بأكبر من قيمهما الحقيقيتين والعكس صحيح لذا فان تحديد كل دورة من الاهتلاكات يجب ان يحظى باهتمام كبير، من اجل ابراز الأداء والمركز الماليين الحقيقيين للمؤسسة.

- **تجديد الأصول غير الجارية:** للاهتلاك أثر غير مباشر في التدفقات النقدية، فإحلال الأصول يكون من خلال الإيرادات والتي بدونها لا يمكن تحقيق أي تدفقات نقدية للمؤسسة هذا من جهة ومن جهة أخرى الاهتلاك يشكل

1 - بلال كيموش وعز الدين شرون، مدى التزام المؤسسات الجزائرية بمتطلبات النظام المحاسبي المالي فيما يخص اهتلاك الأصول غير الجارية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الاعمال، المجلد 11، العدد 01، 2022، ص ص: 655، 656.

أداة للمحافظة على راس المال سليما وتوفير فرصة لاستبدال الأصول، كما يسمح بتخفيض التدفقات النقدية الخارجة واحتجازها داخل المؤسسة.

- **تعزيز القدرة على التمويل الذاتي:** يخفض الاهتلاك من قيمة الأصل الذي يرتبط به، كما يؤثر في راس المال من خلال النتيجة، حيث ينتج عنه انخفاض الربح الخاضع للضريبة والربح القابل للتوزيع وبالتالي يسمح بالاحتفاظ بأموال داخل المؤسسة وحماية النقدية وفي هذا السياق يعتبر الاهتلاك أحد اهم مكونات التمويل الذاتي. ومن هذا المنطق يعتبر الاهتلاك أداة لدعم المؤشرات المالية للمؤسسة.

## 2- المؤونات ذات الطابع الاحتياطي:

يمكن تعريف المؤونات كما يلي:<sup>1</sup>

- تعرف المؤونات على انها انخفاض من نتيجة الدورة المالية وتكون مخصصة لمواجهة الأعباء والخسائر المحتملة والتي قد تقع فعلا خلال دورة الاستغلال، وتتمثل أنواع المؤونات فيما يلي:
- مؤونات تدهور قيم المخزون والحقوق.
- مؤونات الأعباء والخسائر.

ويمكن طرح السؤال الاتي متى وكيف تدخل هذه المؤونات في حساب التمويل الذاتي؟ من خلال معرفتنا كون هذه المؤونات خاصة بالأعباء والخسائر المحتملة، فقد تقع هذه الخسائر بالفعل خلال دورة الاستغلال من جهة، ومن هنا تواجه المؤسسة هذه الخسائر، ومن جهة أخرى قد لا تقع هذه الخسائر المحتملة وعليه تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة وبالتالي تنتقل في نهاية الدورة المالية الى الاحتياطات بعد طرح نسبة الضريبة منها وتبقى لدى المؤسسة ضمن التمويل الذاتي لها.

## 3- الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة المصدر الوحيد للتمويل الداخلي بالملكية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها، والتي لا تتمكن من اللجوء الى الأسواق المالية من اجل التمويل بواسطة الأسهم والسندات اذ تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعها على المساهمين، تستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لم يتم فيها تحقيق أرباح او يتم فيها تحقيق خسائر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- سالم صلال راهي الحسنوي، مرجع سبق ذكره ص: 39.

<sup>2</sup> - سميحة بن معاوي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2022 / 2023، ص: 33.

### ثالثا: مزايا وعيوب التمويل الداخلي

ينطوي التمويل الداخلي العديد من المزايا والعيوب من أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- مزايا التمويل الداخلي:

- يمنح الاستقلالية المالية للمؤسسة التي ينتج عنها استقلالية في القرارات.
- ربح الوقت والتوجه نحو النشاط، كون باقي المصادر تستنزف الوقت في الإجراءات.
- الاستقلالية والحرية الاستثمارية وعدم التقيد بالمخططات التي تفرضها جهات التمويل الأخرى.
- السماح للمؤسسة باستغلال الفرص الاستثمارية التي تتيحها السوق في الوقت المناسب.

#### 2- عيوب التمويل الداخلي:

- عدم كفايته في تمويل كامل الفرص الاستثمارية التي تتيحها المؤسسة.
- يستعمل هذا التمويل في الاستثمارات منخفضة المردودية بسبب التخوف من المخاطر.
- زيادة أعباء الاهتلاكات بزيادة مصادر التمويل الداخلي اثناء النشاط، الذي ينتج عنه زيادة تكلفة الإنتاج، وبالتالي ارتفاع أسعار منتوجات المؤسسة، الشيء الذي يؤدي الى انخفاض المبيعات.
- يعتبر أضعف مصادر التمويل خاصة لدى المؤسسات المصغرة.

### المطلب الثالث: التمويل الخارجي

تلجأ المؤسسات الى البحث عن مصادر تمويل جديدة عندما تكون مصادر التمويل الداخلية غير كافية لمواجهة احتياجاتها التشغيلية وتوسعاتها الاستثمارية او لكونها لا ترغب في استعمال المزيد لأسباب تتعلق بالربحية او التوقيت، مما يدفعها للبحث عن خيارات تمويل خارجية إضافية والمتمثلة فيمايلي:

#### أولاً: التمويل عن طريق الائتمان التجاري والائتمان المصرفي

##### 1- الائتمان التجاري:

وهو يتمثل فيما تستطيع المؤسسة شراؤه بالأجل من الموردين أي انه يتعلق بالمعاملات الأجلة بين التجار والمؤسسات وتتمثل اهم الأسباب التي تجعل المؤسسة تفضل اللجوء للائتمان التجاري حاجتها للبضاعة وعدم تملكها للمال اللازم لشرائها نقدا بالإضافة الى ان الوقت الذي يستغرق للحصول على الائتمان التجاري اقل بكثير من الذي تضيعه في الحصول على قروض نتيجة لكثرة الإجراءات اللازمة للحصول على القرض بالإضافة الى ذلك فهي تحملها فوائد ومصاريف عالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عبد الحميد لمين، المؤسسات المصغرة ذاتية التمويل في القانون الجزائري: المفهوم وتدبير التحفيز، مجلة الدراسات والبحوث القانونية، المجلد 07، العدد 01، 2022، ص: 146.

<sup>2</sup> - عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، دار الكتاب الجامعي، الطبعة الثانية، صنعاء، 2013، ص: 238، 239.

- اشكال الائتمان التجاري:

أ- الحساب التجاري: هو اهم اشكال الائتمان وأفضلها بالنسبة للمدينين لأنه لا يضع وثيقة بيد الدائن تسهل اتخاذ الإجراءات القانونية ضد المقترض في حالة مواجهته لأي صعوبات.

ب- الشيكات المؤجلة: هي وسيلة غير مفضلة للمدينين لخطورتها ولعدم الزامية الاجل الوارد فيها.

ج- الكمبيالات: تعتبر الشكل الأقل تفضيلا بالنسبة للمدينين في الائتمان التجاري لكن يفضلها الدائنون لسببين هما:

- ان المدينين لا يفضلون تنظيمها لأمر الدائنين لأنها تضع في يد الدائن مستندا يسهل عملية الإجراءات القانونية إذا قصر المدين بالوفاء.

- ان الدائنين يفضلونها لأنهم عن طريق تظهيرها قد يحصلوا على السلع ويستطيعون خصمها لدى البنك وقبض قيمتها نقدا او ايداعها برسم التامين والحصول على نقد مقابل جزء من قيمتها.

2- الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي هو عبارة عن المبالغ التي تحصل عليها المؤسسة من القطاع المصرفي وخاصة البنوك التجارية لتغطية احتياجاتها الموسمية للأموال والتي تتمثل عادة في الزيادة الموسمية في المخزون السلعي وحسابات القبض ويأتي في المرتبة الثانية من حيث اعتماد المؤسسات عليه كتمويل قصير الاجل بعد الائتمان التجاري.<sup>1</sup>

- اشكال الائتمان المصرفي:

يأخذ الائتمان المصرفي اشكالا عدة يمكن تلخيص أهمها في الاتي:<sup>2</sup>

- تسهيلات الصندوق:

وهي قروض تعطى لتخفيض صعوبات السيولة المؤقتة الناجمة عن تأخر الإيرادات عن النفقات المدفوعة وهي ترمي الى تغطية الرصيد المدين الى حين عملية التحصيل لصالح الزبائن وهذا في حدود مدة زمنية لا تتجاوز عدد أيام الشهور.

<sup>1</sup> - عبد القادر محمد احمد عبد الله وخالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السراوات للطباعة والنشر، الطبعة الخامسة، 2017 ص: 360.

<sup>2</sup> - احمد بوساق، البيئة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (المعوقات والمقومات) - حالة الجزائر -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2021 /2020، ص: 55، 56.

**-السحب على المكشوف:**

هو قرض يمنحه البنك لصالح الزبون الذي يسجل نقصا في الخزينة ناجم عن عدم كفاية راس المال العامل، وهو يسمح بترك حساب الزبون مدينا في مبلغ معين لفترة قد تصل الى سنة.

**-القروض الموسمية:**

هي قروض تقدم لتمويل المؤسسات التي تتميز بنشاطات موسمية غير منتظمة على طول دورة الاستغلال حيث تفوق نفقاتها الإيرادات خلال موسم ما كالمحاصيل الزراعية.

**الخصم التجاري:**

يتمثل في قيام البنك بشراء الورقة التجارية من حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، وبهذا يحل البنك محل الشخص في الدائنية الى غاية تاريخ الاستحقاق، هذا مقابل ثمن يستفيد منه البنك يسمى بسعر الخصم الذي يقتطع من مبلغ الورقة التجارية، التي عند خصمها لا يحصل الزبون على قيمتها الاسمية كاملة وانما على مبلغ يقل عن القيمة الاسمية بمقدار مبلغ الخصم.

**ثانيا: التمويل بالقروض المتوسطة الاجل والتمويل التأجيري**

**1 - التمويل بالقروض المتوسطة الاجل:**

يمثل هذا النوع القروض التي تلزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من اصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين ، وتخضع عملية الاقتراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة وما بين المقرض ، وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وتاريخ السداد وتتراوح فترة الاقتراض ما بين ثلاثة الى خمسة عشر عاما وتحصل الشركات والمؤسسات على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك او شركات التامين او بعض الهيئات العامة ومن مميزات هذا النوع من التمويل هو السرعة في عملية التمويل وكذلك المرونة في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالمؤسسة.<sup>1</sup>

**2 - التمويل التأجيري**

يعرف التمويل التأجيري على انه عقد ايجار يبرم بين مؤجر ومستأجر لأصل معين لمدة محدودة من الوقت، يقوم خلالها المستفيد من استخدام الأصل مقابل دفع ايجار محدد لمالك هذا الأصل ومن الممكن ان يكون الأصل منقولاً مثل المعدات او المركبات او ان يكون غير منقول مثل المباني.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ريمة زانرة وشريفة العيد مرجع سبق ذكره، ص: 333.

<sup>2</sup> - عبير الصفدي الطوال، التأجير التمويلي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2015، ص: 14.



## - اشكال التمويل التأجيري

ينقسم التمويل التأجيري الى قسمين: <sup>1</sup>

أ - **التمويل التأجيري المالي** : ويطلق عليه التأجير الرأسمالي أو تأجير الدفع الكامل، وهو يمثل مصدرا تمويليا للمؤسسة المستأجرة، ويتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة التعاقد، كما يتضمن إيجار أصول معينة يتم اختيارها بواسطة المستأجر من المورد لهذه الأصول، ويقوم المؤجر بشرائها وتأجيرها للمستأجر مقابل التزام المستأجر بدفع أقساط الإيجار المتفق عليها في المواعيد المحددة، كما أنه يمثل الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغائه من قبل المستأجر، فإذا أراد المستأجر أن ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة دفعات الإيجار المتبقية دفعة واحدة، أما إذا تخلف عن تسديد دفعات الإيجار فان ذلك قد يؤدي إلى إعلان حالة إفلاس المؤسسة ويعتبر هذا النوع من التأجير الأكثر انتشارا.

ب - **التمويل التأجيري التشغيلي** : وفيه يتم تأجير الأصل لمدة تقل عادة عن مدة الحياة الاقتصادية للأصل، ويتمثل هذا النوع في تقديم التجهيزات وضمان خدمات الصيانة إلى المستأجر، لذلك يدعى أحيانا بعقد استئجار الخدمات، وتكون تكلفة الصيانة محسوبة في دفعة الإيجار الدورية أو يتم التعاقد عليها بشكل منفصل، وعادة يكون المؤجر مسؤولا عن تكاليف تأمين الأصل بتغطية مناسبة، كما يحتوي العقد التشغيلي على بند بإمكانية إلغاء العقد من قبل المستأجر، وإعادة الأصل إلى المؤجر قبل انتهاء فترة العقد، وهو ما يكون في صالح المستأجر إذ يعطيه مرونة كبيرة في التخلص من التجهيزات المستأجرة وأعبائها إذا تقلص حجم الأعمال وزالت الحاجة لخدماتها، أو عندما تصبح عاطلة تقنيا في حالة ظهور بدائل أكثر كفاءة .

## ثالثا: التمويل بواسطة الأسهم والسندات

### 1- التمويل بواسطة الأسهم:

#### أ-التمويل بواسطة الأسهم العادية

● **مفهوم الأسهم العادية**: تمثل مستند ملكية لحامله أي انه يملك حصة في راس مال الشركة لها قيم مختلفة تتمثل فيما يلي: <sup>2</sup>

- القيمة الاسمية: تذكر في قسيمة السهم.
- قيمة دفترية: تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية.
- قيمة سوقية: تتمثل في قيمة السهم في سوق راس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر او اقل من القيمة الاسمية او الدفترية.

<sup>1</sup> - زبير عياش وسميرة مناصرة، التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة ام البواقي الجزائر، المجلد ب، العدد 41، 2014، ص: 291.

<sup>2</sup> - سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره ص: 45.

• **مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية:**

- هناك عدة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر تمويل أهمها ما يلي:<sup>1</sup>
  - ان المؤسسة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
  - تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، اذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المؤسسة التي أصدرتها.
  - اصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي الى انخفاض نسبة القروض الى حقوق الملكية وهو امر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمؤسسة.
- والى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب من أهمها:<sup>2</sup>
  - ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة ويرجع ذلك لسببين رئيسيين:
    - أولهما: ان العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعا نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.
    - ثانيهما: ان أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
  - اصدار أسهم جديدة يحتمل ان يترتب عليه دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا اضعاف لمركز الملاك القدامى.

ب- **التمويل بواسطة الأسهم الممتازة:**

- **مفهوم الأسهم الممتازة:** سميت بالأسهم الممتازة لأنها تمكن حاملها من الحصول على عدد من الامتيازات فيما يخص الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح ونتائج التصفية ويمكن للشركات ان تقرر بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم وذلك في التصويت او الأرباح وبذلك تشبه الأسهم الممتازة العادية في ان كليهما يمثل سند ملكية وأيضا في انها لا تحصل على الأرباح الا إذا تحققت وتقرر توزيعها غير انها تختلف عنها في هذا الصدد لان التوزيعات تكون محددة بمقدار معين.<sup>3</sup>

• **مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:**

- التمويل بالأسهم الممتازة لديه العديد من المزايا أهمها ما يلي:<sup>4</sup>
  - تجنب المؤسسة دفع الالتزامات الثابتة الواجبة الدفع او الوفاء بها كالفائدة على السندات.
  - يستطيع المدير المالي عن طريق بيع الأسهم الممتازة تجنب شرط المساهمة المتساوية في المكاسب والذي يتطلبه بيع أسهم عادية جديدة، كما يمكن تجنب إدارة المؤسسة فرض المزيد من الرقابة عليها.

1 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، 1999، ص: 538، 539.

2 - نفس المرجع، ص: 538، 539.

3 - خانم نوري كاكعة، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة الجزائر، المجلد 18، العدد 01، 2020، ص: 42.

4 - بوساق احمد، مرجع سبق ذكره ص: 51، 52.

- ينجر عن التمويل بالأسهم الممتازة العديد من المساوئ ومنها الآتي: <sup>1</sup>
- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة اعلى من تكلفة الاقتراض حيث ان حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
  - المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة اعلى من تلك التي يتعرض لها حملة السندات فليس هناك ما يضمن لهم عائدا فوريا، كما انه في حالات الإفلاس يأتي حملة الأسهم الممتازة بعد أصحاب السندات في الحصول على نصيبهم من أموال التصفية.
  - ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق بالمطالبة بنصيبهم من الأرباح الا إذا قررت الإدارة توزيعها.

## 2 - التمويل بواسطة السندات

أ- مفهوم السند: يمثل السند مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية بمعنى اخر ان السندات تعتبر بمثابة عقد او اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً الى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد اصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. <sup>2</sup>

وللسند قيمة سوقية قد تزيد او تقل او تساوي القيمة الاسمية وهذا يعني ان هناك فرصة لان يحقق حامل السندات أرباحا او قد يمنى بخسائر، هذا وتحدد القيمة السوقية على ضوء درجة المخاطر التي تتوقف على المركز المالي والظروف الاقتصادية السائدة ومستوى أسعار الفائدة في السوق.

## ب- مزايا وعيوب التمويل بالسندات

يتميز التمويل بالسندات ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه وفيما يلي اهم هذه

المزايا: <sup>3</sup>

- يعتبر التمويل بالسندات اقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه، وبسبب تعرض المقرضين لمخاطر اقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة.
- ان تكلفة السندات الممثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح.
- ليس لحاملي السندات الحق التصويت
- الاقتراض عن طريق السندات يمكن المنشأة ان تشتترط الاستدعاء وهو شرط يحقق لها قدر من المرونة ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق يمكن للمنشأة استدعاء السندات القديمة ذات معدل الكبون المرتفع وإصدار سندات جديدة بمعدل كبون منخفض، كما يمكن ان تلجأ المنشأة لنفس الوسيلة في حالة السيولة الزائدة اذ قد يكون استدعاء السندات - أي إعادة شرائها - هو أفضل استثمار متاح لتلك الأموال.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص: 51، 52.

<sup>2</sup> - خانم نوري كاكه، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 556، 557.

- تعتبر تكلفة اصدار السندات منخفضة بالمقارنة مع تكلفة اصدار الأسهم.
- الى جانب المزايا التي يتصف بها التمويل بالسندات فانه يعاني من بعض العيوب من أهمها: <sup>1</sup>
- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد او أصل الدين الى تعريض المنشأة للإفلاس.
- السندات على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثم ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل اجله.

---

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص ص: 556، 557.

## المبحث الثاني: الإطار النظري لأسواق راس المال

تمثل سوق رأس المال مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة إذ تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية لذا فإن دراسة سوق رأس المال أساسية لفهم كيفية تدفق الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي أي أن سوق رأس المال تلعب دور رئيسي في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها بما يحقق الأهداف التنموية ولمزيد من الشرح والتفصيل والتوضيح قسمنا هذا المبحث الى المطالب الآتية:

- مفاهيم عامة حول سوق الأسواق المالية.
- وظائف السوق المالي وعلاقتها بنمو الاستثمار.
- كفاءة الأسواق المالية.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

#### أولاً: نشأة وتطور الأسواق المالية

"يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع والخدمات، فمنذ القدم والتجار يبيعون ويشتررون السلع والخدمات بأسعار آنية وآجلة.

ولقد بدأ التعامل بالأوراق التجارية في فرنسا سنة 1276، حيث كان يتم تداول الكمبيالات والسحوبات في عهد فيليب الأشقر الذي نظم مهنة سماسرة الصرف، وفي مطلع القرن 16 بدأت عملية تداول الأوراق المالية بمعزل عن البضائع، كما أن الحكومات والشركات بدأت تقترض من الجماهير عن طريق إصدار السندات، وتوسع هذا المجال ليشمل أسهم الملكية وذلك عندما طرحت شركة الهند الشرقية اسهمها للتداول سنة 1599 وتدعم نشاط تداول الأوراق المالية بصدور قرار ملك بريطانيا وليامس والمتضمن إصدار سندات القرض العام التي تمتاز بإمكانية تنازل حاملها عنها لأي شخص يرغب في شرائها وهكذا أصبحت السندات تتداول في المقاهي والشوارع ومختلف الأماكن العمومية.

ومع مرور الوقت نشأت الأسواق بمبانيها وأنظمتها المستقلة، وذلك استجابة للضرورات الملحة للتنمية حيث أصبحت المشاريع الكبيرة لا تستطيع التمول بسهولة، أو بتعبير آخر، أصبح من غير الممكن للفرد الواحد تحمل كافة الأعباء الاستثمارية.

وتجدر الإشارة أنّ تداول الأوراق المالية بقي في جزء كبير منه يتم في المقاهي والشوارع والنوادي حتى بعد انشاء البورصات بأبنيتها وأنظمتها المستقلة، فقبل افتتاح عمليات التداول في بورصة لندن، يلجأ الكثير من المتعاملين لإتمام المعاملات في ممرات البورصة والشوارع والمقاهي المجاورة بها، وعند الافتتاح يتم تسجيل هذه المعاملات. كما أنّ هذا يفسر تسمية بعض البورصات العالمية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية، بدأ التعامل في

الأسهم والسندات عام 1725 (وهو تاريخ تأسس بورصة نيويورك) في شارع وول ستريت تحت شجرة بيتن وور، ثم بني في هذا المكان بورصة للأوراق المالية المعروفة اليوم ببورصة وول ستريت<sup>1</sup>.

