

جامعة عمار ثليجي - الأغواط -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم : العلوم الاقتصادية

تخصص : مالية وبنوك

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

دور الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي

دراسة حالة بورصة الجزائر 2017

الإستاذ المشرف:

-د/عبد الهادي مسعودي

إعداد الطالبتين :

-بن بوهالي كريمة

- بن يحي أمال

أعضاء لجنة المناقشة

د. أسماء الزاويأستاذة محاضرة.....رئيسا

د. عبد الهادي مسعودي.....أستاذ محاضر.....مقررا

أ. بن دحان إلياس.....أستاذ مساعد.....ممتحنا

السنة الجامعية : 2017/2016

إهداء

" قل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون "صدق الله العظيم
الهي لا يطيب الليل الا بشركك ولا يطيب النهار الا بطاعتك... ولا
تطيب اللحظات الا بذكرك... ولا تطيب الاخرة الا بعفوك... ولا تطيب
الجنة الا برويتك .

الله جل جلاله الى من بلغ الرسالة وادى الأمانة... ونصح الأمة ... الى
نبي الرحمة ونور العالمين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم .
اهدي ثمرة جهدي هذا الى من حملتني شهور وعودتني السرور
وكانت لي الصدر الحنون والقلب القوي الى دولة الحب مدرسة الكفاح
التي يعجز السان عن ذكرها بكثرة فضائلها ولعظمة جلالها التي وضعت
الجنة تحت قدميها الى أمي رحمة الله عليها.

والى والدي الكريم رحمه الله وأسكنه فسيح جناته.
اهدي الى كل من ساهم في هذا العمل من قريب او من بعيد .

إلى إخوتي وأخواتي حفظهم الله
إلى صديقاتي الغاليات، أرجوا لكن كل التوفيق في مشواركن الدراسي
والمستقبلي.

إلى الذين جعلهم القدر في طريقي وتقاسمت معهم أحلى مشواري
وعشت معهم أحلى اللحظات .

أمال

الفهرس

الفهرس

الصفحة	الفهرس
	كلمة شكر وعرهان
	الإهداءات
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
	ملخص
أ-ج	مقدمة
	الفصل الأول: أساسيات الأسواق المالية
5	تمهيد
6	المبحث الأول : مدخل الأسواق المالية
6	المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية
6	أولاً: نشأة وتطور الأسواق المالية
7	ثانياً: تعريف الأسواق المالية
9	ثالثاً : أهمية الأسواق المالية
11	المطلب الثاني: أدوات ومؤشرات الأسواق المالية
11	أولاً: أنواع الأسواق المالية
15	ثانياً : أدوات الأسواق المالية
21	ثالثاً: مؤشرات الأسواق المالية
23	المبحث الثاني : تسعير الأوراق المالية في السوق المالي
23	المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية
24	أولاً : الوظائف الاقتصادية للأسواق الإصدار
24	ثانياً:الوظائف الاقتصادية للأسواق التداول
25	المطلب الثاني: تسعير الأوراق المالية
25	أولاً : نظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAMP

26	ثانيا : نظرية تسعير المراجعة
27	ثالثا : نموذج بلاك وشولز لتقييم الخيارات
31	رابعا : النموذج الثنائي لتسعير عقود الخيار
35	المبحث الثالث : كفاءة ومقومات إنشاء الأسواق المالية
35	المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية
35	أولا : مفهوم كفاءة الأسواق المالية
36	ثانيا : مستويات كفاءة الأسواق المالية
37	المطلب الثاني : مقومات إنشاء الأسواق المالية
37	أولا : مجموعة البنية التحتية والمؤسسة التشريعية للسوق المالي
38	ثانيا : خصائص السوق المالي
41	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني الوساطة المالية في السوق المالي الجزائري
43	تمهيد
44	المبحث الاول : الوسطاء الماليون في بورصة الجزائر
44	المطلب الأول : الوساطة المالية
44	أولا : مفهوم الوساطة المالية
45	ثانيا : وظائف الوساطة المالية
47	ثالثا : أهمية وجود الوساطة المالية
49	المطلب الثاني : بورصة الجزائر
50	اولا : نشأة وتعريف بورصة الجزائر
51	ثانيا : المتدخلون في الوسطاء المالية
54	المطلب الثالث : الادراج في بورصة الجزائر
54	اولا : شروط الادراج في بورصة الجزائر
55	ثانيا : عمليات الادراج في بورصة الجزائر
58	ثالثا : مزايا الادراج في بورصة الجزائر
59	المبحث الثاني : سير عمل البورصة
59	المطلب الاول : تنظيم بورصة الجزائر

59	اولا : اسواق بورصة الجزائر
61	ثانيا : اوامر بورصة الجزائر
62	المطلب الثاني : اليات التسوية والتداول
62	اولا : مواقيت وطريقة التسعير
63	ثانيا : نظام التسوية والتسليم
64	المبحث الثالث : نشاط الوساطة المالية لبورصة الجزائر
64	المطلب الاول : نشاط بورصة الجزائر
64	اولا : النشاطات المختلفة للوسطاء في عمليات الب ورصة
66	ثانيا : تقييم نشاط بورصة الجزائر
69	المطلب الثاني : معوقات واقتراحات تفعيل بورصة الجزائر
69	اولا : معوقات بورصة الجزائر
77	ثانيا : اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر
85	خلاصة الفصل
87	خاتمة
	قائمة المراجع
	الملاحق

فهرس الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
66	مؤشرات نشاط بورصة الجزائر جانفي فيفري 2017	01
67	مؤشرات نشاط بورصة الجزائر مارس 2017	02
67	مؤشرات نشاط بورصة الجزائر أفريل 2017	03

قائمة الأشكال

قائمة الاشكال

الصفحة	الشكل	الرقم
8	سوق المال والمؤسسات العاملة به	01
10	دور السوق المالي في انتقال الاموال .	02
61	التسعيرة الرسمية لقيم البورصة	03
63	مواقيت وطريقة التسعير	04
68	مؤشرات نشاط بورصة الجزائر من جانفي إلى أفريل 2017.	05

الملخص :

تناقش هذه الدراسة موضوع دور الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي بالتركيز على تقييم آليات الوساطة المالية ببورصة الجزائر، كما تستهدف الدراسة موضوع متطلبات ومقومات لإنشاء هذه الأسواق وسبل تطويرها بالجزائر. وتنبع أهمية الدراسة في دراسة دور المؤسسات الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي ودراسة تقييم نشاط بورصة الجزائر.

وقد توصلت الدراسة إلى المستوى الأدنى لبورصة الجزائر من حيث عدد الشركات مايعكس قلة التداولات وركود السوق والنقص الذي تعانيه كل من التداولات والمعلومات ماأثرت سلبا عليها. وأخيرا أوصت الدراسة بإعادة النظر في هيكل بورصة الجزائر بتحليل نقاط الضعف ونقاط القوة وزيادة الشفافية والإفصاح.

Résumé

Cette étude traite de la question du rôle de l'intermédiation financière dans la relance du marché financier en mettant l'accent sur l'évaluation des mécanismes d'intermédiation financière de l'Algérie Bourse, le sujet de l'étude visant à les exigences et les éléments pour la mise en place de ces marchés et les moyens de les développer en Algérie. L'importance de l'étude dans l'étude du rôle des institutions financières intermédiaires dans la relance de l'activité de l'étude d'évaluation des marchés financiers Algérie Bourse.

L'étude a atteint un niveau minimum d'échange de l'Algérie en termes de nombre d'entreprises qui signe le commerce et la stagnation du marché et la pénurie vécue par négociation et à l'information négativement sensibilisation. Enfin, l'étude a recommandé un examen de la structure des forces et des faiblesses de la Bourse Algérie analyses et d'augmenter les points de transparence et de divulgation.

summary

This study deals with the role of financial intermediation in the revival of the financial market focusing on the evaluation of the financial intermediation mechanisms of Algeria Bourse, the subject of the study aimed at the requirements And the elements for the establishment of these markets and the means to develop them in Algeria. The importance of the study in the study of the role of intermediary financial institutions in the prelaunch of the activity of the evaluation study of financial markets Algeria Stock Exchange.

The study reached a minimum level of exchange of Algeria in terms of number of companies that signs trade and market stagnation and the shortage experienced through negotiation and information negatively sensitization. Finally, the study recommended a review of the strengths and weaknesses of the Algeria Stock Exchange analyzes and increase the points of transparency and disclosure.

مقدمة

مقدمة:

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في تنشيط وتفعيل آليات الوساطة المالية، وتستمد أهميتها من وجودها والقنوات التي تخلقها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم بها، وأصبحت من مظاهر التطور والتقدم في الاقتصاديات المعاصرة لما لها من نشاط غير محدود في الإقتصاد وما تؤثر به في مختلف جوانب النشاط الإقتصادي. فإتساع النشاط الإقتصادي وتحديد أطرافه وتلبية متطلباته قد إستحالت معه آليات العمل القديم، فأصبحت الحاجة إلى ظهور أطراف جديدة، مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها ضرورة حيوية بالنسبة للتطور الإقتصادي وإستمراره وتوسعه، من هنا جاءت الوساطة المالية كحلقة ربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وسط هذا المحيط المتغير والمتنوع في ذات الوقت يصبح التحكم في القواعد المالية وأدوات العمل البنكية وأدوات التدخل في الأسواق النقدية والمالية والدولية ضرورة حيوية كما تلعب المؤسسات الوساطة المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، وذلك تنعكس سلامة وحسن أداء هذه المؤسسات على سلامة وحسن الأداء الإقتصادي للدولة بشكل عام، بالمقابل فإن تدهور وإخفاض كفاءة هذه المؤسسات والاسواق المالية لا ينصب تأثيره على هذه المؤسسات والأسواق المالية فحسب بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الإقتصادية ليؤثر سلبيا على الأداء الإقتصادي ككل.

1- الإشكالية :

من خلال م سبق يتبادر إلى أذهاننا التساؤل التالي كإشكالية للدراسة:

ما مدى مساهمة الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي بالجزائر؟ ماهو الدور الذي تلعبه الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي؟

ويتفرع التساؤل السابق الى مجموعة من التساؤلات التالية:

- ما هو الدور الذي تلعبه الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي؟
- ما هي طبيعة الوساطة المالية بسوق التداولات الجزائرية؟
- كيف يكمن تفعيل وتنشيط سوق القيم المنقولة بالجزائر؟

2- الفرضيات :

إنطلاقا من التساؤلات السابقة فإن هذه الدراسة تنهض من عدة فرضيات أساسية كمنطلقات للبحث والمتمثلة في التالي:

- تساهم الوساطة المالية بدور فعالة في تطوير وتحسين سير التداولات وتنشيط السوق المالية وتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين والاقتصاد ككل.
- يعتبر أداء الوساطة المالية بالجزائر ممثلة ببورصة الجزائر ومجمل المتعاملين، أداء ضعيف لا يفي بمتطلبات المتعاملين والمستثمرين بالسوق والاقتصاد ككل.
- يمثل أداء وقيام مؤسسات الوساطة المالية بالجزائر بدورها في بورصة الجزائر على أكمل وجه وتطوير

الخدمات التي تقدمه، سيجلب المزيد من الدخريين والمستثمرين ويعمل على تنشيط وتطوير السوق المالي الجزائري.

3- منهج الدراسة:

من أجل دراسة إشكالية موضوع البحث ومحاولة الإجابة عن التساؤلات المطروحة عن طريق اختبار صحة الفرضيات المعتمدة في الدراسة تم الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي حيث تم إستعمال المنهج الوصفي بالإطار النظري من خلال وصف مجمل الجوانب النظري والتعريفية للدراسة، كما تم إستعمال المنهج التحليلي في تحليل بعض البيانات والمؤشرات المتعلقة بالأسواق المالية، وأخيرا تم إستعمال أسلوب دراسة حالة بالاستعانة بالتقارير والاحصائيات التي تنشرها بورصة الجزائر من موقعها الرسمي على الأنترنت.

4- أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من خلال الدور الذي تلعبه الوساطة المالية في الاقتصاديات بشكل عام ومن خلال جملة الاعتبارات التالية:

- أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه الوساطة المالية في تنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق المالي.
- تعتبر مؤسسات الوساطة المالية آلية حيوية بالنسبة للرفاهة الإقتصادية.

5- أهداف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى جملة من الاعتبارات والمتمثلة في التالية:

- معرفة حجم التداول في بورصة الجزائر ومستواه والمؤسسات والآليات التي تعمل على تنشيطه،
- التعرف على آلية سير عمل بورصة الجزائر و أهم معوقات والإقتراحات لتفعيلها.
- تعزيز التوجهات بدراسة أهمية الوساطة المالية بالجزائر كأحد أهم آليات تنشيط الموارد المالية والاستثمار بالسوق المالي
- محاولة معرفة أسباب قلة الاستثمار المالي وضعف ثقافة الأفراد والعموض واللبس الذي يكتنف التعامل بالأوراق المالية.
- تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات التي من شأنها تسهم في تنشيط السوق المالي الجزائري.

6- أسباب إختيار الموضوع:

هناك جملة من الأسباب دفعتنا لإختيار الموضوع ومن ضمنها:

- حداثة الموضوع نسبيا حيث أن وظيفة الوسيط المالي في الأسواق المالية مازالت غير معروفة المعالم لدى معظم أفراد المجتمع.
- العقبات التي تعاني منها بورصة الجزائر تجعل اشكالية التنشيط من الضرورات التي تفرض نفسها على الساحة الإقتصادية.
- إن الموضوع يندرج ضمن تخصصنا مالية وبنوك.

7- حدود الدراسة:

تمثل الدراسة التي بصدد مناقشتها ومعالجتها في تنشيط السوق المالي الجزائري من خلال الوساطة المالية ودورها في هذا المجال، وهاته تمثل الحدود الموضوعية؛ اما الحدود المكانية فتتمثل في بورصة الجزائر، وأخيرا الحدود الزمانية فتتمثل في تقييم دور الوساطة المالية بالجزائر من خلال الأشهر جانفي - أفريل 2017 .

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت دور الوساطة المالية في السوق المالي بشكل أوبآخر ولعل أهمها :

- دراسة رشيد بوكساني (2006) بعنوان: **معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر ، عاجلت إشكالية متطلبات إقامة أسواق مالية فعالة وأوجه القصور في أسواق أوراق المالية العربية وسبل تطويرها، واستهدف الباحث خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها لإستفادة منها لتفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية و الوقوف على أسباب تخلفها.

- دراسة الجودي صاطوري (2006) بعنوان: **أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية**، عاجلت إشكالية مدى تأثير كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية بالتركيز على متطلبات تحقيق الكفاءة وأثرها على الاستثمار في الأوراق المالية بالتركيز على حالة الجزائر، واخيرا قدم الباحث واقع ومتطلبات تحقيق السوق رأس المال لتنشيط الأوراق المالية في الجزائر.

- دراسة زرفة زهية (2000) بعنوان: **بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في عمليات البورصة دراسة حالة الجزائر**، وهي رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر، تتلخص اشكالية هذه الدراسة في عدة تساؤلات نذكر أهمها :ماهي مكانة البورصة و مدى تأثير على الحياة الإقتصادية و المالية للبلد؟ قسمت الباحثة دراستها إلى ثلاث أبواب، حيث تعرضت في الباب الأول لآلية ونشاط الأسواق المالية، أما الباب الثاني فقد تمحور أهمية ودور الوساطة في عمليات البورصة ، وتم تخصيص الباب الثالث لدراسة تطبيقية لحالة الجزائر.

8- هيكل الدراسة:

من أجل الوصول لأهداف الدراسة والإجابة على إشكالية الدراسة تم الاعتماد على تقسيم الدراسة إلى فصلين أساسين بكل فصل ثلاث مباحث ويتضمن كل مبحث ثلاث مطالب، حيث خصص الفصل الأول للتعرف على أساسيات الأسواق المالية في ثلاث مباحث يتناول الأول ماهية الأسواق المالية ، والثاني وظائف الأسواق المالية ، أما المبحث الثالث فتناول كفاءة مقومات إنشاء الأسواق المالية. أما الفصل الثاني فتم التطرق فيه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول: الوسطاء الماليون في بورصة الجزائر، والمبحث الثاني: سير عمل البورصة، أما المبحث الثالث: نشاط الوساطة المالية لبورصة الجزائر.

الفصل الأول أساسيات الأسواق المالية

تمهيد

المبحث الأول : مدخل الأسواق المالية

المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية

المطلب الثاني: أدوات ومؤشرات الأسواق المالية

المبحث الثاني : تسعير الأوراق المالية في السوق المالي

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية

المطلب الثاني: تسعير الأوراق المالية

المبحث الثالث : كفاءة ومقومات إنشاء الأسواق المالية

المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية

المطلب الثاني: مقومات إنشاء الأسواق المالية

خلاصة الفصل.

تمهيد:

تعد الأسواق المالية المتطورة عنواناً للتقدم الإقتصادي، وبقدر تطورها يكون تطور الأنظمة الإقتصادية والتجارية والصناعية، لذلك اهتمت مختلف الدول بزيادة مستوى كفاءة تلك الأسواق من خلال مختلف البحوث والدراسات حولها، كما حاولت إدخال أنظمة متقدمة جدا للربط والاتصال بين مختلف الأسواق حول العالم. و أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها وسيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الإقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، وبذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، وحضيت باهتمام كبير وخاصة من طرف الحكومات والمستثمرين.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بطبيعة وجوهر الأسواق المالية ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيه وتطرق إلى أهم مؤشرات الأسواق المالية وكفاءة الأسواق المالية، وقصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي :

المبحث الأول : مدخل الأسواق المالية

المبحث الثاني : تسعير الأوراق المالية في السوق المالي

المبحث الثالث : كفاءة ومقومات إنشاء الأسواق المالية

المبحث الأول : مدخل الأسواق المالية

وجب علينا دراسة الأسواق المالية سيتم التطرق إلى أهم أساسيات الأسواق المالية، سوف نعالج في هذا المبحث مطلبين، المطلب الأول يتحدث عن نشأة وتعريف الأسواق المالية وأهميتها، أما عن المطلب الثاني يتحدث عن أنواع وأهم أدوات ومؤشرات الأسواق المالية.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

سننطلق في هذا المطلب إلى نشأة ومراحل المختلفة التي مرت بها الأسواق المالية وكذلك سنتناول تعريف وأهمية هذه الأسواق.

أولاً : نشأة وتطور الأسواق المالية :

يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع والخدمات، وان لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها وأسعارها الآجلة، وفي بداية القرن الخامس عشر ظهر مفهوم البورصة. وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبارالتجار (فان بورص) (Van Bourse) الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية، حيث كان يجتمع به في فندقه العديد من التجار وعملاء المصارف والوسطاء الماليين، وكانت الارتباطات تتم في شكل عقود وتعهدات ثم تطورات لتشمل التزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة.

فبذلك يكون لفظ بورصة أتى ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه كبار التجار والمتعاملين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية.

إن نشأة البورصة المتخصصة قد جاء متأخراً، ويعود تاريخ إنشاء أول بورصة انفرس إلى عام 1536 ثم في مدينة أمستردام عام 1608، ثم في لندن 1666، ثم في باريس 1808¹، واستمر تطور البورصات العالمية إلى يومنا هذا والتي من أشهرها بورصة (الوول ستريت) وبورصة طوكيو.

وقد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل يكن تلخيصها بالآتي:²

1-المرحلة الأولى :

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

1 - صلاح الدين السبيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الوسام، بيروت، 1998، ص5.

2 - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهرة، عمان، 1998 ص 16-17.

2-المرحلة الثانية :

بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد إن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه - البنوك محددة بالرغم - من زيادة طلب الأفراد عليها.

3-المرحلة الثالثة :

ظهر البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

4-المرحلة الرابعة :

ظهر الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

5-المرحلة الخامسة :

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات وعمليات البيع الأجل والتي.....الخ.¹

ثانيا-تعريف الأسواق المالية:

تعد الأسواق المالية من المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، كونها ضرورية لجميع الأموال وحشد الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين وتدخل مساهمة بنوك في السوق المالي كمساعد في عمليات التمويل والاستشارة من خلال العمل كوسطاء في السوق أو مستثمرين، وتقوم مصارف في توفير التمويل على شكل قروض وrehن العقارات لهذا الغرض.

السوق المالي 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 إن يكون ضارا للغاية إذا استخدم في غير ذلك أو لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم ذات الأسعار غير العادلة، والسوق المالي الكفاء يساهم فيه المتعاملون بمختلف شرائحهم وهم الأفراد والمستثمرين والوسطاء والشركات والحكومات الذين يساهمون في السوق كل لتحقيق مصالحه، ويتم تداول الأوراق المالية من خلاله يباع وشراء بين

1 - رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية طبعة الاولى ، دار المعتز، الاردن، 2015، ص 10-11.

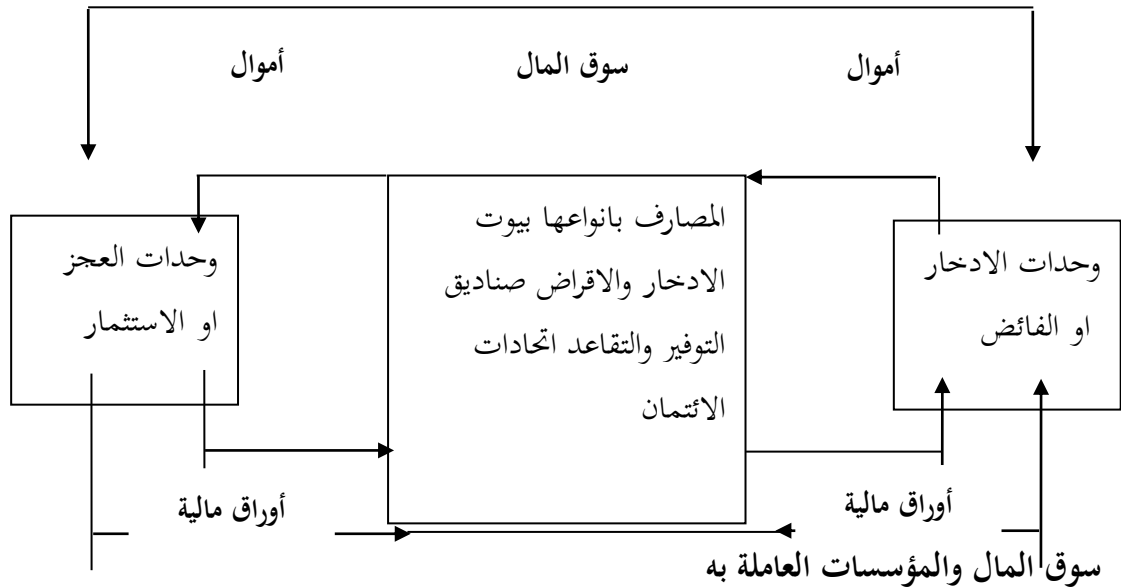
مختلف القطاعات الاقتصادية وغيرها في المجتمع بهدف تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة.¹

السوق المالي يقتصر على المكان أو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات أو المشتقات المالية، تنظمه فوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا وشراء بسرعة وسهولة وأمان.

ويمكن أن يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.²

السوق المالي " هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة " إن مفهوم السوق المالي، طبقا لذا التعريف، يحقق مزايا لكل من وحدات العجز ووحدات الفائض والشكل يكشف بوضوح هذه المزايا.

شكل رقم (1) : سوق المال والمؤسسات العاملة به



المصدر: دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، ص 36.

1 -- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، طبعة الأولى دار الميسرة، عمان، 2012، ص 35-36.

2 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثانية مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999، ص 140.

يتضح من الشكل إن سوق المال يقدم خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وبكلفة اقل، أما بالنسبة لوحدات الفائض، فإنها تستفيد من آلية السوق، لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في أن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية، وتحقق كفاءة هذه الخدمات من خلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق وتوافر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق، لذلك فإن السوق توفر أرضية للعرض والطلب على الأموال¹.

ثالثا : أهمية الأسواق المالية

وترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها بالاتي:

- 1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية : حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدول بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية يكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
- 2-عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى إن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- 3-تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.
- 4-كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- 5-إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق بما يعود عليهم بإرباح مقبولة ومخاطرة قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.
- 6-إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر.

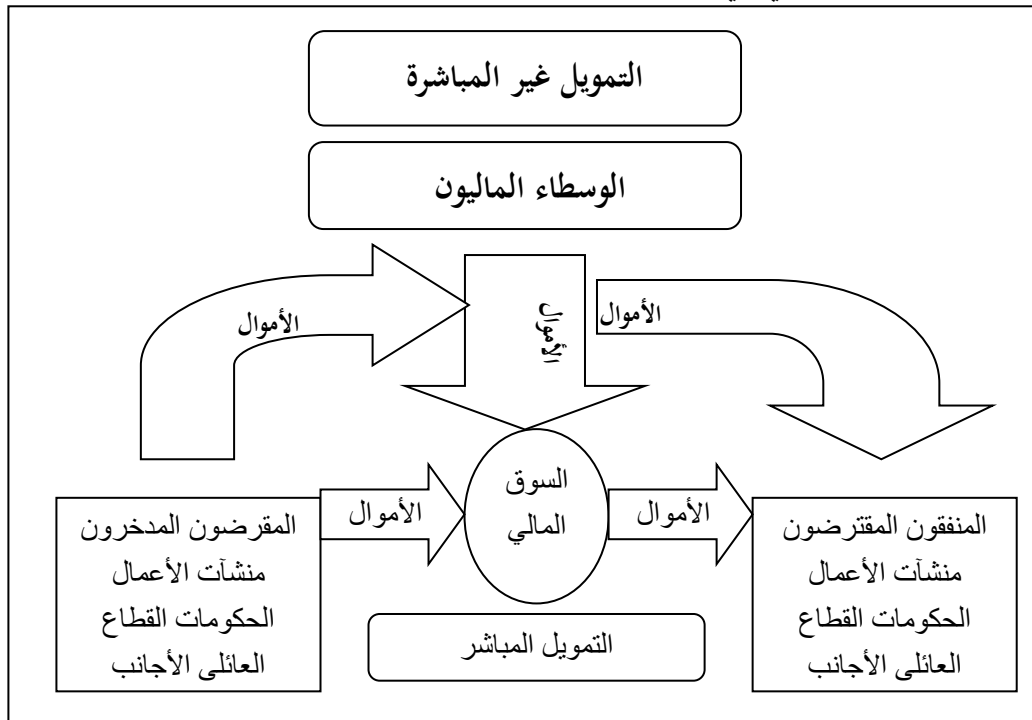
1 - ارشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار بالاوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الاولى دار المسيرة للنشر، عمان، 2004، ص110-

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

8- إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، مما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر، وبالتالي تنظم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر وبناء على قوى العرض والطلب.

9- تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.¹ تساهم الأسواق المالية في تجمع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الراجحة التي تحقق أعلى عائد وأعلن قيمة مضافة، وللسوق المالي أهمية أخرى كونه يساهم بفاعلية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي. والشكل التالي يبين دور السوق المالي وأهميته في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة إذ يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت والأفراد والحكومات وتغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات واستغلال الفائض النقدي لها.²

شكل رقم (2): دور السوق المالي في انتقال الاموال



المصدر : رسمية أحمد موسى، مرجع سبق ذكره، ص 36

1 - نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، ليبيا، 1998، ص 18.

2 - رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 12-13

المطلب الثاني : أنواع وأدوات ، مؤشرات الأسواق المالية

الأسواق المالية لها دور مهم في أداء الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض والتي تبحث عن مجالات الإستثمار، والفئات التي تعاني من عجز مالي وتبحث عن التمويل، وبالتالي فالسوق المالية تشمل جميع الأدوات المالية سواء القصيرة الأجل والتي يتم تداولها في السوق النقدي أو الطويلة الأجل والتي يتم تداولها في سوق رأس المال، لذا سنتناول في هذا المطلب أنواع وأدوات، وأهم مؤشرات الأسواق المالية.