### ثانيا: تعريف الأسواق المالية

السوق المالي هو عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو لزيادته، تماما مثل أي نظام آخر ويحقق السوق الأهداف إذا استخدم في خلق مشاريع ذات جدوى اقتصادية مرتفعة، ويمكن أن يكون ضاراً للغاية إذا استخدم في غير ذلك أو لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم ذات الأسعار غير العادلة، والسوق المالي الكفو يساهم فيه المتعاملون بمختلف شرائحهم وأهدافهم وهم الأفراد والمستثمرين والوسطاء والشركات والحكومات الذين يساهمون في السوق ككل لتحقيق مصالحه، ويتم تداول الأوراق المالية من خلاله بيعاً وشراءً بين مختلف القطاعات الاقتصادية وغيرها في المجتمع بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة.<sup>2</sup>

للأسواق المالية تعريفات مختلفة ونذكر منها ما يلي:

**1-التعريف الأول:** الأسواق المالية هي الألية التي تربط بين عرض الأموال والطلب عليها، وبالتالي تمكن من تدفق الأموال من المدّخرين إلى المستثمرين الذين تقع على عاتقهم عمليات تحريك جمود الاقتصاد القومي من خلال المشروعات الاستثمارية التي يديرونها.<sup>3</sup>

**2-التعريف الثاني:** الأسواق المالية هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية سواءً كانت قصيرة أو طويلة الأجل ومثال ذلك الأسهم بكافة أنواعها والسندات بكافة أشكالها وما إلى ذلك.<sup>4</sup>

**3-التعريف الثالث:** عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو أصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العامة في هذا المجال.<sup>5</sup> ومن خلال هذه التعاريف الثلاثة نستنتج أنّ: الأسواق المالية هي وسيلة يلتقي خلالها (المشتررون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرين والاداريون) وتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذون الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات.

<sup>1</sup> نور الدين بن شوفي، الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، سنة 2018/2019، ص 9،8.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2012/1433هـ، ص 36.

<sup>3</sup> - أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017، ص 17، 18.

<sup>4</sup> -فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، أربد، الأردن، 2006، ص 8،7.

<sup>5</sup> -لقمان بلعلم، بولغريبات حسين، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، الجزائر، 2020/2021، ص 4.

تعدّ سوق النقد وسوق رأس المال المكونين الأساسيين لهذه الأسواق وتتمارس هذه السوق من خلال مؤسساتها دورًا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي فضلًا عن كونها آلية في تبعية واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

**ثالثًا: شروط إنشاء الأسواق المالية وتقسيماتها**

### **1- شروط إنشاء الأسواق المالية:**

لكي يتم إنشاء سوق مالي فعال لابدّ من توفر الشروط التالية:<sup>1</sup>

أ- اعتماد آليات السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي سواءً في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه أيضًا.

ب- متانة النظام المحاسبي مع إيلاء تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي أهمية كبيرة وتلتزم به كافة الشركات التي يتم تبادل أوراقها المالية في السوق.

ج- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالسوق المالي والرقابة عليه ولها القدرة التنظيمية والصلاحيات في إنجاز أعمالها بسهولة وسرعة.

د- اعتماد المعايير المحاسبية الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبية وتدقيق كفؤة وملتزمة بأخلاقيات المهنة.

هـ- توفير بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والأخبار أولاً.

و- إيجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدّد العلاقة بين المالكين والإداريين بهدف حماية المستثمرين في السوق المالي.

### **2- تقسيمات الأسواق المالية:**

فيما يلي تصنيفات الأسواق المالية من حيث: أجل الأدوات التي يتم التعامل بها، كيفية التعامل صفة الإصدار، تنظيم التعامل، زمن تنفيذ الصفقة، الكفاءة.<sup>2</sup>

أ- **أجل الأدوات التي يتم التعامل بها:** تقسم الأسواق بموجب هذا المعيار إلى:

\* **الأسواق النقدية:** أسواق يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل.

\* **أسواق رأس المال:** أسواق يتم التعامل فيها بالأدوات طويلة الأجل.

ب- **كيفية التعامل:** يتم فيها التعامل في الأسواق المالية بطريقتين: طريقة المزيدة وطريقة التفاوض وتقسّم الأسواق بناءً عليه إلى:

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 39، 40.

<sup>2</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، 2008، ص ص 12، 20.

\* **السوق المفتوحة:** يتم بيع السندات أو الأسهم في الأسواق المفتوحة (أسواق المزايعة) لمن يدفع سعرًا أعلى وتسمى السوق التي يتم فيها هذا النوع من التعامل بالسوق المفتوحة، وقد يتم بيع وشراء نفس السهم عدة مرّات خلال عدة صفقات في اليوم الواحد فهي إذن سوق يتم فيها:

- البيع بالمزاد.

- كما قد يتم فيها تداول الأداة التي يتم بيعها (أسهم أو سندات وما شابه) أكثر من مرّة في بعض الأحيان إذا رغب المتعاملون في ذلك.

- عدد المتعاملين يكون عادةً كبيرًا.

- يتم التعامل في مكان محدّد وفي زمن محدّد ولذلك فهي قد تكون سوقًا منظمة في أغلب الأحيان.

- من أمثلتها قاعة التداول وإجراءات المزاد التي تتبع لبيع أدوات الخزينة.

\* **سوق التفاوض أو المساومة:** ويتم التعامل فيها بناءً على مفاوضات ومساومات تسبق عملية البيع أو الاقتراض حيث يتم التفاوض على السعر وعلى الكمية وعلى شروط التسليم وموعده وكيفية الدفع... إلخ.

**ج- صفة الإصدار:** أي هل الإصدار جديد أم متداول؟ وتقسّم هذه الأسواق حسب هذا المعيار إلى:

\* **الأسواق الأولية:** السوق الأولية هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتم التعامل بها لأول مرّة، والوظيفة الرئيسية التي تقوم بها الأسواق الأولية هي تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع سندات أو أسهمها لأول مرّة أو عقد قرض جديد.

\* **الأسواق الثانوية:** وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلا التعامل بها من قبل في السوق الأولية.

**د- تنظيم التعامل:** ويمكن تصنيف الأسواق بموجب هذا المعيار إلى:

\* **الأسواق المنظمة:** وهي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في كل مكان محدّد وزمان محدّد وبأسهم شركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة تحكّم الحدّ الأدنى للصفقة الواحدة بحيث هذا الحدّ الأدنى من عدد من الأسهم يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغًا محدّدًا يسمى وحدة التعامل، وفي كل الأحوال يحكم التعامل في الأسواق المنظمة قوانين وإجراءات رسمية وتشرف عليها هيئات متخصصة، ولا يتم في هذه الأسواق سوى تداول أسهم وسندات الشركات المدرجة في السوق، وهذا النوع هو الذي يطلق عليه تسمية البورصة.

\* **الأسواق غير المنظمة:** وتسمّى أيضا الأسواق الثالثة أو أسواق ما فوق الكاونتر وهذه الأسواق توصف بأنّها غير منظمة ويطلق عليها اسم السوق الثالثة حيث يتم التعامل فيها عادةً بأسهم الشركات المدرجة ولكن بحجم أقل من وحدة التعامل. وكذلك يتم التعامل بها بأسهم الشركات غير المدرجة وهي الشركات التي لم تستوف بعض شروط الإدراج التي تطلبها البورصة لإدراج اسم الشركة في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في السوق المنظمة.

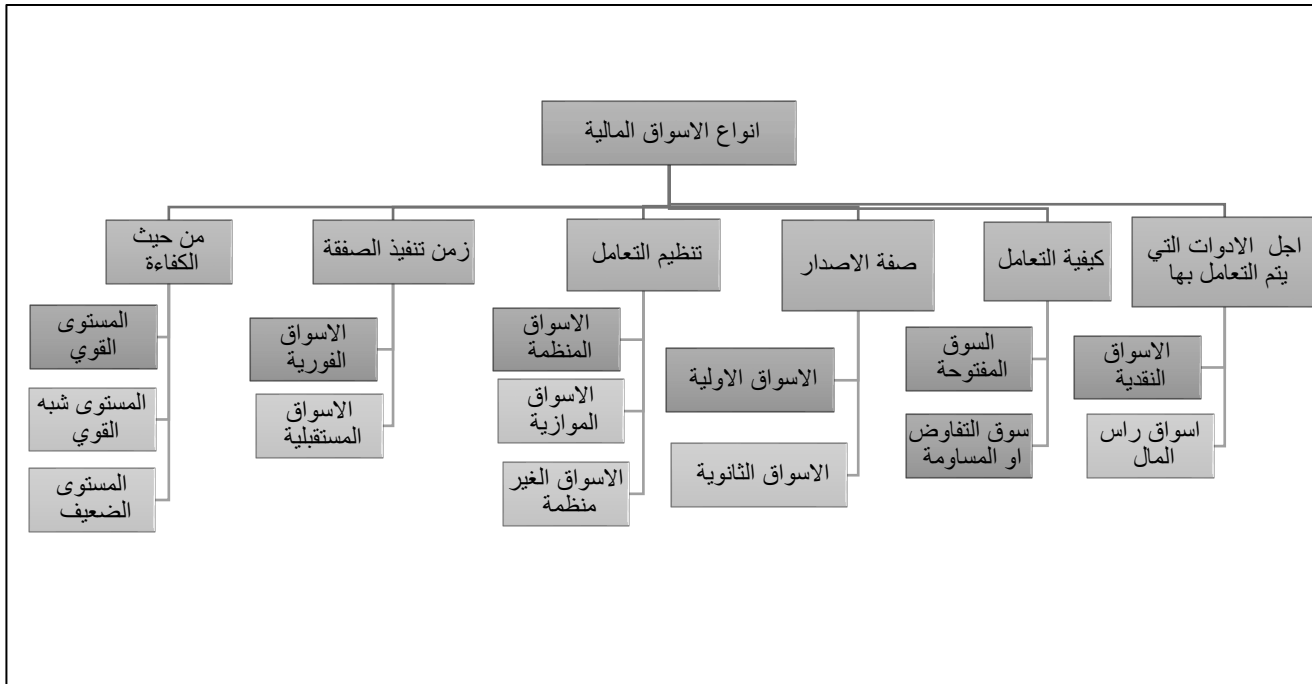


هـ- **زمن تنفيذ الصفقة:** تقسم الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة إلى قسمين رئيسيين هما:  
**\*الأسواق الفورية:** وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بحيث يتم تنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المالية المشتراة (الأسهم أو السندات أو العملات الأجنبية... إلخ) فوراً وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية، أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة.

**\*الأسواق المستقبلية:** وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل كأن تشتري أوراقاً مالية وتتعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور. والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، وللأسواق المستقبلية أدواتها الخاصة وتفرعاتها مثل سوق الخيارات وسوق المستقبلات على أنواعها وكذلك لها أساليب خاصة للتعامل فيها مثل أسلوب التحوط، حيث يعقد المتعامل صفقات شراء و صفقات بيع موازنة لها نفس الوقت ليضمن عدم تعرضه للخسارة.

و- **الكفاءة:** المقصود بها كفاءة الأسواق في تقرير السعر العادل للأسهم والسندات حيث تكون الأسواق المالية وخاصةً أسواق رأس المال على مستويات مختلفة من الكفاءة هي: -المستوى القوي، -المستوى شبه القوي، - المستوى الضعيف، -عدم وجود كفاءة، وسوف نبحت في كفاءة الأسواق المالية في المطلب الثالث لهذا المبحث.

### الشكل رقم 02 : أنواع الأسواق المالية



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق.

## المطلب الثاني: وظائف السوق المالي وعلاقتها بنمو الاستثمار

### أولاً: وظائف السوق المالي

إنّ الأسواق المالية لم تعد ترفاً اقتصادياً وإنما أصبحت ركناً هاماً وأساسياً من إكّان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة وذلك لكونها إحدى الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدّخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، ويتحقق ذلك من خلال قيامها بالوظائف التالية:<sup>1</sup>

1- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشراً واضحاً عن أحوال الشركة ومركزها المالي.

2- تنظيم ومراقبة عملية اصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدّخرين.

3- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

4- توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار، تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة.

5- مساعدة المستثمرين في الأوراق المالية على تسييل استثماراتهم (أي تحويلها إلى نقود سائلة) بسرعة وسهولة.

6- تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أنّ الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية وبواسطة الوسطاء.

7- حماية جمهور المستثمرين من عمليات النصب والاحتيال.

### ثانياً: علاقة وظائف السوق المالي بنمو الاستثمار:

تقوم الأسواق المالية من خلال وظائفها دوراً مهماً في تنمية الاستثمار وهذا من خلال ما يلي:<sup>2</sup>

1- دور الأسواق المالية في خلق السيولة: تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، نظراً لاحتياج الاستثمارات المبرمجة إلى استلزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي بحوزتهم، ذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها، لكن الأسواق تجعل هذه الاستثمارات أقل خطورة وأكثر جاذبية من خلال بيعها للأصول المالية بسرعة إذا ما احتاجوا إلى مدخراتهم في الوقت الذي تتمتع فيه الشركات بفرصة الحصول على رأس المال، فيمكن للسيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية أن تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية.

1 -حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها -تنظيمها -أدواتها المشتقة، دار الكندي، الطبعة الأولى، إربد، الأردن، 2002، ص 11،

12.

1 -حوتية عمر، مولاي لخضر عبد الرزاق، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الملتقى الوطني الثاني، الجزائر،

24-25 أبريل 2007، ص 428، 429.

**2- دور الأسواق المالية في زيادة الادخار:** يوفر سوق الأوراق المالية مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض بتوليد أصول مالية أكبر وبالمحافظة على تفضيلاتها كما يوفر أصولاً تعتبر أكبر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطر، وعليه فهو يؤثر على الميل للادخار وتشجيع الانفاق الحكومي وزيادة الادخار، فسوق الأوراق المالية تشجع ذوي الفائض على الادخار وعليه زيادة الاستثمار أي زيادة التدفقات المحلية والخارجية لهذه الأسواق.

**3 - الاحتفاظ بالثروة:** تعمل الأسواق المالية من خلال الأدوات المالية التي توفرها على دور مخزن للقيمة أو مخزن الثروة وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر الربح والأمان وزيادة الثروة وتعني الثروة مجموع كل الأصول الموجودة بالمجتمع أي أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل الحقيقي ومن ثم فإن زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعينان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار.

**4- توفير التمويل للاستثمار:** تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو التوسع، ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل كما تتيح سوق رأس المال فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المنشأة من خلال إصدارها أوراقاً جديدة ومن ناحية أخرى توفر سوق رأس المال زيادة قدرة المنشأة على الاقتراض بصورة غير مباشرة عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة منها مما يجعل هناك ثقة كبيرة في نشاط المؤسسة ويتيح أمامها فرصاً للاقتراض والتوسع من مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال.

**5- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر:** تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر كما يكون التنوع على المستوى الدولي وليس المحلي فقط مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر.

**6 - تحقيق الاستقرار الاقتصادي:** تعدّ سوق رأس المال أداة مهمّة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي وتجنب التضخم أو الكساد وذلك من خلال التأثير في معدّلات الفائدة وبالتالي تغيير مستويات الإقراض والاستثمار في الاقتصاد وتقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في الأسواق المالية وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في سوق رأس المال ومن ثم يمكن التأثير في زيادة نمو الاستثمار.

**7 - دور الأسواق المالية في معالجة المديونية الخارجية:** تجذب أسواق الأوراق المالية المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم الأمر الذي يترتب عليه الحدّ من المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي وما تأتي به المؤسسات الأجنبية من فوائد زيادة الاستقرار المالي وكذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي على مشاركة المستثمرين الأجانب على تحمل المخاطر فلجأت الدولة إلى توريق الدين أي تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول ومحاولة التخفيف منها إلى تقنية أخرى متمثلة في مبادلة الدين الخارجي بأسهم إذ يسمح للمستثمرين في هذه التقنية شراء

التزامات الدولة المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج أو تحويل البنوك الخارجية لديونها للدول النامية إلى استثمار في هذه الدول.

**8- دور الأسواق المالية في الخصوصية:** عمدت الكثير من الدول التي انتهجت سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل دور القطاع الخاص في الاقتصاد من خلال تصفية القطاع العام أو ما يعرف بالخصوصية ولكن عملية بيع القطاع العام أو الخصوصية يعتره الكثير من الصعوبات الناجمة عن تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية حيث العلاقة وثيقة بين الخصوصية والأسواق المالية ذات الكفاءة العالية في توفير المناخ اللازم لتمويل الاستثمار وتشير تجارب الخصوصية في دول العالم بأن برامج الخصوصية الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مالي منظمة وكبيرة بما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خصصتها وهنا تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في إتمام عملية الخصوصية بنجاح فسوق المال تزدهر وتتوسع بوجود عملية الخصوصية وكذلك الخصوصية بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل عملية الخصوصية ويكمن دور سوق الأوراق المالية في عملية الخصوصية في العمليات التالية:

- الإفصاح المالي.

- تقييم الأصول.

- الاكتتاب والتداول.

### **المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية**

#### **أولاً: مفهوم السوق المالي الكفؤ**

#### **1- تعريف السوق المالي الكفؤ:**

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز ويقصد بالانعكاس الكامل أنّ المشاركين في السوق يستجيبون بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم شأن الأسعار السوقية. وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناءً على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دال لحالة التوازن في السوق، كون أنّ عموم المشاركين لا يحتاجون إلى فقدان وقت كبير للبحث عن المعلومات والوصول إليها كما أنّه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محدّدة لسعر الورقة المالية.<sup>1</sup>

#### **2- أنواع كفاءة السوق المالي:**

يوجد هناك نوعان من الكفاءة للسوق المالي هما:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - رشيد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010، ص 8.

<sup>2</sup> - عادل سلمان، تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2017-2018، ص 142، 143.

**أ- الكفاءة الكاملة للسوق المالي:**

تعرف الكفاءة الكاملة للسوق المالي بأنها السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محدّدة بشأن سعر الورقة المالية، كما تعرف الكفاءة الكاملة للسوق بأنها: تلك السوق التي ينعلم فيها الفاصل الزمني بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السريعة للأصول المتداولة، وتحقق ذلك يستدعي شروطا معينة وهي:

- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية، وبذلك تصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادًا إلى معلوماتهم.
- انعدام القيود على المعاملات مثل تكاليف المعاملات والضرائب، وعدم وجود قيود كمية للمعاملة الأوامر (كسرية أو دورية) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.
- العدد الكبير من المستثمرين بحيث تمنع هذه الكثرة المستثمرين من الهيمنة على السوق، أي لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار.
- الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار، ويفترض في الكفاءة الكاملة للسوق تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية ويبقى الشرط الخاص سعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة الشرط الذي يتسم بالواقعية وسهولة تحقيقه، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق، ويعكس هذا الشرط الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية على النحو التالي:

**ب- الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي:**

تعرف الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي بأنها: السوق التي تحقق تخصيصا كفؤا للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية أي يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي وجود فاصل زمني بين تحديد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل، وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لا يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية، خاصة على المدى الطويل، ولكي يحقق السوق المالي هدفه والمتمثل في التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: <sup>1</sup>

- **كفاءة التسعير:** وتعرف أيضا بالكفاءة الخارجية وهي تعبر عن توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية لجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة كما تسعى أن يمتلك كافة المشاركين نفس الفرص في تحقيق الأرباح.

<sup>1</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 32.

● **كفاءة التشغيل:** تعرف أحيانا بالكفاءة الداخلية وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة وبحيث لا يتمكن أي فرد أو جهة (التجار أو المتخصصين أو صنّاع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى.

**ثانيا: أشكال فرضية السوق الكفؤ**

جرى تقسيم فرضية السوق الكفؤ إلى أشكال ثلاثة بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفرة وكلفة المعلومات.<sup>1</sup>

### **1- الشكل الضعيف:**

تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطاراً محتواه، أنّ أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائداً استثنائياً طالما أنّ مستوى المخاطر جرى تحديد للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية.

### **2- الشكل شبه القوي:**

وتتضمن هذه الصيغة للفرضية إطاراً محتواه بأنّ الأسعار الجارية (الحالية) للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى، تعكس المعلومات المتاحة جميعاً والتي تؤثر بتقويم (تسعير) هذه الأصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجوم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات، لذلك فإنّ المستثمرين والبائعين يستخدمون ما متاح من معلومات للتقويم، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة.

### **3- الشكل القوي:**

هي صيغة للفرضية تتبنى سعراً جارياً للأصل المالي يعكس المعلومات العامة (الشائعة) والخاصة جميعاً التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة، لذلك فإنّ المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفاء تشمل معلومات المحظييون (Insiders) (المدراء التنفيذيون، بعض الصحفيين، حاملو الأسهم الرئيسيون...إلخ)، ويثير وجود المحظييون الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة. وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية.

2-محمود محمّد الذّاغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمّان، الأردن، 2007، ص 284، 285.

نخلص إلى أنّ الشكل الضعيف يرتبط بمعلومات ماضية، بينما شكلها شبه القوي بمعلومات ماضية حالية (شائعة وخاصّة)، يضاف إلى المعلومات السابقة المعلومات التي يملكها المحظيون ليحول شكل الفرضية إلى صيغة قويّة.

### ثالثا: دور كفاءة السوق المالي في نمو الاستثمارات

وقد يكمن هذا الدور في: العلاقة بين سوق رأس المال والاستثمارات ودور كفاءة السوق المالي في تخصيص الاستثمارات.

### 1-العلاقة بين سوق رأس المال والاستثمارات:<sup>1</sup>

يعتبر تطوّر السوق المالي أحد أهم الشروط الأساسية لتطوّر القطاع الحقيقي، وزيادة الاستثمارات وذلك لأن نشاط السوق المالي يعني إمكانية تعبئة المدخرات وتوزيع الأصول المتاحة للاستثمار فضلا عن جذب الاستثمار الأجنبي ممّا يعمل على زيادة تنوع الاستثمارات في المجتمع، وتتيح الأسواق المالية التمويل اللازم للاستثمارات عن طريق أدوات مالية متنوعة وعديدة تعمل على تحقيق درجة عالية من المنافسة وتضمن فعالية تعبئة وتخصيص الموارد المالية للاتجاه نحو الاستثمار كما تيسر الأسواق توزيع الموارد المالية بين القطاعات المختلفة والمنشآت المتنوعة، اهتمت الأدبيات الاقتصادية باتجاه العلاقة بين تطوّر الأسواق المالية أو القطاع المالي بصفة عامّة من ناحية وزيادة الاستثمارات من ناحية أخرى وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي في المجتمع، حيث توجد دراسات تطرح أن القطاع المالي يكون تابعاً للتنمية والاستثمار في القطاع الحقيقي، وفي المقابل توجد دراسات أخرى تؤيد أن كلا من القطاع المالي أو الأسواق المالية تقوم بدور قيادي، في زيادة الاستثمارات ويؤدي إلى آثار إيجابية على النمو الاقتصادي ويمكن التطرّق لأهم الدراسات المؤيدة لكل من الاتجاهين.

### أ-الاتجاه المؤيد لاعتماد الأسواق المالية على الاستثمارات:

أوضحت دراسة لكل من «89-91» (Cooly et Hansoen) أنّ رصيد رأس المال مستقل عن نمو النقود وأن العلاقة بينهما تتم من خلال التغيرات في القطاع الحقيقي وكذلك تحركات الأسعار يكون تأثيرها ثانوي على سلوك رصيد رأس المال الكلي وبالتالي الناتج، وكذلك أوضحت دراسة (KINGAND. PLOSSER 1984) أن التغير في التراكم الرأسمالي يحدث مع التطوّر في التكنولوجيا ومن ثم تأثير السياسة النقدية على الاستثمارات والقطاع الحقيقي تعدّ هامشية، وأيد IRETAND 1993 ذلك باستخدام أسلوب السلاسل الزمنية، حيث توصل إلى أن الطلب على الأصول المالية يتغير داخل المجتمع بناءً على تغير معدّل النمو الاقتصادي.

<sup>1</sup> - عمر حوتية، أ. مولاي لخضر عبد الرزاق، أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الملتقى الوطني الثاني، الجزائر 25-24 افريل 2007، ص ص: 427، 428.

**ب-الاتجاه المؤيد للدور القيادي لسوق رأس المال:**

يرجع تاريخ هذا الاتجاه إلى شوم بيتر 1959 حيث أوضح أن الوسطاء الماليين يقدمون خدمات تعبئة المدخرات وتقييم المنشآت ومن ثم تسهيل التبادل مما يعمل على زيادة الاستثمارات ودفع النمو الاقتصادي، وجاء بعد ذلك TOBIN الذي قدم نظرية تربط مباشرة بين الاستثمارات وتطور سوق رأس المال.

**2 -دور كفاءة السوق المالي في تخصيص الاستثمارات:**

من المعلوم أن سعر السلع يقوم بالتخصيص الكفاء للموارد بصورة مباشرة في حين حركة الأسعار في سوق التداول بسوق رأس المال تقوم بالوظيفة التخصيصية بطريقة غير مباشرة من خلال الدور التوجيهي، وذلك بالاعتماد على تدفق المعلومات وبهذا توجد علاقة حتمية بين كفاءة سوق رأس المال وكفاءة تخصيص الموارد وذلك من خلال دورين أساسيين هما: دور أمامي ودور خلفي.

**أ- دور أمامي أو مستقبلي:** ويعني الدور الأمامي للسعر في سوق رأس المال أن المتعاملين سوف يرغبون في المعلومات حول الأرباح المستقبلية المتوقعة للفرص الاستثمارية الجارية، وتؤثر المعلومات المستقبلية في قرار الاستثمار الذي يتغير بناءً على توقعات تغير الأسعار في المستقبل.

**ب-دور خلفي:** ويعني الدور الخلفي للسعر في سوق رأس المال الاعتماد على تقييم القرارات الاستثمارية السابقة من خلال بحث تغير واتجاه السعر في السوق الماضي، الامر الذي يعكس مؤشرا على حدة جودة وكفاءة القرارات الاستثمارية السابقة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري.

ويعتمد دور كفاءة السوق المالي في تخصيص الاستثمارات على العلاقة الوثيقة بين قرار المديرين وتحديد سعر السهم في سوق رأس المال وترتبط هذه العلاقة بقيام المتعاملين في السوق بتقديم الحافز اللازم لتوفير المعلومات عن أداء المنشآت.

ويمكن استنتاج الملاحظات الآتية من خلال العلاقة بين حركة السعر في سوق رأس المال وتخصيص

الموارد:

- أن المعلومات تتدفق من المنشأة إلى سوق رأس المال وكذلك من سوق رأس المال إلى المنشآت.
- يتجه نشاط المنشآت من خلال قرارات المديرين المبنية على تميز وتغير تدفق رأس المال المستثمر إلى المنشأة ومن المنشأة.
- يعد دور سوق رأس المال دورًا مرشدًا في تخصيص الموارد بطريقة غير مباشرة.



خلاصة الفصل:

يعتبر التمويل عملية هامة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية فهو أحد الركائز الأساسية لنشاطها وضمان استمراريتها وهو يأتي من عدة مصادر داخلية وخارجية حسب الأهداف المسطر لها ونظرا لأهميته فلا بد أن يقوم على مجموعة من المبادئ والأخذ بعين الاعتبار أن له عدة مخاطر .

إن السوق المالي هو الذي يقوم بجمع مختلف الوسطاء وأصحاب الفوائض وهو ذلك الإطار الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل، وبسبب التنوع الكبير الموجود في الأسواق المالية أمكن ذلك من تقسيمها حسب معايير مختلفة، وتقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة باستخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال والذي يمكن أن يتصف بالكفاءة في حالة توفير كل البيانات فيه والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

## الفصل الثاني:

واقع بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات  
الاقتصادية

تمهيد:

يمكن للمؤسسة الاقتصادية خلال حياتها حتى وإن كانت ذات تسيير جيد أن تجد نفسها لسبب أو لآخر في حالة مالية حساسة، وعليه فاللجوء إلى القرض البنكي لتفادي العسر المالي وتجنب المخاطر ليس حلا دائما بسبب التكلفة المرتفعة للقرض المصرفي (معدل الفائدة، نفقات مصرفية، تأمينات، عمولات). هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن الميزانية بوقع الديون تجعل المؤسسة لا تتصف بالاستقلالية المالية .

وعلى هذا الأساس ورغم الصحة المالية للمؤسسة ومهما كان القطاع الذي تنمو فيه، فإن طرح القيم المتداولة للتفاوض في البورصة يمكن من تمويل نمو المؤسسة ويساهم ذلك في ارتفاع سيولة أسهم المؤسسة. وكذلك يمكن لشهرة المؤسسة الاقتصادية أن تزداد عندما تكون قيمتها مقبولة في البورصة، حيث أن الدخول والقبول في البورصة أي الإدراج فيها يقوي مصداقة المؤسسة اتجاه الغير، فتصبح معروفة أكثر لدى الجمهور . وبحكم أن بورصة القم المنقولة في الجزائر تم انشاؤها في بداية التسعينات من القرن الماضي، وبغية التعرف على كيفية سيرها وعملها، ومدى مساهمتها في تمويل المؤسسات الاقتصادية المدرجة فيها، قسمنا هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

- التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة فيها
- اسهامات بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية

### المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة فيها

يتعلق هذا المبحث بتقديم بورصة الجزائر والتطرق الى المؤسسات المدرجة فيها ولذلك تم تقسيم هذا المبحث الى المطالب الثلاثة الاتية:

- نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها.
- تنظيم وسير بورصة الجزائر.
- المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

### المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها

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

#### أولاً: نشأة بورصة الجزائر

انطلاقاً من قانون 1988 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية، حيث بدأ التحضير فعلياً لإنشائها من سنة 1990 ، ففي البداية تم بتاريخ 9 ديسمبر 1990 خلق كيان يشبه البورصة تحت اسم شركة القيم المنقولة "SVM" برأسمال إجمالي قدره 320000.00 دج تطبيقاً لنص المادة 01 من القانون رقم 03.88 حيث استعمل المشرع في هذا القانون تسمية شركة القيم المنقولة بدلاً من كلمة بورصة القيم المنقولة سببه الفراغ التشريعي في تلك الفترة، حيث لم يكن يوجد نظام متكامل ومحكم من شأنه تنظيم بورصة حقيقية.<sup>1</sup>

وفي فيفري 1992 أصبحت تسمى بورصة القيم المنقولة، التسمية الحالية، وبمجرد قيام المشرع الجزائري بتعديل القانون التجاري في 1993/04/25 بموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المتضمن أحكام خاصة بشركات المساهمة والقيم المنقولة، أصبحت الأرضية التشريعية جاهزة لاحتواء بورصة حقيقية ذات نظام متكامل ، فصدر المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 حيث تضمن نص المادة ما يلي: "

<sup>1</sup> - مراد خطاب، نشاط بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مجلة العلوم الإنسانية، المركز الجامعي تمنراست الجزائر، المجلد 22، العدد 01، 2022، ص: 1430.

تؤسس بورصة القيم المنقولة، وتعد إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم<sup>1</sup>.

### **ثانيا -مراحل إنشاء بورصة الجزائر**

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة التي بدأ التحضير الفعلي لها سنة ،1990 ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:<sup>2</sup>

**1- المرحلة التقريرية (1990-1992):**

نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27/03/1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى.

وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء "شركة القيم المتداولة" وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر 320.000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932.000 دج كما غير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 169-91 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة والرسوم رقم 170-91 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

### **2- المرحلة الابتدائية: 1996 - 1993**

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 للادخار ، كما نص على إمكانية إصدار أنواع أخرى جديدة من القيم المنقولة ،وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر .

### **3- مرحلة الانطلاق الفعلي: 1999-1996**

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

<sup>1</sup> - مرسوم تشريعي رقم 93 - 10 مؤرخ في 23 ماي 1993، متعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34، بتاريخ 23 ماي 1993 (المعدل والمتمم)، ص 04.

<sup>2</sup> - يوسف مروش وعادل سلمان، التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية مع الإشارة لحالة شركة التأمينات SPA Alliance Assurance في بورصة الجزائر، مجلة إدارة الاعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 01، 2020، ص: 371.

## المطلب الثاني: تنظيم وسير بورصة الجزائر

### أولاً: الهيئات المنظمة للبورصة

تضم البورصة في الجزائر مجموعة من الهيئات والمؤسسات التي تعمل بتكامل حتى تضمن سير العمليات في البورصة وسير البورصة في حد ذاتها، حيث تمثل بورصة الجزائر حالياً تجمعا للعديد من المؤسسات والمهنيين من بينهم:

### 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

1- تقديم اللجنة: أنشئت اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، بصفتها السلطة التنظيمية لسوق القيم المنقولة بالجزائر، وهي مستقلة وتتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة (06) أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية باقتراح من الوزارات والمؤسسات المعنية، حسب كفاءتهم في المجال المالي والاقتصادي، حسب التوزيع التالي:<sup>1</sup>

- قاض يقترحه وزير العدل حافظ الأختام.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي والبحث العلمي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

تخصص اللجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها إعانةً تُمنح لها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها. وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

### ب - مهام اللجنة:

للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عدة مهام أهمها:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2022، ص ص: 6، 11 <https://www.cosob.org>

<sup>2</sup> - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص ص: 8، 9 <https://www.cosob.org>

• **حماية المستثمرين في القيم المنقولة** : تسهر لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدّها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية، وتمارس اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبّلية على الإعلام، مراقبة بَعْدية على المؤسسات المقبولة في التسعيرة، وتتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات : الكشوف المالية والتقارير السنوية، ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييماً لنوعية العملية التي يقرّها المُصدر، بل تعني أنّ المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكْتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية .

• **حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها** :تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها وتتصبّ على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات، حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة. وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من آل سلوك تدليسي أو غير مُنصف.

- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر .

- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

ج - **سلطات اللجنة**: لقد زوّد المشرّع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق وتأييد وتحكيم.<sup>1</sup>

• **السلطة التنظيمية** :تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية .وتتعلق الأنظمة التي يتم سنّها على الخصوص بما يأتي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات وعلى حافظي السندات.

- واجبات الإعلام المفروضة على المؤسسات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.

- تسيير حافظة القيم المنقولة.

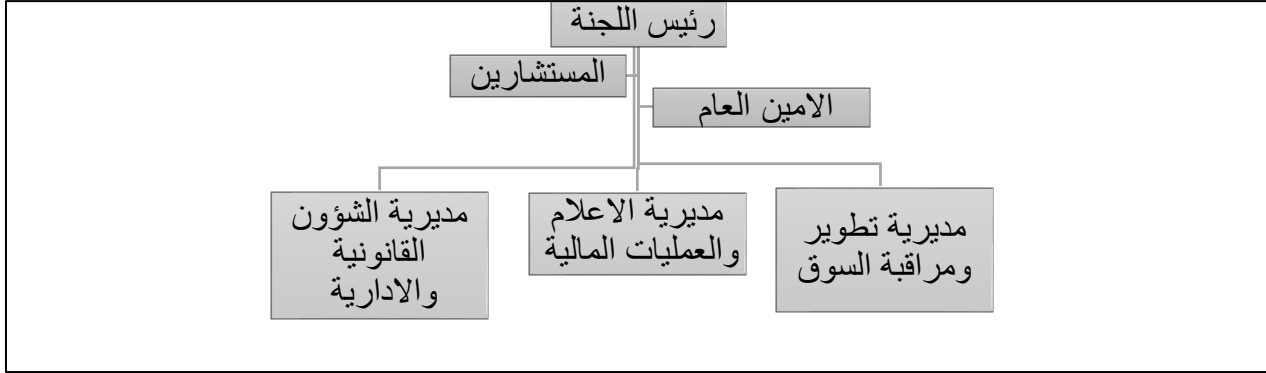
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص ص: 9، 10 <https://www.cosob.org>

- قواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.
  - القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ السندات.
  - القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.
  - شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
  - **سلطة الاعتماد والتأهيل:** تعتمد اللجنة:
    - الوسطاء في عمليات البورصة
    - شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.
    - وتؤهل ماسكي الحسابات -حافظي السندات.
  - **سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق:** تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا من:
    - احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.
    - امتثال المؤسسات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.
    - إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.
    - حُسن سير السوق .
- وتؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى مؤسسات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة.
- **السلطة التأديبية والتحكيمية:** تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديب وتحكيم تتكوّن من الرئيس، وعضوين يُنتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقاضيين يعيّنها وزير العدل ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة ومن مهامها:
    - في المجال التأديبي: تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم .
    - في مجال التحكيم: تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة، قد يحدث :
- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
  - بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.
  - بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
  - بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المُصدرة.
- ومن خلال ما سبق يمكن عرض مختلف هياكل اللجنة في الشكل الآتي:



الشكل 3 : المخطط التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها



المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2022، ص: 12

<https://www.cosob.org>

2 - شركة تسيير بورصة القيم (SGBV):

1- تعريف شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) : تعتبر هذا الشركة خاصة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري في البورصة حيث تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأسمال يقدر بـ 24 مليون دينار جزائري وهي التي يكون فيها المساهمون عبارة عن مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة والمعتمدين من لجنة البورصة، وفي الواقع فإنه منذ نشأتها ما فتئ رأسمالها يشهد الكثير من حالات الارتفاع، إذ قفز من 24 مليون دينار في سنة 1997 إلى 477200000.00 دينار في سنة 2012 ، ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة مجلس إدارة مكون من هيئة مالية تتمثل في: <sup>1</sup>

- البنوك التجارية : BEA. CNEP. BDL. BCA. BADR. BNA .

- البنوك الخاصة: Union Bank.

- شركات التأمين : CAAR. CAAT. CNR. CNMA. SAA .

ب- مهام شركة تسيير بورصة القيم (SGBV): تمارس شركة تسيير بورصة القيم عدة مهام تحت

رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والتي تتمثل فيما يلي: <sup>2</sup>

- التنظيم العلمي لإدراج القيم المنقولة في البورصة.

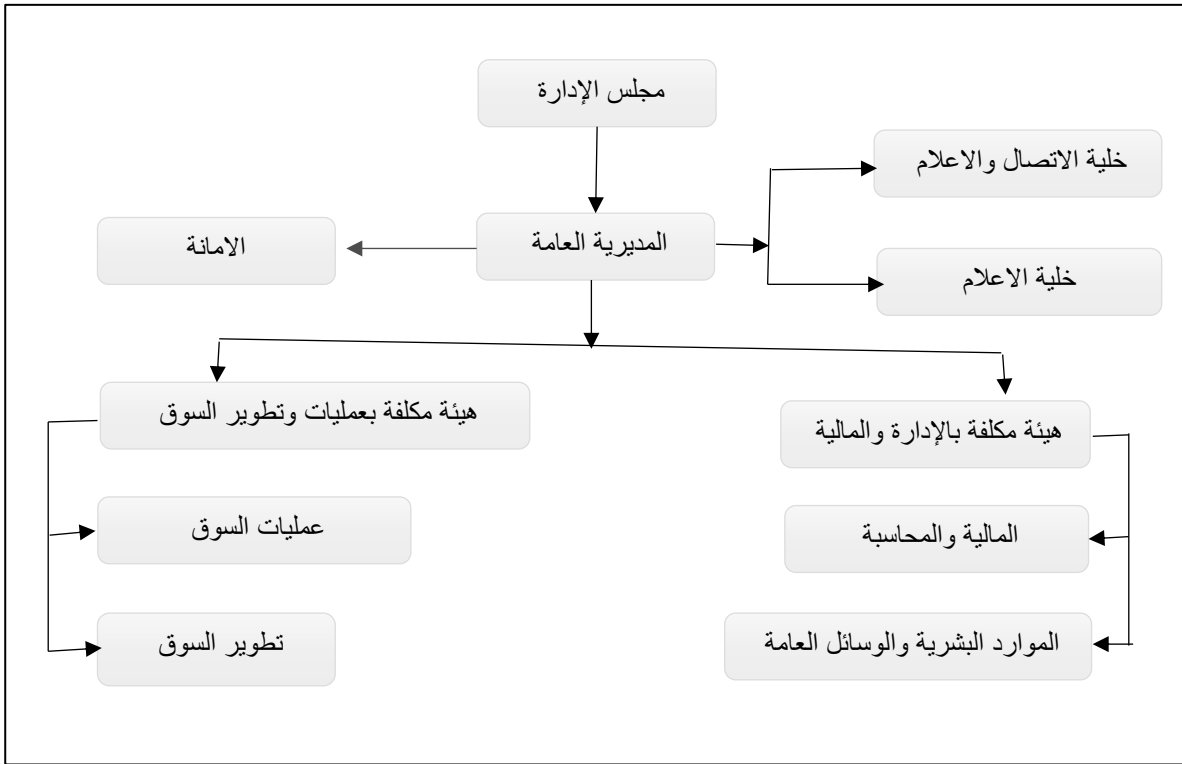
- التنظيم المادي لحصص البورصة.

<sup>1</sup> - مصطفى عوادي ومنير عوادي، اساسيات حول بورصة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، المجلد 59، العدد 02، 2022، ص ص: 583، 584.

<sup>2</sup> - امينة بودريوة، واقع واليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري، المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 01، 2019، ص ص: 193، 194.

- تنظيم عمليات المقاصة للتعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
  - تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها.
  - تسجيل المفاوضات (تقييدها).
  - نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.
  - نشر النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.
- وفيما يلي الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة الجزائر

الشكل رقم (4): الهيكل العام لشركة تنظيم بورصة القيم



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> تاريخ التصفح 2024/ 04 /29

### 3- المؤتمر المركزي على السندات "الجزائر للتسوية":

أ- تعريف المؤتمر المركزي على السندات: هو شركة ذات أسهم ارتفع رأسمالها من 75 مليون دينار جزائري في سنة 2002 إلى 240 مليون دينار جزائري في سنة 2010

ويتكون رأسماله من 240.000 سهم بقيمة 1.000,00 دينار من القيمة الاسمية وتحوزها ستة (6) بنوك عمومية وثلاث (3) مؤسسات مسعرة في البورصة، وهي مجموعة صيدال ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي والرياض-سطيف ومع نهاية سنة 2010 كان التعداد الإجمالي لموظفي الجزائر للمقاصة قد بلغ 25 موظفا من الموظفين من الإطارات وأعاون التحكم .

ويقوم المؤتمن المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية:<sup>1</sup>

- **وظيفة الحفظ:** فهو يمسك حسابات السندات باسم المهنيين؛ وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمن المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي .

- **وظيفة حركة تداول السندات:** وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب. ويقوم البنك والمؤسسات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات ويراقب المؤتمن المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول وبحلول تاريخ التسوية / التسليم يقوم المؤتمن المركزي بقيد حسابات السندات والأوراق النقدية في حساب الدائن والمدين .

- **وظيفة إدارة السندات:** فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (الوضع قيد الدفع، زيادة رأس المال، ...) حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية.

وزيادة على هذه الوظائف الثلاث (الحفظ وحركة السندات وإدارة السندات) التي تمثل المهام الأساسية للمؤتمن المركزي على السندات، فإنه لا بد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تتعلق بالسندات منها:

- تقنين الأدوات المالية.

- جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب المؤسسات التي تقوم بالإصدار.

وزيادة على تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة (الأسهم وسندات استحقاق المؤسسات) فإن سندات الشبيهة للخرينة قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائر للمقاصة. ويمارس المؤتمن المركزي على السندات مهامه تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

**ثانيا: المتدخلون في بورصة الجزائر**

يعتبر المتدخلون المحور الأساسي لتحريك سوق القيم المنقولة، إذ لا يمكن خلق سوق مالية بدون أطراف متدخلة تعمل على تنشيط وتفعيل البورصة، فالمعاملات المالية مهما كانت طبيعتها تتم بين طرفين فأكثر والمتدخلون في بورصة الجزائر هم على النحو التالي:

<sup>1</sup> - التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص ص: 75، 76 <https://www.cosob.org>

### 1- الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):

لا يمكن القيام بعملية التفاوض على القيم المتداولة المقبولة بالبورصة إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وهؤلاء الوسطاء إما أن يكونوا أشخاصا اعتباريين في شكل شركات مساهمة أو أشخاصا طبيعيين على أن يتم اعتمادهم من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ونشير إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة كما يلي:<sup>1</sup>

#### أ-نوع الوسطاء ذوي النشاط المحدود

هي الحالة التي يريد فيها الوسيط تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في ميادين تسيير المحافظ المالية أو التوظيف أو السعي المصفي بمعنى يقتصر الوسيط على تمثيل أوامر عملائه فقط .