أولاً: أنواع الأسواق المالية¹

تنقسم أسواق المال إلى نوعين رئيسيين:

1- أسواق النقد Money Markets:

أ- مفهوم أسواق النقد:

هي السوق التي يتم فيها تداول وتبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل التي تكون مدة استحقاقها أقل من سنة، تقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل أو ما يسمى أدوات سوق النقد. وينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل إعادة الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك ومعدل الفائدة على شهادة الإيداع، وغيرها من المعدلات الفائدة السائدة في السوق النقدي.²

ب- أهم مؤسساتها :

ب1- البنك المركزي : ويحتل قمة سوق النقد، ويطلق عليه بنك الإصدار لإصداره النقود، كما يطلق عليه بنك الحكومة لقيامه بالمعاملات الحكومية، وكذلك يطلق عليه بنك البنوك لقيامه بالاشراف والرقابة والتعامل مع البنوك التجارية ومد يد العون إليها عند الحاجة.

ومن خلال البنوك المركزية تتمكن أسواق النقد من تحقيق وظيفتها الأساسية وذلك بالعمل على معالجة ما يطرأ على السيولة في الوحدات الاقتصادية في المجتمع من عجز أو فائض مؤقت، حيث يمكن للبنوك المركزية التحكم في كمية عرض النقود وتنفيذ السياسات النقدية الموضوعة.

ب2- البنوك التجارية : وتقوم بدور المقرض والمقرض في سوق النقد حيث تتلقى ودائع العملاء سواء أكانت قابلة للسحب عند الطلب أو ذات آجال محددة، ومن خلال هذه الودائع تقوم بوظيفتها الأساسية في إقراض المؤسسات والأفراد قروضا قصيرة الأجل.

1 - دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 47.

2 - رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2007.2006، ص10.

ج-مزايا السوق النقدية :

إن من أهم مزايا سوق النقد¹

ج1- مرونته العالية : معظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وبإجراءات مبسطة جدا تخفض تكاليف هذه الصفقات.

ج2- إنخفاض درجة المخاطر وذلك لسببين أولهما : تديني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، ولأن الأوراق المالية في سوق النقد قصيرة الأجل لذا تترك التغييرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية أثارا محددة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الإسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي تكون المخاطرة قليلة، ثانيهما : تديني درجة المخاطرة الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بديونه، وذلك لأن الأوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي لذلك تكون احتمالات عدم الوفاء بالمدين منخفضة. وعلى ضوء المزايا التي يتمتع بها السوق النقدي، يؤدي هذا السوق دورا هاما على مستوى الاقتصاد القومي من زاويتين.

* يلعب هذا السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذا السوق، كما انه بالتحكم المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي يمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل.

* بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل وبالتالي يزيد من سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها فتكون محصلة ما سبق زيادة في الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات مما يخلق انتعاشا أو ازدهارا اقتصاديا.

وتتلخص أوجه الاختلاف ما بين السوق النقدي وسوق رأس المال فيما يلي :

- يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصيرة الأجل، بينما سوق المال هو سوق التمويل طويل الأجل فهو سوق الصفقات المالية طويل الأجل.

- يكون لعنصري السيولة والأمان -الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد بينما يكون لعنصر الربحية الأولية لمستثمر سوق رأس المال.

- أن سوق رأس المال اقل اتساعا من السوق النقدي

- أن سوق رأس المال أكثر تنظيما من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

1 - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص 167-168.

2- أسواق رأس المال Capital Markets :

وفيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة مثل الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل. فهي أسواق للأموال متوسطة وطويلة الأجل، ومن خلالها يتم تمويل الوحدات الاقتصادية في المجتمع باحتياجاتها المالية متوسطة وطويلة الأجل. وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى:

2-1- أسواق الإصدار أو الأسواق الأولية Primary Markets :

وتمثل سوق الإصدارات الجديدة التي تسوق من خلالها الأدوات المالية لأول مرة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، فهي أسواق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل، ومن خلالها يمكن للوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى أموال إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب، مع الترويج لها من خلال منشآت مالية مصرح لها بالترويج مثل البنوك وشركات الترويج وتغطية الاكتتابات.

فهذه السوق تهدف إلى الجمع بين المدخرين والمستثمرين، حيث يتم التبادل بين قطاع الأعمال وقطاع المدخرين. وتلعب بنوك الاستثمار Investment Banks كمؤسسات متخصصة الدور الرئيس في تحقيق ذلك، فبنك الاستثمار لا يخرج عن كونه وسيطا بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها. فهو يقدم المساعدة للجهات المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما يقوم بتمويل شراء الإصدار بغرض إعادة بيعه للجمهور، فهو لا يمارس نشاطا مصرفيا تقليديا كما عليه الحال في البنوك التجارية التي تمثل وعاءا للتمويل قصير الأجل، كما أن تمويل بنوك الاستثمار لشراء الإصدار يمثل تمويلا طويلا الأجل وفي الوقت نفسه لا يمثل استثمارا دائما بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع¹.

2-2- أسواق التداول أو الأسواق الثانوية Secondary Markets :

ويتم التعامل فيها على أوراق مالية سبق إصدارها أو طرحها للاكتتاب من قبل، فمحلها استثمار قائم من قبل وليس استثمارا جديدا. وأهم مؤسساتها المنشآت المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية. ومن خلال هذه الأسواق يستطيع المستثمرون والمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس. وتنقسم أسواق التداول أو الأسواق الثانوية إلى:

2-2-1- أسواق حاضرة Spot or Cash Markets :

وهي أسواق تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) ويتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة. وتنقسم هذه الأسواق بدورها إلى:

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999م، ص68.

– أسواق منظمة **Organized Capital Markets** :

وتمثل البورصات التي تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء، ويحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويشرف على عملها هيئات متخصصة، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة فيها والمستوفية لمتطلباتها، والتي تتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب. ومن أمثلتها بورصة لندن، وبورصة طوكيو، وبورصة نيويورك، والبورصة المصرية، وبورصة الكويت... الخ.

– أسواق غير منظمة **Unorganized Capital Markets** :

ويطلق عليها السوق الموازي أو المعاملات على المنضدة (Over The Counter (OTC)، وهي أسواق عرفية وليس لها نظمها الرسمية كالأسواق المنظمة، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالأسواق المنظمة (البورصات)، ويقوم بإدارتها شبكة من الوسطاء منتشرين في أنحاء مختلفة، ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط هاتفية أو أطراف الحاسبات الآلية أو غيرها من وسائل الاتصالات السريعة حيث أنه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل، ويتم تحديد أسعار التعامل فيها بالتفاوض بين الوسطاء وفقا لظروف العرض والطلب. "فهي في حقيقتها طرقا لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات"¹.

ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة عدم وجود آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، والذي قد يحدث نتيجة غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب على عكس ما هو عليه الحال في الأسواق المنظمة حيث يمكن لإدارة البورصة إيقاف التعامل في ورقة مالية معينة على أمل دخول مشتريين أو بائعين إضافيين لتحقيق التوازن بين العرض والطلب².

هذا ومن الجدير بالذكر أن السوق غير المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية تتضمن أسواقا أخرى فرعية منها:³

*السوق الثالث **The Third Market** :

ويتكون من السماسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، حيث يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير فضلا عن بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، وتتسم معاملات السوق الثالث بصغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها.

¹ Fischer ,D., Jordan, R., Security Analysis , Portfolio Management, (4th ed.), N. y., Prentice-Hall,1987, P.33.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص78.

³ Fischer ,D., Jordan, R., Op. Cit., P55, Francis, J., Op. Cit., PP.72-75.

*السوق الرابع The Fourth Market:

وهي سوق بين الشركات الكبيرة وأغنياء المستثمرين للتعامل في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة من خلال وسيط يساعده في ذلك شبكة اتصالات إلكترونية وتليفونية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة حيث يقتصر دور الوسيط على إتمام الصفقة ولا يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية المتعامل عليها، ومن ثم لا يتحمل أي مخاطر بشأنها، كما أنه لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، ومن هنا فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، كما قد يحصل عليها صفقة بصفقة، أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.

2-2-2- أسواق العقود المستقبلية Future Capital Markets:

وهي أسواق تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

ثانيا-الأدوات الأسواق المالية:

هناك أوراق مالية يتم تداولها في سوق النقد وأخرى لا يتم تداولها إلا من خلال سوق رأس المال. إضافة إلى أدوات المالية التقليدية أدى التطور العلمي المصحوب بتطورات إقتصادية خلال العقود الأخيرة إلى ظهور منتجات مالية جديدة، في هذا الجزء سوف نتعرف على أدوات الأسواق المالية.

1-أدوات سوق النقد:¹

يتعامل بها المستثمرون الذين يفضلون تحمل درجة مخاطر منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات السيولة المرتفعة وتحقق لهم درجة عالية من الأمان، وتكون أدواته قصيرة الأجل فترتها اقل من سنة أو ثلاث أو ستة أو تسعة شهور وحتى بالأيام أحيانا.

1-1-القروض المباشرة قصيرة الأجل :

هي القروض التي تمنح من قبل المصارف وتكون قصيرة الأجل والتي مدتها اقل من سنة، تستخدم اغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع بمبالغ يتفق عليها، وسعر فائدة محدد وشروط أخرى متعددة حسب طبيعة البنك، وتساهم هذه القروض في رفع درجة السيولة للسوق المالي وان تكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة.²

1-2-شهادات الإيداع:

شهادة الإيداع وثيقة تثبت وجود وديعة في بنك بمبلغ ثابت، ولفترة محددة، وبمعدل عائد فائدة محددة. والشهادة قد تكون اسمية أو لحاملها، وعادة ما تكون بمبالغ كبيرة نسبيا، أما عوائدها فمغفأة من الضرائب.

1 - دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 170-178.

2 -- دريد كامل ال شيب، مرجع سبق ذكره، ص 174.

تشجع البنوك لإصدار هذه الشهادات لتتمكن من الحصول على أموال تشكل موردا ثابتا لها، يؤدي إلى الاستقرار النسبي في موارد البنك، يشجع على الإستثمار طويل الأجل وعلى منح الإئتمان للأجل الطويل الذي تحتاجه المشاريع الكبيرة.¹

1-3- القبولات المصرفية Bankers Acceptances:

ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع مسحوب على البنك ما من طرف عميل ما، حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد للعميل أو لطرف ثالث، والقبولات المصرفية قابلة للتداول في السوق النقدي حيث يمكن لحاملها بيعها بخخص، أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ إستحقاقها والذي يتراوح ما بين 30 يوما و170 يوما.

يعتمد حجم تداول هذه الأوراق على معدلات الفائدة في السوق فعند ارتفاع معدل الفائدة تستخدم القبولات كبديل للاقتراض ونستطيع إن نحمل خصائص القبول المصرفي في الأتي :

- أ- ارتفاع درجة السيولة
- ب- انخفاض درجة المخاطر
- ت- إمكانية التداول في السوق الثانوي
- ث- تنشيط عمليات الاستيراد والتصدير²

1-4- اذونات الخزانة :

هي أداة حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3-12 شهرا تصدر من قبل الحكومات، تستخدم هذه الأداة لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة أو لامتناس الفائض النقدي ولتشجيع المواطنين على الادخار، وفي بعض الدول تمنح مزايا وإعفاءات ضريبية، وهذه الأداة تكون أسعار خضمتها اقل أسعار مقارنة بالأدوات الأخرى في السوق المالي مثل سندات الشركات أو سندات الحكومة طويلة الأجل، وتعرضها للتداول داخل السوق المالي الثانوي في كثير من الأحيان أو من خلال المزاد لمعالجة عجز مؤقت ولتشجيع الادخار أو للتأثير على معدلات أسعار الفائدة في هذه الأسواق وتتصف هذه الأوراق المالية بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر لأنها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات³

1-5- إتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements:

تلك الاتفاقيات التي تستعمل من قبل المتخصصين في الاستثمار في الأسواق المالية وهي إحدى وسائل الحصول على السيولة أو الاقتراض لاستخدام الأوراق المالية سهلة السيولة والمقبولة من قبل جمهور المستثمرين، وتعد اتفاقيات إعادة الشراء لأقل من سنة، هي ترتيب يقوم بموجبه طرف ببيع مجموعة من الأوراق المالية إلى طرف آخر

1 - زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، 1999، ص 47-49

2 - محمود مبروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، دار المريخ، ص 259.

3 - دريد كامل ال شيب، مرجع سبق ذكره، ص175.

،على أن يتم تعهد البائع بإعادة شراء الأوراق المالية المباعة في تاريخ مستقبلي بسعر يتفق عليه وقت عقد الإتفاقية.¹

1-6- الأوراق التجارية :

يتم إصدار الأوراق التجارية من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من الشركات العريقة بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى مستمر وتصدر لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر، لكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الايرادية للجهة المصدرة والثقة الائتمانية بها، ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا وبدخل ثابت ويتم تداولها على أساس سعر الخصم.

1-7- ودائع مصرفية بعملات أجنبية :

لقد تم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ثم أصبحت تتعامل بالعملات الأخرى، إذ قامت بعض المصارف الأوروبية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي وتمنح المستثمر فائدة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع، خلافا للعرف المصرفي القاضي برد مثل هذه الودائع بالعملات المحلية، إن سوق العملات الأجنبية ساهم في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة.²

2- أدوات سوق رأس المال :³

اهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي :

2-1- الأسهم العادية :

هي أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص لها قابلية على التداول في الأسواق الثانوية وتتصف بكونها دائمي مع عمر شركة أو المشروع، ولا تترتب عند إصدارها التزامات على الشركة تجاه المستثمرين فيها سواء من حيث استحقاق قيمتها أو قيمة وتاريخ توزيع الأرباح، وعند إصدارها فان كوبون إصدار السهم يتضمن اسم الشركة المصدرة للسهم ونوع السهم وتسلسله وعدد الأسهم في الكوبون ويحصل حامل السهم على عدد من الحقوق أهمها تملكه حصة في الشركة وحق الحصول على الأرباح والاطلاع على دفاتر الشركة والتصويت في الجمعية العمومية والترشيح لمنصب إداري أو المساهمة في انتخاب مجلس الإدارة ويحصل حامله على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة.

¹ Bob steiner , Foreign exchange and Money Markets theory , practice and risk management , Butterworth Heine mann first published , 2002,p3.

² - نفس المرجع سبق ذكره، ص176.

³ - دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، نفس المرجع السابق، ص 179-208

أ- **الأسهم المتميزة** : هي أسهم الشركات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع ودفع قيمة الأرباح وبدون توقف والعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة، إذ تتميز بضخامة رأسمالها وحجم أعمالهم وتحقيق العوائد وتوزيع الأرباح حتى عند ظروف الركود الاقتصادي، وتداول أسهمها في السوق المالي بشكل مستمر، وتتمتع بمركز ائتماني متين.

ب- **أسهم النمو** : وهي الشركات التي تقوم بإعادة استثمار أرباحها المحتجزة في فرص استثمارية بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وهي تلك التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي

ج- **أسهم الدخل** : إن قانون الشركات لا يجيز للشركات توزيع الأرباح من خارج عوائدها، أي أنها لا تستطيع دفع توزيعات الأرباح من المبالغ المقترضة، واسهم الدخل هي تلك الأسهم للشركات ذات التاريخ الطويل في توزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدلات أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، إن طبيعة هذه الأسهم استثمارية حصول حاملها على الأرباح وبمعدل أكثر من متوسط السوق.

د- **الأسهم الدورية** : وهي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وأرباحها بحركة الاقتصاد القومي وبالمدورات الاقتصادية والتقلبات فعند النمو الاقتصادي تحقق هذه الأسهم أرباح وعند الانكماش تنخفض أرباح هذه الشركات.

هـ- **الأسهم الدفاعية** : وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى عند مرور الاقتصاد في مرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المنخفضة، حيث لا تتأثر كثيرا بالركود مثل شركات بيع الأغذية والأدوية بالتجزئة، وتتميز أسهم هذه الشركات بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها اقل من معدل مخاطر السوق.

و- **أسهم المضاربة** : (**speculative stocks**)

وهي تلك الأسهم التي تربط العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لها، وتتميز أسهم هذه الشركات بارتفاع درجة المخاطر عند التداول واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وسريعة مثل شركات حديثة التأسيس أو الشركات ذات التكنولوجيا المرتفعة

ز- **أسهم الشركات الصغيرة** : وهي الشركات ذات المخاطر غير الاعتيادية وخاصة في الحصص العالية.¹

1 - دريد كامل ال شيب، مرجع سبق ذكره، ص 176.

2-2- الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما يظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.¹

وتختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما يأتي :

- يعطي السهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.
- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح إذا تحققت قبل السهم العادي.
- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح كنسبة ثابتة بينهما أرباح الأسهم العادية توزع بحسب أرباح الشركة.

2-3- السندات (Bonds)

هي أداة دين ذات قيمة اسمية وتصدر بمعدل فائدة ثابتة وتاريخ إطفاء محدد وتصدر من جهات حكومية أو شركات بهدف الحصول على مصادر تمويل الطويل الأجل، وتعد من الحقوق الممتازة ثابتة الدخل وتميز بانخفاض درجة المخاطر وبذلك يفضلها المستثمر المحافظ، وتعد أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة وقابلة للتداول، ويتم إصدارها من قبل الحكومة كسندات الخزانة وسندات الحكومية المحلية، وتمتاز السندات الحكومية بعدة مزايا تجعلها أكثر جاذبية، فهي ذات درجة مخاطر منخفضة مما يجعلها أكثر سيولة من سندات القطاع الخاص وأكثر الإصدارات للسندات الحكومية تكون معافاة من ضريبة الدخل مما يمنحها ميزة ضريبية مقارنة بالسندات الأخرى.

وتصدر السندات من قبل الشركات كالشركات المساهمة العامة ولذلك فإن هذه السندات التي تصدر من الشركات المساهمة عادة تكون بنسبة فائدة أعلى من السندات الحكومية حتى تستطيع إن تجذب المستثمرين وذلك نظرا لارتفاع درجة المخاطر، وتصدر وفق شروط معينة وعادة يتم طرحها بهدف الحصول على الأموال الطويلة الأجل²

3- الأدوات المالية المبتكرة (المشتقات)

ساعد التقدم التكنولوجي المتسارع في مجالات الاتصالات والمعلومات، بالإضافة إلى المنافسة الحادة بين المؤسسات المالية على إبتكار وخلق أدوات ومنتجات مالية جديدة تعمل على إشباع رغبات المستثمرين الأفراد والشركات.

3-1- تعريف المشتقات المالية :

المشتقات المالية هي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصل أو مجموعة من الأصول، مثل الأسهم أو السندات، عملات أجنبية أو مواد أولية.

و قد تسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماد على أداء الأصل موضوع العقد.³

1 - عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الإستثمار، الدار الجامعية، مصر 2001 ص 252.

2 - دريد كامل ال شيب، مرجع سبق ذكره، ص 178.

3 - طارق عبد العال حامد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة "، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص5.

3-2- أنواع عقود المشتقات المالية :

من أبرز أدوات المشتقات العقود المستقبلية والعقود الآجلة، حقوق الإختيار، عقود المبادلة.

3-2-1- عقود المستقبلية وعقود الآجلات :

أ-العقود الآجلة : هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والإلتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا.¹

و تعتبر العقود الآجلة أول صورة من صورالعقود المستقبلية، وتعتبر سوق شيكاغو التي نشأت عام (1848) أول سوق منظمة للعقود المستقبلية.²

و يمكن تصنيف العقود الآجلة إلى مايلي :

*العقود الآجلة للأسعار الفائدة : وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الإتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الإتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

*العقود الآجلة لأسعارالصرف : وهي عملية شراء أو بيع العملات الأجنبية بسعر يتفق عليه يوم التعاقد بحيث يتم الاستلام أو التسليم للعملات المباعة أو المشتراة في الوقت المحدد له في المستقبل، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف العملات الأجنبية.

ب-العقود المستقبلية :³

العقد المستقبلي هو عقد إلتزام نمطي لبيع وإما لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الإتفاق عليها عند توقيع العقد بينهما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير مستقبلي لوصف العقد.

3-2-2- حقوق الخيارات :

حق الخيار هو عبارة عن إتفاقية بين طرفين، حيث يضمن محرر العقد أو بائع الخيار (Option seller) للمشتري الخيار (Option buyer) الحق في الشراء أو بيع لإصل مالي بسعر متفق عليه خلال فترة زمنية معينة (فترة سريان العقد) وهذا في حالة الخيار الأمريكي، أو في تاريخ معين وهذا في حالة الخيار الأوروبي.⁴

وبائع الخيار يضمن هذا الحق في مقابل دفع مشتري الخيار مبلغ نقدي (بمثلة ثمن الخيار) في شكل عمولة (Premium).

1 - هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء لنشر، عمان، 2003، ص58.

2 - نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية "معالم الواقع وآفاق المستقبل"، دراسة تجرية السوق المالي الماليزي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات

نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، مالية وإقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2012-2011، ص24

3- نفس المرجع السابق، ص28.26.

4 - نفس المرجع السابق، ص 28.

هناك نوعان من حقوق الخيارات، حقوق خيار الشراء وحقوق خيار البيع.

***حق خيار الشراء** : يكون فيه للمشتري (مشتري الخيار) الخيار وليس الإلتزام في الشراء أصل معين بسعر متفق عليه عند التعاقد في تاريخ معين أو خلال مدة معينة مقابل عمولة تدفع إلى البائع (محرر الخيار). وينفذ الخيار عندما يكون سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ.

***حق خيار البيع** : يكون فيه للبائع (مشتري الخيار) الخيار وليس الإلتزام في بيع أصل معين بسعر متفق عليه عند التعاقد في تاريخ معين أو خلال مدة معينة مقابل عمولة تدفع إلى المشتري (بائع الخيار) وينفذ الخيار عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.

3-2-3 عقود المبادلات (Swap contracts)

هي عقود تبرم بين طرفين يتفقان على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة لاحقة، وتتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية وهو عقد ملزم للأطراف العقد على خلاف عقد الاختيار. كما أن متحصلات ومدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

من أبرز أشكال عقود المبادلة عقود مبادلة العملات وعقود مبادلة أسعار الفائدة.

*مبادلة العملات الأجنبية :

في هذا النوع فإن أحد الطرفين يكون محتفظا بعملة معينة ولكنه يرغب في تدفقات نقدية من عملة أخرى.

*عقود مبادلة أسعار الفائدة :

في عقود مبادلة أسعار الفائدة، فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير (عائم) بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل فائدة ثابت، والأصل الرأسمالي هو فقط لحساب معدل الفائدة ولا يجري مبادلته لذلك يدعى بأصل وهمي. والمبادلة تتحدد بالفائدة فقط دون رأس المال، لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة، هي التي تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة.¹

ثالثا : مؤشرات الأسواق المالية :

تمثل المؤشرات البورصية مقياسا شاملا لاتجاه السوق، تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية بالخصوص الأسهم، لذا يمثل المؤشر البورصي مستوى مرجعي للمستثمر المهتم بسوق المال والأصول المالية لذا سنتعرف في هذا الجزء إلى مفهوم المؤشرات المالية وإلى أهم مؤشرات في الأسواق المالية.

1- مفهوم المؤشرات المالية في الأسواق المالية (stock market index)

هي مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي للسوق المالي ونتائج الاستثمار وهي مفيدة في البحوث المالية واكتشاف العلاقة بين متغيرات الاقتصاد ونتائج السوق المالي وتختلف هذه المؤشرات من حيث

1 - نفس المرجع السابق، ص 28.

أسلوب حسابها وعدد الأدوات المالية التي تعتمد لغرض استخراج المؤشر، والمؤشر عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية باستخدام معادلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات وأداء السوق، وعادة يتم تكوين المؤشر في المرحلة الأولى لتأسيس البورصة أي وجود رقم كأساس ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك مع فترة الأساس أو نقطة البدء، ومن خلال المؤشر يتم التعرف على تحركات الأسعار واتجاهاتها، كما انه يستخدم كمعيار لأداء البورصات وإذا كان السوق المالي كفوًا وإذا ما تم بناء المؤشر بعناية ودقة فانه يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة مع إمكانية استخدامه كأداة للتنبؤ بالمستقبل، ويتم إتباع المؤشر من قبل المستثمرين في الأسواق المالية بهدف كسب الأموال، ويرى بعض الباحثين بان من يتبع المؤشر يحقق أرباحا ملموسة لان قراراتهم تقوم على أساس معلومة واحدة من المعلومات الأساسية وهي السعر، لان العنصر المشترك بين كافة الأسهم المتداولة في السوق هو السعر الذي يعكس البيانات الموضوعية، فيمكننا اتخاذ القرار عند مقارنة الأسعار وقياس حركتها من خلال المؤشر لان السعر هو الذي يصنع الأخبار، وهناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة والمؤشر المالي هو الذي يعبر عن مجموع قيم الأسهم المتداولة في سوق معين.¹

2- المؤشرات المالية في الأسواق المالية

وهناك مؤشرات عالمية أهميتها في عالم الأسواق المالية أهمها :

2-1- مؤشر ستاندر أند بور (index 500 s&p)

هو المؤشر الذي يوصف بأنه المؤشر للشركات القيادية في الصناعات القائمة، ويقاس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي لحوالي ثلاثة إلى أربع أسواق مالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤشر ستاندراندبورز (index 500 s&p) لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء والاتصالات والماء، ويحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كليهما، ويتكون (index 500 s&p) من أربع مجموعات رئيسية كل مجموعة من 40 شركة صناعية و40 شركة خدمات وكهرباء وماء واتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية والبنوك والتأمين، وتمثل هذه المجموعة 80% من أسهم بورصة نيويورك.

2-2- مؤشر (MSCI) لأسواق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى

وهي اختصار لكلمة Morgan stanly capital international ويقاس هذا المؤشر أداء 1000 سهم للشركات من مختلف دول العالم في أسواق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى إذ يتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين :
*استنادا إلى القيمة الرأسمالية

1 - عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، 2009، ص 90.

*استنادا إلى الناتج المحلي الإجمالي

2-3- مؤشر ناسداك (NASDAQ) المجموع¹.

وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الالكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.

2-4- مؤشر داوجونز (Daw jones industrial)

وهو أول مؤشر مالي بدأ عام 1986 يتكون هذا المؤشر الأمريكي من 30 ثلاثين شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، وهو مؤشر يقيس حالة السوق لمتوسط الشركات الصناعية، من خلال استخدام مؤشر محسوب لمتوسط الشركات الصناعية الأمريكية، وهي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في السوق الأمريكي، ويحتسب باستخدام أسلوب المتوسط المتحرك لأسعار أسهم هذه الشركات، فعندما نقول هبط مؤشر داوجونز بثلاثين نقطة مثلا فهذا يعني إن متوسط أسعار أسهم الثلاثين شركة قد انخفضت 30 نقطة، وهو مؤشر يعبر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي، ويمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات البيع والشراء وتقييم أداء السوق واتجاهاته ومن ثم تقييم السهم محل البحث والاستثمار، وقد يكون مؤشر داو جونز لصناعة معينة مثل داوجونز لصناعة النقل (Daw jones industrial)

2-5- مؤشر نايس (NYSE)

وهو اختصار للكلمات (New york stock exchange) وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات والصناعية والخدمية والالكترونية.²

المبحث الثاني: تسعير الأوراق المالية في السوق المالي

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في التنمية الاقتصادية وقد تزايدت أهمية دورها مع نمو نطاق الصناعة التجارية والخدمات، تتمتع الأسواق المالية أهمية خاصة نظرا لما تقدمه من وظائف وتزاوله من نشاط. تسعير الأوراق المالية لها عدة نماذج من أشهرها نظرية تسعير الأصول الرأسمالية وتسعير المراجحة وكذلك نموذج لتقييم عقود الخيار وهي نموذج بلاك وشولز ونموذج الثنائي لتسعير عقود الخيار لذا سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهم وظائف الأسواق المالية وتسعير الأوراق المالية.

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بأداء وظيفتين اقتصاديين رئيسيين ينبثق عنها عدد من الوظائف الاقتصادية الثانوية حيث سنتناول في هذا الفرع النقاط التالية :

- الوظائف الاقتصادية للأسواق الإصدار

1 - دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، نفس المرجع السابق، ص 106.

2 - نفس المرجع السابق، ص 106.

- الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول

أولاً : الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار

- تأسيس شركات مساهمة جديدة وبهذا تعد سوق الإصدار من إحدى الركائز المهمة في أحداث النشاط الاقتصادي والتي يصعب من دونها النهوض بعملية التنمية.
- تعتبر هذه آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، وكذلك نقل حركة رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي.
- تمثل أسواق الإصدار حلقة وصل بين المدخرين (أصحاب الفائض المالي) والمستثمرين (أصحاب العجز المالي) ومن خلال هذه الوظيفة فإنها تقوم بأداء دورين هما :
- إتاحة الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وتوفير مصادر تمويل متعددة للمنتجين وذلك بهدف تمويل مشروعاتهم أو للتوسع فيها.
- القيام بتوزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي أصحاب العجز المالي.
- تقوم هذه الأسواق بلعب دور مهم يتمثل في كونها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية إلى الاستثمار الحقيقي في إقامة أو التوسع في أصول رأسمالية منتجة، عوضاً عن مجرد توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات أو الذهب.
- تؤدي هذه الأسواق الدور الذي بعجز الأفراد عن القيام به في التمويل الكبير لتأسيس الشركات المساهمة، أو لتلبية احتياجات ما هو قائم منها من المواد اللازمة للتوسع أو التطوير.

ثانياً- الوظائف الاقتصادية للأسواق التداول

- وجود سوق التداول في حد ذاته يعتبر مهم جداً بل وضروري بالنسبة لكفاءة سوق الإصدار، حيث إن المستثمر يستطيع استرداد قيمة الورقة المالية التي تم اكتتابها في سوق الإصدار من خلال سوق التداول، وذلك ببيعها بالسعر الذي يريده، وفي الوقت الذي يريده، فان تم تصور عدم وجود مثل هذه السوق فكيف يتسنى لسوق الإصدار إن تعمل في ظل انعدام قدرة المستثمر على بيع ما اشتراه من الأوراق المالية.
- تنهض هذه السوق بتوفير السيولة السريعة للمستثمرين في الوقت الذي يحتاجون إليها، وذلك يتم من خلالها تسهيل بيع وتدوير الأوراق المالية التي في حوزتهم، حيث هذه المهمة من ابرز الوظائف التي تضطلع بها هذه السوق.
- تمكين المستثمرين من حرية الاختيار فيما يخص تكوين محافظتهم المالية.
- تعمل هذه الأسواق على ضبط الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب، وكذلك الحد من التعاملات الوهمية أو الصورية التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار.¹

¹ - بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الاوراق المالية مع الاشارة لحالة البورصة تونس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم النشر، جامعة قسنطينة 2011، 2012.

المطلب الثاني: تسعير الأوراق المالية

في هذا الجزء سوف نتطرق إلى أهم نظريات الشهيرة لتسعير الأوراق المالية ومن بينها نظرية تسعير الأصول الرأسمالية وتسعير المراجحة ونموذجين بلاك وشولز والنموذج الثنائي لتسعير عقود الخيار.

أولاً: نظرية تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية امتداداً لنظرية ماركويتز، حيث تم التوصل إليه من خلال إسقاط افتراضات ماركويتز فيما يخص حالي الإقراض والافتراض، ويعتبر هذا النموذج من النماذج المعروفة بشكل واسع وأكثر استعمالاً في مجال إدارة المحفظة المالية.¹

1-التعريف بالنموذج :

يعتمد هذا النموذج على فكرة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، وقد قدم شارب Sharp هذا النموذج أول مرة عام 1964 لاستخدامه كأساس لتقييم الاستثمارات في الأوراق المالية²، بالإضافة إلى هذا هناك جهوداً رائدة قد بذلت في مجال هذا النموذج وقد كان ذلك من طرف Linter سنة 1965 وجان موسن mossin سنة 1966، وإيجوان فاما Fama سنة 1968، وقد حصل Sharp في مقابل هذا الاجتهاد الرائع على جائزة نوبل لتصبح حصيلة نظرية المحفظة جائزتين نوبل، واحدة حصل عليها ماركويتز بتوصله للحد الكفء للمحافظ الخطرة والتي ادخل عليها تعديلات فيما بعد، وجائزة ثانية حصل عليها شارب Sharp الذي اعتمد على نظرية المحفظة، للوصول الى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إن المبدأ الأساسي للنموذج هو محاولة المستثمرين تفادي المخاطر مما يؤدي بهم إلى محاولة التعويض عنها، وهذا ما يجعل المخاطرة يقابلها أعظم عائد متوقع لها وإذ لم يتم تحقيق هذا فإن هذا يعتبر الدافع الأساسي للجوء المستثمر إلى استثمار خالي من المخاطر.

2-إفتراضات النموذج :

يقوم النموذج على مجموعة من الإفتراضات أهمها :

* يقيم المستثمر المحافظ البديلة على أساس عائدتها وخطورها.

* يقيم المستثمر الورقة المالية لفترة واحدة، مما يتيح الفرصة أفضل لتقدير العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

* إن المستثمر يعطي الأولوية للعائد ويبغض المخاطر أي يسعى دوماً إلى تعظيم ثروته.

* توقعات العائد والخطر متماثلة عند جميع المستثمرين.³

¹ -Christian Hurson, constantin zodounidis ,gestion de portefeuille et analyse multicritere,economica , 1998.france , (p10).

² - فلاح حسين الحسني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، الطبعة الأولى دار النشر عمان سنة 2000 ص 157.

³ -بوزيد سارة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، جامعة منتوري -تسنطينة ، 2007 ، ص 56.

* إن السوق كامل وهذا يعني أنه لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات ومعادلات الفائدة الخاصة بالإقراض والإقتراض مساوية بالإضافة إلى أن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة بدون تكلفة.

ثانيا : نظرية تسعير المراجعة :¹

1-التعريف بالنموذج

تعتبر التسعير بالمراجعة التي قدمها ROSS سنة 1976 بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجعة أن هناك تأثير نسبي لعناصر المخاطر المنتظمة على العوائد حيث يقوم النموذج على أساس إدخال تأثير العوامل الإقتصادية الخارجية مثل التضخم والتغير في سعر الفائدة، والعوامل الداخلية كالرافعة المالية والرافعة التشغيلية للشركة وكفاءة إدارتها على معدل العائد على الأوراق المالية.

ولقد ترتب على هذا الارتباط بين عوائد الأوراق المالية النتائج التالية :

- إن التنوع في الأوراق المالية يمكن أن يقضي على معظم المخاطر وليس كل المخاطر.
- إن العلاقة بين عوائد الأوراق المالية أدت إلى ما يعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي أشار إلى العلاقة الخطية الموجبة ما بين بيتا أو المخاطر المنتظمة للورقة المالية والعوائد المتوقعة لها
وفي السنوات الأخيرة تم تطوير ما يعرف بنموذج تسعير المراجعة arbitrage pricing theory كمدخل بديل لنموذج CAPM الذي ظهر في بداية الستينات.

وعلى الرغم من أن كلا من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج تسعير المراجعة يقتضى وجود علاقة موجبة ما بين العائد الموقع للورقة المالية والخطر إلا أن الاختلافات بين النموذجين ترجح إلى طريقة تفسير شكل وطبيعة هذه العلاقة.

*يفترض نموذج APT إن عوائد الأسهم تتولد عن طريق عدد من العوامل على مستوى السوق والصناعة كما إن الارتباط بين كل زوج من الأسهم يحدث عندما تتأثر الأوراق المالية بمجموعة موحدة من العوامل
*على العكس من ذلك نجد أن نموذج CAMP يشير إلى وجود الارتباط بين الأوراق المالية دون تحديد العوامل المسببة لذلك الارتباط

*اتفق كلا النموذجين على العلاقة الخطية ما بين الخطر والعائد ويقدم نموذج تسعير المراجعة مدخل بديل لقياس تلك العلاقة.²

2-افتراضات النموذج

لعناصر المخاطر المنتظمة تأثير نسبي على العوائد:

1 - محمد الخناوي، نبال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، 2006، ص 347-359.

2 -ال شبيب، دريد كامل، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010. ص 206.

-عائد الأوراق المالية يعتمد على عوامل متنوعة وأخرى غير متنوعة، وهذه العوامل تؤثر على العوائد المتوقعة وهكذا سوف تؤثر على سعر الأوراق المالية وعلى السوق بصورة عامة.
-الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في سوق رأس المال للمحليين والمتعاملين دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد من لتعظيم الثروة.
-يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد .
-يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

3-معادلة نموذج تسعير المراجعة:

$$R=E+bf+e$$

حيث:

R: العائد الفعلي .

E: العائد المتوقع للورقة .

F: حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة،.

e : العائد في ظل المخاطر غير المنتظمة والعوامل العشوائية.

كما يمكن أن يأخذ النموذج الشكل التالي في حالة تعدد العوامل المؤثرة، بحيث يتم إضافتها للنموذج:

$$R=E+(b1)(F1)+(b2)(F2)+(b3)(F3)+(b4)(F4)+e.$$

4-عيوب النموذج:

من عيوب هذا النموذج أنه لم يتم تحديد كل العوامل الاقتصادية التي تتأثر بها عوائد الأوراق المالية، وإن تم تحديد هذه العوامل فيبقى الإشكال في مدى تأثير كل عامل على معدل العائد الفعلي والوزن النسبي لهذا التأثير.¹

ثالثا: نموذج بلاك وشولز لتقييم الخيارات

ظهرت عدة طرق لتحدي قيمة الخيار أهم هذه الطرق الشهيرة نموذج بلاك وشولز الذي سمح بتقييم الخيارات الأوروبية على الاسهم في ظل فرضيات معينة وهو ماستتناوله فيما يلي :

1-نموذج بلاك وشولز

تم استعمال العديد من النماذج لتقييم الخيارات، لاسيما تلك المتعلقة بالخيارات على الأسهم العادية، في مختلف الأسواق المالية العالمية وأسواق الخيارات تحديدا، من الأمثلة على ذلك : نموذج الثنائي

Binomial model، الذي طور من قبل Ross and Rubinstein، cox ونموذج بلاك وشولز

Black-scholes model، وعلى الرغم من من أن النموذج الأول يمتاز بالمرونة إلى حد ما، إلا أن العمليات الحسابية المعقدة (اللوغاريتمات) التي تصاحبه جعلت الكمبيوتر ضروريا لتطبيقه أما النموذج الثاني، والذي يعتبر

¹ -دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار المسيرة، الأردن، 2010 ص 206.

من أكثر النماذج شهرة واستعمالا في الأسواق المالية، فهو أسهل بكثير من نظيره الأول، فهو يركز أساسا على تكوين محفظة من الأداة الأصلية The underlying instrument أو مجموعة من الخيارات بحيث تكون المحفظة غير حساسة (لا تتغير) لتغيرات سعر تلك الأداة، وعندئذ يكون عائدها مساويا لعائد الاستثمار الحالي من المخاطر.¹

سنة 1973، بلاك وشولز اقترحا النموذج الذي أخذ فيما بعد اسميهما حيث لقي تطبيقا كبيرا وسط المحللين الماليين، والذي كان خاصا بالخيارات الأوروبية التي لا يتم عليها توزيع الأرباح على الرغم من الخيارات الأمريكية كانت ولا زالت الخيارات المالية الأكثر تداولاً في الأسواق العالمية، ثم بعد ذلك تم إضافة عنصر توزيع الأرباح في نموذج سمي بلاك - شولز - ميرتون (BMS) لا يسعر نموذج بلاك شولز خيارات البيع، لكن يمكن إيجاد سعر خيار البيع عن طريق نموذج تسعير خيار الشراء ثم استعمال مبدأ تكافؤ خيار الشراء وخيار البيع Put-Call-Parity بعد ذلك قام بلاك بإضافة تعديلات على النموذج بشكل يجعل من الممكن مطابقته على الخيارات وعلى المستقبلات Futures Option هذا النموذج الذي يطلق عليه غالبا نموذج بلاك Black Model، كما قام مارك جارمان وستيفن كولهلهاجن Garman and Steven Marak kohlhagen بتعديل نموذج بلاك وشولز من أجل إعطاء تسعير أكثر دقة للخيارات على تبادل العملات بواسطة نموذجهما Garman Kohlhagen model، كل هذه النسخ من النماذج التسعير تتشابه بما فيه الكفاية لكي توصف في أغلب الأحيان وبشكل عام نموذج بلاك شولز، ويفترض نموذج بلاك شولز بأنه يمكن تشكيل وضعيتين، على أساس أن لهما نفس الخطر ونفس العائد، والفرضية مفادها أنه من أجل تحرك صغير في أي من المركزين فإن سعر المركز الأخر سوف يتحرك في الاتجاه المعاكس وبنفس المقدار وهذا ما يسمى بالتحوط دون مجازفة Riskless Hedge، والعلاقة بين المركزين تدعى بنسبة التحوط Hedge Ratio، وبشكل عام تصف نسبة التحوط عدد الأدوات المالية الضمنية لكل خيار، فعلى سبيل المثال نسبة تحوط ب 0.5 تعني بأنه من أجل تحويط خيار واحد يلزم 50 سهم ضمني. وبذلك فقد قطعت النظرية المالية شوطا معتبرا منذ بداية السبعينات من القرن الماضي بتطوير النموذج الدقيق لتقييم الخيارات على الأسهم من طرف العالمين السابقين، أي Ficher Black و Myron Scholes ثم توسيعه ليشمل أدوات أخرى ويأخذ بعين الاعتبار عملية التوزيعات وغيرها من العوامل، من طرف Robert Merton، حتى عرف النموذج شكله النهائي لدى البعض بنموذج بلاك - شولز - مرتن - Merton Option Pricing Model - Black Scholes، ولقد أدى التطبيق الواسع لهذا النموذج إلى ارتفاع مطرد في أحجام التداول في أوراق الخيارات عبر العالم منذ ظهوره.²

1 - محمود فهد مهيدات، المضاربة الوهمية " السوقية " ودورها في الأزمة المالية " عقود الخيارات "، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول : الأزمة العالمية المعاصرة من المنظور الاقتصادي إسلامي عمان، الأردن ، 1-2 ديسمبر 2010، ص 17-18.

2 - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011، ص 92.

2- فكرة بناء النموذج

لقد جاءت فكرة بناء هذا النموذج لتقييم سعر خيار شراء Call Option، و بالتالي التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة، وكذا تقديم تكلفة الفرصة البديلة التي تستخدم كأساس لحصم تلك التدفقات، وتمكن الصعوبة في مجال تقييم الخيارات إلى كون أن تحديد تكلفة البديلة صعبة جدا كون ان المخاطر التي ينطوي عليها العقد تتغير من لحظة إلى أخرى تبعا لتغير القيمة السوقية للأصل الضمني، فبالنسبة للأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) يمكن حساب مؤشرات الخطر (معامل بيتا والانحراف المعياري للعوائد المتوقعة) في لحظة معينة، هذه المؤشرات التي تكون مرتفعة في حالة عقود خيارات نتيجة ارتفاع الرفع المالي غير أن هذه المؤشرات وحدها لا تكفي لتحديد معدل الحصم ذلك أن حجم المخاطر غير ثابت.

3- فرضيات النموذج

يقوم النموذج على عدة فرضيات تتمثل فيما يلي :

- الفرضية الأولى : الخيار محل التعاقد من النوع الأوروبي وليس الأمريكي.
- الفرضية الثانية : توجد إمكانية للبيع على المكشوف من دون قيود.
- الفرضية الثالثة : يأخذ السهم (الصفقات على الأداة الأصلية)، قيمة مستمرة وموزعة طبيعيا، أي لا توجد قفزات في الأسعار كتلك التي تحدث بعد الإعلان عن عملية استيلاء مثلا.
- الفرضية الرابعة : رشادة المتعاملين.
- الفرضية الخامسة: لا توجد تكلفة للمعاملات، كما يمكن للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأسهم أو الخيارات مهما صغر حجمها، إضافة إفتراض أن المعلومات عن السوق متاح للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف.
- الفرضية السادسة :العائد على الأستثمار الخالي من المخاطر ثابت.
- الفرضية السابعة : ثبات سعر الفائدة.
- الفرضية الثامنة :لا توجد توزيعات على السهم المعني خلال فترة الخيار (أي حتى تاريخ الاستحقاق) .
- الفرضية التاسعة: ثبات تذبذب الأداة الأصلية خلال الفترة.¹

4- معادلة بلاك شولز

في إطار دراستنا لهذا النموذج، سوف نعتبر بان التسعير في السوق المالي مستمر، معنى من تكلفة المعاملات ويتكون من أصلين أساسيين : أصل خطر (سهم)، وأصل بدون خطر، يتمثل في عقد قرض يتم التفاوض عليه بمعدل ثابت مستمر نرمز له بالرمز I ، ونرمز لقيمة السهم المسعر في السوق المالي في التاريخ t بالرمز.

1 - محمود فهد مهيدات، مرجع سبق ذكره، ص 19.

سعر الأصل الضمني يتبع قانون السير العشوائي Random Walk يعتبر العشوائي الأصل مالي بصفة عامة أحد الفرضيات المطلوبة لكفاءة الأسواق المالية، لأن السوق الكفاء هو السوق الذي يتحرك فيه الأسعار عشوائياً، وترجع هذه الظاهرة (الحركة العشوائية للأسعار)، إلى الأبحاث التي قام بها الفرنسي لويس باشييلي في سنة 1900 والذي أظهر بأن التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع تفتقر لوجود أي ترابط بينهما، وبالتالي عدم وجود نموذج محدد تتحرك في إطاره الأسعار، وعلق على هذه النتيجة بأن المضاربة في هذا النوع من الأسواق هي لعبة عادلة Faif Game، أي أن لا البائع ولا المشتري يستطيعان تحقيق أرباح على حساب بعضيهما، وبالتالي فإن الأسعار الحالية تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد للتنفيذ.

تكتب العبارة النهائية لقيمة الخيار المتعلقة بصيغة بلاك وشولز كمايلي :
حيث :

$$d1 = \frac{x}{\sqrt{2\pi}} + \frac{1}{2}(k+1)\sqrt{2} \text{ مع } \alpha = \ln\left(\frac{S}{E}\right) \text{ و } K = \frac{2r}{2} \text{ و}$$

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sqrt{\sigma^2(T-t)}} \rightarrow d1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sqrt{\sigma(T-t)}}$$

$$d2 = d1 - \sqrt{2\tau} = d1 - \sigma\sqrt{T-t}$$

قيمة خيار الشراء

$$C = S_0 N(d1) - Xe^{-rT} N(d2)$$

قيمة خيار البيع:

$$P = Xe^{-rT} N(-d2) - S_0 N(-d1)$$

حيث :

S: سعر تنفيذ الأصل الضمني.

E: سعر تنفيذ الخيار المالي.

R: معدل العائد بدون خطر.

σ : معدل تقلب سعر الأصل الضمني.

من خلال هذه المعادلة يظهر بأن هناك خمسة متغيرات يتم من خلالها تحديد قيمة الخيار، ثلاثة من بين هذه العوامل يتم تحديدها مباشرة، وهي أسعار الأوراق المالية، سعر التنفيذ E ومدة حيازة الخيار T أو المتغيران الباقيان وهما معدل الفائدة والتقلب يتم تحديدهما بسهولة.

ما يلاحظ على هذه الصيغة أنها تحدد الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد وسعر الممارسة بالترجيح لكليهما باحتمال الحدوث، فبعد تحديد السعر المتوقع يتم استحداثه بدالة أسية ذات معلمتين هما معدل المردودية بدون مخاطرة ومدة حياة الخيار، على عكس الطرق التقليدية التي تعتمد على الاستحداث بمتتالية هندسية.¹ فبيما يتعلق بمعدل الفائدة يمكن ملاحظته في السوق، أو يتم التوقع به ضمناً انطلاقاً من نموذج تقييم الخيار، وفيما يتعلق بالتقلب يتطلب التوقع، لأنه لا تتم مشاهدته مباشرة في السوق.

رابعاً: النموذج الثنائي لتسعير عقود الخيار The Binomial model

يعد William F. Sharpe أول من ابتكر النموذج عام 1978 والذي نشره في الطبعة الأولى من كتابه الشهير Investments وطوره عدد من العلماء مثل Cox-Ross Rubinstein عام 1979 في مقالة بعنوان Option Pricing: A Simplified Approach، وقد سمي هذا النموذج بالثنائي (ذو الحدين) لأنه يفترض أن خلال الفترة التالية من الوقت يكون للسعر الفوري المعطى قيمة واحدة من قيمتين محتملتين، وينظر إلى هذا النموذج بأنه أبسط بكثير من نموذج بلاك وشولز من حيث افتراضاته واستخداماته للرياضيات غير المعقدة إلا أنه يتطلب جهداً ووقتاً أكبر.²

1- الأساس النظري للنموذج

تقوم فكرة النموذج الثنائي لتسعير الخيارات على إمكانية بناء محفظة تشمل على عقد خيار الشراء وأصل مالي آخر، تدفقاها المايه متماثلة غير أنهما يسيران في اتجاهين متضادين. بمعنى أنه إذا ما حدثت تقلبات سعرية فإن احد مكونات المحفظة سوف يتولد عنه تدفقات داخله، يقابلها تدفقات خارجة بنفس القيمة من المكون الآخر، وهي ما يعني تغطية كاملة لمركز المستثمر.³

و بذلك فالنموذج هو تمثيل مبسط للواقع يستخدم مدخلات معينة لإنتاج مخرجات أو نتيجة ، و نموذج تسعير الخيار الثنائي الصيغة الرياضية أو العملية حسابية التي تستخدم متغيرات محددة كمدخلات لتسعير الخيار، وتعطي مخرجاتها القيمة العادلة النظرية للخيار.⁴ فإذا نفذ هذا النموذج بالشكل المطلوب فإن سعر الخيار في السوق يساوي القيمة العادلة النظرية للخيار، كما تقوم فكرة أيضا على أن الفترة حتى تاريخ التنفيذ، يمكن تقسيمها إلى فترات أصغر قد يكون شهر أو أسبوع أو يوم، وعند بداية كل فترة يفترض أن سعر السهم قد يرتفع أو قد ينخفض إلى مستوى معين.⁵ ففي البداية نفترض أن المدة الزمنية المتبقية حتى استحقاق الخيار هي مدة زمنية واحدة وفي هذه الحالة يطلق على النموذج بالنموذج ثنائي لمدة واحدة، ثم يستمر التحليل مفترضاً أن عدد

1 - عبد الغاني دادن، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، ص 320.

2 - هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق، الأردن، 2007، ص 214.

3 - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث - عقود الخيارات، منشأة المعارف، مصر، 2007، ص 126.

4 - Don M. Chance, Robert Brooks, An Introduction to Derivatives and Risk Management, (Thomson Higher Education by South-Western, Seventh Edition, Canada, 2006) p92.

5 - منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 126.

المدد المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق مدتان، وبناء على إمكانية تحرك سعر السهم بعد كل مدة من هاتين المدتين إلى إتجاهين مختلفين وبناء على القيم من المدة الأولى يحسب سعر خيار الشراء ويطلق على النموذج بالنموذج ثنائي الحد بمدتين.

و هكذا يستمر التحليل لتتفرع من المدتين الأولى والثانية عدد من المدد الزمنية الأخرى وصولاً إلى عدد المدد الزمنية الحقيقية المتبقية حتى استحقاق الخيار حينها يطلق على النموذج بنموذج ثنائي الحد متعدد المدد.

2-إفترضات النموذج : من مزايا هذا النموذج أنه يعتمد على الحد الأدنى من الافتراضات والتي تعد ضرورة لاشتقاق النموذج وهي :

-ثبات المعدل الحالي من المخاطرة.

-بالإمكان الاقتراض بمعدل الحالي من المخاطرة.

-لا توجد ضرائب أو تكاليف تبادل أو متطلبات هامش.

-بإمكان المستثمرين استخدام البيع القصير لأية ورقة مالية.¹

أ- ثنائي الحد لفترة واحدة:²

تبنى معدلات النموذج على إن سعر السهم في سوق الأوراق المالية عند إبرام الاتفاق هو (S)، ويتوفر له عدد من خيارات الشراء لفترة زمنية معروفة (اسبوع، شهر، عدة أشهر) وبسعر تنفيذ (E) وعند انتهاء المدة المتفق عليها فان سعر السهم في تاريخ الاستحقاق يمكن أن يأخذ إحدى القيمتين (SU) إذ تحرك سعر السهم للأعلى بمعدل (U) وباحتمال (q) أي أن السعر سيكون :

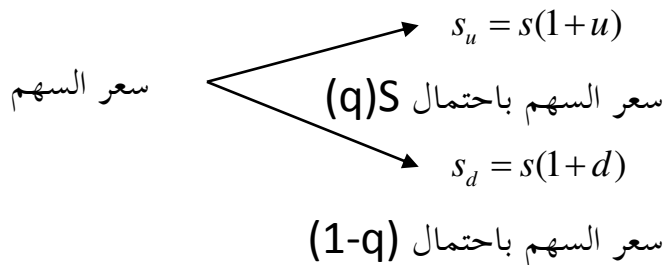
$$s_u = s(1+u)$$

اما إذا تحرك سعر السهم لأسفل بمعدل (d) وباحتمال (1-q) فان السهم سيكون :

$$s_d = s(1+d)$$

و يمكن إيضاح الأسعار الممكنة للسهم في تاريخ الاستحقاق، أي بعد مضي مدة واحدة من خلال مايلي :

الأسعار الممكنة وفقاً لنموذج لفترة :



1 - هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مرجع سبق ذكره، ص 2016-215.

2 - بن حسين آسية، كفاءة الأسواق المالية التأثيرات والمتطلبات، حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، بنوك ومالية، جامعة عمار ثليجي - الأغواط، 2014-2015. ص 41، 44.

و يمكن حساب قيمة الخيار عند تاريخ الاستحقاق من خلال المعادلتين التاليتين¹:

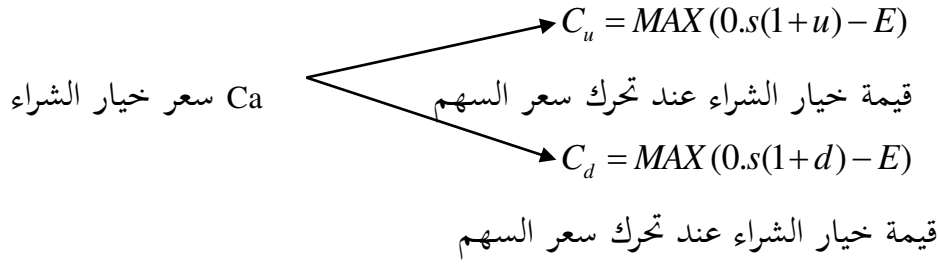
$$C_u = \text{MAX}(0, s(1+u) - E)$$

قيمة الخيار عند الارتفاع

$$C_d = \text{MAX}(0, s(1+d) - E)$$

قيمة الخيار عند الانخفاض

ويمكن توضيح القيم لخيار الشراء من خلال مايلي :



تسعير خيار الشراء : انطلاقاً مما سبق يمكن حساب ثمن خيار الشراء نموذج لفترة واحدة بالمعادلة التالية :

$$C_a = \frac{q(C_u) + (1-q)(C_d)}{1+r}$$

حيث أن :

Ca : سعر خيار الشراء قبل فترة واحدة من الاستحقاق.

q : نسبة احتمال تحرك السعر إلى الأعلى.

(1-q) : نسبة احتمال تحرك السعر إلى الأسفل.

Cu : قيمة خيار الشراء عند الاستحقاق في حالة ارتفاع سعر السهم إلى الأعلى.

Cd : قيمة خيار الشراء عند الاستحقاق في حالة انخفاض سعر السهم إلى الأسفل.

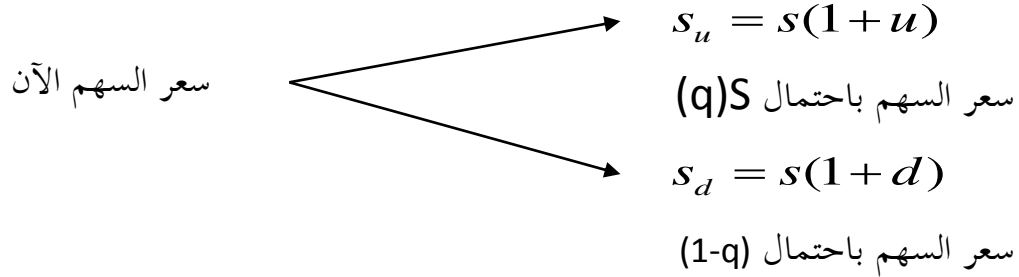
U : معدل ارتفاع سعر السهم للأعلى.

d : معدل انخفاض سعر السهم للأسفل قيمة سالبة.