#### ب- نوع الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود

يكون الوسيط المنتمي لهذا الفئة يمارس فضلا عن مهنة التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة إحدى أو كل الأنشطة المتعلقة بالاستشارة التوظيف، تسيير المحافظ المالية بمقتضى توكيل أو صناعة السوق، يضاف إلى ذلك إمكانية القيام بالسعي المصفي والممثل في عملية اقتراح الاكتتاب الشراء التبادل أو البيع للقيم المتداولة في الأماكن العمومية، مكان العمل أو الأماكن الخاصة بالعملاء المحتملين وفي الأخير يمكنه القيام بأي نشاط اخر تحدده اللجنة.

يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993 وهي<sup>2</sup>:

- التفاوض لحساب الغير .
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي للحافطة بموجب عقد مكتوب.
- تسيير حافطة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة و المنتجات المالية.
- ضمان النجاح في المسعى و الاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.
- التفاوض للحساب الخاص.
- حفظ القيم المنقولة و إدارتها.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات.

<sup>1</sup> - عوادي مصطفى عوادي منير، مرجع سبق ذكره، ص ص: 585، 586.

<sup>2</sup> - الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <https://www.cosob.org> - تاريخ التصفح 26 /04 /2024.

الوسطاء المعتمدين فهم: <sup>1</sup>

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- بنك التنمية المحلية.
- البنك الخارجي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.
- القرض الشعبي الجزائري.
- سوسيتي جينرال الجزائر Société Générale.
- تل مارتكس Tell Markets.
- بنك البركة الجزائر.
- بنك السلام الجزائر.

## 2-المستثمرون الماليون

يستطيع المستثمر المالي في بورصة الجزائر التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق اللجوء لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إذ أن هذا الأخيرة نص عليها القانون من خلال الأمر رقم 08/96 المؤرخ في 10/01/1996 حيث قسمها الى صنفين وهما شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف. <sup>3</sup>

أ-شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير

إن الشكل القانوني لهذا النوع من الهيئات هو شركات مساهمة حسب المشرع، وهي بنك تخضع لأحكام القانون التجاري في كل مالم يتم تحديده بمقتضى الأمر المذكور أعلاه ، والذي حدد رأسمالها الأدنى بخمسة ملايين 5000000 دينار جزائري حيث لا يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم، ويتمثل هدف هذا الشركة في تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول للمستثمرين الماليين المكتتبين في رأسمالها ولقد تم اعتماد أول شركة استثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 01/98 الصادر في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي شركة ذات أسهم، برأسمال أولي قدره 120 مليون دينار جزائري المؤسسة من طرف كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات.

1- الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <https://www.cosob.org> - تاريخ التصفح 26 / 04 / 2024.

2- الامر 08-96، الجريدة الرسمية، العدد 03، الصادر بتاريخ 14/01/1996.

3- عوادي مصطفى عوادي منير، مرجع سبق ذكره، ص: 586، 587.

### ب- الصناديق المشتركة للتوظيف

على عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، لا تتمتع الصناديق المشتركة للتوظيف بالشخصية المعنوية، إذ هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة، ولقد حدد أرس المال الأدنى للصندوق بمليون دينار جزائري كحد أدنى ولا يمكن النزول على نصفه، إن الهدف من إنشاء هذه الهيئات هو توفير بدائل استثمارية للمدخرين المستثمرين وخاصة للمبتدئين أو غير المحترفين منهم الذين يكون عددهم كبير عند بداية انطلاق بورصة في مجتمع ليس لديه ثقافة بورصة تسمح بتحقيق امتيازات في تسيير أفضل لمحافظهم وبأكثر أمان، باعتبار أن هذه الهيئات تضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار .

### 3- ماسكو الحسابات - حافظو السندات: <sup>1</sup>

تتمثل مهامهم فيما يلي:

- يتولى حفظ وإدارة السندات التي يُعهد له بها باسم أصحابها.
  - ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول والرهن والنقل والتحويل..).
  - يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق).
  - إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات.....)
- وفيما تعلق بالهيئات التي يمكن ان تكون لها صفة ماسكي الحسابات - حافظي السندات نجد:
- البنوك والمؤسسات المالية.
  - الوسطاء في عمليات البورصة
  - الشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها والتي تسييرها مباشرة.

وبالنسبة الى ماسكي الحسابات المؤهلين من اللجنة فهم:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية
- بنك التنمية المحلية
- البنك الخارجي الجزائري
- البنك الوطني الجزائري
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك
- القرض الشعبي الجزائري
- بي ان بي باريباس الجزائر BNP Paribas El Djazair
- 

<sup>1</sup> -الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <https://www.cosob.org> -تاريخ التصفح 27 / 04 / 2024.

#### 4-الراعي في البورصة

لقد ادرج النظام 01-12 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، إمكانية قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة، اين الزمها بضرورة تعيين مستشار مرافق لمدة خمس سنوات يدعى الراعي والذي يكلف بمساعدتها -اثناء إصدارها قيما منقولة - في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من انها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الاعلام ، كما يقدم لها الاستشارات اللازمة في هذا المجال ، إضافة الى اعلام اللجنة في حال ما اخلت هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنشر المعلومات وبالنسبة الى الهيئات التي يمكن لها ممارسة هذه المهنة نجد :<sup>1</sup>

- كل وسيط معتمد في عمليات البورصة.

- كل مصرف او مؤسسة مالية.

- كل شركة استشارة في المالية والقانون واستراتيجية المؤسسات، مسجلة لدى اللجنة.

وتحصي بورصة الجزائر ثلاثة عشر مؤسسة بصفتها " راعي البورصة " حيث تشمل الاحدى عشر وسيطا

المعتمدين والذين يمارسون هذا النشاط بصفة تلقائية إضافة الى شركتين استشاريتين هما :شركة Sarl RMG

وشركة Grant Thonton Algerie Consulting Advice & Solution

#### ثالثا: التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر

##### 1- نظام التفاوض في بورصة الجزائر:

تعتبر بورصة الجزائر سوقا ممركة تسيير عن طريق الأوامر وهي غير مجزأة وتقوم على العمليات العاجلة وعليه فإن كل القيم المتداولة يتم التفاوض عليها في سوق رسمية موحدة وذات الدفع النقدي العاجل فقط في مكان معين، حيث توجد قاعة التداول في شركة تسيير بورصة القيم، ولقد تم تحديد يوم الاثنين من كل أسبوع يتم فيه التفاوض على الأوراق المالية، حيث يتولى إدارة الجلسات ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم.<sup>2</sup>

##### 2- أوامر البورصة

باعتبار ان "بورصة الجزائر" سوق منظمة تسيير وفق أوامر، كان من الاحسن فهم طبيعة هذه الأوامر المقدمة حيث عرفها النظام رقم 03-97 على " انها تعليمات يقدمها زبون الى الوسيط في عمليات البورصة (اذ ان عمليات التداول تقتصر على الوسطاء المعتمدين فقط) او تلك التي يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير او نشاط بمقابل "<sup>3</sup> وقصد تقادي أي لبس وجب تحديد شكل الأوامر التي تتخذ احدي الحالات:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - النظام 01-12، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 41، الصادر بتاريخ 07/15/2012.

<sup>2</sup> - عوادي مصطفى وعوادي منير، مرجع سبق ذكره، ص: 587.

<sup>3</sup> - المادة 89 من النظام 03-97، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 87، الصادر بتاريخ 12/29/1997.

<sup>4</sup> - زين الدين طالم، افاق الصكوك الإسلامية كأدوات تمويلية بديلة في السوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في

علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2021 / 2022، ص: 136، 137.

- الامر بالسعر الاحسن.
- الامر بالسعر المحدد.
- الامر بسعر السوق.

واما ما تعلق بكيفية انتقال هذه الأوامر الى الوسيط فان المادة 96 من النظام 97-03 قد بينت انه بإمكان الامر (الزبون) ارسال الامر الى الوسيط في عمليات البورصة باي وسيلة ووفقا للشروط المتفق عليها ، والتي هي محددة في اتفاقية الحساب الموقعة بينهما عند فتح حساب السندات (القيم المنقولة ) وبهذا فان الأوامر الواردة الى الوسطاء في البورصة اما ان تكون كتابية ، اين يجب على الزبون تحريرها طبقا للنموذج المعتمد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مع القيام بتوقيعها ، او تتم عن طريق الهاتف اين يجب على الزبون تأكيد ارسالها كتابيا .

وفيما يخص بيانات الأوامر فلا بد ان تتضمن العناصر الاتي ذكرها:

- بيان اتجاه العملية، أي بيان طبيعة العملية، سواء كانت شراء او بيعا.
- اسم او رمز الورقة المالية محل التداول.
- كمية او عدد الأوراق المالية المزمع تداولها.
- صفة الورقة المالية.
- الإشارة زبون / غير زبون، حيث ان "امر الزبون " هو الامر المقدم من طرف شخص طبيعي او معنوي ممثل من طرف وسيط بالبورصة اما "امر غير زبون " فهو ذلك الامر الذي يستطيع الوسيط إنجاز له لحسابه الخاص مع الإشارة الى ان اسبقية التنفيذ تكون لـ " امر الزبون" على حساب " امر غير الزبون "
- الإشارة الى مدة وصلاحيه الامر.
- الإشارة الى سعر المعاملة (سعر التداول) التي يقبل بها الزبون.
- وعموما يجب ان تتضمن هذه الأوامر كل البيانات الكافية والازمة لحسن عملية التنفيذ.

### 3- نظام التسعيرة في البورصة:

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين للتسعير، هما المستمر والثابت سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي، غير أن الطريقة التي تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من طرف شركة تسيير بورصة القيم تتمثل في طريقة التسعير الثابت بالمناداة أو الصندوق، وتعني هذه الطريقة تطبيق سعر موحد لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض في البورصة إذ يتماشى هذا النظام مع حجم مبادلات ضعيف، حيث يسمح السعر المحدد بتعظيم حجم المبادلات بأكبر قدر ممكن<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عوادي مصطفى عوادي منير، مرجع سبق ذكره، ص ص: 588، 589.



#### 4- المقاصة والتسديد :

تهتم المقاصة بإنهاء المبادلات على القيم المتداولة المنجزة في جلسات التفاوض في البورصة ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع، وينبغي أن تتم هذه العملية خلال جلسة مقاصة ترأسها شركة تسيير بورصة القيم وبحضور كافة الوسطاء في عمليات البورصة، بالإضافة لبنك التسديد الذي يعتبر بنك توظيف كل الوسطاء في عمليات البورصة، لذا فحضوره بالغ الأهمية لتأكيد التغطية النقدية للوسطاء المشتريين على أساس كشف من حساباتهم، ويكون هذا البنك مطالبا بتنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزامات الوسيط في جلسة التفاوض وذلك في نفس اليوم، كما ان تسليم الأوراق المالية يتزامن مع تحويل الأموال: <sup>1</sup>

- على شكل شهادات مادية في حالة الأوراق المجددة.

- على شكل شهادة وجود في حالة الأوراق غير المجددة والمسجلة في حساب.

يقوم بعد ذلك مشتري الورقة المالية بممارسة حقوقه بتسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم كون أن الشركات المقبولة والمسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف مشتري الأوراق المالية مصالح تسيير سجلات المساهمين، تحويلات الأوراق المالية ودفع توزيعات الأرباح ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة باسم المالكين الجدد وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد أن تكون بجورته أوراق المجددة فإنه بإمكانه طلب تسجيل الأوراق في حساب، وفي كل الحالات التي يتعين على المؤسسة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمين.

#### المطلب الثالث: المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

شهدت بورصة الجزائر منذ إنشائها تسعير عدة مؤسسات، تنتمي منها خمسة إلى سوق الأسهم أما المؤسسات الأخرى فهي مسعرة في سوق السندات.

#### أولاً: سوق الأسهم

يتكون سوق الأسهم من:

#### 1- السوق الرئيسي:

وهي السوق الموجه للمؤسسات الكبرى ويوجد حالياً أربع (04) مؤسسات كبيرة مدرجة بإجمالي أسهم قدره 21 339 553 سهم، موزعة على شركتين (02) من القطاع العمومي، وهما سلسلة فنادق الاوراسي بـ 251 640 سهم ومجمع صيدال بـ 871 599 سهم، وشركتين (02) من القطاع الخاص وهما أليانس للتأمينات بـ 217

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص 589.

9 287 سهم وبيوفارم ب 10 540 486 سهم<sup>1</sup> بالإضافة الى ادراج مؤسسة القرض الشعبي الجزائري بتاريخ 21 /03 /2024 ليصبح عدد المؤسسات المدرجة بالسوق الرئيسي هو 5 مؤسسات.

### أ- مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي: EGH EL Aurassi

تم افتتاح مؤسسة الاوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 ماي 1975 وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة " SONATOUR " حتى سنة 1977 ، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة " ALTOUR " حتى سنة 1979 ، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات " NCCB " حتى سنة 1983 ، و في تلك السنة، وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة إشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) (المرسوم رقم 226-83 المؤرخ في 2 أفريل 1983).

عدل الفندق في 12 فيفري سنة 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة إقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية " الاوراسي " وفي سنة 1995 وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 25-95 المتعمق بتسيير الاموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتماشيا مع توجيهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، أختيرت مؤسسة الاوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها لإلكتتاب العام.

وفي جوان 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فيفري 2000 وبعد إستيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

### المواصفات:

-الإسم : مؤسسة التسيير الفندقية الاوراسي.

-المنشئ : المؤسسة القابضة العامة للخدمات.

-رأس المال الاجتماعي : 1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6.000.000 سهم بقيمة إسمية قدرها 250 دينار جزائري.

1 - الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة [www.cosob.org](http://www.cosob.org) تاريخ التصفح 2024/04/28

- الكمية المعروضة: 1.200.000 سيم وتمثل 20% من رأس المال.

- سعر العرض: 400 دينار جزائري.

-فترة العرض : من 15 جوان 1999 إلى 15 جويلية 1999.

-الوسيط في عمليات البورصة المرافق : الراشد المالي.

-الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء : الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة "Sogefi" المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف " Soficop " وشركة توظيف القيم المنقولة "SPDM".

### **ب-مجمع صيدال Groupe Saidal**

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية سنة 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان إحتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية سنة 1971 وحدة إنتاج الحراش واشترت على مرحلتين (سنة 1971 ثم 1975) وحدتي بيوتيك " BIOTIC " وفارمال " PHARMAL " .

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أفريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان إحتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم غيرت الشركة إسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لسنة 1989 صارت صيدال مؤسسة إقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة وأختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الاسهم.

وفي سنة 1993 تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة مما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فيفري 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.

في سبتمبر 1999 وبعد إستيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري.

### **المواصفات:**

-الاسم : المجمع الصناعي صيدال.

-المنشئ : القابضة العامة للكيمياء والصيدلة.

-رأس المال الاجتماعي : 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10.000.000 سيم بقيمة إسمية قدرها 250 دينار جزائري.

-الكمية المعروضة : 2.000.000 سهم و تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي.

-سعر العرض : 800 دينار جزائري.

-فترة العرض : من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999؛

-الوسيط في عمليات البورصة المرافق : المؤسسة المالية العامة " Sogefi " ؛

-الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء : المؤسسة المالية العامة " Sogefi " الراشد المالي،

المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف " Soficop " و شركة توظيف القيم المنقولة "SPDM".

### ج -شركة أليانس للتأمينات " Assurances Alliance "

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأس مال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في

جويلية 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري

خلال سنة 2009 ، وشهدت سنة 2010 زيادة أخرى في رأس مالها ليبلغ 2,2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط

التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار ومكنت الشركة من

الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-

344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعمق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين

في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للإكتتاب، وانصب

مبلغ العرض على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1,44 مليار دينار مقسمة إلى 1.804.511

سهم.

في مارس 2011 بعدما إستوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم

إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011، وقدر سعر

الإدراج بـ 830 دينار جزائري.

#### المواصفات:

-الاسم : أليانس للتأمينات.

-رأس المال الاجتماعي : 2.205.714.180 دينار جزائري، موزعة على 5.804.511 سهم بقيمة إسمية

قدرها 380 دينار جزائري.

-الكمية المعروضة : 1.804.511 سهم و تمثل 31% من رأس المال.

- سعر الإصدار : 830 دينار جزائري.

- فترة الاكتتاب : من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010.

- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري " CPA".

-الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء : البنك الوطني الجزائري " BNA "، البنك

الخارجي الجزائري " BEA "، بنك الفلاحة والتنمية الريفية " BADR "، بنك التنمية المحلية " BDL "،

صندوق التوفير والاحتياط "CNEP"، القرض الشعبي الجزائري "CPA"، بي أن بي باريبا الجزائر "Paribas BNP" و سوسيتيه جنرال الجزائر "Générale Société".  
د - مؤسسة بيوفارم "Biopharm":

بيوفارم هي مجموعة موجودة في المهن المختلفة للصناعة الصيدلانية، أنشئت سنة 1991، حققت بيوفارم سنة 2014 رقم أعمال مجمع بقيمة 49 مليار دينار ويمثل 13% من حجم سوق الأدوية، وقد تطورت المجموعة بشكل مستمر على مدى 20 سنة الماضية، من خلال تحسين معايير جودة أداة إنتاجها، وتعزيز شبكة توزيعها. تواصل بيوفارم تطورها من خلال فتح رأس مالها في سوق الأوراق المالية، ومن خلال توفير إمكانية التوفير الوطني الجزائري للمشاركة في فرص النمو في قطاع الصيدلة الجزائري، من خلال الاستثمار في مؤسسة في وضع جيد لمتابعة تطورها بطريقة قوية.

#### المواصفات:

- الاسم : بيوفارم.

- رأس المال الاجتماعي : 5.104.375.000 دينار جزائري موزع على 25.521.875 سهم بقيمة إسمية قدرها 200 دينار جزائري.

- الكمية المعروضة: 5.104.375 سهم وتمثل 20% من رأس المال.

- سعر الإصدار: 1225 دينار جزائري.

- فترة العرض : من 13 مارس إلى 7 أبريل 2016.

- الوسيط في عمليات البورصة المرافق : البنك الخارجي الجزائري.

- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء : البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر وتال ماركت "Tell Market s"

#### و-القرض الشعبي الجزائري (CPA)

هو بنك عالمي تم إنشاؤه بموجب الأمر رقم 66-366 المؤرخ 29 ديسمبر 1966، تمت الموافقة عليه كبنك من قبل بنك الجزائر (BA)، بعد القرار رقم 07-02 المؤرخ 6 أبريل 1997، ينشط البنك في القطاع المصرفي الذي يخضع لرقابة شديدة تحت إشراف بنك الجزائر

ويعتبر القرض الشعبي الجزائري مؤسسة بنكية برأسمال قدره 200 مليار دج وتتمتع بخبرة معترف بها، لا سيما في دعم الفاعلين الاقتصاديين من خلال شبكة تجارية واسعة تتكون من 161 وكالة و20 مساحة رقمية و98 شبكا للتمويل الإسلامي منتشرة في جميع أنحاء الوطن.

في مارس 2024: لاستيفاء شروط القبول المنصوص عليها في النظام العام لبورصة الجزائر، تم إدراج رأس مال القرض الشعبي الجزائري من خلال إجراء عرض السعر الثابت في التسعيرة الرسمية في 21 مارس 2024، وبدأت المفاوضات حول أسهم القرض الشعبي الجزائري يوم الثلاثاء 26 مارس 2024 وكان السعر التمهيدي 2300 دج

**المواصفات:**

**الاسم: CPA**

**رأس المال: 200.000.000.000 دج مقسم إلى 200.000.000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج**

**الكمية المطروحة: 48958634 سهماً أو 24.48% من رأس المال**

**سعر العرض: 2300 دج**

**فترة العرض: من 2024/01/30 إلى 2024/03/14**

**الوسيط المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA)**

**الوسطاء المكلفين بجمع أوامر الشراء:**

البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، سوسيتيه جنرال الجزائر وشركة خاصة تال ماركيتس.

## **2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:**

وهو السوق المخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذا السوق سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ويمكن لهذا السوق أن يوفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس الأموال، مما يتيح فرصة ممتازة لنموها من خلال توفير سوق محكم التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

ويضم قسم الشركات الصغيرة والمتوسطة على مستوى بورصة الجزائر، إلى غاية 31 ديسمبر 2022، شركة واحدة فقط مدرجة منذ سنة 2018 وهي شركة أو أم إنفست والتي تمت عملية إدراجها عن طريق إجراء التسجيل المباشر بعد فتح 10% من رأسمالها لفائدة مستثمرين مؤسسين.

### **- شركة اوم انفست AOM Invest Spa**

اوم انفست هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتميز الوجهات في تطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر.

أنشئت في عام 2011، مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة، وقد شرعت ابتداء من عام 2013 بالتحول، الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة أوم انفست من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتج بوحيفة الصحي بولاية معسكر تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس" في خطتها الاستراتيجية، ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات المماثلة، من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد، هذا المشروع الأول، حالياً في مرحلة التنفيذ، يسجل نسبة تقدم تتجاوز 83%، و من المقرر أن تبدأ مرحلة البدء بنهاية عام 2018. في عام 2016، قامت شركة أوم انفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030.

#### **المواصفات**

رمز الترميم ISIN: DZ0000010060

الترميز في البورصة، AOM

فئة الأسهم: أسهم عادية .

إجراءات الإدراج: الإجراء العادي .

السعر المرجعي: 297 دج .

عتبة صفقات الحجم: 5 ملايين دينار.

سوق الإدراج: السوق الشركات الصغيرة والمتوسطة .

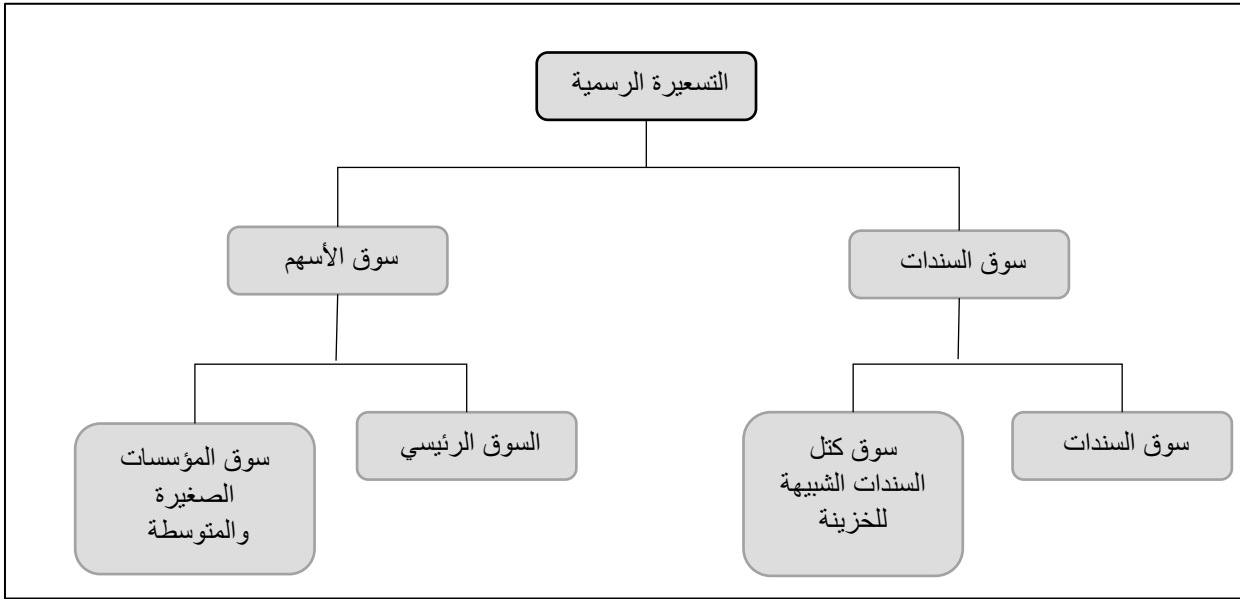
طريقة الإدراج: بالتثبيث .

#### **ثانيا: سوق السندات**

يتكون سوق السندات من:

- سوق السندات التي تصدرها الشركات ذات الاسهم والهيئات الحكومية والدولة.
- سوق كتل السندات الشبيهة للخرينة " OAT " المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، تأسس هذا السوق سنة 2008 ويحصى حاليا 25 سند للخرينة العمومية مدرج في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دج، ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة " المتخصصين في قيم الخزينة " بمعدل خمسة حصص في الأسبوع.

الشكل (05): التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz> تاريخ التصفح 2024/ 04 /30



### المبحث الثاني: اسهامات بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية

نهدف من خلال هذا المبحث الى ابراز اسهامات بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية وكذا إيجاد كافة الثغرات والنقائص التي تعاني منها البورصة وتحديد طرق علاجها ومتابعة تنفيذ المقترحات اللازمة لعلاجها، ونجاح البورصة في تمويل المؤسسات يتوقف على وجود سوق نشطة ومفعلة وكذلك وجود معايير عالية لتقييم الأداء وعليه تم الاعتماد على بعض المؤشرات التي تعكس مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية والمتمثلة في حجم السوق، ونشاط التداول، ولتوضيح ما سبق قسمنا المبحث الى المطالب التالية:

- تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق البورصة
- معوقات بورصة الجزائر
- عوامل ومتطلبات تفعيل بورصة الجزائر وتنشيطها

### المطلب الاول: تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق البورصة

من اجل معرفة مدى مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات وتحريك رؤوس الأموال وعجلة التنمية الوطنية اعتمدنا على نوعين من المؤشرات تمثلا في مؤشرات تعكس حجم السوق ممثلة بعدد الشركات المدرجة والرسملة البورصية ونسبة هذه الأخيرة الى الناتج الداخلي الخام وهذا من اجل الوقوف على حجم التمويل الذي توفره بورصة الجزائر للمستثمرين وللمؤسسات الاقتصادية ومقارنة هذا المؤشر بحجم الاقتصاد الوطني ممثلا بالناتج الداخلي الخام.

اما النوع الثاني من المؤشرات فهي تعكس سيولة السوق باعتبار ان السيولة مؤشر مهم يبرز اقبال المستثمرين وأصحاب المؤسسات على الاستثمار.

### أولاً: حجم السوق

لمعرفة حجم السوق المالية الجزائرية ومدى مساهمتها في تمويل المؤسسات الاقتصادية سيتم الاعتماد على الرسملة البورصية وكذا عدد الشركات المدرجة بالبورصة فكلما كان حجم السوق كبيرا سواء من ناحية عدد المؤسسات المدرجة او من ناحية الرسملة البورصية فهذا يعني ان البورصة فعالة وتوفر التمويل اللازم للمؤسسات والاقتصاد الوطني والعكس صحيح.

### أ- عدد المؤسسات المدرجة بالبورصة:

يقيس مؤشر عدد المؤسسات المدرجة مدى اتساع السوق حيث ان زيادة عدد المؤسسات يدل على زيادة الاستثمارات وهو الامر الذي يساهم في زيادة كفاءة وفعالية البورصة وتجدر الإشارة الى ان عدد الشركات في بورصة الجزائر من سنة 2014 الى غاية افريل 2024 يتراوح من خمس الى ستة شركات الشيء الذي جعل

بورصة الجزائر قليلة النشاط مقارنة بباقي البورصات والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة خلال الفترة الممتدة من 2014 الى غاية افريل سنة 2024

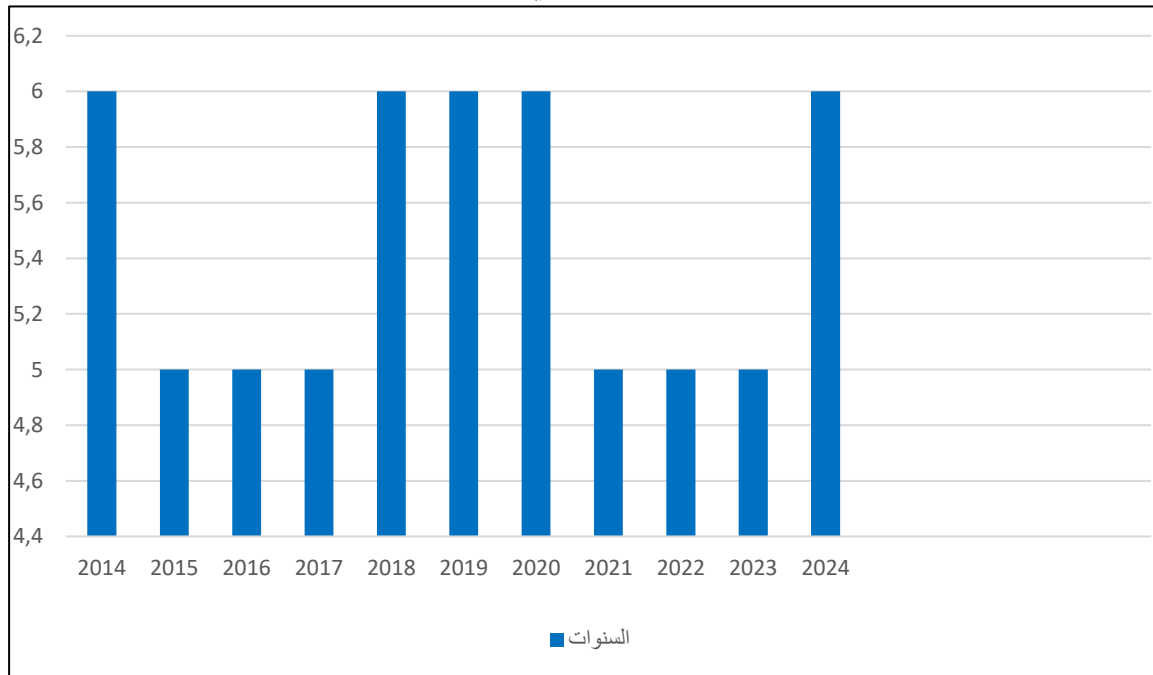
**الجدول (01): تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2014-2024**

اسم الشركات المدرجة	عدد الشركات المدرجة	السنة
صيدال، الاوراسي، سونلغاز، شركة مساهمة الدهلي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية	6	2014
صيدال، الأوراسي، شركة مساهمة الدهلي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية	5	2015
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية، بيوفارم	5	2016
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية، بيوفارم	5	2017
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية، بيوفارم، اوم انفست	6	2018
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية، بيوفارم، اوم انفست	6	2019
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، ان-سي الروبية، بيوفارم، اوم انفست	6	2020
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، بيوفارم، اوم انفست	5	2021
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، بيوفارم، اوم انفست	5	2022
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، بيوفارم، اوم انفست	5	2023
صيدال، الاوراسي، اليانس للتأمينات، بيوفارم، اوم انفست، القرض الشعبي الجزائري	6	2024

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap>

تاريخ الاطلاع: 2024/05/10

**الشكل رقم (6) : تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال 2014-2024**



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (01).

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن عدد المؤسسات المدرجة تتراوح ما بين 5 إلى 6 مؤسسات وأغلبها نفسها تتسحب الواحدة منها ثم تدخل مرة أخرى والاسباب نوعان فيما يخص المؤسسات العمومية فإن القرارات في ذلك مركزية أي الدولة والتي تعتبر الممول الاول لهذه المؤسسات مما يعطي مستوى غير المستوى الحقيقي لها، أما المؤسسات الخاصة فهي تعاني من البيروقراطية من جهة ومحاولة التهرب الضريبي، وعدم الإفصاح والشفافية.

وأخير من خلال هذا التحليل الذي قمنا به والاحصائيات المطروحة خلال فترة الدراسة، تم التوصل إلى أن بورصة الجزائر تعد من أصغر اسواق راس المال من حيث عدد المؤسسات سواء على المستوى العالمي او العربي، وهذا ما يعكس ان بورصة الجزائر لا ترقى الى طموحات الفعالية المرجوة منها ولا تقوم بتوفير الاحتياجات التمويلية اللازمة للمؤسسات الاقتصادية وكذلك لا تساهم في تطوير وإنعاش الاستثمار والاقتصاد وبالتالي تعتبر بورصة الجزائر ككيان مادي جامد لا يقوم بدوره في تمويل الاقتصاد الوطني.

#### ب - الرسملة البورصية

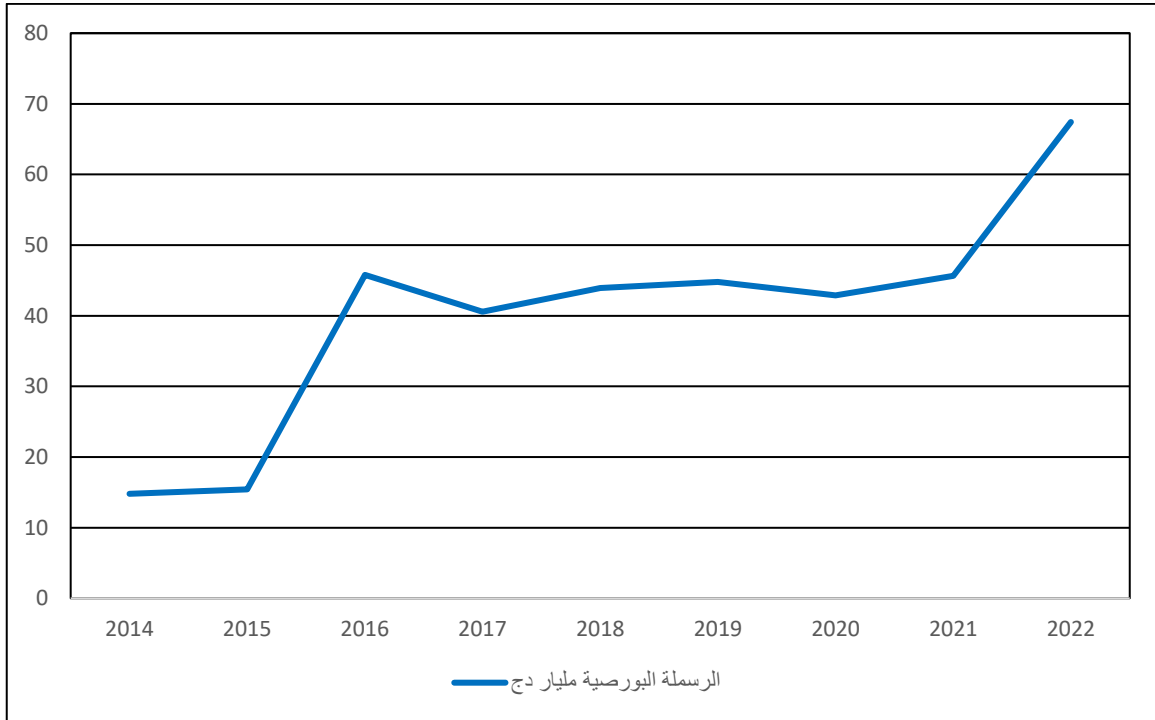
هي عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر مضروبة في عدد الاسهم المتداولة، وتعكس الرسملة البورصية مستوى نشاط البورصة، فكلما إرتفعت قيمتها دل ذلك على ان المؤسسات الاقتصادية تلجا الى البورصة من اجل طلب التمويل لإنشاء او توسيع المشاريع الاستثمارية الخاصة بها ويمكن توضيح تطور الرسملة البورصية في الجزائر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (02): تطور الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة 2014 الى 2022

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	السنوات المؤشرات
67,422	45,640	42,881	44,777	43,935	40,587	45,778	15,429	14,793	الرسملة البورصية (مليار دج)

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الموقع الرسمي لبورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz/ar> تاريخ الاطلاع 2024/05/11 والتقارير السنوية لبورصة الجزائر من الموقع <https://www.cosob.org/ar/rapports-annuels>.

الشكل رقم (7) : تطور الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة 2014 الى 2022



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (02)

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ ان الرسملة البورصية ارتفعت من 2015 الى 2016 حيث انتقلت من 15,429 مليار دج الى 45,778 مليار دج أي ارتفعت بنسبة 196,70 % وهذا راجع الى ارتفاع سعر أسهم صيدال والاوراسي خلال هذه الفترة إضافة الى زيادة عدد الأسهم المتداولة في البورصة نظرا لدخول مؤسسة بيوفارم سنة 2016 بعدها عرفت الرسملة البورصية انخفاضا في سنة 2017 حيث بلغت 40,587 مليار دج أي انخفضت بنسبة 11.33 % وذلك بسبب تراجع حجم وسعر الأسهم المتداولة لكل من مؤسسة صيدال والاوراسي وبعدها في سنة 2018 ارتفعت الرسملة البورصية مقارنة بسنة 2017 وبلغت 43,935 مليار دج أي ارتفعت بنسبة 8,24 % وهذا راجع الى دخول مؤسسة اوم انفست للبورصة في هذه السنة وفي سنة 2019 شهدت الرسملة ارتفاعا طفيفا بنسبة 1,91 % مقارنة بسنة 2018 وفي سنة 2020 شهدت الرسملة البورصية انخفاضا بنسبة 4,23 % مقارنة بسنة 2019 وهذا راجع الى انسحاب مؤسسة ان-سي الروبية من البورصة في 26 جويلية 2020 اما في سنة 2021 شهدت الرسملة البورصية ارتفاعا قدرت نسبته 6,43 % وذلك بقيمة 45,640 مليار دج ويعود هذا الارتفاع حسب تقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر الى استئناف نشاط الشركات المدرجة في البورصة والطلبات المتزايدة على السندات لاسيما السندات التي تتعلق بمؤسستي بيوفارم واليانس للتأمينات ، وفي سنة 2022 عرفت الرسملة البورصية ارتفاعا ملحوظا قدرت قيمته ب : 67,422 مليار دج مقارنة بسنة 2021 حيث بلغت 45,640 مليار دج مسجلة بذلك نسبة تقدم تقدر ب 47,72 % ويعود هذا الى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة كما يوضحه الجدول التالي :

جدول (03): الرسملة البورصية لسنتي 2021 و 2022 حسب كل مؤسسة

المؤسسة	القيمة البورصية لسنة 2021	القيمة البورصية لسنة 2022
الاوراسي	3 360 000 000	2 970 000 000
اوم انفست	834 464 610	1 227 140 010
اليانس	278 615 100	3 742 748 451
بيوفارم	33 229 481 250	54 182 940 625
صيدال	5 430 000 000	5 300 000 000

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الاطلاع 2024/05/11.

من الجدول نلاحظ انه باستثناء مؤسستي الاوراسي وصيدال التي عرفتا تراجعا في القيمة البورصية سنة 2022 فان باقي الشركات قد حققت قيما ملحوظة وبالأخص مؤسستي اوم انفست واليانس. لكن هذه القيم تبقى منخفضة جدا ولا تعكس أي مساهمة للبورصة في تمويل المؤسسات وهذا ما يتضح أكثر من خلال دراسة معدل الرسملة.

ج-معدل رسملة البورصة:

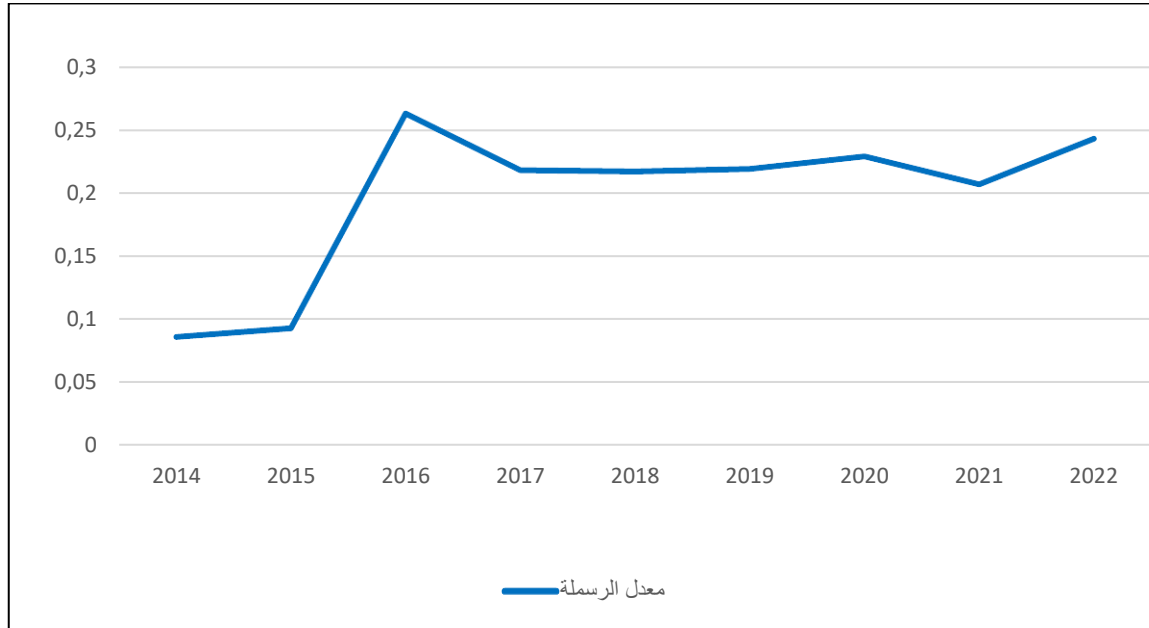
اما فيما يخص معدلات الرسملة البورصية فيتم حسابها بقسمة الرسملة البورصية على الناتج المحلي كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (04): معدل الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة من 2014 الى 2022

السنوات المؤشرات	2022	2021	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2020
الرسملة البورصية (مليار دج)	67,422	45,640	44,777	43,935	40,587	45,778	15,429	14,793	42,881
الناتج المحلي (مليار دج)	27688,9	22021,5	20428,3	20259	18575,8	17406,8	16591,9	17228,6	18723,5
معدل رسملة البورصة %	0,243	0,207	0,219	0,217	0,218	0,263	0,093	0,086	0,229

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات موقع <https://www.sgbv.dz/ar> تاريخ الاطلاع 2024/05/11 والتقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر من الموقع <https://www.cosob.org/ar/rapports-> annuels وعلى التقارير السنوية لبنك الجزائر من الموقع <https://www.bank-of-algeria.dz>

الشكل رقم (08) : تطور معدل الرسملة البورصية في الجزائر خلال الفترة من 2014 الى 2022



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (04)

يعكس معدل رسملة البورصة مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسات الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للبلاد اذ كلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على ارتفاع حجم سوق البورصة والقدرة على تعبئة الأموال وتنويع المخاطر وهو مالا ينطبق على بورصة الجزائر كما نلاحظه من خلال الشكل أعلاه فالسوق المالي الجزائري يحتاج الى إعادة تنشيط من جديد، فمعدل رسملة البورصة منخفض جدا اذ انه خلال الفترة ما بين سنة 2014 الى سنة 2022 كانت معدلات الرسملة متقاربة وصغيرة جدا اكبرها قدر بـ 0,263 في سنة 2016 وهذا ما يعكس ضيق حجم البورصة الجزائرية وهي غير قادرة على توفير التمويل اللازم للاقتصاد وللمؤسسات الاقتصادية وبذلك فهي لم تحقق الهدف الرئيسي لإنشائها والمتمثل في تعبئة الأموال الضرورية لتطوير الطاقات الإنتاجية وتعزيز الاستثمارات المحلية ويمكن ارجاع ذلك الى حداثة انشائها وقلة الشركات المدرجة فيها وضعف الوعي المالي للمجتمع الجزائري .

#### ثانيا: سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الاوراق المالية وبيعها في البورصة بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، ويظهر ارتفاع معدلات السيولة مدى اقبال المستثمرين على التعامل بالأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات المدرجة بيعا وشراء وهذا ما يعكس اقبال المستثمرين على تمويل المؤسسات الاقتصادية، ولقياس سيولة بورصة لابد من التطرق إلى معدل التداول ومعدل الدوران.