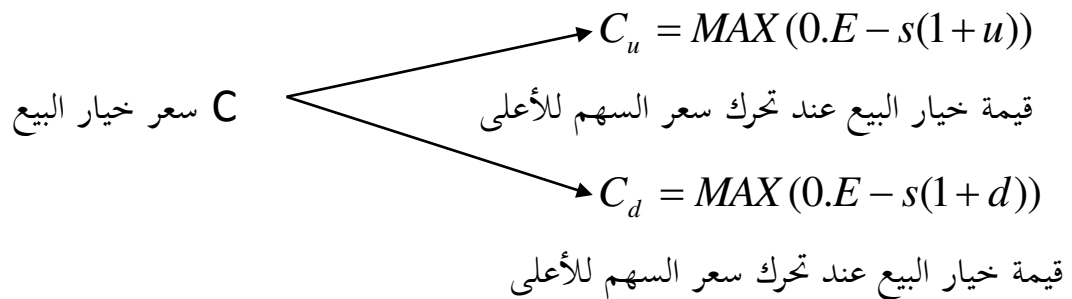
r : المعدل الخالي من المخاطر.

¹ - بن حسين آسية، مرجع سابق، ص 42.

تسعير خيار البيع : تسعير خيار بيع بالنموذج ثنائي الحد لفترة واحدة تكون شجرة سعر السهم نفسها عند خيار الشراء ، كما يلي :



اما قيمة الخيار البيع فتختلف عن قيمة خيار الشراء كما هو مبين في الشكل التالي :



ومنه يمكن حساب سعر خيار البيع وفقا للنموذج من خلال المعادلة التالية ¹

$$C^* = \frac{q(C_u) + (1-q)(C_d)}{1+r}$$

ب- نموذج ثنائي الحد لفترةتين

افتراضنا في النموذج السابق أن سعر السهم سوف يتحرك لمرة واحدة خلال فترة الدراسة، نحو الأعلى بنسبة (u) أو نحو الأسفل بنسبة (d) وتعتبر الحالة السابقة تمثيل بسيط للنموذج ثنائي الحد، كون حركة أسعار الأسهم تتميز بالحركة المستمرة خلال فترة استحقاقه.

إن عدد النتائج الممكن حدوثها سوف تزداد وهذا يعني أن مخرجات المدة الأولى سوف تكون مدخلات المدة الثانية أي في تاريخ استحقاق الخيار إذ ارتفع سعر السهم في المدة إلى (Su) ثم ارتفع ثانية في الفترة الثانية تصبح قيمة السهم :

$$Su^2 = S(1+u)$$

او ستخفض بعد ارتفاعه الأول في الفترة الأول فسوف يعبر عن هذه الحالة كما يأتي ²:

1 - بن حسين آسية، مرجع سابق، ص 42-43.

2 - بن حسين آسية، مرجع سابق، ص 43.

$$Sud = S(1+u)(1+d)$$

أما لو كان سعر السهم في نهاية الفترة الأولى قد انخفض فإنه خلال الفترة الثانية إما ينخفض أو يرتفع حسب المعادلتين التاليتين بالترتيب :

$$Sd^2 = s(1+d)^2$$

$$Sud = S(1+u)(1+d)$$

المبحث الثالث : كفاءة ومقومات إنشاء الأسواق المالية :

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، أنها تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي بضمنها التأثير على تكلفة مصادر الأموال للشركات لذا نتناول في هذا المبحث مفهوم ومستويات كفاءة الأسواق المالية ومقوماتها.

المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية

سوف نتناول في هذا المطلب مفهوم ومستويات كفاءة الأسواق المالية.

أولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

توجد عدة مفاهيم لكفاءة الأسواق المالية حيث تطرقنا في هذا الجزء إلى أهم المفاهيم :

تعني كفاءة السوق الانعكاس العامل fully reflect للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل ان المشاركين في السوق يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويقوموا بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناء على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دال لحالة التوازن في السوق، كون إن عموم المشاركين لا يحتاجون إلى فقدان وقت كبير للبحث عن المعلومات والوصل إليها، كما انه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بسعر الورقة المالية، وطبقاً لهذا المفهوم فان نظرية السوق الكفوء تم صياغتها في ضوء الشروط الآتية التي بدورها تعكس كفاءة السوق التامة.

- 1- إتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق بذات اللحظة، والسرعة والموضوعية وبدون كلفة، لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية المتوقعة
- 2- عدم وجود قيود على حجم التعاملات، فليس هناك كلفة صفقة أو ضرائب
- 3- هناك عدد كبير من المشترين والبائعين الذين يتصرفون بالرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات على أساس المبادلة بين العائد والمخاطرة¹.

1 - ارشد فؤاد التميم، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، داراليازوري، الاردن، عمان، 2010، ص 38

● المقصود بكفاءة الأسواق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، وان تصل جميع المعلومات آلة المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة، وهذه العلاقة يجب إن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل (value)fair للورقة المالية محل التداول، والسوق الكفوء هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية¹.

● تعرف كفاءة السوق المالي بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية والمتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة².

ثانيا : مستويات كفاءة الاسواق المالية :

يمكن تصنيف كفاءة الأسواق المالية في ثلاث مستويات حيث تتحدد الكفاءة بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتوفرة وهي كمايلي :

1-المستوى القوي strong form: وفق هذا المستوى من الكفاءة، يوفر السوق المالي للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة فيه وسواء كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية والحالية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة (معلنة وغير معلنة)، أي بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة بحيث لا تتوفر فرصة لنشوء ما يسمى بظاهرة احتكار المعلومات من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفرًا) لان الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها، وبالتالي تنفي الحاجة لوجود المحللين الماليين، لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماما من ناحية واقعية قدرة البعض على تحقيق إرباح استثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل لكن مع ذلك فان تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم الحسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة.

2-المستوى الشبه القوي semi strong: وفق هذا المستوى تعكس الأسعار المتداولة للأوراق المالية في السوق المعلومات المحتواة في البيانات المالية المنشورة بالإضافة إلى معلومات التاريخية السابقة والمتوفرة من الأسعار نفسها.

1 - دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص70.

2 - رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص35.

لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستعارة من معلومات غير منشورة وتحليلها بكيفية تحقق لهم المجال لجني أرباح استثنائية وذلك في إطار ظاهرة احتكار المعلومات المشار إليها سابقا وخير مثال على مثل هذه الأسواق : سوق نيويورك، لندن وطوكيو.

3-المستوى الضعيف : وفق هذا المستوى من الكفاءة لا تعكس الأسعار المتداولة في السوق إلا أسعارها الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون الفرصة ي مثل هذه الظروف، لان يحصل البعض على أرباح استثنائية عن طريقين هما: أما إن يحصل على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات أو أن يكون بإمكانهم تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم، لذا يتيح المجال في هذا النوع من الأسواق المالية لعمل المحللين الماليين لأنهم بما أوتوا من خبرة وتأهيل، سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن فروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنهم من تحقيق أرباح إستثنائية لا يحققها غيرهم.¹

المطلب الثاني: مقومات إنشاء الأسواق المالية²

بتطلب إنشاء السوق المالي توفر عناصر أساسية في اقتصاد البلد والبيئة المالية والتشريعية وان يوفر النظام القانوني والقضائي الأساس القوي الذي يعمل في ظله السوق المالي من خلال استخدام خطوط استرشادية عامة لأداء السوق لعمله، ويمكن أن نقسم هذه العناصر إلى مجموعتين، الأولى مجموعة تتعلق بالبنية التحتية والتشريعية اللازمة للسوق المالي، والثانية ترتبط بالخصائص التي يجب إن تتوفر السوق المالي نفسه ونعرضها كمايلي :

أولاً- مجموعة البنية التحتية والمؤسسة والتشريعية للسوق المالي :

تسمى أيضا بالخصائص المؤسسة والتي تشير إلى التقدم في تطبيق القواعد القانونية والإدارية والإفصاح وتدقيق المعلومات والشفافية وتكاليف المعاملات في السوق المالي.

لغرض استكمال متطلب عمل السوق المالي يتطلب توفر ما يلي :

-إجراءات تحرير السوق والعمل وفق منهجية آلية السوق الحرة وتنافسية الأسواق ومحاولة التغلب على الاختلالات المالية والاقتصادية سواء في اختلال ميزان المدفوعات أو عجز الموازنة العامة للدولة أو تخفيض معدلات ارتفاع التضخم والبطالة وتحقيق الاستقرار النقدي، وان يكون للحكومة دورا في معالجة الممارسات الاحتكارية التي تتحكم بالأسعار ومعالجة مشكلة الآثار الخارجية للشركات أو التكاليف الاجتماعية وتحقيق العدالة في توزيع الدخل، وتحرير القطاع المالي والتجارة الخارجية وتخفيض القيود في سوق العملة وتطوير النظام الضريبي، وإصدار التشريعات والأنظمة والتعليمات التي تضمن تحقيق أهداف البورصة وبمستوى عال من الكفاءة والعدالة وفق المعايير الدولية.

1 - رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص33-34.

2 - عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 129-133.

-إصدار النظام الداخلي للبورصة وتشكيل الهيئة العامة للسوق المالي وإدارة السوق ونظام ترخيص الوسطاء والتجار.

-إصدار تعليمات تنظيم إدراج الأوراق المالية وشروط الإدراج بما يتناسب مع طبيعة الاقتصاد والنظام المالي.

-إصدار تعليمات تداول الأوراق المالية في البورصة وتنظيم المشاركة الأجنبية والتأكيد على استخدام نظام التداول الإلكتروني والتداول عن بعد، وتوفير الشروط والسلامة وحماية مصالح المشاركين في السوق في هذا النوع من التداولات، وإصدار معايير السلوك المهني للمشاركين في السوق المالي.

-تحديد طبيعة الإفصاح للبيانات والمعلومات عن الأوراق المالية وطرق نشرها، لان المعلومات والبيانات ودقتها ونوعها وكمياتها تعد احد أهم مقاييس كفاءة السوق وشفافيته، إضافة إلى تقرير مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطر المصاحبة، والعمل على تنوع استخدام طرق ووسائل نشر المعلومات والبيانات عن الشركات والسوق المالي والقطاعات ومؤشرات الاقتصاد الكلي وأهمها الانترنت والنشرات اليومية والأسبوعية والشهرية ومن خلال الهواتف الخليوية والرسائل القصيرة، وإصدار دليل الشركات المساهمة في السوق، وعبر وسائل الإعلام المختلفة وأهمها التلفزيون والمحطات الفضائية المتخصصة.¹

-إصدار نظام يحدد آليات حل النزاعات بين أعضاء السوق المالي وخاصة الوسطاء الماليين والعملاء من المستثمرين.

-إصدار نظم حماية مستثمري صناديق الاستثمار

-التصنيف القطاعي للشركات المدرجة في البورصة وفق معايير تنسجم مع المعايير الدولية.

-إصدار نظام التقاص وتسوية المعاملات لكافة العقود وتحديد آليات نقل ملكية الأوراق المالية المباعة.

-تطوير مؤسسات التدقيق والمراجعة التي تلعب دورا أساسيا في تحقيق الشفافية والدقة والإفصاح المالي والالتزام بمعايير المحاسبة.

ثانيا : خصائص السوق المالي:

إن العناصر التي تحدد لتقييم السوق المالي ومدى تطبيقه للشروط والمعايير يمكن تقسيمها إلى ثلاثة عناصر وهي :

1-الخصائص الخاصة بحجم السوق: والتي يمكن قياسها من خلال مايلي:

- نسبة رأس مال السوق ويقيم من خلال قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، أي قدرة الأسواق المالية على حشد المدخرات لتوجيهها إلى الشركات المدرجة في السوق والتي تستثمر موارده.

1 - عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 134.

قيمة الأوراق المالية المدرجة

= نسبة رأس مال السوق المالي

النتاج المحلي الإجمالي

- عدد الشركات المدرجة لان ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة يؤدي إلى اتساع السوق ويعكس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني

2- مؤشرات السيولة وأهمها:

عمق السوق ويقصد به ان تكون حركة التعاملات فيها نشطة وان أوامر البيع والشراء مستمرة، واتساع السوق من خلال معالجة الاختلالات في الكمية المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة، وسرعة استجابة السوق وهي قدرة السوق على علاج الفجوة بين العرض والطلب، ويتمكن القائمين على الأسواق المالية تحقيق السيولة من خلال التوسع في طرح الأسهم للاكتتاب العام وتسجيل الأوراق المالية في السوق، مما يساهم في توفير البيانات والمعلومات عن التغيرات التي تحصل على القيمة السوقية لهذه الأوراق، وتخفيض القيمة الاسمية للأسهم لجذب كافة المستثمرين من مختلف شرائح المجتمع للاستثمار في السوق المالي.

واهم مؤشرات قياس سيولة السوق المالي هي: ¹

- نسبة حجم التداول في السوق المالي والتي تعكس مستوى السيولة في الاقتصاد القومي :

قيمة الأوراق المالية المتداولة

= نسبة حجم التداول في السوق المالي

النتاج المحلي الإجمالي

- معدل الدوران

قيمة التعاملات في السوق المالي

= نسبة حجم التداول في السوق المالي

قيمة رأس مال السوق

وتكمل النسب المذكورة الواحدة الأخرى لتحليل قدرة السوق المالي على توفير السيولة.

3- مؤشرات تمركز السوق:

وهو المؤشر الذي يبين مدى سيطرة عدد محدود من الشركات على السوق وإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فإنها تؤثر سلبا على السوق ويمكن قياسها كمايلي :

1 - عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 134-135.

نصيب أكبر عشر شركات

درجة تمرکز السوق المالي =

قيمة رأس مال السوق

4- مؤشرات عدم الاستقرار ودرجة التذبذب في عوائد السوق المالي:

التي تعكس عدم استقرار السوق، قياسها باستخدام الانحراف المعياري للعوائد الشهرية في الأسواق المالية.

5- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية للسوق المالي:

وأهمها قواعد الإفصاح والمعلومات عن الشركات والوسطاء الماليين من خلال تقييم مدى قيام الشركات بنشر المعلومات والبيانات عن الأسعار والأرباح وتطبيقها للمعايير المحاسبية، وجود قوانين فاعلة لحماية المستثمرين وفعالية لجنة الرقابة في البورصة ونظام المقاصة وتسوية العمليات، وقيود إعادة تحويل التوزيعات والأرباح والقيود على تحويلات رأس المال إلى الخارج ونسبة مساهمة الأجانب في الاستثمار في السوق المالي.¹

1 - عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 135.

خلاصة الفصل

تناول الفصل الأول الذي جاء بعنوان أساسيات الأسواق المالية، حيث تناولنا فيه المراحل الأساسية التي مرت بها الأسواق المالية وتعريف هذه السوق وتوضيح مدى أهميتها بالنسبة للإقتصاد وإتضح في الملطلب الثاني أن الأسواق المالية تنقسم إلى نوعين رئيسين أسواق النقد وأسواق رأس المال، تناولنا الوظائف الإقتصادية التي تقوم بها الأسواق المالية وتنقسم الوظائف الإقتصادية لأسواق الإصدار والوظائف الإقتصادية لأسواق التداول واستنتجنا أن هناك عدة نظريات لتسعير الأوراق المالية من بينهم نظرية تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية تسعير المراجحة ونموذجين لتقييم وتسعير عقود الخيار نموذج بلاك وشولز ونموذج الثنائي، و قمنا بدراسة كفاءة ومقومات إنشاء الأسواق المالية. ومنه سنتطرق إلى الوساطة ودورها في بورصة الجزائر، من خلال تطرقنا إلى المتدخلون في الوساطة المالية وشروط وعمليات الإدراج في بورصة الجزائر وكيفية عمل هذه البورصة في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

الوساطة المالية في السوق المالي الجزائري

تمهيد

المبحث الاول: الوسطاء الماليون في بورصة الجزائر

المطلب الأول: الوساطة المالية

المطلب الثاني: بورصة الجزائر

المطلب الثالث: الادراج في بورصة الجزائر

المبحث الثاني: سير عمل البورصة

المطلب الاول: تنظيم بورصة الجزائر

المطلب الثاني: اليات التسوية والتداول

المبحث الثالث: نشاط الوساطة المالية لبورصة الجزائر

المطلب الاول: نشاط بورصة الجزائر

المطلب الثاني: معوقات واقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

خلاصة الفصل.

تمهيد

أدت جهود الإصلاح الإقتصادي إلى الإقتناع بأهمية الدور الذي يمكن للأسواق المالية أن تلعبه في مسيرة التنمية، وقد أخذ دور هذه الأسواق في توفير الإحتياجات التمويلية تكتسب أهمية متزايدة مع إعتداد أعداد متزايدة الأعوان الأقتصاديين على آلية السوق في تخصيص الموارد، وإفساح المجال للقطاع الخاص في النشاط الإقتصادي، ولجوء السلطة إلى المصادر غير التضخمية لتمويل العجز في الموزانات المالية .

ان بورصة الجزائر سوق متمركزة تديره الأوامر وليس الأسعار حيث تداول الأوراق المالية في سوق رسمي وحيد وتجرى المفاوضات مكان إلتقاء الوسطاء في عملية البورصة وذلك من أجل تنفيذ أوامر البيع والشراء. ونظرا لحدثة بورصة الجزائر وقلّة المؤسسات المتعاملة بها أعطى نظرة سيئة للإقتصاد الوطني وكافة المؤسسات الجزائرية، ورغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطة لإرساء سوق مالي فعال، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب لها على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها، أصبح من الضروري تجاوز هذه المعوقات والبحث في إقتراحات لتفعيل بورصة الجزائر.

المبحث الأول : الوطاء الماليون في بورصة الجزائر

التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري ومهم، لما تمثله من رافد مهم للاستثمارات في الأوراق المالية، ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة إلى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة، للتعريف بالبورصة وإظهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الاقتصادية لجميع الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات وأفراد، وتسعى لإيجاد مؤسسات واطاة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي، وسوف نعالج في هذا المبحث ثلاثة مطالب : الوطاء المالية وبورصة الجزائر والإدراج في البورصة .

المطلب الأول: الوطاء المالية

تنبع الحاجة للوظاة المالية من واقع تفاوت الأفراد من حيث المعرفة و المهارة والثروة أيضا، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، وفي الجهة المقابلة يوجد رجل الأعمال الذي يملك المهارة و الخبرة التجارية ، لكنه لا يملك رأس المال، وهنا تنشأ فرصة لطرف ثالث يقرب بين الطرفين ويملك ثقتهم وهذا خاصة إذا كان الأول بعيد عن الثاني، حيث يقوم الطرف الثالث (الوسيط المالي) بإشباع حاجة كلا الطرفين في مقابل ربح متفق عليه ، وبذلك يكون الأطراف الثلاثة قد استفادوا من هذه الوطاء مما ينعكس ذلك بالإيجاب على الاقتصاد ككل ، ومن أجل التعرف على ماهية الوطاء المالية تم التطرق إلى :

- مفهوم الوطاء المالية
- وظائف الوطاء المالية
- أهمية وجود الوطاء المالية

أولاً: مفهوم الوطاء المالية

هناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوطاء المالية ، و ارتأينا أخذ جملة منها نراها أكثر تعبيراً عن هذه الوطاء، ويتعلق الأمر بالتعاريف التالية

الوظاة المالية تعني " عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات و المنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوطاء."¹

يعرف الوسيط المالي على أنه "مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين و المقرضين النهائيين، فالوظاة المالية تسمح لعملية الإقراض والاقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، وهكذا تتضمن عملية الوطاء مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقا

¹ - محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية) الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998، ص

على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في خلق حقوق مالية على المقترضين النهائيين، وبذلك يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقترضين النهائيين.¹ كما يمكن تعريف الوسطاء الماليين على أنهم " أشخاص طبيعيين أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار الباحث عن الأموال ."

وفي تعريف آخر: "منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تباع أصول مالية فتترتب التزامات مالية عليها مقابل النقدية التي تحصل عليها)، ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات بصورة أساسية في شراء أصول مالية من الغير ."

ثانيا :وظائف الوساطة المالية

تقوم الوساطة المالية بعدة وظائف نذكر أهمها فيما يلي:²

- تقديم المعلومات المالية و تحليلها³

إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذ كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في استثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي (وهو مالا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته)، وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذ ماتم توزيعها على الحجم الكبير و المتنوع من الأصول التي يجمعونها و يخللون المعلومات الخاصة بها، فضلا عن ذلك، يدعي بعض الوسطاء أن الاستعانة هؤلاء الخبراء يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، وغالبا ما تصادف صحة هذا الادعاء ولو جزئيا، وحتى إذ لم يكن هذا صحيحا في بعض الحالات، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع و تحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.

- تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة⁴

و يقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة و الاحتفاظ بها و بيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين، ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بها، وناحية عدد مرات قيامهم بهذه العمليات.

1 - عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998، ص203.

2 - سامي خليل، النقود والبنوك، كلية الاقتصاد، القاهرة، 2008، ص 61.

3 - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الاسكندرية، 2007، ص 133.

4 - محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص : 121-122

بالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوسطاء يكرن حجم عملياتهم كبيرا فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المبيعة و المشتراة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المنظارة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم .

إما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم فيها المدخرون النهائيون بعمليات متشابهة ، و بالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، والسبب في انخفاض عدد عمليات التي يقوم بها الوسطاء الماليون عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قادرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرته حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، و طبعاً نتوقع أن يتكرر ذلك كثيرا، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عدد كبيراً من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة و متكررة ، فضلا عن أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة.

ومن ثم لا يظطر إلى إحداث نقص صافي في أصوله الكلية عن طريق بيع مقادير منها بصفة مستمرة و بالصورة التي يكررها المدخرون النهائيون.

– توفير السيولة و تدنية المخاطر¹

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقدموا قروضا قصيرة الأجل و طويلة الأجل للمقرضين ، ورغم حقيقة أنهم استخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت، لو أن لديها عدد من المودعين الأفراد الصغار ذوي القرارات المفصلة حول ما إذا كانوا سيسحبون ودائعهم أم لا، حيث لا ترتبط قراراتهم حول سحب ودائعهم أم لا، ومن ثم يستطيع البنك مثلا أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الاحتمالي لمسحوبات الودائع في أي وقت ويحتفظون باحتياطات صغيرة الحجم لمواجهة المسحوبات.

ومع ذلك فإن هذا الوضع الجيد للعمل لا يستمر هكذا دائما، فلنفترض على سبيل المثال أن يخشى العامة إفلاس بنك معين، فإن عددا كبيرا من المودعين غير المؤمنين سيحاولون أن يسحبوا ودائعهم على نطاق واسع. أما الفائدة الأخرى فتمكن في تدنية المخاطر ، فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الاستثمار لن تمكنه إلا من شراء عديد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذ ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية و أراد التخلص منها قبل استحقاقها ، فإن

1 – محمد بونس، نفس المرجع السابق، ص 123

الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة و متنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر انخفاض قيمة بعضها نظرا لاحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نس الوقت مما يلغى الأثر الأول.

فضلا على أن الوسطاء الماليين كما ذكرنا من قبل يستطيعون بإمكانياتهم الكبيرة أن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تعني بتحليل الائتمان ووضع المعايير المناسبة لتقييم المقترضين، ولذلك فإن الذي يقتني أصولا مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يجوز دينا في مواجهة وسيط تتميز محفظة أوراقه بالتنوع الذي يديني حجم المخاطرة المحتملة ، وهو أمر غالبا مالا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته.

- توفير الائتمان و تقديمه إلى راغبيه¹

ارتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (الوحدات ذات الفائض) إلى المستثمرين والمستهلكين (الوحدات ذات العجز)، ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورات وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنصب فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة ، ومن الواضح أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج و الاستهلاك وهو كما رأينا شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر ولقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا، فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى قطاع المالي - بصفة عامة - على أنه مجرد قطاع محايد كل مايقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجيتها، ولقد ظل الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم ،حتى ظهر كينز وحاول جذب الانتباه حول أهمية القطاع المالي حيث قرر أن التوازن العام للاقتصاد القومي لا يتحقق إلا إذا يتحقق التوازن العام ي مختلف القطاعات بما يها القطاع المالي ، فشرط التوازن العام ي النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد والمال وسوق الإنتاج وسوق العمل، وفي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي وتظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي كما تظهر ارتباط كمية النقود و رأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي و ثروة الأفراد من جهة أخرى.

ثالثا: أهمية وجود الوساطة المالية

يمكن ذكر أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف التمويل وكذا الاقتصاد القومي ككل وذلك كمايلي :

1-بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

بالنسبة لهذه الفئة من المتعاملين، سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة نذكر أهمها فيما يلي :

1 - محمد بونس، نفس المرجع السابق، ص 123-124.

- يعني وجود الوساطة المالية أصحاب الفاض المالي من إنفاق الوقت و الجهد في البحث عن المقترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم ،فالوساطة المالية بحكم طبيعة نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت .
- مصداقية الوسيط المالي مضمونة ،وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيها فحسب،إنما بصفة رئيسية نظرا للقوانين و التنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ،وهو مالا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشرة .
- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفاض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت،فالمؤسسات المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.
- يتجنب صاحب الفاض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر،فالمؤسسة المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.
- يتجنب صاحب الفاض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ولما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها اتجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ ضغيرة مقارنة بما يحتفظ به لدى هذه المؤسسة الوسيطة.

2- بالنسبة لأصحاب العجز المالي

- يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية :
- تقوم الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي،وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة.وبما أن هناك تيارات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.
 - وجود الوساطة المالية يسهل للمقترض عملية البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة . فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.
 - كما أن وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا. فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية و بمدة تجميد الأموال. ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، و الاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى،

ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشرة.

3- بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

- تؤدي الوساطة المالية عدة خدمات لأصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي و لكنها في المقابل تستفيد من الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي :
- تستفيد أولا من الفائدة على القروض، وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداها، بل لعلها الدخل الوحيد الذي تحققه أو الذي تقوم عليه نشاطاتها.
 - استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية، ويجب أن نعلم هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء، حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنع منح فوائد على هذا النوع من الودائع.
 - حصول الوساطة المالية على ودائع يسمح بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من ودائع، وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من إمكانياتها في زيادة الأرباح.

4- بالنسبة للاقتصاد ككل

- يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها:
- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة .
 - تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة.
 - ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال .
 - تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي و أصحاب العجز المالي، فوجود مثل هذا التعارض في الرغبات سواء من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق الكثير من الاختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.¹

المطلب الثاني : مدخل لبورصة الجزائر

يمكن تقديم نشأة البورصة وتعريفها من خلال :

¹ سامي خليل ، مرجع سابق، ص 82

أولا: نشأة وتعريف بورصة الجزائر

1- نشأة بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية :

المرحلة الأولى : 1990م-1992م¹

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة اجراءات بعد ان تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومنه جملة هذه الإجراءات معظم المؤسسات الحكومية استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الاجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل الى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

-مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة .
-مرسوم تنفيذي رقم 91-177 يوضح انواع واشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

-المرحلة الثانية 1992م-1999م

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الإجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها الى 9320000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة .²

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الاخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصبي مرهون بوجود هذه الهيئة.

²- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، 2006.ص227.228.

²-مرجع السابق، ص228.

2- تعريف بورصة الجزائر

قبل تعريف بورصة الجزائر نتطرق إلى تعريف البورصة

- البورصة هي مكان يلتقي فيه عرض بطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونيا .¹
- يكون هذا التبادل سلعة هي أسهم وسندات وتعرف بسوق المال الطويل الأجل وهي أقرب ما تكون بالسوق الكاملة إذ نجد فيها سعر واحد، صفة واحدة للسهم، أو السند مع وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين مع سهولة الإتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها، حيث يتساوى فيها قوى العرض بالطلب ويتوفر فيها المنافسة الكاملة .²
- البورصة هي المكان الذي يتم تداول الأصول المالية على المدين المتوسط والطويل .
- وهي تعتبر أيضا وسيلة فعالة جدا من أجل³:
- *تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، إثمار الموارد الفائضة وتعزيز قيمة الشركات المدرجة .
- *توسيع العمل الاستثماري وتعميمه .
- *تحسين الحوكمة لدى الشركات .
- *ضمان استدامة الشركات (المجمعات الكبرى، الشركات الصغيرة والمتوسطة) .

- بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم : لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، شركة بورصة القيم (SGBV)، الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، المؤمن المركزي، ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC)، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM).

ثانيا المتدخلون في الوساطة المالية

سنتناول في هنا المتدخلون في السوق من بينهم لجنة المراقبة والمؤمن المركزي وكذلك تطرق إلى وسطاء عمليات البورصة .

1- لجنة المراقبة

تمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على :

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.
- ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، حُولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:

1- محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم، دار الجامعة العربية، الأردن، 2002، ص46.

2- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000، ص36.

3- <http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf>

-السلطة التنظيمية.

-سلطة الإشراف والمراقبة.

-السلطة التأديبية والتحكيمية.

أ-التشكيل:

- تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات، ومن ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

ب-السلطات:

خُولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل إنجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

ب1-السلطة التنظيمية:

تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:

-التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلي لادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.¹

-اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.

-شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.

-القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاض على السند.

-القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات.

-تسيير محفظة القيم المنقولة .

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

سلطة المراقبة والإشراف:

وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

-الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛

-قيام الشركات باللجوء العلي لادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛

-السير الحسن للسوق.

¹- <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152>

ب2-السلطة التأديبية والتحكيمية:

- تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل¹. وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتبكه الوسيط في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. وأما في المسائل التحكيمية، فتحتمس الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:

-الوسطاء في عمليات البورصة؛

-الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV) .

-الوسطاء في عمليات البورصة وزيائتهم.

-الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

2- المؤتمن المركزي

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

-فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافطي السندات (TCC) المتدخلين.

-مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسيط الماليين.

-إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).

-الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

-نشر المعلومات المتعلقة بالسوق .

-ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق)².

3- وسطاء عمليات البورصة

الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساساً حول القيم المنقولة .

¹<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152>

²<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153>

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسيط في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسيط في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

ويطلب الوسيط في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه:

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة والتزامهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2.

وتمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة والتزامهم ومراقبتهم.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجي BEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، والبنكين الخاصين بي ان بي باريا الجزائر BNP Paribas El djazair ، Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets

تمثل مهام وسطاء عمليات البورصة في توفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي، توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية لجهة المصدرة، والتداول في السوق لحساب زبائنهم، تسيير حافظة السندات بموجب تفويض، ونشاط البيع والشراء كطرف مقابل، وعمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه، وقد تم توسيع نشاط الوسيط في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين¹...

المطلب الثالث : الإدراج في البورصة الجزائرية

سنتناول في هذا المطلب شروط وأهم عمليات ومزايا بورصة الجزائر .

أولاً : شروط الإدراج في البورصة الجزائرية²

تمثل شروط الإدراج في بورصة الجزائر في :

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA) .

¹-<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=154>

²-<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري).
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة .
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتهما في البورصة.
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج .
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ثانياً : عمليات الإدراج في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

- مرحلة ما قبل الإدراج.
- مرحلة الإدراج.
- مرحلة ما بعد الإدراج.

1-مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبناها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

أ-القرار بإجراء العملية

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلي للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

ب -الإعداد القانوني للشركة والأسهم

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

ج -تقييم الشركة

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة. ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

-اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹.

ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات وإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

د -إعداد مشروع المذكرة الإعلامية

يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

هـ -إيداع ملف طلب القبول

يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على :

¹<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163>

-طلب القبول؛

-محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛

-مشروع المذكرة الإعلامية؛

-مشروع الدليل؛

-معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛

-معلومات عن التمويل؛

-معلومات اقتصادية ومالية؛

-الوثائق القانونية؛

-تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم .

ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

و -تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها

تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة

ز -الانضمام إلى المؤتمر المركزي

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

ح -حملة التسويق:

سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف¹.

ط-بيع السندات:

يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

ي-كشف النتائج

في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأنّ العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

¹-<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163>

ك -تسوية العملية

يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2-مرحلة الإدراج

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

3-مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق.

أ -عقد السيولة

يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

ب -نشر المعلومات

ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأيّ تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات. ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

ثالثاً: مزايا الإدراج في بورصة الجزائر

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا:

-رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة: مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ...) وأيضاً زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها ... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب.

-تنويع مصادر التمويل: على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي

تحتاجها.

-توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

-تعزيز الشهرة

تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

-تثمين الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية .

-تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية

تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

-التغيير في نظام " حوكمة الشركات "

تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الوثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية¹.

المبحث الثاني : سير عمل البورصة

سنعالج في هذا المبحث سير عملية البورصة من خلال مطلبين، المطلب الأول تنظيم بورصة الجزائر، المطلب الثاني، نظام عمليات البورصة

المطلب الأول : تنظيم بورصة الجزائر

أولاً : أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

¹-<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150>

1- تتكون سوق سندات رأس المال من:

أ- السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربع (04) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة،

- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات،

- أن سي - روية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

ب- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012.*

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة¹ والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

2- تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية.

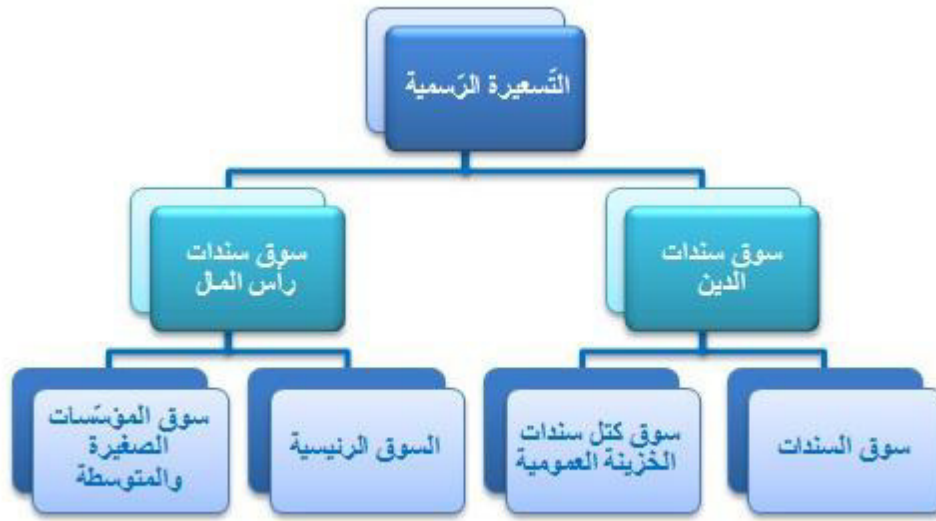
وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم

* - بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)

1- <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>



الشكل رقم 03- التسعيرة الرسمية لقيم البورصة

يمثل الشكل التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة حيث يتضمن سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين وكل سوق ينقسم إلى أشكال حيث سوق سندات الدين يندرج منه نوعين سوق السندات وسوق كتل سندات الخزينة العمومية، أما سوق سندات رأس المال يندرج منه نوعين السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ثانيا : أوامر بورصة الجزائر

وهي تعليمات معطاة من كل شخص مادي أو معنوي راغب في شراء أو بيع قيم منقولة في البورصة لوسيط في عمليات البورصة.

يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذا سليما:

- هوية مقدم الأمر.
- الغرض من العملية: شراء أو بيع.
- عنوان أو اسم القيمة التي تتعلق بها الأمر.
- كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول.
- السعر الأعلى للشراء والأدنى للبيع الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره.
- فترة صلاحية الأمر، والتي يجب أن لا تتعدى 30 يوما ابتداء من يوم إنشائه.
- توقيع صاحب الأمر.

-أنواع أوامر البورصة:

طبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية.

1-بيانات السعر:

تقبل شركة تسيير القيم المنقولة من الأوامر حسب السعر وهما:

-أمر محدد السعر:

الأمر المحدد للسعر هو أحد أنواع الأوامر في البورصة حيث يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع السنج.

-أمر بالسعر الأفضل:

الأمر بالسعر الأفضل هو أمر الشراء أو البيع لم يتم تحدد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

2-بيانات الصلاحية:

تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

أمر صالح لمدة يوم: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.

أمر صالح لتاريخ معين: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.

أمر ذو صلاحية محدودة: وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوما ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.

أمر صالح لغاية التنفيذ: هو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه بالسق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

3-نوع خاص:

أمر على "كل شيء أو لاشيء" هو أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

المطلب الثاني : آليات التسوية والتداول:

نتناول في هذا المطلب: أولا مواقيت وطريقة التسليم، وثانيا نظام التسوية والتسليم:

أولا:مواقيت وطريقة التسعير

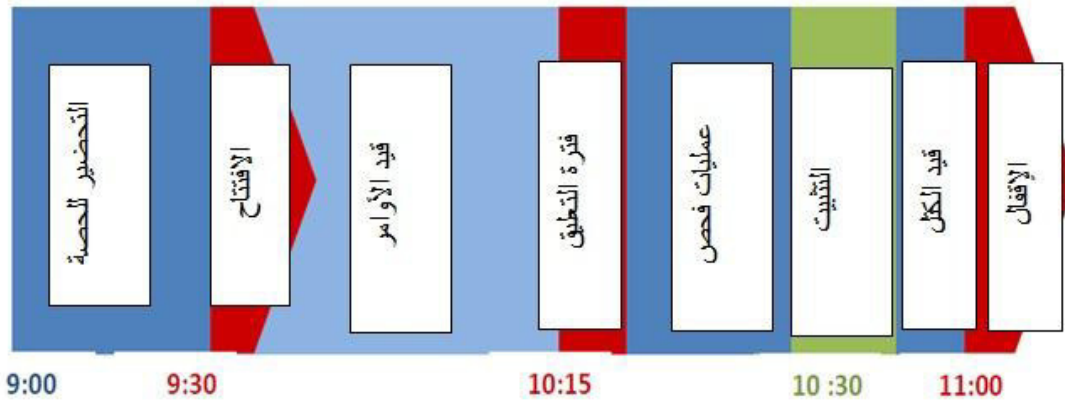
بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه.

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة

للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- 1- تضخيم حجم السندات المتبادلة،
- 2- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع،
- 3- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق. ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي¹:



الشكل رقم 04 : مواقيت وطريقة التسعير

ثانياً: نظام التسوية والتسليم

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه. وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية

¹-<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147>

ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظة السندات (TCC) من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق¹.

المبحث الثالث نشاط الوساطة المالية لبورصة الجزائر

سنعالج في هذا المبحث مطلبين أولهما حول نشاط بورصة الجزائر، وثانيهما معوقات واقتراحات تفعيل بورصة الجزائر.

المطلب الأول : نشاط بورصة الجزائر

يتمثل نشاط بورصة الجزائر في العناصر التالية:

أولاً-النشاطات المختلفة للوسطاء في عملية البورصة

يستطيع الوسطاء في عمليات البورصة، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو شركات أسهم، أن يطلبوا اعتماداً لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لمزاولة النشاط في إحدى الفئات التالية- :

- الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود
- الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط المحدود.

1-الوسيط ذي النشاط غير المحدود (الكامل): إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى، يستطيع الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود أن يمارس إحدى النشاطات التالية أو العديد منها:²

- عملية شراء وبيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسة أو ثانوية
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل.
- القيام بسعي مصفقي مرتبط بإحدى النشاطات المذكورة أعلاه .
- كل نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

1-<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148>

2 -فتيحة بن بوسحاقي، بورصة الجزائر، واقع وأفاق، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 158.

2 - الوسيط ذي النشاط المحدود : على خلاف الوسيط ذي النشاط غير المحدود، وكما تدل عليه التسمية، يقتصر دور الوسيط ذي النشاط المحدود على الوساطة للتفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط

وقد حددت المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في 13 جوان 1994 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، فيما يخص الأشخاص المعتمدين من طرف اللجنة بصفة وسطاء في عمليات البورصة، أن تكون في مرحلة أولى واستثناء في مرحلة انتقالية، البنوك والهيئات المالية وشركات التأمين معينة من أجل ممارسة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ونص المرسوم التشريعي السابق الذكر على أن مدة الفترة الإنتقالية هي خمس سنوات، تمثل مرحلة تحضير كل الظروف، تقوم خلالها البنوك ومؤسسات التأمين بمختلف العمليات البورصية. كل القوانين والمراسيم المتعلقة بالوسطاء في عمليات البورصة جهزت منذ نهاية سنة 1993، لكن التواجد الفعلي لهم لم يتأتى ميدانيا إلا في بداية سنة 1997 . وبهذا الصدد، تلقت دفعة أولى متكونة من (39) وسيط في عمليات البورصة ممثلين لإثنا عشرة "12" هيئة بنكية ومالية وتكفل تام من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تكويننا في أفريل 1997 بمساعدة خبراء كنديين. يسمح لهم هذا التكوين من التدخل كسماسرة في مستقبل البورصة

. وبعد الإنتهاء من المرحلة الإنتقالية وذلك بتاريخ 23 ماي 1998 حسب المرسوم التشريعي، وجب قانونا على شركات التأمين والبنوك أن تقوم بإنشاء شركات مساهمة منفصلة عن البنوك وعن الشركات الأخرى لمهنة الوساطة في عمليات البورصة. يساهم كل بنك أو شركة تأمين بحصة تقدر بثلاث ملايين دينار جزائري في رأس مال الشركات المعنية.¹

¹ - فتيحة بن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 159.

ثانيا - تقييم نشاط البورصة بالجزائر

• تقييم النشاط الشهري لبورصة الجزائر:

1- نشاط بورصة الجزائر في شهر جانفي وفيفري 2017.

جدول رقم (1): مؤشرات نشاط بورصة الجزائر جانفي وفيفري 2017

البيانات	جانفي 2017	فيفري 2017	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	240	239	-0,42
حجم الأوامر المعروضة للشراء	79425	71771	-9,64
حجم الأوامر المعروضة للبيع	125946	161233	28,02
قيمة التداول (دج)	2065755	9745815	371,78
حجم التداول	5127	17956	250,22
عدد الصفقات	24	29	20,83
المعدل اليومي للصفقات	2.66	3.63	36,46
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	229528,33	1218226,87	430,75
المعدل اليومي لحجم التداول	569,66	2244,50	294,00

المصدر: بورصة الجزائر

شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر جانفي قدر بـ %61,65-، حيث بلغت قيمة المعاملات 2065755 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 9745815 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 10667 أسهم في شهر مارس 45436 سهم في شهر أفريل مسجلا بذلك نسبة ارتفاعا قدرها 44.74%.

وقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر فيفري قدر بـ %371.78، حيث بلغت قيمة المعاملات 9745815 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 2065755 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 5127 أسهم في شهر جانفي 17956 في شهر فيفري مسجلا بذلك نسبة ارتفاعا قدرها 250.22%.

2- نشاط بورصة الجزائر في شهر مارس 2017.

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر مارس قدر بـ %280.82، حيث بلغت قيمة المعاملات 37114725 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 9745815 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 17956 أسهم في شهر فيفري 82228 سهم في شهر مارس مسجلا بذلك نسبة ارتفاعا قدرها 357.94%.

جدول رقم (2): مؤشرات نشاط بورصة الجزائر مارس 2017

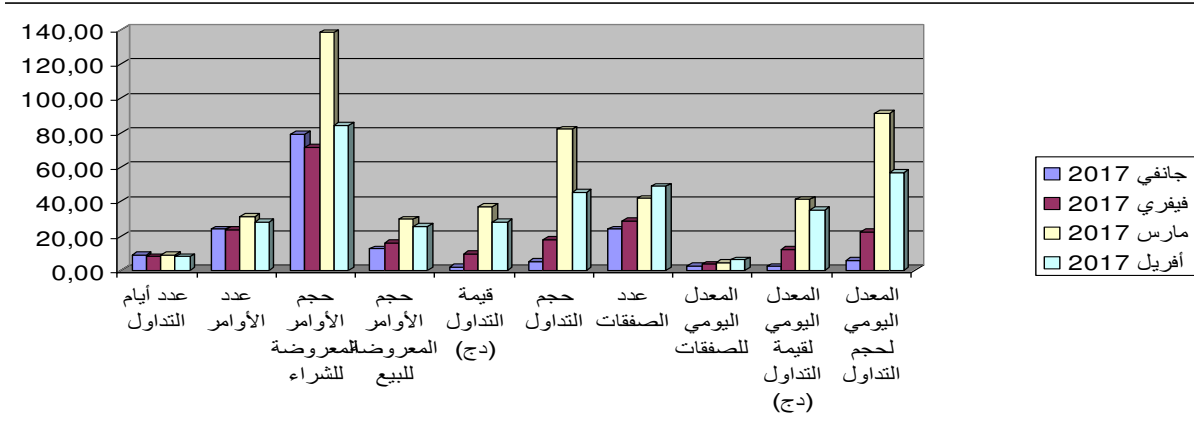
البيانات	فيفري 2017	مارس 2017	التغير %
عدد أيام التداول	8	9	-
عدد الأوامر	239	316	32,21
حجم الأوامر المعروضة للشراء	71771	138230	92,59
حجم الأوامر المعروضة للبيع	161233	297488	84,50
قيمة التداول (دج)	9745815	37114725	280,82
حجم التداول	17956	82228	357,94
عدد الصفقات	29	42	44,82
المعدل اليومي للصفقات	3,63	4,66	28,37
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1218226,87	4123858,33	238,51
المعدل اليومي لحجم التداول	2 244,50	9136,44	307,05

3- نشاط بورصة الجزائر في شهر أبريل 2017.

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر أبريل قدر ب 23.78%، حيث بلغت قيمة المعاملات 28287235 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 37114725 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 82228 أسهم في شهر مارس 45436 سهم في شهر أبريل مسجلا بذلك نسبة انخفاضا قدرها 44.74%.

جدول رقم (3): مؤشرات نشاط بورصة الجزائر أبريل 2017

البيانات	مارس 2017	أفريل 2017	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	316	284	-10,13
حجم الأوامر المعروضة للشراء	138230	84393	-38,95
حجم الأوامر المعروضة للبيع	297488	257308	-13,51
قيمة التداول (دج)	37114725	28287235	-23,78
حجم التداول	82228	45436	-44,74
عدد الصفقات	42	49	16,67
المعدل اليومي للصفقات	4,66	6,13	31,54
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	4123858,33	3535904,38	-14,26
المعدل اليومي لحجم التداول	9136,44	5679,50	-37,84



الشكل رقم (5) مؤشرات نشاط بورصة الجزائر من جانفي إلى أفريل 2017.

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على إحصائيات المؤشرات بورصة الجزائر

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rapport&rap=2>

من خلال قراءتنا للجداول الثلاث التي توضح مؤشرات نشاط بورصة الجزائر نستنتج مايلي :

هناك إرتفاع في الأشهر جانفي و فيفري و مارس حيث سجلت نتائج مايلي :

عدد أيام التداول شهدت إرتفاع ، أما بالنسبة لعدد الأوامر كانت في إنخفاض بين شهري جانفي و فيفري نسبة قدرها 0.42- % و إرتفعت بنسبة 32.21 % بين شهر فيفري ومارس تطور حجم الأوامر المعروضة للشراء بإرتفاع في نسبة تغيرها من 9.64- % في شهر جانفي و فيفري الى 92.59 % لشهر مارس .

سجلت إرتفاع ملحوظ في حجم الأوامر المعروضة للبيع من 28,02 % الى 84,50 %

حيث شهدت قيمة المعاملات إرتفاعا خلال هذه الأشهر ، كذلك لحجم التداول نسبة تغير سجلت إرتفاع

من 250,22 % الى 397.97 %، أما بنسبة عدد الصفقات سجلت إرتفاعا من 20,83 % إلى 44,82 % .

- ذلك بالنسبة المعدل اليومي لقيمة التداول حيث إرتفاع من 430,75 % إلى 238,51 % وبالنسبة المعدل

اليومي لحجم التداول نسبة تغير سجلت إرتفاع من 294,00 % إلى 307,05 %

ونلاحظ تذبذب وإختلاف خلال الأشهر حيث كانت قيمة التداول بين شهر جانفي و فيفري كانت في

إنخفاض من 371 % إلى 280 % كذلك معدل يومي للصفقات إنخفضت من 36,46 % إلى 28,37

%.

نلاحظ أن أغلب مؤشرات نشاط بورصة الجزائر خلال الأشهر الثلاث من شهر جانفي إلى شهر مارس كانت

في إرتفاع بإستثناء شهر افريل شهدت إنخفاضا ملحوظا حيث : عدد الاوامر سجلت إنخفاضا بالنسبة

10,13- %

حجم الاوامر المعروضة للشراء ، حجم الأوامر المعروضة للبيع كذلك شهدت إنخفاض خلا شهر أفريل بنسبة

تغير بين مارس و أفريل بلغت 38,95- %

أما بالنسبة حجم الأوامر المعروضة للبيع نسبة التغير سجلت إنخفاض تقدر ب 13.51- %

سجلت كذلك كل من قيمة التداول , حجم النشاط المعدل اليومي لقيمة التداول , المعدل اليومي لحجم التداول إنخفاضا ملحوظا سجلت نسبة التغير على التوالي : 23,28% ، 44,74% ، 14,26% - % بإستثناء كل من عدد الصفقات والمعدل اليومي للصفقات كانت نسبة التغير سجلت إرتفاعا نسبة 16,67 % و 31,54% على التوالي .

المطلب الثاني: معوقات أداء الوساطة ببورصة الجزائر وسبل تفعيلها:

هناك عدد من المعوقات لاتزال تقف أمام تطور هذه الأسواق، أبرز هذه المعوقات هو عدم مسايرة القوانين والأنظمة للواقع، كما أنها تفتقر إلى الأطر التنظيمية التي تحكم طريقة عملها وقواعد التنظيم التعامل، إضافة إلى ضعف سيولتها وهو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة وأهم مايعوق هذا السوق هو صغر حجمها والذي يعكس قلة الشركات المفيدة فيها وضعف التداول راجع هذا الأخير ضعف الإدخار ومنه قلة أو ضعف الطلب .

أمام كل هذه المعوقات التي تحول دون تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر والرقمي بها إلى مصاف المراكز المالية الدولية المتقدمة فإنه من الضروري تجاوز هذه العقبات والبحث في إمكانية النهوض بها وهذا ما سوف نحاول معالجته في هذا المطلب .

أولا: معوقات بورصة الجزائر

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة وسوف نحاول التفصيل أكثر في هذا الجزء :¹

- معوقات سياسية، قانونية وثقافية
- معوقات اقتصادية

1- المعوقات السياسية، القانونية والثقافية

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها سياسية، قانونية وثقافية نتناولها في النقاط التالية :

1-1- المعوقات السياسية :

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع الحيطية بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي،

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 276.

وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار في الدول الأكثر تقدماً مثل أمريكا، اليابان، ألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ الى يومنا، ونحن نعلم ان معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فان السياسة المستقرة تمثل عاملاً مهماً في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الاجنبي.¹

1-2-المعوقات القانونية

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الاسهم والسندات، وهذا يعني:²

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة افلاس الشركة.

- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي .

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامة يعني فتح رأس المال أمام الخواص لامتلاك جزء أو أجزاء من الشركة، مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير مباشرة .

أما استبعاد الأسهم، ولا سيما العادية منها، فان ذلك يعني حرمان شرائح واسعة من المساهمة في تمويل المشروعات إذا ما قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تحديد تجهيزاته أو فتح الفروع المحلية أو الدولية .

وإذا كان لحاملي الأسهم الممتازة أو السندات الأولوية في الأرباح والفوائد في حالة الإفلاس، فإن من حق حاملي الأسهم العادية، أن يحصلوا في الغالب على ما تحصل عليه حاملو السندات والأسهم الممتازة، وفي الحقيقة إن مكانة الشركة والنشاط الذي تمارسه، والمؤثرات المحلية والدولية، كلها عوامل تؤثر في قيمة السهم ارتفاعاً وانخفاضاً .

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصوصية وسياسية اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية والخدمية، عكس ما هو معمول به في جل

¹- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 280.

²- صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004. ص 10.

البورصات العالمية، وفي الدول العربية الأخرى حيث يتم التعامل فيها بالأسهم أكثر منه بالسندات في الأسواق المنظمة والسندات في الأسواق الغير منظمة .

من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المتداولة من الشركة ذات الأسهم طبقا للقانون المتضمن شروط القيد، إلا ان أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة او شركات ذات شخص وحيد، أضف الى ذلك أن القانون يشترط مرور ثلاثة سنوات على تواجد الشركة لكي يسمح لها بالدخول في البورصة.

اما فيما يخص مدة انهاء الصفقات (عمليات البورصة) اي مدة التسوية والتسليم فالمعيار الدولي المعتمد هو أن أقصى أجل لإنهاء الصفقات هو يوم + ثلاثة أيام بعد إجراء الصفقة، أما الأجل المعتمد في بورصة الجزائر فهو يوم + 30 يوم، وهو أجل بعيد بكثير عن المعايير الدولية، الأمر الذي لا يشجع على تطوير عمل البورصة الجزائر .

-الاطار التشريعي البطئ جدا، حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، إلا أن تعيين أعضائها كان بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم الا في شهر فيفري 1996.

أما الهيئة الثانية، وهي شركة إدارة بورصة القيم SG BVM والتي انعقدت جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 1997/05/21 بمقر اللجنة بالرغم من أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 1993/05/23 قد نص عليها صراحة .

أضف إلى ذلك أن القانون الذي ينظم شروط مزاوله الوسيط المالي في البورصة قد صدر بتاريخ 03 جويلية 1996 إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان سنة 1999 .

1-3-المعوقات الثقافية :

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه، فان هذا الاخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تتمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات،¹ باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الاسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم .

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 281

2- المعوقات الاقتصادية

في الجانب الاقتصادي يقف أمام تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات في مقدمتها الخوصصة وسوف نتطرق إليها بالتفصيل في هذا المطلب بالإضافة إلى معوقات أخرى، كالتضخم، الإقتصاد الموازي... الخ

2-1- عائق الخوصصة:

يضم مفهوم الخوصصة عدة مفاهيم متعارف عليها من قبل العلماء الاقتصاديين والباحثين، إلا أنها تتفق، وعلى الرغم من الاختلافات الشكلية، على عناصر محدد وأساسية، ومن هنا يمكن إعطاء مفهوم شامل للخوصصة.

الخوصصة هي سياسة تحويل المشروعات العامة الى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فإن الخوصصة تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة.¹

- وقد عرفها القانون الجزائري بأنها التحول من الملكية العامة للدولة لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وهذا التحول في الملكية وإن كان يعني التحول في تسيير كل الأصول المادية أو المعنوية، في مؤسسة عمومية أو في جزء منها، أو في تحويل تسيير المؤسسة العمومية إلى أشخاص طبيعية أو معنوية تابعة للقانون الخاص بواسطة صيغ تعاقدية تحدد فيها كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

كما نصت المادة 30 من الأمر 04/01 على تأسيس لجنة لمراقبة عمليات الخوصصة وقد حدد المرسوم التنفيذي 01-354 المؤرخ في 10 نوفمبر 2001 تشكيلتها وصلاحياتها وكفاءات تنظيمها وسيرها .

وتعتبر سياسة الخوصصة من بين الأهداف التي تنشط أسواق الأوراق المالية في البورصة، لأن أهمية هذه الاخيرة تكمن في الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في جانب المدخرات بأشكالها وأجلها المختلفة، مع إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وأنه بوجود السوق تسهل عملية الخوصصة، وذلك أنها :

- تتمكن من بيع عدد كبير من اسهم الشركات وتتنافس على حصص حقوق الملكية
- تستخدم سوق الأوراق المالية في تطوير فعالية السوق وزيادة عرض الأسهم، لكنها تحتاج إلى التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق عن طريق القوانين المقيدة للملكية .

¹ - حملاوي ربيعة، أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الاصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول لاقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر من 03-07، أكتوبر 2004، ص6.