1- معدل الدوران:

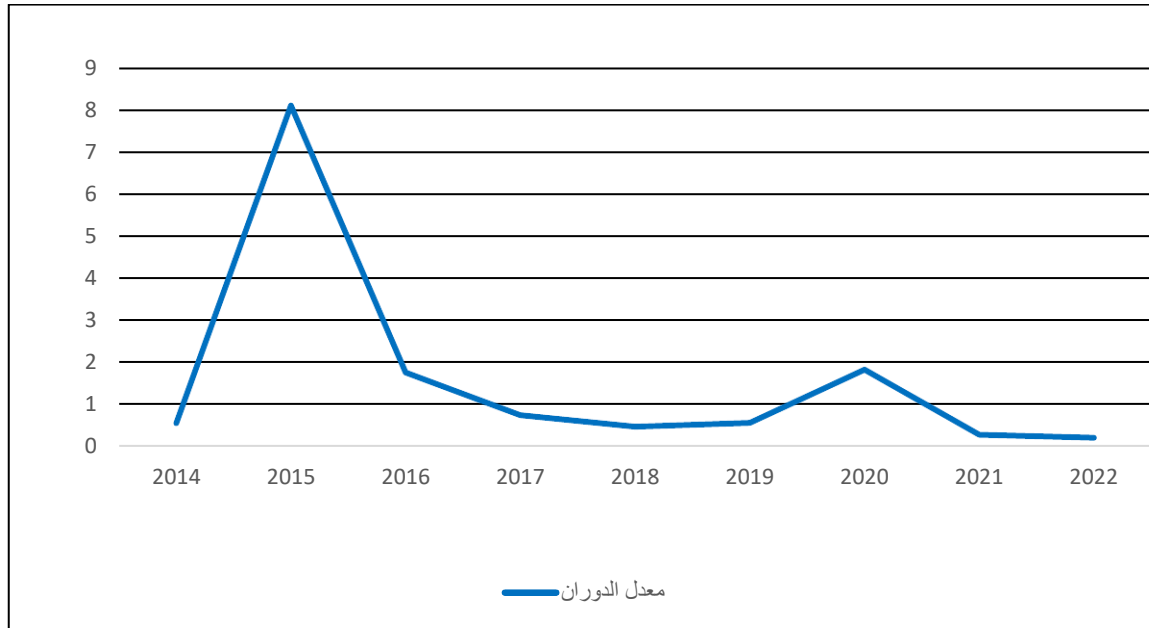
يقيس معدل الدوران النسبة المئوية لتداول أسهم مجموعة من المؤسسات للتعرف على نشاط هذه الاسهم في البورصة خلال فترة زمنية معينة، ويمكن إستخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الاسهم المتداولة على الرسملة البورصية، ويمكن توضيح تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (05): معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2014 الى 2022

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	السنوات المؤشرات
0,138	0,127	0,784	0,249	0,206	0,302	0,805	1,252	0,0814	القيمة المتداولة (مليار دج)
67,422	45,640	42,881	44,777	43,935	40,587	45,778	15,429	14,793	الرسملة البورصية (مليار دج)
0,204	0,278	1,828	0,556	0,468	0,744	1,758	8,114	0,550	معدل الدوران %

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات موقع <https://www.sgbv.dz/ar> تاريخ الاطلاع 2024/05/11 والتقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر من الموقع <https://www.cosob.org/ar/rapports-annuels>

الشكل رقم (09): تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2014 الى 2022



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (06).

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه ان معدل الدوران شهد ارتفاعا معتبرا من سنة 2014 الى سنة 2015 حيث انتقل 0,55 % الى 8,114 % وهي اقصى نسبة له وذلك راجع الى ارتفاع تداول اسهم اليانس للتأمينات التي مثلت قيمة تداولها 96% من قيمة التداول الكلية بالإضافة الى انخفاض قيمة الرسطة البورصية الا انه انخفض مرة أخرى سنة 2016 ووصل الى 1,758 % بسبب تراجع تداول اسهم مؤسسة بيو فارم التي مثلت قيمة تداولها 82% من قيمة التداول الكلية ، اما بالنسبة للسنوات الباقية من 2017 الى 2022 فكان معدل الدوران متذبذب بين الارتفاع والانخفاض بنسب متقاربة لا تتجاوز 1 % ماعدا سنة 2020 فقد وصل فيها الى 1,828 % .

ومنه نستنتج ان انخفاض هذا المعدل يعني صعوبة تحويل الأسهم الى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة وبالتالي يمكن القول ان تكلفة المعاملات في السوق المالية الجزائرية مرتفعة والسيولة منخفضة جدا وانخفاض معدل الدوران راجع الى صغر عدد البائعين والمشتريين في السوق ، حيث لا يمكنهم بيع المنتجات المالية وشراؤها بسهولة والى محدودية المنتجات المالية المتداولة في السوق نتيجة وجود عدد ضئيل من المتدخلين وهذا يدل على ركود وضعف السوق المالية الجزائرية وبالتالي عجزها عن تقديم التمويل للمؤسسات الاقتصادية والمشاريع الاستثمارية وعزوف المستثمرين عن الشراء مدامت السيولة منخفضة وتعتبر السيولة امر بالغ الأهمية لانها تحدد السرعة والسعة التي يمكن بها تحويل الأصول الى نقد دون التأثير على سعرها فالتالي تضمن وفاء المؤسسات الاقتصادية والمستثمرين بالالتزامات المالية الفورية او الاستفادة من فرص الاستثمار .

## 2- معدل التداول:

معدل التداول هو ما يتم تداوله من أوراق مالية بمختلف الاسعار خلال فترة زمنية محددة، ويقاس المعدل لهذا المؤشر بقسمة مجموع الاسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي، ويشير هذا المؤشر إلى حجم المعاملات في البورصة بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي، وكلما ارتفع هذا المؤشر فهو يعكس ان البورصة نشطة و توفر السيولة اللازمة للمشاريع وكذا المؤسسات والاقتصاد وهي تساهم في تحقيق معدلات نمو اقتصادية عالية وقابلة للاستمرار والعكس صحيح في حالة انخفاض هذا المؤشر ، و يمكن توضيح تطور معدل التداول في بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي:

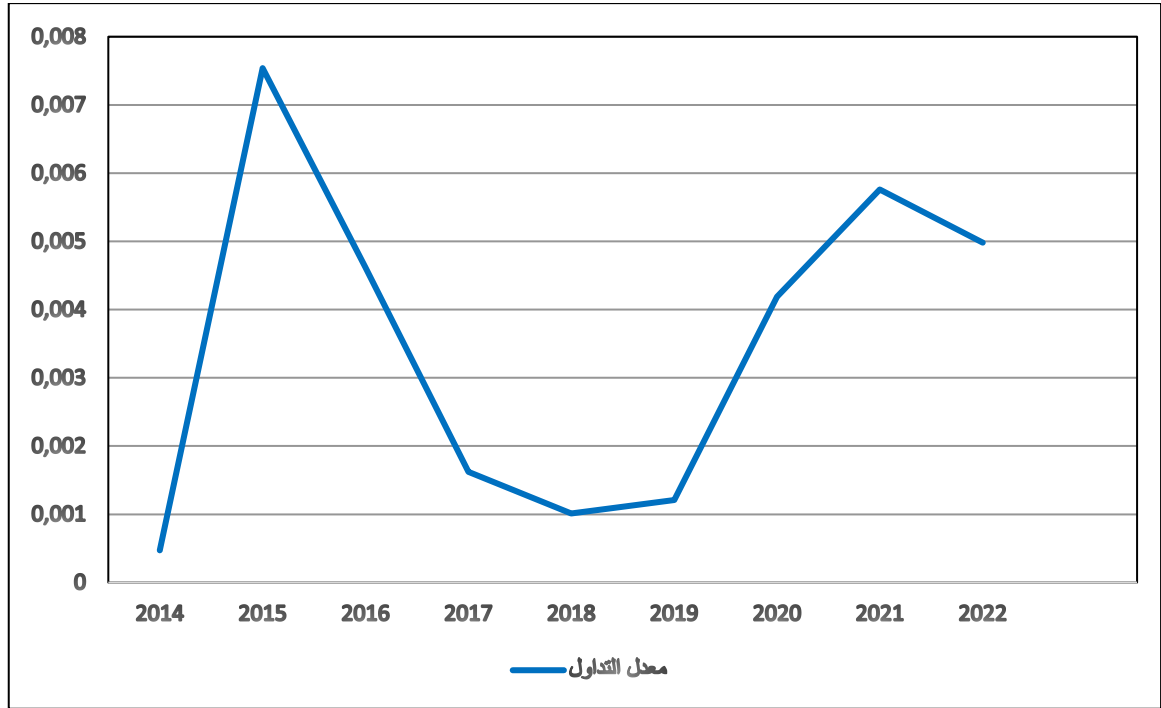


جدول رقم (6): تطور معدل التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2014 الى 2022

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	السنوات المؤشرات
0,138	0,127	0,784	0,249	0,206	0,302	0,805	1,252	0,0814	القيمة المتداولة (مليار دج)
27688,9	22021,5	18723,5	20428,3	20259	18575,8	17406,8	16591,9	17228,6	النتاج المحلي (مليار دج)
<sup>4</sup> -10×4,98	<sup>4</sup> -10×5,76	<sup>3</sup> -10×4,19	<sup>3</sup> -10×1,21	<sup>3</sup> -10×1,01	<sup>3</sup> -10×1,62	<sup>3</sup> -10×4,62	<sup>3</sup> -10×7,54	<sup>4</sup> -10×4,72	معدل التداول %

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات موقع <https://www.sgbv.dz/ar> تاريخ الاطلاع 2024/05/11 وعلى التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <https://www.cosob.org/ar/rapports-annuels> وعلى التقارير السنوية لبنك الجزائر من الموقع <https://www.bank-of-algeria.dz>

الشكل رقم (10): تطور معدل التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2014 الى 2022



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (05)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه ان معدل التداول شهد ارتفاعا من سنة 2014 الى سنة 2015 حيث ارتفع من 0,000472 % الى 0,00754 % وهي وهذا راجع الى ارتفاع تداول اسهم شركة اليانيس للتأمينات التي مثلت قيمة تداولها 96% من قيمة التداول الكلية بالإضافة الى انخفاض قيمة الناتج المحلي الإجمالي الا

انه انخفض مرة أخرى سنة 2016 ووصل الى 0,00462 % بسبب تراجع تداول اسهم مؤسسة بيوفارم التي مثلت قيمة تداولها 82 % من قيمة التداول الكلية واستمر معدا التداول بالانخفاض سنتي 2017 و 2018 حيث وصل الى 0,00162 % و 0,00101 % وذلك لتراجع حجم الأسهم المتداولة من طرف الشركات المدرجة وفي سنة 2019 شهد ارتفاعا طفيفا حيث وصل الى 0,00121 % واستمر بالارتفاع في سنتي 2020 و 2021 حيث وصل الى 0,00419 % و 0,00576 % ثم رجع في الانخفاض سنة 2022 ووصل الى 0,00498 % بسبب تراجع الأسهم المتداولة من طرف المؤسسات المدرجة .

ومنه نستنتج بصفة عامة ان هناك انخفاض كبير في معدلات السيولة والتداول وهي تعكس ان البورصة الجزائرية لا تلبي الاحتياجات اللازمة لتمويل المؤسسات الاقتصادية وهي لا تملك أدني صورة من صور التداول العالمية لان معدل التداول متراجع عن الواحد الصحيح بقوة  $10^{-3}$  على مر سنوات نشاطها وبالتالي فان سيولة الاقتصاد ككل ضئيلة جدا .

### **المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر**

من خلال المطلب السابق اتضح ان بورصة الجزائر تواجه مجموعة من المعوقات التي تحول دون الرقي بها او وصولها الى المستوى المطلوب فمنذ انشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطور يذكر، صحيح ان انشاءها جاء لاستكمال متطلبات السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستعبدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين المعوقات الاقتصادية والتنظيمية، المعوقات السياسية والقانونية وأخرى معوقات اجتماعية وثقافية ودينية وسوف نحاول التفصيل أكثر في هذه العوائق كمايلي:

### **أولاً: المعوقات الاقتصادية والتنظيمية**

#### **1- المعوقات الاقتصادية:**

يمكن حصر اهم المعوقات الاقتصادية التي تقف امام تطور بورصة الجزائر فيمايلي :

أ- **وضعية المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة:** تعتبر عملية تسجيل منشآت القطاع العام التي تحظى بمعاملة خاصة من الحكومة وتداول أوراقها المالية في البورصة قد يمثل عقبة أمام تحقيق هذه الاخيرة لأهدافها، لان أسهمها تحقق عائدا مرتفعا بسبب المعاملة الحكومية الخاصة التي تحظى بها فإن الطلب سيزداد عليها، الامر الذي يقود لرفع قيمتها إلى مستوى لا يتناسب مع قوتها الايرادية الحقيقية. أما المؤسسات الخاصة فهي الاخرى لم تلعب دورها في تطوير البورصة إذ لم تتخلص بعد من الطبيعة العائلية المغلقة وتفضل اللجوء إلى البنوك بدل

فتح رأسمال شركاتها حيث تأخذ غالبيتها شكل شركات ذات مسؤولية محدودة وشركات تضامن، وذلك تجنباً لشروط الإفصاح<sup>1</sup>.

ب - **ضعف الجهاز الإنتاجي:** يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة، مؤسسات عمومية غير متوازنة مالياً، تعيين مسيري المؤسسات غالباً ما يكون إلى اعتبارات اقتصادية مما ينعكس سلباً على أداء هذه المؤسسات.

ج - **ضعف الحوافز الجبائية:** على الرغم من بعض التحفيزات التي يتم إقرارها أحياناً كإعفاء الأرباح والفوائد على الأسهم والسندات وكذا فوائض القيمة، فإن تشجيع المؤسسات على دخول البورصة والمتعاملين على تداول قيمها المنقولة يحتاج إلى إقرار تحفيزات جبائية أكثر سواء على مستوى التعاملات أو على مستوى الإدراج بالنسبة للمؤسسات وهو ما يجعل الوضع القائم غير مشجع للمستثمرين والمؤسسات سواء للتعامل في البورصة أو الانضمام إليها<sup>2</sup>.

د - **ضعف الادخار:** ان الارتفاع المنتظم والمستمر لأسعار السلع والخدمات، يدفع الأفراد ذوي الدخل الثابت أو الضعيف إلى اللجوء لمخزنتهم لانفاقها على السلع الاستهلاكية وهذا عند عدم كفاية دخلهم في تغطية قيمة الاستهلاك الذي اعتادوا عليه<sup>3</sup>.

## 2- المعوقات التنظيمية:

يمكن حصر أهم المعوقات التنظيمية التي تقف أمام تطور بورصة الجزائر فيما يلي:

أ- **قلة المؤسسات المدرجة:** تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زادت عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح وما يلاحظ في بورصة الجزائر الآن هو ان هناك عدد محدود جداً من المؤسسات المدرجة ذلك لان عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على ان تدرج في البورصة محدودة جداً وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميزها وهذا ما يعيق نمو البورصة وهذا ما اتضح من خلال المطلب السابق.

ب- **عدم تنوع الأوراق المالية:** يعد التنوع احد اهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة اذ تعرض امام المستثمرين تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية تقسح لهم مجالاً واسعاً لاختيار منها ما يلائم امكانياتهم وأهدافهم وميولاتهم الشخصية ، والتنوع من هذا المنطق يعمل على تخفيض حجم المخاطر ، اما

<sup>1</sup> - مراد خطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 1444.

<sup>2</sup> - مراد خطاب، مرجع سبق ذكره، ص 1445.

<sup>3</sup> - تقي الدين عماري وطه حسين نوى، مرجع سبق ذكره، ص 873.

البورصة في الجزائر يتم التداول فيها ثلاثة أصناف من الأوراق المالية فقط مما يجعلها بذلك تقتصر للكفاءة التقنية وهذا ما يؤدي الى رفع حجم المخاطر ويحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.<sup>1</sup>

ج- **ضعف سير عمل البورصة:** حيث نجد ان شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 الى الساعة 10:30 صباحا ضف الى ذلك ان عملية التسوية تتم خلال أسبوع، مما يعرقل السير الحسن للتعاملات، فاذا كان امر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع او شراء، كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم اذ ان هناك سبعة مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.<sup>2</sup>

د- **ضعف الإفصاح والشفافية:** ان المستثمر في بورصة الجزائر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) والتي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة الى عدم تنظيم مهنة المحاسبة وتدقيق الحسابات وكذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار.<sup>3</sup>

ثانيا: **المعوقات السياسية والتشريعية:**

تواجه بورصة الجزائر معوقات سياسية وتشريعية نتناولها على النحو التالي:<sup>4</sup>

أ- **المعوقات السياسية:**

من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة وهذا ما أسهم في عرقلت النشاط الفعلي لبورصة الاوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الامان والمردودية بالدرجة الاولى، وهذان العاملان لا يتحققان الا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، والجزائر عانت من البيروقراطية لعشرين سنة وقبلها تدهور الاوضاع السياسية ونفشي الإرهاب، هما سببان كافيا لتحطيم اقتصاد ككل وليس بورصة.

ب- **المعوقات التشريعية :** طبقا للتشريع المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الاوراق المالية من الشركات ذات الأسهم ، الا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، و ظف إلى ذلك الاطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، الا أن تعيين أعضائها لم يكن الا بتاريخ 1995/12/27 أما التصيب الرسمي فلم يتم الا في شهر فيفري من عام 1996 كما أن شركة

<sup>1</sup> - هشام دغوم، عبد النور قبائلي، اليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر، مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد 06، العدد 02، ديسمبر 2021، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي الجزائر، ص: 300.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص: 300.

1-رشيد بوكساني، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 287.

<sup>4</sup> - مراد حطاب، مرجع سبق ذكره، ص ص :1445، 1446.

إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها، نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام COSOB رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم، إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999 .

### ثالثا: معوقات اجتماعية وثقافية ودينية:

تواجه بورصة الجزائر مجموعة من المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية نتناولها على النحو التالي:

أ- **المعوقات الاجتماعية والثقافية** : تتعلق هذه العراقيل بالمشاكل التي يعاني منها الفرد من المجتمع الجزائري من فقر ، بطالة ، ضعف لمستوى الدخل والمعيشة وانعدام لأدنى الخدمات الاجتماعية ، وهو الامر الذي يؤثر على جانب الادخار الفردي بصفة خاصة والوطني بصفة عامة ، باعتبارها عنصرا هاما واساسيا في قيام وتطور أسواق الأوراق المالية ، علاوة على هذا ، تميل العائلات الجزائرية الى توجيه مدخراتها بشكل أساسي نحو البنوك وخاصة العمومية ، باعتبارها توفر اكبر قدر ممكن من الثقة والأمان لهم وهو ما يؤدي الى إعاقة عمل البورصة. الى جانب المشاكل الاجتماعية فالمجتمع الجزائري يفتقر الى الثقافة البورصية وثقافة الادخار والاستثمار في البورصة وسوق راس المال لعدة اعتبارات أهمها جهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها وكذا نقص الوعي بالفوائد والمكاسب التي يمكن ان تجنى نتيجة التمويل والاستثمار في البورصة لضعف سياسات الترويج والدعاية للبورصة الجزائرية منذ نشأتها ومن ثم عدم تقبل فكرة الاستثمار فيها نظرا لغياب الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بصفتها لم يتم التعامل فيها في السابق.<sup>1</sup>

ب- **العامل الديني**: لا يخفى 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 في الجزائر يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، وإذا ما نظرنا إلى مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 4-9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسلام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.<sup>2</sup>

ان كل العوائق والقيود سالفة الذكر يجب ان تزول لما لها من أثر سلبي في تطبيق والعمل بهذه الآلية التمويلية خاصة لما لها من دور بارز في تمويل المؤسسات الاقتصادية ومن ورائها الاقتصاد الجزائري ككل.

<sup>1</sup> - سميحة بن معاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 336.

<sup>2</sup> - مراد حطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 1444.

**المطلب الثالث: عوامل ومتطلبات تفعيل بورصة الجزائر وتنشيطها**

من خلال ما سبق اتضح لنا أنّ بورصة الجزائر تتسم بضعف كبير وهشاشة دورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية وذلك راجع للعديد من المعوقات التي تواجهها لذا وجب صياغة مجموعة من الشروط والمقترحات حتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها لتحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية.

**أولاً: مقترحات تخص المعوقات الاقتصادية:**

حتى تتمكن البورصة من تحقيق فاعليتها في تمويل المؤسسات الاقتصادية لابد من توفر الشروط الاقتصادية نذكر منها:

1- توفير بيئة اقتصادية ملائمة: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعّالة ولائد من توفير قطاع خاص نشيط يمتاز بالحرية والمنافسة، وأيضاً يجب توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية للشركات.

2 -الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة.

بالإضافة إلى هذين الشرطين هناك بعض المقترحات نقترحها والمتمثلة في:

- إصدار أدوات مالية جديدة وتويعها إذ نجد فقط الأسهم وسندات الخزينة العمومية وغياب السندات التي يمكن أن تصدرها الشركات التي تعاني من عجز وتحتاج إلى التمويل.
- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة من خلال توفير التسهيلات اللازمة لزيادة عدد المؤسسات المدرجة في البورصة خاصة الخاصة حيث أن عدد المؤسسات المدرجة قليل جداً ويستحوذ عليه الطابع العمومي.
- استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.

**ثانياً: أهمية الجهاز المصرفي والإفصاح المحاسبي في تفعيل دور البورصة**

يعتبر وجود هذان العاملان مهمان جداً لترقية ونمو البورصات وذلك من خلال:

1-تفعيل دور البنك المركزي: 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 فعّال في تطوير البورصة من خلال ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية وهو ما يوسع من سوق السندات.<sup>1</sup>

**2- دور الإفصاح والمعلومات المحاسبية:** يعتبر الإفصاح على المعلومات المالية من خلال النظام المحاسبي الجديد الذي تم اعتماده سنة 2010 من أهم الآليات التي يجب استخدامها لتفعيل دور البورصة الجزائرية ويكون ذلك من خلال:<sup>2</sup>

- تطوير المواقع الالكترونية للبورصة وتحديثها باستمرار لتتضمن كافة المعلومات والبيانات التي يحتاجها المستثمرين.
- ضرورة انشاء شركات تتولى نشر المعلومات وذلك باعتماد من هيئات سوق المال الخاصة في الدولة.
- التأكد من وجود افصاح مالي كافي في التقارير السنوية وفي التقارير المالية خاصة فيما يتعلق بالأرباح الحقيقية الاجمالية وبالسهم ومعدّلات نموّها لتلبية متطلبات المستثمرين في الأسواق المالية والتمكن من عمل تحليل مالي ذو معنى.
- التأكيد على اتباع تبويب محاسبي صحيح في طريقة تقديم التقارير المالية، العناوين الرئيسية والفرعية، تسلسل وترتيب عرض العناصر، المجاميع الفرعية والكلية... إلخ، لجعل التقارير المالية سهلة القراءة مفهومة غير مضللة وقابلة للتحليل المالي.