- وبالرغم من اعتبار الخوصصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخوصصة... الخ، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخوصصة الفعلية، وفيما يلي عرض بهذه المعوقات.¹

2-1-1- معوقات خاصة بالمؤسسات للخوصصة :

ترتبط هذه المعوقات بالعوامل السياسية والاجتماعية، وبالوضعية البيئية للمؤسسات التي ستخصص ويمكن تلخيص العوامل السياسية والاجتماعية داخل الهيئات المعنية فيما يلي :

- تعاضم القطاعات العمومية، إن المؤسسات العمومية عامل جذب attract لطالبي الشغل، وبالفعل فإن الدخول إلى مناصب العمل في هذه المؤسسات يعطي نوعا من تأمين الشغل، مما يؤدي إلى إرتفاع في التعداد، الشيء الذي يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسة.

- أرضية العلاقات ذات الطابع الزبائني، إن الشمول في تسيير الموارد البشرية في المؤسسات العمومية أدى تدريجيا إلى تشكيل شبكات ذات طابع عائلي وسياسي، وأن النمو العام لهذه الشبكات أفرز معارضة لبرامج الخوصصة التي تشكل خطرا محتملا يكشف هذه الشبكات المشكلة ويفضح ممارستها .

- الوضعية السيئة للمؤسسات التي سوف تخصص، وتعود هذه الوضعية السيئة الى ثلاثة أسباب :

- مؤسسات ملتهمة للميزانية، وهذا راجع إلى غياب الاهتمام بالمردودية، وترجم هذه الوضعية في أعباء استغلال متزايد، وعجز استغلالي دائم، مما يتطلب تدخل الدولة عبر المساهمات المالية المختلفة (اعلانات استغلال متزايد، وإعانات التجهيز، ضمانات مالية، السماح بالسحب على المكشوف... الخ)

- غياب الحافز لدى المستثمرين (المقاولين) المحتملين .

- سوء تسيير الموارد البشرية، وهذا راجع الى : غياب الحافز، وتغييب نفسي معلن.

- تأثير كبير للهيئات النقابية على مجموع العمال .

- ثقافة مؤسساتية تشكل عائقا حين الخوصصة ذلك إنه هناك مقاومة لروح ثقافة المؤسسة الخاصة.

2-1-2- معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخوصصة

يمكن رصد هذه الصعوبات في مجموعتين²:

أ- سوق الخوصصة، وفي هذا المستوى يمكن تلمس الصعوبات التالية :

¹ - شباكي سعدان، معوقات الخوصصة في الجزائر، الملتقى الدولي لاقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004، ص 6.4.

² - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص 283.

*البعد التنافسي :

- حالة الاحتكار : وهي حالة مؤسسة القطاع العام التي ستخصص في حقل تنافسي بينما السوق محدود، وبديهي أن عملية الخوصصة في هذه الحالة لن تؤدي الى المنافسة.
- حالة تنافس حقيقي : وهي حالة مؤسسات القطاع العام الاقتصادية التي نمت في محيط احتكاري، وستعرضها الخوصصة الى المنافسة، وهذه الوضعية ستتسبب بالنسبة للمؤسسة المخوصصة في صعوبة الاندماج ضمن التيار الخاصة، وهي صعوبة ناتجة من أن الاندماج سيزعج مصالح كانت قد تأسست تحت إمبراطورية الاحتكار.

*سلوك المشتريين المحتملين (الكامينين):

- عدم كفاءة أو حذر المشتريين المحتملين المحليين : إن عدم الكفاءة أو الحذر غير مبرر في حالة المؤسسات التجارية، على اعتبار أن المشتريين المحليين في الغالب هم أنفسهم الممارسون للمهنة، إن اقبال المشتريين المحليين على المؤسسة التجارية كبير لأن الربح فيها سريع، وعلى عكس فانه يمكن الحديث عن حذر حقيقي من طرف المشتريين المحليين في حالة التنازل عن المؤسسات الصناعية للقطاع العام.
- المستثمرون الأجانب : يركزون في الغالب على الاستثمار في القطاعات عالية المردودية، والتي تتطلب تحكما كبيرا في التكنولوجيا، مثل المحروقات والسمعي البصري والاتصالات... وغيرها، وذلك على اعتبار أنهم يملكون معدات استثمارية كبيرة.

ب-المعوقات المؤسسية : ويمكن ذكر من بين المعوقات مايلي :

- عجز في نظام الادخار المحلي، ذلك أن المستثمرين المحليين هم ضحية عجز القنوات البنكية التي لا تقدم الدعم الذي يستحقه المشتريين .
- عدم القدرة على إيجاد حلول بديلة فيما يخص التمويل اللازم لتنمية البورصة من أجل خلق أقطاب مالية.
- الوضع القانوني : والذي يتميز بما يلي :
- جباية ثقيلة بالنسبة للمشتريين المحتملين .
- حقوق جمركية عالية .
- أعباء اجتماعية مقيدة.

ج-معدل التضخم¹:

منذ بداية التسعينات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية مستمرة في الجزائر، ولقد دار النقاش، في معظم الندوات واللقاءات، حول ظاهرة التضخم وأساليب معالجته، فالبعض اعتبرها ظاهرة ظرفية، واعتبرها

¹ - عمار عماري وسعيدة بوسعدة، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول إشكالية النمو الإقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية علوم الاقتصادية والتسير، الجزائر، 14، 15، 2005، ص217.216.

البعض الآخر حتمية لا بد منها في مرحلة الانتقال من الاقتصاد المخطط بشكل اداري إلى نقيضه، أي اقتصاد السوق.

ومن الملاحظ أن مقومات التضخم بالجزائر بدأت تشق طريقها، وتعمق في توغلها، منذ أوائل التسعينات، واشتدت حدتها في منتصف التسعينات فخلال مرحلة الاقتصاد المخطط وإلى نهاية الثمانينات لم يتعد معدل التضخم 9%، وذلك لأن استقرار الأسعار كان السمة السائدة في الاقتصاد الجزائري، حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية، وخاصة مع نهاية عشرية الثمانينات، مما أنتج زيادة وفائضا في عرض النقود، وبطبيعة الحال حدث التضخم النقدي، فقد كانت الزيادة أكبر من الحاجة إليها - أي الطلب على النقود .

ولعل أهم مؤشر للطلب على النقود هو الناتج المحلي الإجمالي، والذي من المفروض أن يؤخذ بدون إنتاج النفط، حيث أنه لا يشكل طلبا على النقود في الداخل إنما يصدر القسم الأعظم منه .

د-الاقتصاد الموازي :

" الاقتصاد الموازي، أو ما يسمى الظل (الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط، وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإن الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة إذا ما أبلغت بها السلطات الضريبية .

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القوة الدافعة الرئيسية لنمو حجم اقتصاد الظل هي تزايد أعباء المدفوعات الضريبية، وكذا مدفوعات الضمان الاجتماعي، وفي دراسة قام بها صندوق النقد الدولي على عينة متكونة من 84 بلدا من أنحاء العالم لقياس حجم اقتصاد الظل كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي الرسمي للفترة 1998-2000 تم تسجيل النتائج التالية :

- البلدان النامية 35%-44%

- بلدان التحول اقتصادي 21%-30%

- بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي 14% - 16%

وتمثل هذه السوق، في الجزائر، قطبا يجتذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ريع مضمرة.

د-ضعف الحوافز الجبائية :

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجئ نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في

الأسواق الدولية، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع، أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية . هذا ما يدفع المتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي الى تغيير سلوكياتهم الاستثمارية، الاستهلاكية، والادخارية من جهة وتجعل من جهة أخرى النظام الضريبي الجزائري ينوع الضرائب، مثل ضريبة IPS التي تعادل 30% من الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، ومثل زيادة الضريبة على الدخل الإجمالي حتى IR التي تخضع مرة أخرى إلى (ازدواجية الضريبة) عند تحويلها إلى حسابات المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية الجزائرية.

هـ- ضعف الإفصاح والشفافية:¹

يعاني المستثمرون، في العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس في الصميم مصداقية الأسواق، في حين أن المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذي أو المقربين منهم، يحققون مكاسب كبيرة، أو يتجنبون خسائر جسيمة من خلال إطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات. أما في البورصة الجزائرية فإن المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي 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، ونذا انعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار.

و- طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

بالرغم من النصوص القانونية التي تنظم الشروط الواجب توافرها في الوسطاء سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو أشخاصا معنويين، إلا أن الرجوع إلى طبيعة الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر cosob يؤكد أن القانون يسمح للأشخاص الطبيعيين أن يمارسوا الوساطة المالية، إلا ان المتبع للوساطة المالية في الجزائر خمس شركات وساطة مالية معنوية فقط، على الرغم من أن القانون صدر في جويلية 1996، بمعنى أن اقتصاد عدد الشركات على خمس لا يتناسب مع طول الفترة الزمنية.

- إن تركيبة شركات الوساطة المالية مكونة من بنوك وشركات تأمين، وهي كلها ملك للدولة، ومعنى هذا أن القطاع الخاص مستبعد .

- إن كل هؤلاء الوسطاء أشخاص معنويون لا يوجد فيهم شخص طبيعي كما ينص عليه القانون المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، ومعنى هذا ان الشخص الطبيعي الوسيط غائب الى يومنا هذا.

¹ - رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير البورصة الجزائرية، مجلة العلوم التجارية، رقم 6، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة، ص38.

- إن اختيار أن يكون الوسطاء في عملية البورصة، في المرحلة الراهنة، ممثلين في الهيئات المالية والتقنية بنوكا وشركات تأمين عمومية (مستثمرين تأسيسيين) إضافة إلى ضعف القدرة الادخارية للعائلات يعطي الانطباع بأن هيئات الوساطة في البورصة قد تهتم أكثر بتكوين محافظ مالية للبنوك التي تتبعها، ويخشى وفي حالة عدم تعريض شركات المساهمة التي تضطلع حاليا بمهام الوسطاء في عمليات البورصة للتنافس فيما بينها بالقدر الكافي.

- أن تضيع مصالح المتعاملين الآخرين، وخاصة منهم الجمهور العريض.

ز-عدم تنوع الاوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر :

من بين الاسباب التي تقف وراء نجاح الأسواق المالية في الدول المتقدمة هي أنها تعرض أمام المستثمر تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية ليختار منها ما يلائم إمكانياته وأهدافه، أما بالنسبة للبورصة في الجزائر فإنه تداول فيها لثلاثة شركات، وهو عدد ضئيل بالمقارنة مع الاسواق العربية.¹

ثانيا :إقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي ويحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة وتصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع. وفيما يلي بعض الاقتراحات التي نراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر :

1-اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي:

استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.²

فبالنسبة لإصلاح قانون الشركات :

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحويل هذه المؤسسات إلى شركات اسهم، إلا أن هذه الأسهم أقتصر توزيعها بين الشركات المنضومة في هذه الصناديق.وهذه الطريقة لا يمكن أن تحقق بواسطتها الهدف المتوخى منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقى الوضع على حاله من حيث فعالية هذه الشركات، إضافة إلى ذلك، فإن ملكية الدولة لكل الأسهم أو جلها في الشركات لا يشجع الأفراد على التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات، ومن ثم حرمان شرائح واسعة من المستثمرين من المساهمة في التنمية .

وبتسليط بعض الأضواء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات مساهمة،

¹- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص310.

²- نفس المرجع السابق، ص38.

حيث يعرفها بأنها " الشركة التي يقسم رأس مالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة، غير أن رأسمال الشركة الذي حدد بـ5 ملايين دينار على الأقل (أي ما يربو قليلا عن 60000 دولار) يعد مبلغا زهيدا لا يمكن أن تضطلع الشركة من خلاله بدورها في الحياة الاقتصادية، ومع ذلك قد ينظر إلى ذلك على أنها بداية لإنشاء شركات مساهمة تكون كبير أو تكون لها إمكانيات النمو مما يدفع بعجلة التنمية ويحقق الإصلاحات المراد تجسيدها بالشكل الأمثل .

إذا كان القانون قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلا من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوية لشروط الانضمام على البورصة فإن الواقع يؤكد على وجود شركات يمكن أن تؤدي دورا رياديا في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيروها وذلك بتحويلها الى شركات مساهمة سيما وأن القانون التجاري ينص على وجوب امتلاك مجلس الإدارة لعدد من الأسهم لا يقل عن 20% من رأس مال الشركة وجود قوانين تنظم وتحمي التعامل في الاسواق الأوراق المالية. إن الجانب التشريعي يعد أحد الجوانب الضرورية لقيام سوق مالي ولا يقتصر الجانب التشريعي على قانون إنشاء سوق مالي أو تعليمات المنظمة لتعامل في السوق فحسب .

ولكنه يمتد ليشمل التشريعات المنظمة لإنشاء المنظمة لإنشاء الشركات والرقابة على النص والتشجيع الاستثمارات في المناطق الحرة وقوانين الضرائب والجمارك والقوانين المنظمة لمهنة المحاسبة أو التدقيق وقوانين التجارة والقوانين العائدة لكل قطاع اقتصادي.

كما يتطلب وجود إطار مؤسسي لسوق الأوراق المالية ونعني به وجود كيان منظم وقانون له مكانة محددة يتم فيه تداول الأدوات المالية المختلفة فضلا عن وجود تعليمات التعامل والنظم التي تحكم العلاقة مع الوسطاء والمستثمرين والأسلوب التعامل والأوقات التي يتم فيها ممارسة العمل، والأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق الأوراق المالية، كما يشمل الإطار المؤسسي إدارة السوق أو لجنة التي تباشر هذا العمل باعتبارها اللجنة المنظمة.

- توفير أعلى معايير الافتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بالسوق الأوراق المالية وذلك عن طريق وضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية، الشهرية وفي نهاية السنة المالية تم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الانتظار مدة سنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الاستثمار وتنشيط السوق.

-مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، يعتبر عاملا محدد في نجاح أي بورصة تنشط في المحيط وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا تم وضع الآليات التشريعية والتنظيمية في قالب يسمح لها من إصدار كل النصوص التي تقتضيها المرحلة التي تم الوصول إليها وعليه فإن الاهتمام الدائم بتحديد دور

الدولة على المستوى سوق البورصة، نوع الوسطاء في عملية البورصة وتحديد مجال عملهم ومنهجية تنفيذ الأوامر، إضافة إلى الرعاية المستمرة والدائمة لادخار الخاص بمستثمرين الصغار ومنحهم الحماية اللازمة وكذا تدقيق دور الرأسمال الأجنبي في السوق وكيفية تحفيزه وتفادي الأوجه التي يكون فيه هذا النوع من رأس المال خطر على البلاد .

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع.

الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر.

إذا اتجهت العديد من الدول العربية نحو الفصل بين الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا ما يقوم به القطاع الخاص، وهذه الاسواق هي :
سوق عمان بالاردن، مصر، تونس، عمان، المغرب، والامارات العربية المتحدة.¹

2- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي :

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

- تخفيض سعر الفائدة : حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحول الأرصدة النقدية أي الودائع إلى أسهم وسندات) ذلك بالإضافة الى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية .

- تخفيض معدل التنظيم فالنظرية الاقتصادية تشير إلى أن الرشادة في سلوك المستثمر تجعله يأخذ معدل التنظيم في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية (الحقيقة) للعوائد المستقبلية لاستثماراته، إذ عندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق، فبانخفاض معدل التضخم يعني انخفاض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يترتب عليه ارتفاع القيمة الحقيقية للاستثمار، وهو أمر من شأنه أن يترك أثره الإيجابي على قيمة الاستثمار بصفة عامة، وعندما يتعلق الأمر بالسوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب انخفاض معدل التضخم زيادة في حجم التداول كذلك يمكن أن يؤثر التضخم على أسعار الأسهم بشكل مباشر من خلال تأثيره على حجم النشاط الاقتصادي.

- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية .

¹-صالح فلاحي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

-تحفيز الادخار وذلك من خلال التربية الادخارية ونقصد بها كل الجهود والعمليات التربوية المبذولة على مستوى الأفراد والرميين من أجل تنمية وعي الفرد عن طريق تغيير اتجاهاته وغرس القيم الايجابية في مختلف مراحل عمره نحو الاستهلاك الأمثل والبعد عن الاستهلاك الزائد أو الترفيحي الذي يهدر الموارد بمختلف أشكالها، وتحقق التربية الادخارية من خلال الأسرة بالدرجة الأولى ثم يأتي بعدها الوسائط التربوية الأخرى مثل الإذاعة، التلفزة والجرائد كما يمكن أن تتحقق هذه التربية عن طريق المؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.

-ضبط الاستهلاك : ويقصد به المحافظة على الاستهلاك عند مستوى معين يسمح للفرد حياة كريمة وأيضا زيادة الميل إلى الادخار والتراكم، ومن ثم ينصرف ضبط الاستهلاك، إما إلى تخفيض حجم الاستهلاك لبعض السلع والخدمات لدى بعض الفئات أو زيادة حجمه من السلع والخدمات لدى فئات أخرى على جانب الاهتمام بنوع السلع المستهلكة ونشير إلى أنه لا يجب توقف نمو الاستهلاك أي لا يصبح معدل النمو فيه معدوما من ناحية وأن لا يتعدى الزيادة في الاستهلاك الزيادة في الدخل من ناحية أخرى بحيث لا يترك شيئا للادخار ومن ثمة للاستثمار اللازم لنمو الطاقات.¹

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

ونوصي السلطات العمومية عوض تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها من خلال فصل الوحدات الصغيرة التي تتميز بإمكانية تحقيق الأرباح كما فعلت جمهورية مصر العربية سنة 2001م. كما نوصي بخوصصة قطاع النقل الجوي والاتصالات حتى يعطي دفعا لتنشيط البورصة نظرا لما نحققه من نتائج حسنة وهذا ما قامت به معظم الدول العربية نذكر منها تونس، مصر، المغرب، السعودية والاردن. وترمي الاستراتيجية الجديدة الى خوصصة جزء من المؤسسات الوطنية الهامة المعروضة على الاجانب لتداول في البورصة ومن بين المؤسسات الأولى التي اقترحت من طرف لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، القرض الشعبي الجزائري، اتصالات الجزائر المعروضتين للخوصصة.²

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 312.

²- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 313.

ويرى خبراء اقتصاديون أن هذه التجربة تماثل تلك التي قامت بها تونس والمغرب لاعطاء ضمانات للمتعاملين الاجانب بامكانية أخذ الأغلبية في مؤسسات هامة تدريجيا مثل ما حصل مع المغربية للاتصالات التي تمثلها فيفندي الفرنسية بفضل شرائها لـ 16% من الاسهم المطروحة لبورصة، بعد أن تحصلت قبل ذلك على 35% من رأس المال المؤسسة المغربية .

ومن جانب آخر اقترحت لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة إدخال بعض الأسهم المتداولة في إطار القروض السندية والمعروضة لجمهور واسع لتداول في البورصة مثل تلك المقترحة من طرف الخطوط الجوية الجزائرية وسونلغاز .

-تشجيع قيام شركات وساطة كفئة وقادرة على المنافسة والابتكار حيث يضطلع الوسطاء بدور حيوي في زيادة نشاط السوق الأوراق المالية وتنميته وتكون هذه المؤسسات متنوعة وفي إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما ينعكس بصورة إيجابية على نشاط السوق، وبالرجوع الى قانون رقم 99-02 المؤرخ في 27/07/1999 نجد خمسة شركات وساطة (الراشد المالي، الشركة المالية للاستثمار التوظيف، شركة التوظيف في القيم المنقولة، الشركة المالية والاستثمار ووسيط البنك الاتحادي) وهي مكونة كلها من بنوك وشركات تأمين تابعة للدولة لذا يجب فسخ المجال أمام هيئات أخرى تابعة للقطاع الخاص بهدف توسع دائرة الوسطاء.

-عصرنة الجهاز المصرفي:

يعتبر الجهاز المصرفي الشريان الرئيسي لأي اقتصاد في العالم غير أن ذلك يتوقف على مدى مساهمته للمستجدات من حيث نوعية الخدمات وإدراج التقنيات لتسوية المعاملات بسرعة، والملاحظ أن النظام المصرفي في الجزائر لم يشهد تطورات جادة منذ صدور قانون النقد والقرض سنة 1990م. وتنسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية دورها في الاستثمارات ولعل المعضلة التي تواجه الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير، وكل هذا يستتوجب إدراج إصلاحات جذرية لتفعيل أدائها وتدعيم دورها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

وإذا كان للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية . إنها بنوك متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستثمارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل، بعبارة أخرى أنها

تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات، ويمكن حصر أنشطة البنوك الاستثمار فيما يلي:¹

- تتولى القيام بالإجراءات الإدارية لتتطابق مع القوانين السارية المفعول كالتحري في أوراق العمل وتذليل العوائق البيروقراطية، وهذه تعتبر أعمالاً ضخمة عند إصدار الأوراق المالية، كما تلتزم بنوك الاستثمار بالفترة الزمنية بين الإصدار والبيع.

- وعلى غرار ما هو كائن في الدول المتقدمة أن تتوفر هذه البنوك على محللين أكفاء ومن ثم فهي تقدم دراسات حول التغيرات المحتملة حدوثها في السوق مستقبلاً، وهناك تواجده هذه البنوك احتمالين: إما بيع كل الأوراق التي أصدرتها، أو قد تلجأ إلى بيع جزء منها بأقل من القيمة الاسمية للورقة المالية مما قد يجعلها عرضة لتحمل الخسائر، وهذه نتيجة منطقية لتقلبات السوق وما يتعرض له من المؤثرات قد يكون بعضها غير متوقع أثناء دراسة عملية الإصدار بين البنك والشركة المعنية، ولذا قد يتم شراء الأوراق المالية بسعر أقل من المتوقع.

- تتولى بنوك الاستثمار عملية توزيع الأوراق المالية وهذه من الوظائف الأساسية لهذه البنوك سواء بشراء وبيع الأوراق المالية نفسها أو تفعل ذلك كوسيط بين المصدر والمستثمرين كما في حالة الطرح الخاص، وفي حالة إصدار كمية كبيرة من الأوراق المالية، يلتجئ بنك الاستثمار إلى تشكيل شركة تتكون من مجموعة من الفروع بإمكانها استقطاب شرائح واسعة من الجمهور، ولهذا الإجراء ثلاث مزايا على الأقل في تشكيل هذه الشركة:

- تقوم بنشر تكلفة الشراء بحيث لا تواجه استنزاف مبالغ ضخمة من النقود أثناء بيع الأوراق المالية
- تعمل على تقليل المخاطر، طالما أن عدداً من الفروع تتحمل قدرًا من الخسارة في حالة عدم بيع الأوراق المالية في الفترة المحددة لها، أو في حالة بيعها بأقل من سعرها الحقيقي
- إن إنشاء شركة أو عدد من الشركات ومجموعات البيع التابعة لها تشجع المشاركة على نطاق واسع للحصول على الأوراق المالية في مدة زمنية محددة.
- إنشاء مصادر المعلومات المالية:

تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين والمحللين الماليين والأكاديميين والهواة تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك. والملاحظ أن أسواق الأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من حروب أو التهديد بها أو حتى النزاعات التي تمس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي.

إن مثل هذه الأحداث تنعكس آثارها على أداء اقتصاديات الدول بشكل عام وعلى بورصاتها بشكل خاص، إلا أن هذه الآثار تتفاوت درجاتها بين الدول تبعاً لمكانتها في الإقتصاد العالمي، ولذا يصبح لزاماً على المحلل

¹ - نفس المرجع السابق، ص 314.

المالي أن يكون صورة على الظروف الدولية وضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد الوطني أو على قطاع معين من الصناعة أو الخدمات المالية ونحوهما.

وفضلا عن ذلك، يجب أن تؤخذ في الحسبان التغيرات في التشريعات والاضرابات العمالية وحجم المبيعات وحدة المنافسة في خط إنتاج معين، ومن خلال هذه المعلومات يمكن للمحللين الماليين تحليلها وتقديم دراسات مستفيضة ورؤى دقيقة لما سيكون عليه الوضع مستقبلا.

ومن البديهي القول أن المحلل المالي الجدي هو الذي يعود إلى أكثر من مصدر، ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد مجموعة كبيرة من هذه المصادر مثل wallstreet journal وnew york times والاسبوعيات مثل barons ونشريات مصرفية news letters يصدر كل مصرف نشرية تتضمن كل البيانات حول أنشطة المصرف تقدم للمستثمرين والباحثين والمهتمين بسعر زهيد أو بدونه كما تتولى الحكومات باصدار منشورات تحتوي على البيانات التي يمكن استعمالها في التنبؤ وتقديم الأعمال التجارية والتنموية وملخصات إحصائية حول الأسعار، الأجور، الإنتاج، والأنشطة التجارية.¹

وتتوفر الدول ذات إقتصاديات متطورة وأسواق مالية كفئة على بيوت السمسرة تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأوراق المالية، وتقوم أيضا بإصدار تقارير ودراسات في غاية الأهمية حول الاستثمار، وتتضمن بيوت السمسرة على دوائر متخصصة في البحث تصدر ما لها من المعلومات في شكل نشرات أو مجلات توضع تحت الطلب لكل راغب في الاطلاع عليها، وتقوم هذه الدوائر بانجاز تحليل حول الصناعات والشركات والأوراق المالية وتقديم اقتراحات لأهداف استثمارية.

ويمكن إضافة الاقتراحات العملية التالية:

- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعميق وتوسيع قاعدة المستثمرين مثلا إلحاق شركة التأمينات وصناديق الضمان الاجتماعي.

- تخفيض مدة التسوية والمقاصة وذلك من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية وفيما بينها لتقترب من المعيار الدولي t+3 وكذلك انشاء غرف للمقاصة في الأقاليم وتسهيل الاتصال فيما بينها.

- إنشاء مدارس ومعاهد عليا متخصصة في البورصات من أجل تكوين كوادر متخصصة لتفعيل وتنشيط البورصة كما هو في البحرين .

- فتح بورصة الجزائر أمام الاستثمار الاجنبي ضمن شروط وضوابط محددة وذلك من خلال القضاء على مشكلات المستثمر الأجنبي الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي وكذا واقعية سعر الصرف وتحديد عند مستوى يتلاءم مع قوى السوق.

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 315.

- في مجال أنظمة التسوية والحفظ المركزي نوصي باستخدام نظام الإيكونتير المعتمد في كل من بورصة الأردن، السعودية، مصر، الإمارات، البحرين، قطر وفلسطين، حيث يعتبر نظام سهل الاستخدام من حيث إمكانية تشغيله، برامج المعربة ويتمشى مع المعايير الدولية المتعارف عليها في هذا المجال.¹

3- اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي :

أ-الثقافة البورصية : إنه من الضروري للسعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد بتعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من وراءه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضيين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الإتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسيس الجمهور وينبغي أن تعود العائلات على استعمال أدييات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظ المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي للاستثمار.....الخ.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع انشاء هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة، بنظر لما توفره من مزايا تتجلى في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق.

ب-العامل الديني : نشير أن هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 316.

خلاصة الفصل

إن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلباً ضرورياً من مطالب اقتصاد السوق وفاعلية النشاط الإقتصادي ومسايرة التحولات الإقتصادية المحلية والعالمية، ولقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل وعرفت العديد من المشاكل منذ إنشاء شركة القيم المنقولة فهناك، عدة عوامل تؤثر على أدائها وفعاليتها في الإقتصاد ايجابيا وسلبيا .

خاتمه

الخاتمة:

للأسواق المالية أهمية كبيرة في تمويل الإقتصاد حيث تعتبر آلية هامة من أحد آليات لتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الإقتصاد الوطني. أين يتم تداول العديد من الأوراق المالية، ومن أجل مقابلة طلبات المشترين بعروض البائعين والتفاوض على هذه الأوراق تطلب الأمر وجود فئة متخصصة في المعاملات المالية داخل هذه السوق تسمى بالوساطة المالية، هذه الفئة تساهم في تطوير الأسواق المالية وتلعب دورا بارزا في تنشيط المعاملات المالية فيها .