### **ثالثا: مقترحات بخصوص الجانب السياسي والتشريعي**

**1- العمل على ضمان الاستقرار السياسي:** إنّه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيّد الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد، لذا يجب أن تكون هناك استراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال الفريق الحكومي وذلك من أجل اقناع المستثمرين بأنّه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة متعلقة بضمان الأموال مضمونة.

**3- مراجعة الإطار التشريعي:** إن نجاح الأسواق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم

1- بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعدي، آليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول)، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد 03، الجزائر، 2021، ص 674.

2- حنان شلغوم، تفعيل بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 02، قسنطينة، الجزائر، 2021، ص 671، 672.

عملية التبادل في الأسواق المالية، ضف إلى ذلك يجب أن تكون هذه التشريعات واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر.<sup>1</sup>

بالإضافة إلى هاته المقترحات هناك اقتراحات ثقافية ودينية:

أ-ثقافية:

- إرساء الثقافة البورصية من خلال تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.  
- تعريف مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة البورصة في تمويل مختلف الاستثمارات.

ب-دينية:

- انشاء وادراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة.  
- ادراج الأدوات المالية الإسلامية والاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

<sup>1</sup> - محمد زيدان، بومدين نورين، مداخلة بعنوان: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الشلف، الجزائر، يومي 22/21 نوفمبر 2006.



خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية من اهم اليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجا اليها المؤسسات من اجل تمويل عملياتها الاستثمارية وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية اسهما كانت او سندات ، ولما كان هذا الوضع هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر الى انشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في اطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر مطلع الثمانينات ، وقد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم احداث الهيئات المنظمة لها وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم ، ولكن رغم مرور اكثر من عشرين سنة الا ان عمل البورصة في الجزائر لم يرقى الى التطلعات المنشودة من وراء انشائها فلايزال دورها في تلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية والاقتصاد ضئيلا او يكاد معدوما .

وما يمكن قوله ان هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر انما هو ناتج عن العديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني او في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة في الجزائر او ماهو متعلق بالجانب الثقافي والديني لذا لا بد ان تحظى بورصة الجزائر بكثير من الاهتمام.

# الخاتمة

إنّ الهدف المرجو من خلال قيامنا بهذه الدراسة هو ابراز دور الأسواق المالية في عملية تمويل المؤسسات الاقتصادية مع الإشارة إلى بورصة الجزائر كعينة للدراسة، وهذا من خلال محاولة الإحاطة بكل ما يمكن أن يعزز هذا الدور مع الإشارة إلى حجم العراقيل التي تصادفها في إتمام الدور المنوط بها في المجال الاقتصادي، حيث تطرّقنا في دراستنا إلى المحاور التالية:

عرض مفاهيم نظرية عامّة حول التمويل في المؤسسات الاقتصادية من حيث إظهار ماهيته، مبادئه ومخاطره وكذا الأسواق المالية بالتعرّض لماهيتها، أنواعها، وظائفها وعلاقتها بتمويل الاستثمار، إضافة إلى كيفية تحقيق كفاءة السوق من خلال ابراز مفهوم وأنواع الكفاءة ومستوياتها.

كما تطرّقنا إلى دراسة حالة بورصة الجزائر بتقديم نشأتها والهيئات المنظمة لها والمحدّدة من قبل المشرع الجزائري، بالإضافة إلى المؤسسات الاقتصادية المدرجة فيها وأهم المؤشرات المتحركة فيها كالرسملة والسيولة. ومن خلال ذلك توصلنا إلى النتائج التالية:

- نتائج الدراسة:

- الأسواق المالية هي أحد أهم ركائز الاقتصاد، إذ أنّها تتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل المؤسسات الاقتصادية وذلك من خلال ربطها بين المدخرين والمستثمرين.
- التمويل هو حجر الأساس في بنية أي مؤسسة اقتصادية وهذا ما أوجب عليها اللجوء إلى الأسواق المالية التي تتميز بتعدد مصادره.
- بورصة الجزائر لا تعتبر جهاز تمويلي فعّال في تنشيط الاقتصاد الوطني إذ أنّها تقوم بدور ضعيف جدًا يكاد ينعدم في عملية التمويل وذلك راجع لعدّة أسباب تمثلت في:
  - معوقات تنظيمية كقلة المؤسسات المدرجة وعدم تنوع الأوراق المالية وضعف الإفصاح والشفافية.
  - معوقات ثقافية وذلك لعدم وجود الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع.
  - العامل الديني خاصة بالنسبة للسندات باعتبارها قرض ربوي.
  - ضعف الجهاز الإنتاجي وضعف الحوافز الجبائية بالإضافة إلى ضعف الادخار.
- النتائج المتعلقة بإثبات أو نفي صحة الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** الأسواق المالية هي مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي عن طريق اصدار أصول مالية مختلفة وقد تم اثبات هذه الفرضية حيث اتضح من خلال هذه الدراسة ان الأسواق المالية هي مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

الفرضية الثانية: تعتبر بورصة الجزائر جهاز تمويلي فعّال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ومنه في تنشيط الاقتصاد الوطني وقد تم نفي هذه الفرضية فهي لا تعتبر جهاز تمويلي فعّال فمن خلال دراسة الحالة اتضح ان بورصة الجزائر لا تعتبر جهاز تمويلي فعال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ويرجع ذلك للمعوقات التي تصادفها. اقتراحات الدراسة:

وعلى ضوء هذه النتائج يمكن اقتراح ما يلي:

- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع لتشجيعهم على استثمار مدخراتهم.
- التأكد من وجود افصاح مالي كافي في التقارير المالية السنوية.
- وضع التشريعات والتنظيمات الفعّالة لتنظيم عملية التبادل في الأسواق المالية وتكون واضحة ومرنة ومرتبطة بالمستثمر.
- انشاء وادراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة.
- اصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها.

أفاق الدراسة:

بما أنه لا يمكن الالمام بمختلف جوانب الموضوع الواسعة، نترك أفاق البحث مفتوحة لدراسات أخرى مستقبلا والتي يمكن أن تتناول الإشكاليات التالية:

- 1/ دور الأسواق المالية الإسلامية في تمويل المؤسسات الاقتصادية.
- 2/ تفعيل دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتنمية بورصة الجزائر.
- 3/ فعالية بورصة الجزائر في ظل ادراج مؤسسات اقتصادية خاصة جديدة.

## قائمة المراجع

## أ-الكتب:

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010.
2. أزهرى الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017.
3. حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها -تنظيمها -أدواتها المشتقة، دار الكندي، الطبعة الأولى، إربد، الأردن، 2002.
4. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2012/1433هـ.
5. رشيد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمّان، الأردن، 2010.
6. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، 2008.
7. سالم صلال راهي الحساوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الأولى، ص ص: 36، 37.
8. سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2010.
9. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
10. عبد القادر محمد احمد عبد الله وخالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات للطباعة والنشر، الطبعة الخامسة، 2017.
11. عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، دار الكتاب الجامعي، الطبعة الثانية، صنعاء، 2013.
12. عبير الصفدي الطوال، التأجير التمويلي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان ، 2015.
13. عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية (دراسة تحليلية)، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، الأردن، 2019.
14. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمّان، 2008.
15. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، إربد، الأردن، 2006.

16. محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 2004.
17. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2007.
18. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2007.
19. مداني أحمد، الازمات المالية لأسواق الأوراق المالية العربية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2018.
20. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة الجزء الأول، الجزائر، 2005.
21. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، 1999.
22. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
23. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية 1998.
24. وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، الأردن 2010.

ب- الرسائل الجامعية:

1. احمد بوساق، البيئة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (المعوقات والمقومات) - حالة الجزائر -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2020/2021.
2. حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات - دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية 2014/2015.
3. رشيد بوكساني، معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2005/2006.

4. ريمة زيان، مساهمة بورصة الجزائر في تبني الشركات المدرجة للحوكمة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3 2021 /2020.
5. زوليخة علال، كميلية ليمان، دور التمويل الذاتي في دعم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مطاحن مرمورة قالمة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قالمة، جامعة 8 ماي 45، 2015 /2014 .
6. زين الدين طالم، افاق الصكوك الإسلامية كأدوات تمويلية بديلة في السوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2022 /2021 .
7. سميحة بن معاوي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2023 /2022.
8. عادل سلماني، تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2018-2017.
9. غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، مذكرة ماجستير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية جامعة الجزائر، 2012 /2011.
10. لقمان بلعلم، بولغريبات حسين، دور الأسواق المالية في دعم التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر، 2021/2020.

#### ج-المجلات والملتقيات العلمية:

##### • المجلات:

1. بلال فراحي، فاطمة الزهراء سعدي، أليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر (الأداء، المعوقات والحلول)، مجلة آفاق علمية، المجلد 13، العدد 03، الجزائر، 2021.
2. بلال كيموش وعز الدين شرون، مدى التزام المؤسسات الجزائرية بمتطلبات النظام المحاسبي المالي فيما يخص اهتلاك الأصول غير الجارية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الاعمال، المجلد 11، العدد 01، 2022.
3. تقى الدين عماري، طه حسين نوى، معوقات عمل بورصة الجزائر واليات تفعيلها، مجلة افاق للعلوم، المجلد 07، العدد 03، 2022.



4. حساني بن عودة، واقع وافاق السوق المالي في الجزائر -دراسة حالة بورصة الجزائر-، مجلة التنويع الاقتصادي، المجلد 18، العدد 01، جامعة بلحاج بوشعيب، عين تموشنت، الجزائر، 2020.
5. حنان شلغوم، تفعيل بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 08، العدد 02، قسنطينة، الجزائر، 2021.
6. خانم نوري كاكّة، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة الجزائر، المجلد 18، العدد 01، 2020.
7. ريمة زنانة وشريفة العيد، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه، مجلة المالية والسوق، المجلد 10، العدد 02، 2022.
8. زبير عياش وسميرة مناصرة، التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة ام البواقي الجزائر، المجلد ب، العدد 41، 2014.
9. عبد الحميد لمين، المؤسسات المصغرة ذاتية التمويل في القانون الجزائري: المفهوم وتدابير التحفيز، مجلة الدراسات والبحوث القانونية، المجلد 07، العدد 01، 2022.
10. مراد خطاب، نشاط بورصة الجزائر بين الواقع والمأمول، مجلة العلوم الإنسانية، المركز الجامعي تمنراست الجزائر، المجلد 22، العدد 01، 2022.
11. مصطفى عوادي ومنير عوادي، اساسيات حول بورصة الجزائر، المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية، المجلد 59، العدد 02، 2022.
12. مولود فتحي وعبد القادر قطاف، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حالة مجمع صيدال 2013-2015، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 02، العدد 04، جامعة غرداية، الجزائر سبتمبر 2018.
13. هشام دغوم، عبد النور قبائلي، اليات تنشيط وتطوير بورصة الجزائر، مجلة اقتصاد المال والاعمال المجلد 06، العدد 02، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي الجزائر، ديسمبر 2021.
14. يوسف مروش وعادل سلماي، التمويل عن طريق بورصة الجزائر وتحدياته المستقبلية مع الإشارة لحالة شركة التأمينات SPA Alliance Assurance في بورصة الجزائر، مجلة إدارة الاعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 01، 2020.

• الملتقيات:

1. عمر حوتية، أ. مولاي لخضر عبد الرزاق، اثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، الملتقى الوطني الثاني، الجزائر 24-25 افريل 2007.
2. محمد زيدان، بومدين نورين، مداخلة بعنوان: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، الشلف، الجزائر، يومي 21/22 نوفمبر 2006.

مطبوعات بداغوجية:

1. براهيم بقللة، تمويل المؤسسة، مطبوعة بداغوجية في مقياس تمويل المؤسسة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2022 / 2021.
2. نور الدين بن شوفي، الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، الجزائر، سنة 2019/2018.

د-التشريعات القانونية القانونية:

1. مرسوم تشريعي رقم 93 - 10 مؤرخ في 23 ماي 1993، متعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34، بتاريخ 23 ماي 1993 (المعدل والمتمم).
2. الامر 08-96، الجريدة الرسمية، العدد 03، الصادر بتاريخ 14/01/1996.
3. المادة 89 من النظام 03-97، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 87، الصادر بتاريخ 29 /12 /1997
4. نظام 01-12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق 12 يناير سنة 2012 يعدل ويتم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ج ر عدد 41 الصادرة في 15 جويلية 2012.

هـ-التقارير:

- 1- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2022.
- 2- لتقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010.
- 3- بنك الجزائر التقارير السنوية 2014، 2015، 2016، 2017، 2018، 2019، 2020، 2021، 2022.

و-المواقع الالكترونية:

1. <https://www.cosob.org>
2. <https://www.sgbv.dz>
3. <https://www.cosob.org/ar/rapports-annuels>
4. <https://www.bank-of-algeria.dz>

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الفرنسية

أ-الكتب:

1. André Kavacs, **Comprendre la Bourse**, les éditions d'organisation, Paris, 1988.
2. Didier Vitrac, **Investir en bourse avec succès**, Gualino éditeur, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 2003.
3. Didier Vitrac, **Tout savoir sur la Bourse**, Gualino éditeur, Paris, 2004.
4. François Neri, **Raconte-moi la Bourse**, Economica, Paris, 1997.

5. Jacques Hamon, **Bourse et gestion de portefeuille**, 2 ème édition, Economica Paris, 2005.
6. Jean–Claude Augros et Patrick Navatte, **La Bourse, Les options négociables**, librairie Vuibert, Paris, 1987.

ب-المجلات:

1. Ahmed YEKKOUR, Asmaa MOHAMMED BENAHMED, **Le marché boursier algérien : une étude analytique de la bourse d'Alger dès 1999 jusqu'à 2018**, Revue Cahiers Economiques, Volume: 13 – Numéro: 01 (2022) .

ج-المجلات والملتقيات بالغة الإنجليزية:

1. Afaf Bachiri and Douak Samira, **Financial markets case study of the stock exchange of Algeria**, The national forum on "Mechanisms for Activating and Upgrading the Algerian Stock Exchange to the Level of Emerging Financial Markets (Reality and Challenges)" at the University Center of El Affroun, to be held on 04/12/2023.
2. Saïdi Fatima Zohra, **Financer les entreprises par la cotation en bourse**, un cas étude de la Bourse Algérienne, Economics Financial Banking & Management Journal, Vol me : 11/ N : 02(2022),

# الملاحق

## الملحق رقم (01) : القرار الذي يحدد النظام العام للبورصة

نظام رقم 01-12

-1-

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

## الملحق

نظام رقم 12 - 01 مؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق  
12 يناير سنة 2012 يعدل ويتم النظام رقم 97 - 03  
المؤرخ في 17 رجب عام 1418 الموافق 18 نوفمبر سنة  
1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

قرار مؤرخ في 30 صفر عام 1433 الموافق 24 يناير  
سنة 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة  
تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01  
المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق 12 يناير سنة  
2012 الذي يعدل ويتم النظام رقم 97 - 03 المؤرخ  
في 17 رجب عام 1418 الموافق 18 نوفمبر سنة  
1997 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم  
المنقولة.

إن وزير المالية،

بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ  
في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993  
والمعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم،  
- وبمقتضى المرسوم الرئاسي المؤرخ في 26  
جمادى الأولى عام 1429 الموافق أول يونيو سنة 2008  
والمتمم تعيين رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة  
ومراقبتها،  
- وبمقتضى النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 17  
رجب عام 1418 الموافق 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق  
بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المعدل،  
- وبناء على مداولة اللجنة بتاريخ 12 يناير سنة  
2012،

- وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ  
في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993  
والمعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم، لا سيما  
المادتان 21 و32 منه،  
- وبمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 10 - 149  
المؤرخ في 14 جمادى الثانية عام 1431 الموافق 28 مايو  
سنة 2010 والمتمم تعيين أعضاء الحكومة،  
- وبمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 95 - 54  
المؤرخ في 15 رمضان عام 1415 الموافق 15 فبراير سنة  
1995 الذي يحدد صلاحيات وزير المالية،

- وبمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 96 - 102  
المؤرخ في 22 شوال عام 1416 الموافق 11 مارس سنة  
1996 والمتمم تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي  
رقم 93 - 10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23  
مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل  
والمتمم،

## يقرر ما يأتي :

**المادة الأولى :** يصادق على نظام لجنة تنظيم  
عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12 - 01 المؤرخ في 18  
صفر عام 1433 الموافق 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل  
ويتم النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 17 رجب عام 1418  
الموافق 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام  
لبورصة القيم المنقولة، المعدل، والملحق نصه بهذا  
القرار.

**المادة 2 :** ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية  
للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 30 صفر عام 1433 الموافق 24  
يناير سنة 2012.

كريم جوي

## يصدر النظام الآتي نصه :

**المادة الأولى :** يهدف هذا النظام إلى تعديل وإتمام  
أحكام النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 17 رجب عام 1418  
الموافق 18 نوفمبر سنة 1997 والمتعلق بالنظام العام  
لبورصة القيم المنقولة، المعدل والمذكور أعلاه.

**المادة 2 :** تعدل المادة 16 من النظام رقم 97 - 03  
المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر  
كما يأتي :

"المادة 16 : باستثناء سندات الدين التي تصدرها  
الدولة والجماعات المحلية والتي يتم إدراجها وفق  
الشروط المحددة في المادة 77 - 1 لهذا النظام، يجب أن  
يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة  
موضوع طلب قبول لدى اللجنة وإيداع مشروع مذكرة  
إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة.

ويتم إعداد مشروع المذكرة الإعلامية حسب  
الشروط المحددة بموجب تعليمات من اللجنة."

**المادة 3 :** تعدل المادة 17 من النظام رقم 97 - 03  
المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر  
كما يأتي :

"المادة 17 : يجب على أي شركة تطلب قبول  
سنداتها في عمليات التداول في السوق الرئيسية أن  
تعيّن وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمساعدة  
المصدر في إجراءات القبول والإدخال."

" المادة 46 : يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة خمس (5) سنوات يدعى الراعي في البورصة ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام".

" المادة 46 - 1 : يشهد الراعي في البورصة بواسطة توقيعها على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها، بأنه قام بالإجراءات المعهودة وبأن المعلومات الواردة في المذكرة تطابق الواقع، حسب علمه، وبأن المذكرة لا تتضمن أي إغفال من شأنه أن يؤثر في مضمونها".

" المادة 46 - 2 : يجب أن يكون الراعي في البورصة وسيطا معتمدا في عمليات البورصة، أو بنكا، أو مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية والقانون واستراتيجية المؤسسات تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكله الرأسمال والإدماج وشراء المؤسسات، ومعتزفا بها من اللجنة ومسجلة لديها، تحدد الشروط وإجراءات التسجيل للشركة المرشحة لممارسة وظيفة الراعي في البورصة بموجب تعليمات من اللجنة".

" المادة 46 - 3 : يجب أن تكون الشركة قد أبرمت مع الراعي في البورصة اتفاقية يتم إعدادها حسب النموذج الذي تحدده اللجنة، لمدة أثنائها سنتان (2) ويتفق عليها الطرفان.

ويجب تبليغ اللجنة بفسخ الاتفاقية ويجب أن تعين الشركة فوراً راعيا آخر في البورصة".

" المادة 46 - 4 : يجب أن تكون الشركة قد نشرت كشوفها المالية المصدق عليها عن السنتين الماليتين الأخيرتين ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك دون المساس بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الطلب العلني للاخبار ولا يطلب استيفاء شروط الربحية والرأسمال الأدنى من الشركة التي تطلب قبولها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

غير أن هذه الشروط لا تطبق على الشركة التي تكون قيد التأسيس من خلال الطلب العلني على الاخبار".

" المادة 46 - 5 : يجب أن تقوم الشركة بفتح رأسمالها الاجتماعي على مستوى أدناه 10 %، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير".

" المادة 46 - 6 : يجب توزيع سندات رأسمال الشركة الموزعة على الجمهور على عدد أدناه خمسون (50) مساهما، أو ثلاثة (3) مستثمرين مؤسستيين وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير.

**المادة 4 :** تنشأ بعد المادة 21 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، المادة 21 مكرراً، وتحرر كما يأتي :

" المادة 21 مكرراً : يجب على الشركة التي تطلب قبول سنداتها في عمليات التداول في البورصة أن تثبت إيداع سنداتها لدى المؤتمن المركزي على السندات، قبل الإدخال في البورصة".

**المادة 5 :** يعدل عنوان القسم الثاني من الفصل الثاني من النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، ويحرر كما يأتي : "شروط قبول سندات الرأسمال في السوق الرئيسية ويتضمن المواد من 30 إلى 44.

**المادة 6 :** تعدل المادة 30 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي :

" المادة 30 : تعتبر الأسهم وشهادات الاستثمار التي تصدرها شركات المساهمة كسندات رأسمال".

**المادة 7 :** تعدل المادة 43 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي :

" المادة 43 : يجب على الشركة التي تقدم طلب قبول سندات رأسمالها في التداول بالسوق الرئيسية ما يأتي :

- أن لا تقل قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج).

- أن توزع على الجمهور سندات تمثل 20 % على الأقل من رأسمال الشركة، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير".

**المادة 8 :** تعدل المادة 44 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي :

" المادة 44 : يجب توزيع سندات رأس المال الموزعة على الجمهور على عدد أدناه مائة وخمسون (150) مساهما، وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير".

**المادة 9 :** ينشأ بعد المادة 44 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، قسم ثالث يدعى " شروط إدراج سندات رأس المال، في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" يتضمن المواد من 45 إلى 46 - 7 تحرر كما يأتي :

" المادة 45 : تطبق أحكام القسم الثاني من الفصل الثاني من هذا النظام على سندات رأس المال المقبولة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما لم ترخص الأحكام الواردة أدناه بخلاف ذلك".

## لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها

-3-

## نظام رقم 01-12

"المادة 77 : يشتمل السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة على سوق لسندات الرأسمال وسوق لسندات الدين.

تتكون سوق سندات الرأسمال من سوق رئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتكون سوق سندات الدين من سوق لسندات الدين التي تصدرها شركات المساهمة، والهيئات العمومية، والدولة، ومن سوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة".

**المادة 14 :** تدرج بعد المادة 77 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، المواد 77 - 1 و 77 - 2 و 77 - 3 و 77 - 4 و 77 - 5 و 77 - 6 وتحرر كما يأتي :

"المادة 77 - 1 : يتم قبول السندات الشبيهة للخرزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائيا في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية".

"المادة 77 - 2 : يتمثل المتدخلون في هذا القسم في الوسطاء في عمليات البورصة والمتخصصين في سندات الخزينة الذين يمكنهم التفاوض لحسابهم الخاص و/أو لحساب زبائنهم على مختلف السندات الشبيهة للخرزينة المسجلة في بورصة الجزائر".

"المادة 77 - 3 : يتم تداول السندات الشبيهة للخرزينة خلال خمسة (5) أيام من أيام العمل في الأسبوع، وذلك من يوم الأحد إلى يوم الخميس".

"المادة 77 - 4 : يتم إدخال السندات الشبيهة للخرزينة في البورصة عبر الإجراء الذي يسمى الإجراء العادي بسعر مرجعي إرشادي.

ويكون السعر المرجعي المعني أثناء إدخال السندات الشبيهة للخرزينة على مستوى بورصة الجزائر هو السعر المتوسط المعتدل الذي جرى ضبطه خلال جلسة الزيادة في السوق الأولية.

وينشر السعر المرجعي، على سبيل البيان، في النشرة الرسمية للتسعيرة".

"المادة 77 - 5 : يتم تداول السندات الشبيهة للخرزينة وفق طريقة التسعير المبلشر.

ويجري قرن أوامر المشترين والبائعين التي تستوفي شروط السعر المتقاربة بصورة منهجية ويترتب عليها إنجاز المعاملات بشأن السندات الشبيهة للخرزينة".

"المادة 77 - 6 : تكون الأسعار التي يقدمها المستثمرون على مستوى القسم الثانوي لسندات الشبيهة للخرزينة أسعارا حرة تماما.

وبمفهوم هذا النظام، يتمثل المستثمرون المؤسسيون في هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، والبنوك، والمؤسسات المالية، وشركات التأمين، وشركات رأسمال الاستثمار، وصناديق الاستثمار، والشركات المسيرة للأصول".

"المادة 46 - 7 : يمكن أن تطلب الشركة المقبولة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نقل سنداتها إلى السوق الرئيسية بمجرد أن تثبت أن قيمة رأسمالها الذي تم وفاؤه لا يقل عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) وتوزيع سنداتها على الجمهور على عدد أنحاء مائة وخمسون (150) مساهما، وما يمثل على الأقل 20 % من رأسمالها".

**المادة 10 :** ينشأ بعد المادة 46 - 7 من النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، قسم رابع عنوانه "شروط قبول السندات في السوق" ويتضمن المادتين 46 - 8 و 46 - 9 تحرران كما يأتي :

"المادة 46 - 8 : تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة، أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال، كسندات دين".

"المادة 46 - 9 : باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون، يجب أن يكون سعر سندات الدين التي تطلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج)، وذلك يوم الإدراج".

**المادة 11 :** تعدل المادة 57 من النظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي :

"المادة 57 : يستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بالقيم المثيلة للسندات التي سبق تسعيرها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سبق توظيفها لدى المستثمرين المؤسسيين وكذا سندات الدين التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية أو شركات الأسهم".

**المادة 12 :** تعدل المادة 76 من النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي :

"المادة 76 : تكون شروط معالجة الأوامر وتحديد سعر القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، والهيئات العمومية وكذا قيم الخزينة العمومية محل مقررات تصدرها شركة تسيير بورصة القيم".

**المادة 13 :** تعدل المادة 77 من النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي :

غير أنه، وعملا على معالجة التذبذب الشديد أو النزعة غير المستقرة للأسعار الممارسة على قيم الخزينة المتداولة في البورصة، فإن شركة تسيير بورصة القيم يمكن أن تقوم بتأسيس فوارق للأسعار المعتمدة من قبل منظومة التداول التي تضبط بذلك حدود تقلباتها.

ويترتب على تحديد شركة تسيير بورصة القيم لهذه الفوارق بشأن سند أو أكثر من السندات الشبيهة للخزينة نشر إعلان في النشرة الرسمية للتسعيرة ببورصة الجزائر.

**المادة 15 :** ينشر هذا النظام في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 18 صفر عام 1433 الموافق 12 يناير سنة 2012.

**نور الدين إسماعيل**



الملحق رقم (02): المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة

- وبمقتضى القانون رقم 88 - 01 المؤرخ في 22 جمادى الاولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية،

- وبمقتضى القانون رقم 88 - 03 المؤرخ في 22 جمادى الاولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988 والمتعلق بصناديق المساهمة،

- وبمقتضى القانون رقم 90 - 10 المؤرخ في 18 رمضان عام 1410 الموافق 14 أبريل سنة 1990 والمتعلق بالنقد والقرض،  
- وبعد استطلاع رأي المجلس الاستشاري الوطني.

يصدر المرسوم التشريعي التالي نصه :

المادة الاولى : تؤسس بورصة للقيم المنقولة.

وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والاشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الاسهم.

المادة 2 : تعقد بورصة القيم المنقولة في مدينة الجزائر.

المادة 3 : تشتمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين الآتيتين :

- لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة. وتدعى في صلب النص " اللجنة " .

- شركة لتسيير بورصة القيم.

المادة 4 : يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عمليات البورصة.

مرسوم تشريعي رقم 93 - 10 مؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة

إن رئيس المجلس الأعلى للدولة ،

- بناء على الدستور، لاسيما المادتان 115 و 117 منه ،

- وبناء على الإعلان المؤرخ في 9 رجب عام 1412 الموافق 14 يناير سنة 1992 والمتضمن إقامة المجلس الأعلى للدولة،

- وبناء على المداولة رقم 92 - 02 / م . أ . د . المؤرخة في 11 شوال عام 1412 الموافق 14 أبريل سنة 1992 والمتعلقة بالمراسيم ذات الطابع التشريعي ،

- وبناء على المداولة رقم 92 - 04 / م . أ . د . المؤرخة في أول محرم عام 1413 الموافق 2 يوليو سنة 1992 والمتعلقة بانتخاب رئيس المجلس الأعلى للدولة ،

- وبمقتضى الأمر رقم 66-154 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الاجراءات المدنية، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الأمر رقم 66-156 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 10 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون العقوبات، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الامر رقم 75 - 58 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون المدني، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الامر رقم 75 - 59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم،

## الملحق رقم (03): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2022

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر جانفي حيث بلغت قيمة المعاملات 10 079 589 دج مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 1 817 282 دج أي انخفاض قدره 454,65% .  
كذلك انتقل حجم التداول من 2 799 سهم في شهر ديسمبر إلى 7 797 سهم في شهر جانفي مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 178,56% .

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2022

التغير %	جانفي 2022	ديسمبر 2021	البيانات
-	13	13	عدد أيام التداول
37,98	287	208	عدد الأوامر
-9,72	106 851	118 356	حجم الأوامر المعروضة للشراء
33,96	92 044	68 710	حجم الأوامر المعروضة للبيع
454,65	10 079 589	1 817 282	قيمة التداول (دج)
178,56	7 797	2 799	حجم التداول
50	15	10	عدد الصفقات
51,31	1.15	0,76	المعدل اليومي للصفقات
454,65	775 353	139 790,92	المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)
178,56	599,76	215,30	المعدل اليومي لحجم التداول

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر  
جانفي 2022

متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)	الأسهم
-	-	-	-	أليانس للتأمينات
-	-	-	-	اوام انفست
-	-	-	-	الأوراسي
1 302	1 302	1 302	1 302	بيوفارم
543	543	543	543	صيدال

## الملحق رقم (04): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2021

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر جانفي حيث بلغت قيمة المعاملات 12 907 675 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 2 639 068 دج أي ارتفاع قدره 389,10%.  
كذلك انتقل حجم التداول من 3 150 سهم في شهر ديسمبر إلى 10 550 سهم في شهر جانفي مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 234,92%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2021

التغير %	جانفي 2021	ديسمبر 2020	البيانات
-	13	14	عدد أيام التداول
70,00	340	200	عدد الأوامر
50,06	110 187	73 430	حجم الأوامر المعروضة للشراء
-39,67	39 338	65 207	حجم الأوامر المعروضة للبيع
389,10	12 907 675	2 639 068	قيمة التداول (دج)
234,92	10550	3 150	حجم التداول
7,69	14	13	عدد الصفقات
17,06	1,07	0,92	المعدل اليومي للصفقات
147,88	992 898,07	400 560,71	المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)
260,68	811,53	225	المعدل اليومي لحجم التداول

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر  
جانفي 2021

متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)	الأسهم
-	-	-	-	أليانس للتأمينات
-	-	-	-	اوام انفست
-	-	-	-	الأوراسي
1 225,00	1 225,00	1 225,00	1 225,00	بيوفارم
-	-	-	-	صيدال
153,33	147,5	144	172	حق تخصيص أليانس للتأمينات 2020/09/10 5/3

## الملحق رقم (05): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2020

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع محسوس خلال شهر جانفي ، حيث بلغت قيمة المعاملات 19 476 303 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 3 668 685 دج أي ارتفاع قدره 430,88%.

كذلك انتقل حجم التداول من 5 053 سهم في شهر ديسمبر إلى 22 325 سهم في شهر جانفي مسجلا بذلك نسبة ارتفاع معتبرة قدرها 341,82%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2020

البيانات	ديسمبر 2019	جانفي 2020	التغير %
عدد أيام التداول	12	12	-
عدد الأوامر	189	192	1,59%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	160 997	212 388	31,92%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	116 807	61 602	-47,26%
قيمة التداول (دج)	3 668 685	19 476 303	430,88%
حجم التداول	5 053	22 325	341,82%
عدد الصفقات	16	37	131,25%
المعدل اليومي للصفقات	1,33	3,08	131,58%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	305 723,75	1 623 025,25	430,88%
المعدل اليومي لحجم التداول	421,08	1 860,42	341,82%

## الملحق رقم (06): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2019

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر تراجعاً خلال شهر جانفي قدر بـ 55,46%، حيث بلغت قيمة المعاملات 7 422 994 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 16 667 458 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 17 480 سهم في شهر ديسمبر إلى 7 611 سهم في شهر جانفي مسجلاً بذلك نسبة انخفاض قدره 56,46%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2019

البيانات	ديسمبر 2018	جانفي 2019	التغير %
عدد أيام التداول	13	14	7,69%
عدد الأوامر	395	310	-21,52%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	264 522	197 581	-25,31%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	129 643	63 601	-50,94%
قيمة التداول (دج)	16 667 458	7 422 994	-55,46%
حجم التداول	17 480	7 611	-56,46%
عدد الصفقات	38	42	10,53%
المعدل اليومي للصفقات	2,92	3	2,74%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1 282 112,15	530 213,85	-58,65%
المعدل اليومي لحجم التداول	1 344,61	543,64	-59,57%

## الملحق رقم (07): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2018

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر جانفي قدر بـ 88,96%، حيث بلغت قيمة المعاملات 5 731 495 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 51 895 600 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 51 181 سهم في شهر ديسمبر إلى 10 274 سهم في شهر جانفي مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدره 79,93%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2018

البيانات	ديسمبر 2017	جانفي 2018	التغير %
عدد أيام التداول	8	10	-
عدد الأوامر	193	454	135,23%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	86 286	65 873	-23,65%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	147 479	360 297	144,30%
قيمة التداول (دج)	51 895 600	5 731 495	-88,96%
حجم التداول	51 181	10 274	-79,93%
عدد الصفقات	40	30	-25%
المعدل اليومي للصفقات	5	3	-40%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	6 486 950	573 149,5	-91,16%
المعدل اليومي لحجم التداول	6 397,625	1 027,4	-83,94%

## الملحق رقم (08): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2017

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر جانفي قدر بـ %61,65- ، حيث بلغت قيمة المعاملات 2 065 755 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 5 387 050 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 10 667 (أسهم) في شهر ديسمبر إلى 5127 سهم في شهر جانفي مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدرها %51,94- .

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2017

البيانات	ديسمبر 2016	جانفي 2017	التغير %
عدد أيام التداول	8	9	-
عدد الأوامر	175	240	37,14%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	64 349	79 425	23,43%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	118 890	125 946	5,93%
قيمة التداول (دج)	5 387 050	2 065 755	-61,65%
حجم التداول	10 667	5 127	-51,94%
عدد الصفقات	32	24	-25%
المعدل اليومي للصفقات	4	2,66	-33,33%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	673 381,25	229 528,33	-65,91%
المعدل اليومي لحجم التداول	1 333,38	569,66	-57,28%

## الملحق رقم (09): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2016

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاض خلال شهر جانفي قدر بـ 66,35%، حيث بلغت قيمة المعاملات 3 057 805 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 9 086 280 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 21 623 (أسهم) في شهر ديسمبر إلى 4 937 في شهر جانفي مسجلاً بذلك نسبة انخفاض قدرها 77,16%.

فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أسواق القيم المنقولة المحققة في التسعيرة الرسمية لاحظنا أن:

- السوق الرئيسي لشهر جانفي عرف تدهور مقارنة بالشهر الماضي من حيث القيمة الإجمالية للتداول قدر بنسبة 66,35% مشكلاً بذلك 100% من القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.
- أما سوق سندات الشركات فقد عرف شطب القرض السندي داخلي.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2016

البيانات	ديسمبر 2015	جانفي 2016	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	209	137	-34,44
حجم الأوامر المعروضة للشراء	58 596	34 043	-41,90
حجم الأوامر المعروضة للبيع	175 805	102 692	-41,58
قيمة التداول (دج)	9 086 280	3 057 805	-66,35
حجم التداول	21 623	4 937	-77,16
عدد الصفقات	37	11	-70,27
المعدل اليومي للصفقات	4,11	1,37	-66,67
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1 009 586,66	382 225,62	-62,14
المعدل اليومي لحجم التداول	2402,55	617,12	-74,31



## الملحق رقم (10): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2015

## النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا كبيرا خلال شهر جانفي حيث بلغت قيمة المعاملات 12 996 345 دج مسجلة بذلك ارتفاع قدره 757,10 % مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 1 516 300 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 3665 في شهر ديسمبر إلى 29 757 في جانفي مسجلاً بذلك نسبة ارتفاع قدرها 711,92 %.

فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أسواق القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة الرسمية لاحظنا أن:

السوق الرئيسي: سجل ارتفاعا من حيث القيمة المتداولة الإجمالية قدره 6,58% مشكلا بذلك 88,45% من القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.

سوق سندات الشركات: سجل سوق سندات الشركات تبادلات في قاعة تداول بورصة الجزائر قدرها 1 500 000 دج

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر  
جانفي 2015

البيانات	التغير %	جانفي 2015	ديسمبر 2014
عدد أيام التداول	-	8	10
عدد الأوامر المعروضة	-50,65 %	187	379
حجم لأوامر المعروضة للشراء	-13,91 %	44 546	51 746
حجم الأوامر المعروضة للبيع	-48,44 %	119 454	231 684
قيمة التداول (دج)	757,10%	12 996 345	1 516 300
حجم التداول	711,92%	29 757	3 665
عدد الصفقات	80 %	36	20
المعدل اليومي للصفقات	-	5	2
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	971,38 %	1 624 543,12	151 630
المعدل اليومي لحجم التداول	914,90 %	3 719,62	366,5

## الملحق رقم (11): التقرير الشهري لبورصة الجزائر جانفي 2014

# التقرير الشهري لبورصة الجزائر " جانفي 2014 "

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر جانفي حيث بلغت قيمة المعاملات 2 186 375 دج مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 25,33% مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 1 744 425 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 4 232 في شهر ديسمبر إلى 4 070 في جانفي مسجلاً بذلك نسبة انخفاض قدرها 3,82%.

فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أقسام القيم المنقولة والمسجلة في التسعيرة الرسمية لاحظنا أن:

قسم الأسهم : سجل ارتفاعا من حيث القيمة المتداولة الإجمالية للسندات قدره 2,40% مشكلا بذلك 81,70% من القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.

قسم السندات: سجل قسم السندات قيمة تداول خلال شهر جانفي قدرها 4000 000 دج و هو ما يمثل نسبة 18,29% من القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.

## مؤشرات نشاط بورصة الجزائر جانفي 2014

ديسمبر 2013	جانفي 2014	التغير %	البيانات
9	9	-	عدد أيام التداول
171	159	-7,01%	عدد الأوامر المعروضة
31 563	13 675	-56,67%	حجم لأوامر المعروضة للشراء
83 502	107 088	28,24%	حجم الأوامر المعروضة للبيع
1 744 425	2 186 375	25,33%	قيمة التداول (دج)
4 232	4 070	-3,82%	حجم التداول
13	25	116,66%	عدد الصفقات
1	3	66,66%	المعدل اليومي للصفقات
193 825	242 931	25,33%	المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)
470	452	-3,82%	المعدل اليومي لحجم التداول

# فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
الاهداء	-
شكر وعرهان	-
قائمة المحتويات	I
قائمة الجداول	II
قائمة الاشكال	III
قائمة المختصرات	IV
قائمة الملاحق	V
مقدمة	أ - ط
<b>الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل وأسواق راس المال</b>	
تمهيد	11
المبحث الأول: مصادر التمويل المتاحة في المؤسسة	12
المطلب الأول: ماهية التمويل	12
المطلب الثاني: التمويل الداخلي	16
المطلب الثالث: التمويل الخارجي	19
المبحث الثاني: الإطار النظري لسوق راس المال	26
المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية	26
المطلب الثاني: وظائف السوق المالي وعلاقتها بنمو الاستثمار	31
المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية	33
خلاصة الفصل الاول	38
<b>الفصل الثاني: واقع بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية</b>	
تمهيد	40
المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة فيها	41
المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل إنجازها	41
المطلب الثاني: تنظيم وسير بورصة الجزائر	43
المطلب الثالث: المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر	54
المبحث الثاني: اسهامات بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية	62

62	المطلب الأول: تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق البورصة
71	المطلب الثاني: معوقات بورصة الجزائر
75	المطلب الثالث: عوامل ومتطلبات تفعيل بورصة الجزائر
78	خلاصة الفصل الثاني
80	الخاتمة
83	قائمة المراجع
90	الملاحق
105	فهرس المحتويات
107	ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور سوق رأس المال في تمويل المؤسسات الاقتصادية، إذ أنها تعتبر من أهم المصادر التمويلية المعتمد عليها في الاستثمارات والمؤسسات الاقتصادية حيث أنها توفر العديد من الخدمات المالية المتميزة وقيامها بوظائف ومهام متعددة تعمل على تطوير الاقتصاد وتحديثه، إضافة إلى دورها الهام في تمويل ودفع خطط التنمية الاقتصادية وتحفيز وتنشيط معدلات النمو الاقتصادي.

ومن أجل ذلك اعتمدنا على المنهج الوصفي والتحليلي ومنهج دراسة الحالة واخترنا سوق رأس المال في الجزائر لمعرفة مفاهيمها النظرية وعملية التمويل فيها وقد ركزنا على بورصة الجزائر كدراسة حالة لتشخيص وضعها الحالي والتعريف بها والهيئات المسيرة لها، ومعدلات التداول بها باعتبارها قناة لتطور ودعم التنمية الاقتصادية.

من خلال ما تطرقنا له توصلت الدراسة إلى أن بورصة الجزائر لم تؤد دورها كمصدر لتمويل المؤسسات الاقتصادية فنسبة تمويلها للاقتصاد الوطني ظلّت محتشمة طيلة الفترة 2014 إلى 2022 حيث أنّ مؤشراتها تدل على أنها لا تقدم الأموال الضرورية لتطوير الطاقات الإنتاجية ولا تعزز الاستثمارات المحلية، فمنذ نشأتها لم تضم سوى عدد قليل جداً من المؤسسات، كما أنه لا توجد ديناميكية في نشاطها وهذا يشير إلى أنها لم تتطوّر بشكل يوحى أنها ستحدث إنعاشاً في الاقتصاد الوطني.

**الكلمات المفتاحية:** سوق رأس المال، مصادر التمويل، المؤسسات الاقتصادية، بورصة الجزائر.

**Abstract :**

This study aims to highlight the role of capital markets in financing economic institutions, as they are considered one of the most important sources of financing for investments and economic institutions, providing many distinctive financial services and performing multiple functions and tasks that contribute to the development and modernization of the economy, in addition to their important role in financing and implementing economic development plans and stimulating economic growth rates.

For this purpose, we adopted the descriptive and analytical approach and the case study method, and we chose the capital market in Algeria to understand its theoretical concepts and financing processes. We focused on the Algerian stock exchange as a case study to diagnose its current situation, define it, and identify its governing bodies and trading rates as a channel for the development and support of economic development.

Based on our findings, the study concludes that the Algerian stock exchange has not fulfilled its role as a source of financing for economic institutions, as its financing percentage for the national economy has remained modest from 2014 to 2022. Its indicators suggest that it does not provide the necessary funds for the development of productive capacities and does not promote local investments. Since its inception, it has only included a very small number of institutions, and there is no dynamism in its activities, indicating that it has not shown signs of revitalizing the national economy.

**Keywords:** capital market, sources of financing, economic institutions, Algerian stock exchange