نتائج إختبار الفرضيات:

من خلال معالجة الدراسة وتقييم أداء الوساطة المالية ببورصة الجزائر خلال الأشهر الأربعة الأولى من سنة 2017 ومن خلال التعرف على طبيعة الوساطة المالية بالجزائر، تم إختبار الفرضيات على النحو التالي:

- فيما يخص الفرضية الأولى والمتعلقة ب: تساهم الوساطة المالية بدور فعالة في تطوير وتحسين سير التداولات وتنشيط السوق المالية وتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين والاقتصاد ككل. فقد تبين صحتها فمن خلال الفصل الأول إتضح أن للوساطة المالية دور أساسي وحموري ومهم في تطوير وتحسين سير التداولات وتنشيط السوق المالية وتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين والاقتصاد ككل
- فيما يخص الفرضية الثانية والمتعلقة ب: يعتبر أداء الوساطة المالية بالجزائر ممثلة ببورصة الجزائر ومجمل المتعاملين، أداء ضعيف لا يفي بمتطلبات المتعاملين والمستثمرين بالسوق والاقتصاد ككل. فقد تبين صحتها كذلك حيث إتضح من الفصل الثاني ضعف حجم التداول ببورصة الجزائر وقلة المتعاملين وقلة عدد الأوامر والاستثمارات والأدوات والتداولات ما يعكس ضعف أداء الوساطة المالية بالجزائر.
- فيما يخص الفرضية الثالثة والمتعلقة ب: يمثل أداء وقيام مؤسسات الوساطة المالية بالجزائر بدورها في بورصة الجزائر على أكمل وجه وتطوير الخدمات التي تقدمه، سيجلب المزيد من الدخزين والمستثمرين ويعمل على تنشيط وتطوير السوق المالي الجزائري، فقد تبين صحتها حيث إتضح من خلال الفصل الثاني وجود جملة من المعوقات تعكس الأداء الضعيف للبورصة كما ان هناك مجموعة من المتطلبات الضرورية لتفعيل أداءها الأمر الذي من شأنه يعمل على جلب المزيد من الدخزين والمستثمرين ويعمل على تنشيط وتطوير السوق المالي الجزائري.

نتائج الدراسة:

سمح لنا التعرض لمختلف النقاط الواردة في هذا البحث بالإجابة على الإشكالية المطروحة مع التركيز على مدى تحقق الفرضيات المطروحة ومن ثم الوصول إلى النتائج التالية :

- تعتبر الأسواق المالية من الآليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى الاستثمارات الأكثر ربحية وبالتالي يؤدي إلى نمو و ازدهار الاقتصاد ككل.
- أن مؤسسات الوساطة المالية في السوق المالي يعتبر أحد مقومات الهامة لنجاح ونمو هذه السوق، من خلال الدور المهم الذي تقوم بها هذه المؤسسات بجلب المستثمر إلى هذه الأسواق .
- يتمثل الدور الرئيسي للوسطاء الماليين في البورصة من خلال تنفيذهم للأوامر العملاء والتأكد من تسويتها، وكذلك من خلال قيامها بمختلف تقنيات التسعير. وبالتالي زيادة الثقة في مؤسسات الوساطة المالية وزيادة تداولاتها.
- تساهم الوساطة المالية بدور فعالة في تطوير وتحسين سير التداولات وتنشيط السوق المالية وتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين والاقتصاد ككل.
- يعتبر أداء الوساطة المالية بالجزائر ممثلة ببورصة الجزائر ومحمل المتعاملين، أداء ضعيف لا يفي بمتطلبات المتعاملين والمستثمرين بالسوق والاقتصاد ككل.
- يمثل أداء وقيام مؤسسات الوساطة المالية بالجزائر بدورها في بورصة الجزائر على أكمل وجه وتطوير الخدمات التي تقدمه، سيجلب المزيد من الدخزين والمستثمرين ويعمل على تنشيط وتطوير السوق المالي الجزائري.
- كل ما كان قيام مؤسسات الوساطة في السوق المالي بتنوع وتحسين الخدمات المقدمة للزبائن هذا يساهم بشكل كبير في جعلهم أوفياء، وبالتالي يؤدي ذلك إلى جلب المزيد من المدخزين والمستثمرين .

توصيات الدراسة:

إعتمادا على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات أهمها مايلي :

- إقناع المؤسسات بمزايا الإدراج في البورصة ومساعدتها على الدخول في أحسن الظروف وبالقيم المالية المناسبة.
- تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام بورصة بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار.
- على مؤسسات الوساطة في البورصة تطوير وتحسين الخدمات التي تقدمها للمستثمرين ، كما أن عليها إعطاء أهمية أكبر لمسألة تدريب وتأهيل موظفيها.

- العمل على تعزيز الوساطة المالية بالجزائر من خلال مؤسساتها وآلياتها للقيام بدور فعالة في تطوير وتحسين سير التدفقات وتنشيط السوق المالية وتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين والاقتصاد ككل.
- العمل على رفع أداء الوساطة المالية حتى تفي بمتطلبات المتعاملين والمستثمرين بالسوق والاقتصاد ككل.
- تعزيز دور مؤسسات الوساطة المالية بالجزائر في بورصة الجزائر على أكمل وجه وتطوير الخدمات التي تقدمه، سيجلب المزيد من الدخزين والمستثمرين ويعمل على تنشيط وتطوير السوق المالي الجزائري.

أفاق الدراسة :

تناول هذا البحث موضوع دور الوساطة المالية في تنشيط السوق المالي -دراسة حالة الجزائر- غير أن هذا الموضوع لا يقتصر على النقاط المشار إليها بموضوع البحث، فهناك بعض النقاط والمواضيع التي تكمل الدراسة كمواضيع بحث مستقبلية، وبالتالي يمكن التوسع في هذا الموضوع الهام من خلال إبراز أهم معوقات التي تعيق هذه الأسواق وسبل تفعيلها.

وفي الأخير نقترح كموضوع للدراسة: طرق وآليات تفعيل بورصة الجزائر

قائمة المراجع

قائمة المراجع

I - المراجع باللغة العربية:

أولا: الكتب

- 1- ال شبيب دريد كامل ، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010.
- 2- ال شيب دريد كامل ، الاسواق المالية والنقدية، طبعة الاولى دار المسيرة، عمان، 2012.
- 3- ارشد فؤاد التميم، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، داراليازوري، الاردن، عمان، 2010.
- 4- ارشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار بالاوراق المالية تحليل وادارة، الطبعة الاولى دار المسيرة للنشر، عمان، 2004
- 5- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011.
- 6- حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهرة، عمان، 1998
- 7- رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية طبعة الاولى ، دار المعتز، الاردن، 2015.
- 8- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي ،دار وائل، عمان، 1999.
- 9- سامي خليل، النقود والبنوك، كلية الاقتصاد، القاهرة ، 2008.
- 10- صلاح الدين السبيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الوسام، بيروت، 1998، .
- 11- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة "، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 12- عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الاسكندرية، 2007.
- 13- عبد الغاني دادن، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، اجاث اقتصادية وادارية، العدد 11.
- 14- عبد الغفار حنفي، رميسة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الإستثمار، الدار الجامعية، مصر 2001 .
- 15- عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، 2009.

- 16- عبد المنعم السيد علي، سعد الدين العيسى، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998.
- 17- فلاح حسين الحسني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، ادارة البنوك، الطبعة الأولى دار النشر عمان سنة 2000 .
- 18- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، 2006.
- 19- محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية) الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998.
- 20- محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم، دار الجامعة العربية، الأردن، 2002.
- 21- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثانية مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999.
- 22- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
- 23- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2006.
- 24- محمود مبروك أبو زيد، التحليل المالي، شركات وأسواق مالية، دار المريخ.
- 25- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث - عقود الخيارات، منشأة المعارف، مصر، 2007.
- 26- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999م
- 27- نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، ليبيا، 1998.
- 28- هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق، الأردن، 2007.
- 29- هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء لنشر، عمان، 2003.
- ثانيا-المذكرات**
- 30- بن حسين آسية، كفاءة الأسواق المالية التأثيرات والمتطلبات، حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، بنوك ومالية، جامعة عمار ثليجي - الأغواط، 2014-2015
- 31- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة لمالية في تنشيط سوق الاوراق المالية مع الاشارة لحالة البورصة تونس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم النشر، جامعة قسنطينة 2011، 2012.
- 32- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير جامعة منتوري -قسنطينة، 2007،

- 33- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، 2006.
- 34- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006.2007.
- 35- فتيحة بن بوسحقي، بورصة الجزائر، واقع وأفاق، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
- 36- نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية "معالم الواقع وآفاق المستقبل"، دراسة تجريبية السوق المالي الماليزي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، مالية وإقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011، 2012.
- ثالثا المجالات والملتقيات**
- 37- رشيد بوكساني، نسيمة أوكيل، مقومات تطوير البورصة الجزائرية، مجلة العلوم التجارية، رقم 6، ماي 2006، المعهد الوطني للتجارة، .
- 38- حملاوي ربيعة، أساليب الخوصصة وتجارب بعض الدول العربية في مجال الاصلاحات الاقتصادية والأسواق العالمية، الملتقى الدولي حول لاقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر من 03-07، أكتوبر 2004.
- 39- شباكي سعدان، معوقات الخوصصة في الجزائر، الملتقى الدولي لاقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، من 03-07 أكتوبر 2004.
- 40- صالح فلاح، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004.
- 41- عمار عماري وسعيدة بوسعدة، معوقات الاستثمار الأجنبي ووسيلة تفعيله في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول إشكالية النمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية علوم الاقتصادية والتسيير، الجزائر، 14، 15، 2005.
- 42- محمود فهد مهيدات، المضاربة الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول : الأزمة العالمية المعاصرة من المنظور اقتصادي إسلامي عمان، الأردن ، 1-2 ديسمبر 2010.

رابعاً: القوانين والمراسيم

43-القانون رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتّم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.

II-الكتب باللغة الفرنسية

44-Christian Hurson, constantin zodounidis ,gestion de portefeuille et analyse multicritere,economica , 1998.france

45-Don M.chance. Robert Brooks , An Introduction to Derivatives and risk management , (Thomson higher Education by south-western , seventh Edition , Canada , 2006).

46-Fischer ,D., Jordan, R., Security Analysis , Portfolio Management, (4th ed.), N. y., Prentice-Hall,1987.

47-Bob steiner , Foreign exchange and Money Markets theory , practice and risk management , Butterworth Heine mann first published , 2002.

III-المراجع الالكترونية:

48-http://www.sgbv.dz

الملاحق

- 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 بإنتخاب 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 8 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،

الباب الاول

الوسطاء في عمليات البورصة

المادة 5 : لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

المادة 6 : يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض.

المادة 7 : يخول الوسطاء في عمليات البورصة، حسب الشروط التي تحددها اللجنة، القيام بما يأتي :

- يديرون لحساب زبنهم سندات القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.

- يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبنهم.

ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا، فضلا عن ذلك، من أن رؤوس الاموال التي يأتهم عليها زبنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا.

تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق الفقرة أعلاه.

المادة 8 : يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لا سيما فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغه، وتنظيمهم، ووسائلهم التقنية والمالية، وما يجب عليهم تقديمه من ضمانات وكفالات، وشرف مسؤوليهم وأعاونهم وخبرتهم، وأمن عمليات زبنهم.

تبين لائحة من اللجنة جميع هذه الشروط.

المادة 9 : تعتمد اللجنة الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللائحة المذكورة في المادة 31 أدناه.

ويجب أن يكون قرار اللجنة مبين الاسباب في حالة رفضها الاعتماد.

ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به.

المادة 10 : يمكن المسير أو مجلس الإدارة لكل وسيط في عمليات البورصة أن يؤهل أعاوننا أكفاء من بين مستخدميهم لإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة.

تحدد قواعد التأهيل في لائحة تصدرها اللجنة.

المادة 11 : يسجل الأعاون، المذكورون في المادة 10 أعلاه، لدى اللجنة التي تسلمهم بطاقة مهنية.

تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق هذه المادة.

المادة 12 : يلزم الوسطاء في عمليات البورصة، والقائمون بادارتهم ومسيروهم ومديروهم وأعاونهم المسجلون ومأمورو حساباتهم بالسر المهني.

ويعاقب على عدم التقيد بالسر المهني وفقا لقانون العقوبات.

المادة 13 : يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبنهم عقود تفويض.

ويجب أن تنص العقود لزوما على تقارير دورية يقدمها الوسيط كل ستة أشهر على الأكثر عن العمليات التي أجراها لحساب زبونه.

تحدد الاشتراطات الحتمية التي يجب أن يتضمنها كل عقد نموذجي في لائحة تصدرها اللجنة.

المادة 14 : يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها.

الباب الثاني

شركة إدارة بورصة القيم

المادة 15 : تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، بمفهوم المادة 18 أدناه.

المادة 16 : تمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.

المادة 17 : لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا الا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب قسما من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم.

تبين شروط تطبيق هذه المادة في لائحة تصدرها اللجنة.

المادة 18 : يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص :

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها،

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة،

- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة،

- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها،

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،

- اصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

تمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة.

المادة 19 : تتلقى الشركة عمولات عن العمليات التي تجرى في البورصة.

وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

الباب الثالث

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

الفصل الأول

تشكيلتها وسيرها

المادة 20 : تنشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وتتكون من رئيس وستة أعضاء.

المادة 21 : يعين الرئيس لمدة نيابة تدوم أربع (4) سنوات.

تحدد شروط تعيين رئيس اللجنة وإنهاء مهامه ووضع القانوني عن طريق التنظيم.

المادة 22 : يعين أعضاء اللجنة لمدة أربع (4) سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي :

- قاض يقترحه وزير العدل،

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة،

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

وتنهي مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم.

المادة 23 : يجدد نصف تشكيلة اللجنة، فيما عدا الرئيس، كل سنتين.

المادة 24 : يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت. وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية. أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الابداع الفني أو الفكري.

المادة 25 : لا يجوز للرئيس ولجميع المستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة.

المادة 26 : تصادق اللجنة على نظامها الداخلي خلال اجتماعها الأول.

المادة 27 : تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها اللجنة.

وتحدد قواعد أساس هذه الأوتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها
وتعليق تحديد أسعارها،

- تنظيم عمليات المقاصة،

- الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم
المنقولة في البورصة ويتم تسليمها،

- تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المقبولة
في البورصة،

- محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في
عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة
وزبائنهم،

- العروض العمومية لشراء قيم منقولة،

- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص
الشركات المحددة أسعار قيمها،

المادة 32 : يوافق على اللوائح التي تسنها
اللجنة عن طريق التنظيم، وتنشر في الجريدة
الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
مشفوعة بنص الموافقة.

المادة 33 : يمكن في حالة حصول طعن قضائي
أن يؤمر بتأجيل تنفيذ أحكام اللائحة المطعون فيها اذا
كانت هذه الأحكام مما يمكن أن تنجر عنه نتائج واضحة
الشدة والإفراط، أو طرأت وقائع جديدة بالغة الخطورة
منذ نشرها.

المادة 34 : يمكن اللجنة أن تقدم للحكومة
مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص إعلام
حاملي القيم المنقولة والجمهور، وتنظيم بورصة القيم
المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في
عمليات البورصة.

القسم الثالث

وظيفة المراقبة والرقابة

المادة 35 : تتأكد اللجنة من أن الشركات
المقبول تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة

المادة 28 : تخصص للجنة إعانة تسيير من
ميزانية الدولة.

المادة 29 : تكون للجنة، قصد تسييرها، أمانة
مزودة بمصالح إدارية وتقنية.

ويحدد تنظيم هذه المصالح وسيرها ووضعية
مستخدميها القانونية في لائحة تصدرها اللجنة.

الفصل الثاني

المهام والصلاحيات

القسم الأول

المهام

المادة 30 : تتمثل مهمة اللجنة في تنظيم سوق
القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على ما يأتي
بالخصوص :

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة،

- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

القسم الثاني

الوظيفة القانونية

المادة 31 : تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق
القيم المنقولة بسن تقنيات تهم ما يأتي على
الخصوص :

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في
عمليات البورصة،

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد
المهنية التي تطبق عليهم،

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها
والضمانات التي يجب أن يكلفوها لزبائنهم،

- الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم
بإجراء مفاوضات في مجال البورصة،

- الإصدارات في اوساط الجمهور،

تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

وتأمر هذه الشركات، عند الاقتضاء، بنشر استدراكات فيما اذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة او المقدمة.

المادة 36 : تنشر الملاحظات التي يمكن ان تسجلها اللجنة أو أي إعلام آخر قد يهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة و/ أو في أية أداة إعلامية أخرى.

المادة 37 : تجري اللجنة، عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلتجىء الى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون، نظرا لنشاطهم المهني، مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتوجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية.

ويمكن الأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وان يحصلوا على نسخ منها. ويمكنهم الوصول الى جميع المحال ذات الاستعمال المهني.

المادة 38 : يمكن اللجنة، عقب مداولة خاصة، أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه.

ويحق لكل شخص تم استدعاؤه أن يستعين بمستشار من اختياره.

المادة 39 : يلزم أعضاء اللجنة وأعوانها بالسر المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم، وذلك حسب الشروط، وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات.

ويلزم الأعوان الخارجون، الذين يمكن اللجنة ان تستعين بهم، بواجب السرية المذكورة في الفقرة أعلاه.

المادة 40 : يمكن رئيس اللجنة، في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة اصدار أمر للمسؤولين بامتنثال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو بإبطال اثارها. ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون.

ودون الإخلال بالمتابعات الجزائية، تفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر استعجاليا بل ويمكنها أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي، وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديدية تحيلها الى الخزينة العمومية.

ويمكن رئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية.

المادة 41 : يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بالتجائها الى التوفير علنا ان تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور تتضمن البيانات الاجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري.

كما يمكن اللجنة أن تطلب أي معلومات أخرى تتعلق بتنظيم الشركة ووضعها المالي وتطورها.

ويجب أن تؤشر اللجنة هذه المذكرة قبل نشرها.

المادة 42 : تدرس اللجنة مشروع المذكرة الخاضعة للتأشيرة المسبقة وتشير عند الاقتضاء الى البيانات الواجب تعديلها، أو المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها.

كما يمكن اللجنة أن تطلب أي ايضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة.

ويمكن اللجنة أن ترفض تأشيرة المذكرة ما لم يستجب لطلبات التعديل، وللجنة مهلة شهرين قبل ان تمنح تأشيرتها أو ترفضها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات.

المادة 43 : تعد من الشركات، التي تلتجىء الى التوفير علنا، الشركات المسجلة سنداتها في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ابتداء من تاريخ هذا التسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتها مهما يكن نوعها إما الى البنوك أو المؤسسات المالية او الوسطاء

إن المبادئ العامة التي يجب ان تحدد هذه القواعد هي الآتية :

- وجوب معاملة جميع الزبن على قدم المساواة،
- الاولوية الواجب اعطاؤها لمصلحة الزبون،
- تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبن بأحسن شروط السوق،
- عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها.

المادة 50 : اذا ثبت عن اللجنة عجز أو قصور، تتخذ التدابير التي تتطلبها الظروف عن طريق التنظيم، بناء على اقتراح الوزير المكلف بالمالية عقب الاستماع الى رئيس اللجنة.

القسم الرابع

الوظيفة التأديبية والتحكيمية

المادة 51 : تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من :

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما،

- قاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفايتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

يتولى رئيس اللجنة رئاسة الغرفة.

المادة 52 : تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة، وتتدخل فيما يأتي :

- بين الوسطاء في عمليات البورصة،
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة ادارة بورصة القيم،
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم،
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والأمين بالسحب في البورصة.

في عمليات البورصة وإما الى اساليب اشهار عادي وإما الى السعي المصفي المباشر.

المادة 44 : تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية او الجماعات المحلية بقوة القانون في المفاوضات اذا طلب مصدرها ذلك.

وتقبل سندات القرض التي يصدرها أشخاص معنويون آخرون وتضمنها الدولة او جماعة محلية بقوة القانون في المفاوضات اذا طلب مصدرها او ضامن ذلك.

المادة 45 : تتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات وشطبها.

ويمكن اللجنة ان تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضمانا للإعلام وحماية للمدخرين.

تنشر القرارات التي تتخذ في اطار الفقرتين 1 و2 أعلاه في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

المادة 46 : تجري اجتماعات البورصة تحت مراقبة مراقب تفوضه اللجنة، ويمكن المراقب ان يتدخل في اجتماع البورصة لتسوية احداث او نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها ان تعوق سير اجتماع البورصة..وتحدد كيفيات تدخل المراقب في لائحة تصدرها اللجنة.

المادة 47 : يمكن المراقب ان يقضي خلال الاجتماع بتعليق تحديد سعر او عدد من الأسعار.

المادة 48 : يمكن اللجنة ان تعلق لمدة لا تتجاوز خمسة أيام كاملة عمليات البورصة اذا ما حدث حادث كبير ينجر عنه اختلال في سير البورصة او حركات غير منتظمة لأسعار البورصة.

وإذا كان هذا الحادث مما يتطلب تعليقا لمدة تتجاوز خمسة ايام كاملة، كان القرار من اختصاص الوزير المكلف بالمالية دون غيره.

المادة 49 : تسهر اللجنة لحماية السوق على مراعاة قواعد اخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق.

تحدد قواعد اخلاقيات المهنة الواجب مراعاتها في لائحة تصدرها اللجنة.

الباب الرابع

أحكام جزائية

المادة 58 : يتعرض كل من يجري مفاوضات تخالف أحكام المادة 5 أعلاه، لعقوبات سوء الائتمان المنصوص عليه في قانون العقوبات وبغرامة تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة.

ويمكن طلب إلغاء المعاملات التي تمت على هذا النحو أمام المحكمة.

المادة 59 : يعاقب كل شخص يعترض سبيل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعاونها المؤهلين، المنصوص عليهم في المواد من 35 الى 50 من هذا النص، بالحبس من 30 يوما الى ثلاث سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط.

المادة 60 : يعاقب بالحبس من ستة (6) اشهر الى خمس (5) سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها الى اكثر من ذلك حتى يصل الى اربعة أضعاف مبلغ المغنم المحتمل تحقيقه، دون ان تقل هذه الغرامة عن مبلغ المغنم نفسه. او يعاقب بإحدى العقوبتين فقط، كل شخص تتوفر له، بمناسبة ممارسته مهنته او وظيفته، معلومات امتيازية عن منظورية مصدر سندات او وضعيته، او منظورية تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية او عدة عمليات في السوق او يتعمد السماح بانجازها، اما مباشرة او عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل ان تنتهي تلك المعلومات الى الجمهور.

تعد العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة .

الباب الخامس

أحكام مختلفة

المادة 61 : يمكن انتقالا ولدة لا تتجاوز خمس سنوات، ابتداء من تاريخ صدور هذا النص، ان تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة، الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي.

المادة 53 : تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

المادة 54 : تعمل اللجنة حسب الدوافع الآتية :

- بطلب من اللجنة،

- بطلب من المراقب المذكور في المادة 46 أعلاه،

- بطلب من الأطراف المذكورة في المادة 52 اعلاه،

- بناء على تظلم أي طرف له مصلحة.

المادة 55 : العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال اخلاقيات المهنية والتأديب هي :

- الإنذار،

- التوبيخ،

- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا،

- سحب الاعتماد.

و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب

تدفع المبالغ لصندوق الضمان المحدث بموجب المادة 64 أدناه.

ترفع المخالفات للأحكام التشريعية والتنظيمية، المعاقب عليها بالعقوبات المنصوص عليها في المادتين 59 و60 أدناه، أمام الجهات القضائية العادية المختصة.

المادة 56 : لا تصدر أي عقوبة ما لم يستمع قبل ذلك الى الممثل المؤهل للمتهم أو مالم يدع قانونا للاستماع اليه.

المادة 57 : تفصل الغرفة بحكم لا معقب عليه كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة.

ويمكن الطعن في قرارات الغرفة أمام الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي وفقا لقانون الاجراءات المدنية.

وبهذه الصفة، يمكن هؤلاء الأشخاص المعنويين أن يكتتبوا في أسهم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

المادة 62 : خلافا لأحكام المادة 23، لا يجدد نصف تشكيلة اللجنة طوال مدة الانتداب الأول لممارسة اللجنة.

المادة 63 : يرخص للجنة واللجنة المصرفية ومجلس النقد والقرض بتبادل تبليغ المعلومات اللازمة لأداء كل لجنة من اللجنتين أو المجلس مهمته. وتخضع المعلومات المبلغ بها للسر المهني.

المادة 64 : ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبنهم. ويمون الصندوق بمساهمات اجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة وبحاصل الغرامات المنصوص عليها في المادة 55 اعلاه.

ويمكن شركة إدارة بورصة القيم ان تقدم، عند الحاجة، دعمها للصندوق.

تتولى اللجنة تسيير الصندوق.

وتبين شروط تسيير الصندوق وعمله وقواعد تحديد أساس الاشتراكات وحسابها في لائحة تصدرها اللجنة.

المادة 65 : يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة، فضلا عن أحكام المادة 64 اعلاه، ان يكتتبوا تأمينا يضمن مسؤوليتهم ازاء زبنهم.

المادة 66 : يلغي هذا المرسوم التشريعي الأحكام السابقة وينشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993.

علي كافي

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

حرر بالجزائر في 16 شعبان عام 1416 الموافق 28 ديسمبر سنة 1996.

عبد الكريم حرشاي

قرار مؤرخ في 16 شعبان عام 1416 الموافق 28 ديسمبر سنة 1996 يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

الملحق

إن وزير المالية،

نظام لت.م.ع.ب رقم 96 - 03 المؤرخ في 17 صفر عام 1417 الموافق 3 يوليو سنة 1996 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

- بمقتضى القانون رقم 90-10 المؤرخ في 18 رمضان 1410 الموافق 14 أبريل سنة 1990 والمتعلق بالنقد والقرض المعدل،

- وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في أول ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم،

- وبمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 96-01 المؤرخ في 14 شعبان عام 1416 الموافق 5 يناير سنة 1996 والمتضمن تعيين أعضاء الحكومة،

- وبمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 95-54 المؤرخ في 15 رمضان عام 1415 الموافق 15 فبراير سنة 1995 والذي يحدد صلاحيات وزير المالية،

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

يقرر ما يأتي :

إن رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (لت.م.ع.ب) :

- بمقتضى القانون رقم 90-10 المؤرخ في 18 رمضان 1410 الموافق 14 أبريل سنة 1990 والمتعلق بالنقد والقرض المعدل، لاسيما المادة 116 منه،

- وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم،

- وبمقتضى الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (هت.ج.ق.م) : (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت) ،

- وبمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 3 محرم عام 1415 الموافق 13 يونيو سنة 1994 والمتضمن تطبيق المواد 21 و 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة،

- وبمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في 3 محرم عام 1415 الموافق 13 يونيو سنة 1994 والمتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم

المادة الأولى : يصادق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم والملحق نصه بهذا القرار.

- أن يكون لديها على الأقل، مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة تتوفر فيه شروط التأهيل المنصوص عليها في المادة 5 المذكورة أعلاه،
- أن تقدم طلب اعتماد لدى اللجنة.

المادة 7 : على المؤسسات المالية والبنوك وشركات التأمين التي تقدم طلبا لاعتمادها من أجل ممارسة نشاط الو.ع.ب تبرير وجود قسم مستقل ضمن مصالحها لضمان استقلالية التسيير، لاسيما المحاسبة، بين النشاط الو.ع.ب ونشاطات الأشخاص المعنويين المشار إليهم.

يجب على مسؤول القسم المذكور، الاستجابة لشروط الكفاءة المنصوص عليها في المادة 5 المذكورة أعلاه.

المادة 8 : يمكن كل و.ع.ب توكيل أعوان أكفاء من بين مستخدميهم للتصرف بصفة مفاوض أو مسير للقيم المنقولة.

يقدم الو.ع.ب. طلب لدى اللجنة لتسجيل العون المؤهل.

على المترشح الراغب في التسجيل، أن يكون قد تابع بنجاح تكوينا في التجارة وتسيير القيم المنقولة وأن تكون لديه تجربة تمنح له من وجهة نظر اللجنة تحضيراً مهنياً كافياً.

الفرع الثالث : كفاءات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة

المادة 9 : ترفق طلبات الاعتماد بملف يتكوّن من عناصر تحددها اللجنة.

المادة 10 : يتم طلب الاعتماد ب :

- وثائق إثبات الضمانات المطلوبة في المواد 42 و 43 من هذا النظام،

- الالتزام بأداب المهنة وقواعد الانضباط والحدز،

- وثيقة إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الو.ع.ب،

المادة 5 : يجب على الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الو.ع.ب :

- أن يكون عمرهم خمسا وعشرين (25) سنة على الأقل، عند تاريخ تقديم الطلب،
- أن يتمتعوا بأخلاق حسنة،

- أن تتوفر فيهم شروط الكفاءة التالية :

* أن يكونوا حائزين شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها،

* أن يكونوا قد تابعوا بنجاح تكوينا في ميدان تجارة وتسيير القيم المنقولة، وكسبوا تجربة مهنية تمنح من وجهة نظر اللجنة تحضيراً مهنياً كافياً،

- أن يتمتعوا بالنزاهة المطلوبة لضمان حماية المدخرين،

- أن يكونوا حائزين محلا واضح التعيين والتحديد وملائما لممارسة هذا النشاط،

- أن يقوموا بإثبات كفالة تدفع بالنقود أو على شكل قيم الخزينة بمبلغ خمسمائة ألف دينار جزائري (500.000 د.ج)، ويمكن للجنة تحديد مبلغ أكبر إذا اعتبرت أن طبيعة النشاطات الممارسة تتطلب ضمنا أكبر،

- أن يقدموا طلب اعتماد لدى اللجنة.

المادة 6 : يجب على شركات المساهمة ، غير الأشخاص المعنويين المحددين في المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في 13 يونيو سنة 1994 المذكور أعلاه، الراغبين في ممارسة نشاط الو.ع.ب.

- امتلاك رأسمال أدنى قدره مليون دينار جزائري (1.000.000 د.ج)، غير أنه يمكنها الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة لممارسة نشاطات خاصة. تتشكل رؤوس الأموال الخاصة من الرأسمال الاجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد وحصيلة آخر السنة المالية،

- حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح الزبائن،

- حيازة مقر الشركة بالجزائر،

يمكن اللّجنة إخضاع عملية الشطب لشروط تحددها وتقوم بالشطب إذا اعتبرت أن مصلحة الزبائن والمخزين محمية بصورة كافية.

ورغم الشطب، تبقى اللّجنة مؤهلة تجاه الأعمال السابقة للشطب.

الباب الثاني : نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة

الفرع الأول : مفاوضة القيم المنقولة في السّوق لحساب الزبائن

المادة 16 : إنّ الأموال التي تم استلامها أو حيازتها قصد العمليات التي تدخل في ممارسة نشاط التّفاوض يجب أن تمثل فقط المبلغ المقابل لأوامر الشّراء التي لم يتم تنفيذها بعد أو للأوامر التي هي في طور التّنفيذ.

المادة 17 : عند فتح حساب باسم شخص طبيعي يتحقّق الو.ع.ب. من هويّة الشخص ويتأكد بأنّ هذا الأخير تتوفر فيه القدرات المطلوبة.

المادة 18 : قبل القيام بفتح حساب باسم شخص معنوي يجب على الو.ع.ب. ، الحصول على وثيقة من هذا الأخير تؤهّل ممثّل الشّركة للقيام بفتح الحساب وإجراء عمليّات فيه.

الفرع الثاني : تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الزبائن عن طريق وكالة .

المادة 19 : طبقا للمادة 7 من المرسوم التّشريعيّ رقم 93-10 المؤرّخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه يمكن و.ع.ب. ذوي النشاط غير المحدود تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب شخص معنوي أو طبيعيّ.

تكون وكالة التسيير لحافظة معهودة بها و.ع.ب. موضوع عقد موقّع عليه من طرف صاحب الحساب المسير للمصادقة عليه ومن طرف الو.ع.ب. للموافقة عليه.

- الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من أسماـل شركة تسيير بورصة القيم المشار إليها فيما يأتي "ش.ت.ب.ق.". وذلك ضمن الشروط المحدّدة من طرف اللّجنة.

المادة 11 : تبدي اللّجنة رأيها حول طلب الاعتماد في أجل أقصاه شهران، ابتداء من تاريخ استلام الطّلب.

وفي حالة موافقة اللّجنة على طلب الاعتماد، تبلّغ للطّرف المعني موافقة مؤقتة.

يبلّغ رفض الاعتماد للطّرف المعني مرفقا بتبرير.

المادة 12 : يمكن اللّجنة الحدّ من نشاطات الو.ع.ب. إذا كان ملف الاعتماد المقدم لها يظهر بأن الوسيط قادر على ممارسة كل النّشاطات الواردة في طلب الاعتماد بصفة ملائمة وكاملة.

المادة 13 : لا يصبح الاعتماد فعلياً إلا إذا اكتتب أو اشترى الو.ع.ب. حصة من أسماـل ش.ت.ب.ق. حسب الشّروط المحدّدة من طرف اللّجنة.

وبعد اكتتاب أو اكتساب حصة من أسماـل ش.ت.ب.ق. يعلم الو.ع.ب. بذلك اللّجنة التي تجعل الاعتماد نهائياً.

المادة 14 : يعتبر الاعتماد ساري المفعول لغاية الشّطب ويؤدي إلى دفع الحقوق المستحقة على الو.ع.ب. سنويا حسب المادة 26 من هذا النظام.

ويكون الاعتماد موضوع قرار من اللّجنة يتم نشره في النّشرة الرّسمية لقائمة البورصة.

الفرع الرابع : توقيف النّشاط

المادة 15 : على الو.ع.ب. الرّأغب في توقيف نشاطه أن يقدّم للّجنة طلبا بالشّطب في مدّة شهر قبل التاريخ المعلن لذلك.

تصدر اللجنة تعليمة في هذا الشأن وتحدّد فيها البنود التي يجب أن يتضمنها العقد النموذجي.

يجب أن يوضّح في العقد طبيعياً العمليات التي يمكن و.ع.ب. المبادرة بها وكذلك تحديد المخاطر التي يمكن مواجهتها وشروط سير الحساب وكذا مكافأة المسير.

المادة 20 : يمكن إلغاء وكالة التسيير في أي وقت، من أحد الأطراف وبكل وسيلة ملائمة. يجب أن يشتمل الإلغاء من طرف الو.ع.ب. على إشعار مسبق يبلغ على الأقل خمسة (5) أيام عمل للبورصة ابتداء من تاريخ إعلام الموكل. كما يجب على الو.ع.ب. أن يقدم لزيونه كل التوضيحات الضرورية المتعلقة بهذا الإلغاء.

بمجرد اطلاع الموكل على إلغاء العقد، أو انتهاء مهلة الإشعار المسبق، إذا كان الإلغاء بفعل الو.ع.ب. يقوم هذا الأخير بإقفال قيود الحساب ويصبح غير مؤهل لاخذ أية مبادرة لإجراء عمليات جديدة.

المادة 21 : على الطرف الذي يقدم على إلغاء الوكالة ان يطلع اللجنة فوراً بذلك بواسطة رسالة مضمونة ومرفوقة بوصول استلام.

الفرع الثالث : قيام الو.ع.ب. بنشاط الشراء والبيع لحسابه .

المادة 22 : طبقاً للمادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1996 والمذكور أعلاه يمكن الو.ع.ب. ذوي النشاط غير المحدود التصرف لحسابهم الخاص قصد تنظيم السوق أو ضمان سيولة لقيمة معينة من القيم المنقولة.

المادة 23 : يحدد نظام اللجنة شروط ممارسة نشاط الشراء أو البيع من طرف الو.ع.ب. لحسابهم الخاص.

الفرع الرابع : نشاط توظيف الأموال .

المادة 24 : يمكن الو.ع.ب. ذوي النشاط غير المحدود القيام بتوظيف أصول مالية لحساب مصدرها بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين وذلك طبقاً للمادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه.

غير أن الو.ع.ب. غير البنوك والمؤسسات المالية لا يمكنهم ضمان نجاح مسعى الاصدارات فردياً أو بمساعدة هيئات أخرى غير هذه الأخيرة.

الفرع الخامس : مكافأة الو.ع.ب. في عمليات البورصة :

المادة 25 : يكافأ الو.ع.ب. بعنوان العمليات والخدمات المقدمة للزبائن عن طريق عمولات تعلق تعريفها داخل محلات الو.ع.ب. وتطلع عليها اللجنة.

الباب الثالث : واجبات الو.ع.ب. في عمليات البورصة.

الفرع الأول : الحقوق المستحقة

المادة 26 : طبقاً للمادة 27 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 المذكور أعلاه يجب على الو.ع.ب. أداء إتاوات على الأعمال والخدمات المقدمة لهم من طرف اللجنة وذلك في النطاق المحدد عن طريق التنظيم.

المادة 27 : توقف تلقائياً الحقوق الممنوحة عن طريق الاعتماد إلا إذا قررت اللجنة غير ذلك إذا لم تدفع الحقوق المنصوص عليها في المادة 26 المذكورة أعلاه في اليوم 30 من التاريخ الذي أصبحت فيه مستحقة.

الفرع الثاني : واجبات ذات طابع عام.

المادة 28 : يجب على الو.ع.ب. الإشارة كتابياً في الوثائق التي يسلمونها للزبائنهم إلى صنف الاعتماد الممنوح أيهاهم ومرجعيتها.

المادة 34 : يمك الو.ع.ب سجات الشكاوى التي يجب أن تبرز بصفة خاصة المعلومات التالية :

- اسم الشاكي،
- تاريخ الشكوى،
- موضوع الشكوى،
- نتائج الشكوى.

المادة 35 : في حالة وقوع خلافات بين الو.ع.ب والزبائن يمكن رفع القضية إلى غرفة التأديب والتحكيم لاتخاذ القرارات اللازمة.

الفرع الرابع : إعلام اللجنة

المادة 36 : يخبر الو.ع.ب اللجنة بما يأتي :

- تغيير قانونه الأساسي،
- تغيير مقر مؤسسته،
- تعيين مسيرين جدد،
- توقيف عمل أعوانه الموكلين،
- التنازل عن الأملاك والوسائل الضرورية لممارسة نشاطه،
- ممارسة نشاط آخر،
- كل قضية إدارية مدنية أو جنائية ترفع ضده،
- وكل تغيير أو تعديل بالنسبة للمعلومات التي قدمها عند حصوله على الاعتماد.

الفرع الخامس : قواعد وأداب المهنة

المادة 37 : يجب على الو.ع.ب وكذا الأعوان المؤهلين الحفاظ على شرف المهنة من خلال أعمالهم وسلوكاتهم. كما يجب أن ينفذوا أوامر زبائنهم في أحسن الأجال وبكل أمانة وذلك بمعاملة كل زبائنهم نفس المعاملة وبضمان تقديم مصالح زبائنهم على مصالحهم الشخصية.

تلزم البنوك، المؤسسات المالية وشركات التأمين المعتمدة بصفقتها و.ع.ب بهذا الواجب فيما يتعلق بالوثائق الخاصة بنشاطها كو.ع.ب .

المادة 29 : كل و.ع.ب يمارس نشاطاته طبقا للاعتماد الذي سلم له من طرف اللجنة، إذا اعتمد بصفته و.ع.ب ذي نشاط محدود، يجب عليه أن يقصر ميدان صلاحياته في مجال النشاط المسموح له به.

المادة 30 : يمك الو.ع.ب السجات الاجبارية الخاصة بنشاطهم حسب الكيفيات المحددة من طرف اللجنة.

الفرع الثالث : واجبات تجاه الزبائن

المادة 31 : في إطار علاقاتهم تجاه الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة أياهم على الو.ع.ب الحرص على تنفيذ الأوامر على أساس أحسن ظروف السوق وذلك اعتبارا لأمر الزبائن.

المادة 32 : فور تنفيذ الأوامر يرسل الو.ع.ب لزبائنهم خلال يومي العمل التاليين إشعارا بالتنفيذ يحتوي على المعلومات التالية:

- تعيين الأصل المالي،
- عدد الأصول المالية،
- سعر الوحدة،
- المبلغ الاجمالي للعملية،
- المعلومات والمصاريف الأخرى،
- المبلغ الصافي للعمليات،
- تاريخ العملية،
- تاريخ التسديد والتسليم،

المادة 33 : يجب على و.ع.ب أن يرسلوا لزبائنهم كشفا للحساب، مرة في كل ثلاثة أشهر على الأقل وفي أجل أقل إذا تم الإتفاق على ذلك بين الطرفين.

المادة 45 : يجب على الو.ع.ب تسليم اللجنة الوثائق المحاسبية والمالية حسب فترات دورية تحددها هذه الأخيرة.

الباب السادس : نظام انضباط الوسطاء في عمليات البورصة

المادة 46 : كل تقصير في أداء الواجبات المهنية واحترام أخلاقياتها وكذا كل مخالفة للاجراءات التشريعية والتنظيمية المطبقة على الو.ع.ب تعرض هؤلاء للعقوبات المنصوص عليها في المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه.

المادة 47 : تشكل مخالفات على وجه الخصوص :

- مخالفة إحدى إجراءات هذا النظام،
 - مخالفة إحدى قرارات اللجنة،
 - التقصير بالتزام تم الإكتتاب فيه لدى اللجنة،
 - عدم التسليم في الأجل المحدد وثيقة أو معلومة تطالب بها اللجنة،
 - رفض تسليم وثيقة طالبت بها اللجنة نفسها أو عن طريق عون كلفته بالتحقيق،
 - في حالة سماح و.ع.ب معتمد لعون غير مسجل مفاوضة قيم منقولة مسجلة في البورصة،
 - الادلاء بمعلومات خاطئة سواء للجنة أو لأحد أعوانها،
- المادة 48 :** يبلغ الطرف المعني كتابيا بقرارات الإنذار أو التوبيخ.
- تبلغ قرارات المنع المؤقت أو النهائي للنشاطات أو لجزء منها وكذا سحب الاعتماد للو.ع.ب وتنتهى إلى علم الجمهور.

المادة 49 : ينشر هذا النظام في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

جرر بالجزائر في 17 صفر عام 1417 الموافق 3 يوليو سنة 1996 .

مراد شيخي

المادة 38 : يجب على الو.ع.ب أن يضمنوا إعلاما ملائما وحاجات الزبائن وأن يحترموا شفافية وأمن السوق وأن يتداركوا النزاعات المصلحية بين الزبائن.

المادة 39 : يجب على الو.ع.ب وضع نظام للمراقبة الداخلية للعمليات المنجزة من طرف الأعوان.

الفرع السادس : قواعد الحذر

المادة 40 : يجب على الو.ع.ب احترام قواعد الحذر المحددة بتعليمات من اللجنة.

المادة 41 : يمكن أن تطبق الأحكام المنصوص عليها في المادة 46 أدناه عند مخالفة الو.ع.ب لقواعد الحذر.

الباب الرابع : تأمين ومساهمة

الفرع الأول : المساهمة

المادة 42 : يجب على الو.ع.ب أن يدفعوا مساهمة في صندوق الضمان المنصوص عليها في المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 93 - 10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه وذلك حسب الشروط المحددة بنظام اللجنة.

الفرع الثاني : التأمين

المادة 43 : يجب على الو.ع.ب الاككتاب في عقود تأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم وخاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف زبائنهم.

كما يجب أن تودع نسخة من الاتفاقية المبرمة مع مصالح التأمين لدى اللجنة خلال يوم العمل الأول من كل سنة.

الباب الخامس : مراقبة الوسطاء في عمليات البورصة.

المادة 44 : تخضع نشاطات الو.ع.ب لمراقبة اللجنة.

يمكن للأعوان المؤهلين إجراء تحقيقات لدى الوسطاء وتعطى لهم كل وثيقة ضرورية كما يمكنهم الدخول إلى المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل.

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER



تقرير بورصة الجزائر الشهري

فيفري 2017



شركة تسير بورصة القيم | 2017

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر فيفري قدر بـ %371,78 ، حيث بلغت قيمة المعاملات 9 745 815 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 2 065 755 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 5127 (أسهم) في شهر جانفي إلى 17 956 سهم في شهر فيفري مسجلا بذلك نسبة ارتفاعا قدرها %250,22.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر فيفري 2017

البيانات	جانفي 2017	فيفري 2017	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	240	239	-0,42
حجم الأوامر المعرضة للشراء	79 425	71 771	-9,64
حجم الأوامر المعرضة للبيع	125 946	161 233	28,02
قيمة التداول (دج)	2 065 755	9 745 815	371,78
حجم التداول	5 127	17 956	250,22
عدد الصفقات	24	29	20,83
المعدل اليومي للصفقات	2,66	3,63	36,46
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	229 528,33	1 218 226,87	430,75
المعدل اليومي لحجم التداول	569,66	2 244,50	294,00

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر فيفري 2017

متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)	الأسهم
465	465	465	465	أليانس للتأمينات
520	510.6	495	520	الأوراسي
1 208,9	1208,7	1 205	1 215	بيوفارم
325	327,5	325	330	أن سي أروبية
631,27	625	600	640	صيدال

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول	القيم المنقولة	الأسهم
10	6 544 630	14 182		أليانس للتأمينات
2	27 560	53		الأوراسي
8	2 562 950	2 120		بيوفارم
3	424 450	1 306		أن سي أروبية
6	186 225	295		صيدال
29	9 745 815	17 956		المجموع

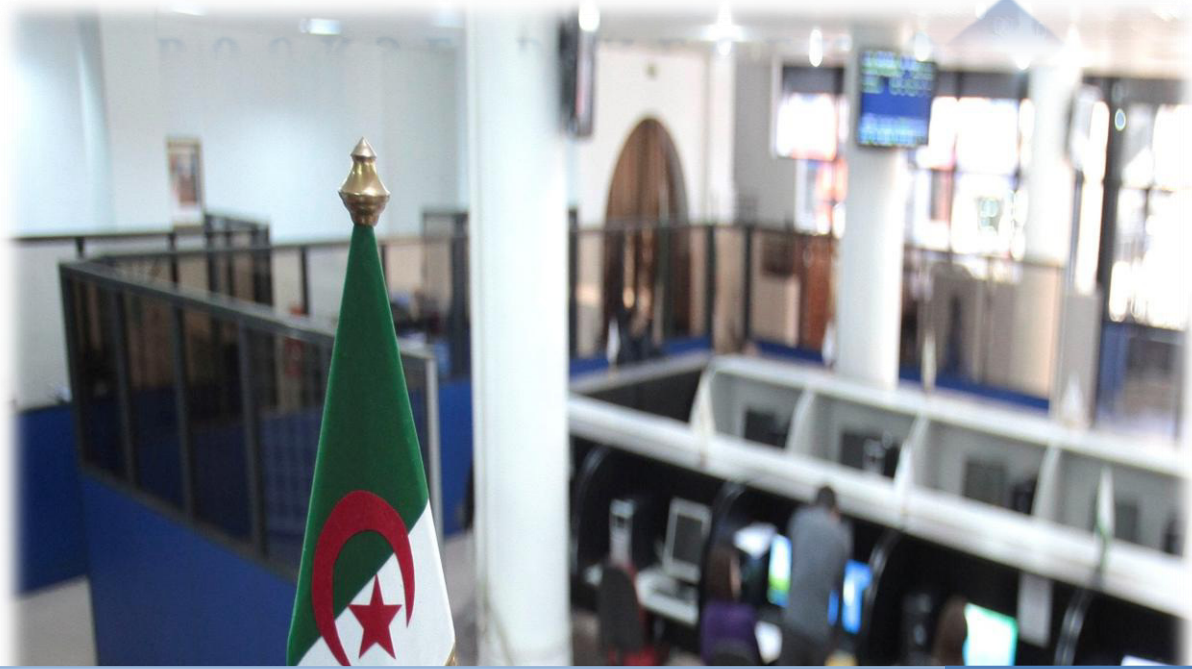
نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	293	-	3 624	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	285	-	1 412	-
البنك الوطني الجزائري	50	-	931	-
بي أن بي باريبا الجزائر	5 498	-	10 561	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	1 100	-	450	-
القرض الشعبي الجزائري	730	10 000	978	-
سوسيتي جنيرال	-	-	-	-
تل مارككتس	-	-	-	-

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	178 760	-	1 629 160	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	325 975	-	1 689 970	-
البنك الوطني الجزائري	49 250	-	307 450	-
بي أن بي باريبا الجزائر	3 266 180	-	5 009 865	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	446 000	-	453 275	-
القرض الشعبي الجزائري	879 650	4 600 000	656 095	-
سوسيتي جنيرال	-	-	-	-
تل مارككتس	-	-	-	-

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER



تقرير بورصة الجزائر الشهري

مارس 2017



شركة تسير بورصة القيم | 2017

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر مارس قدر بـ 280,82% ، حيث بلغت قيمة المعاملات 37 114 725 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 9 745 815 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 17 956 (أسهم) في شهر فيفري إلى 82 228 سهم في شهر مارس مسجلا بذلك نسبة ارتفاعا قدرها 357,94% .

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر مارس 2017

البيانات	فيفري 2017	مارس 2017	التغير %
عدد أيام التداول	8	9	-
عدد الأوامر	239	316	32,21
حجم الأوامر المعروضة للشراء	71 771	138 230	92,59
حجم الأوامر المعروضة للبيع	161 233	297 488	84,50
قيمة التداول (دج)	9 745 815	37 114 725	280,82
حجم التداول	17 956	82 228	357,94
عدد الصفقات	29	42	44,82
المعدل اليومي للصفقات	3,63	4,66	28,37
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	1 218 226,87	4 123 858,33	238,51
المعدل اليومي لحجم التداول	2 244,50	9 136,44	307,05

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر

مارس 2017

متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)	الأسهم
450,39	460	450	465	أليانس للتأمينات
520	520	520	520	الأوراسي
1197,80	1199,4	1 195	1 205	بيوفارم
324,62	324,44	320	325	أن سي أروبية
635	636,11	635	640	صيدال

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول	القيم المتقولة
			الأسهم
8	30 011 295	67 352	أليانس للتأمينات
9	1 387 880	2 669	الأوراسي
6	2 351 285	1 963	بيوفارم
16	3 284 890	10 119	أن سي أروبية
3	79 375	125	صيدال
42	37 114 725	82 228	المجموع

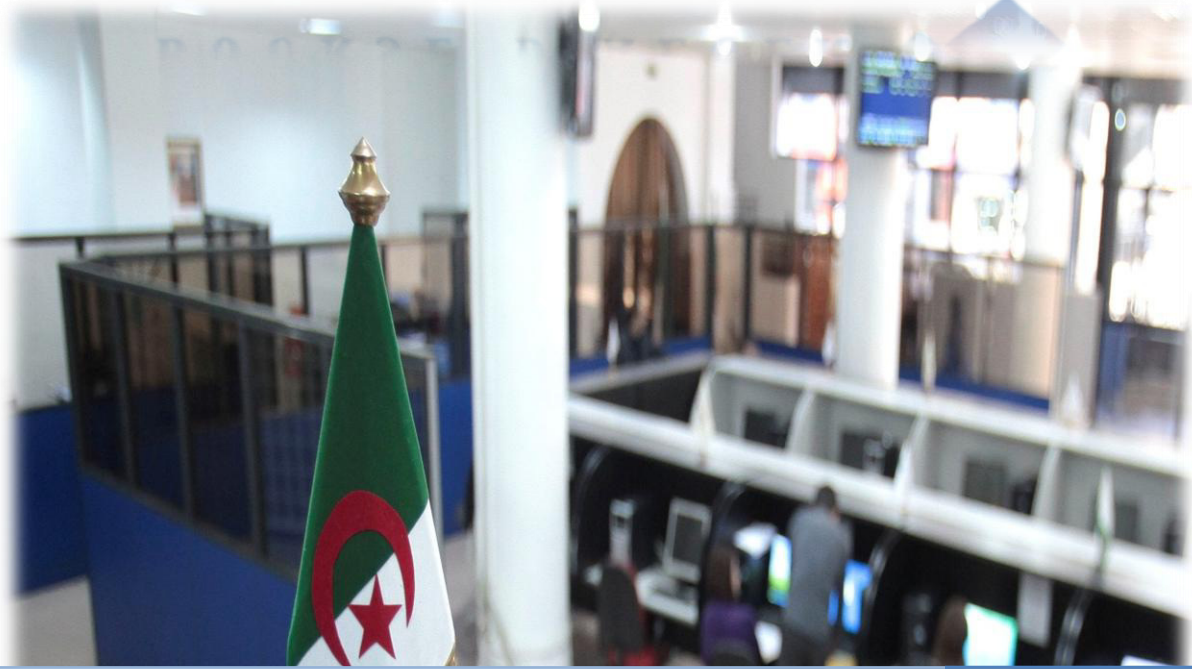
نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	5 887	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	2 902	-	1 923	-
البنك الوطني الجزائري	33	-	-	-
بي أن بي باريبا الجزائر	62 663	-	68 058	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	830	-	266	-
القرض الشعبي الجزائري	800	15 000	6 094	-
سوسيتي جنيرال	-	-	-	-
تل ماركيتس	-	-	-	-

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	-	-	1 952 240	-
بنك التنمية المحلية	-	-	-	-
بنك الجزائر الخارجي	1 558 145	-	2 303 285	-
البنك الوطني الجزائري	20 955	-	-	-
بي أن بي باريبا الجزائر	27 502 295	-	30 229 255	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	917 330	-	129 190	-
القرض الشعبي الجزائري	416 000	6 700 000	2 500 755	-
سوسيتي جنيرال	-	-	-	-
تل ماركيتس	-	-	-	-

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER



تقرير بورصة الجزائر الشهري

أفريل 2017



شركة تسير بورصة القيم | 2017

النشاط العام

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاض خلال شهر افريل قدر بـ 23,78%، حيث بلغت قيمة المعاملات 28 287 235 دج، مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 37 114 725 دج. كذلك انتقل حجم التداول من 82 228 (أسهم) في شهر مارس إلى 45 436 سهم في شهر افريل مسجلا بذلك نسبة انخفاض قدرها 44,74%.

مؤشرات نشاط بورصة الجزائر افريل 2017

البيانات	مارس 2017	افريل 2017	التغير %
عدد أيام التداول	9	8	-
عدد الأوامر	316	284	-10,13%
حجم الأوامر المعروضة للشراء	138 230	84 393	-38,95%
حجم الأوامر المعروضة للبيع	297 488	257 308	-13,51%
قيمة التداول (دج)	37 114 725	28 287 235	-23,78%
حجم التداول	82 228	45 436	-44,74%
عدد الصفقات	42	49	16,67%
المعدل اليومي للصفقات	4.66	6,13	31,54%
المعدل اليومي لقيمة التداول (دج)	4 123 858,33	3 535 904,38	-14,26%
المعدل اليومي لحجم التداول	9 136,44	5 679,5	-37,84%

مؤشرات أسعار بورصة الجزائر أفريل 2017

متوسط السعر المرجح (دج)	معدل السعر (دج)	أدنى سعر (دج)	أعلى سعر (دج)	الأسهم
451,56	455,63	445	465	أليانس للتأمينات
543,26	538,75	520	545	الأوراسي
1 186,98	1 188,1	1 185	1 190	بيوفارم
325,00	325,00	325	325	أن سي أروبية
644,31	644,38	630	665	صيدال

تطور قيمة وحجم الأسهم والسندات المتداولة

عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول	القيم المنقولة
			الأسهم
8	11 730 255	26 311	أليانس للتأمينات
4	210 240	387	الأوراسي
19	13 970 700	11 770	بيوفارم
12	2 151 175	6 619	أن سي أروبية
6	224 865	349	صيدال
49	28 287 235	45 436	المجموع

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبان	شراء لغير الزبان	بيع للزبان	بيع لغير الزبان
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	165	-	125	-
بنك التنمية المحلية	-	-	1 150	-
بنك الجزائر الخارجي	200	-	7 631	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	850	-
بي أن بي باريبا الجزائر	43 351	-	25 700	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	710	-	184	-
القرض الشعبي الجزائري	10	-	9 721	-
سوسيتي جنيرال	-	-	75	-
تل ماركيتس	1 000	-	-	-

نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) دج

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبان	شراء لغير الزبان	بيع للزبان	بيع لغير الزبان
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	98 525	-	83 125	-
بنك التنمية المحلية	-	-	1 109 000	-
بنك الجزائر الخارجي	237 000	-	9 027 460	-
البنك الوطني الجزائري	-	-	699 250	-
بي أن بي باريبا الجزائر	26 504 935	-	11 584 970	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك	255 175	-	115 440	-
القرض الشعبي الجزائري	6 600	-	5 643 615	-
سوسيتي جنيرال	-	-	24 375	-
تل ماركيتس	1 185 000	-	-	-