

## دور البورصة التمويلي - مع الإشارة إلى حالة الجزائر

د. مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة  
أستاذ محاضر، أستاذ مساعد جامعة بسكرة - الجزائر

### مقدمة:

الأسواق المالية عامة، والبورصة خاصة تمثل القناة التي تنساب فيها الأموال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد وقطاعات أخرى باعتبارها جهاز تمويلي تقوم بدور رئيسي في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في مختلف القيم والأدوات المالية... وفي ضمن هذا السياق نشأت الحاجة إلى إنشاء مؤسسات تخصص في عملية التمويل وتسمح بتدخل وسطاء ماليين للتوفيق بين الطالبين و العارضين بصفة عامة.

وباعتبار البورصة جزء من السوق المالي فإن الكفاءة في البورصة يعتبر من الجوانب الرئيسية لدراسة نشاط هذه السوق والذي ينطوي في مضمونه على التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة مما يستدل به على فعالية النشاط داخل البورصة من حيث حجم المعاملات، وتسعير الأوراق المالية، وتحقيق الأرباح.

وتؤدي البورصات العالمية دورا هاما في الاقتصاديات، باعتبارها ذات كفاءة عالية تقوم على استخدام أجهزة الكمبيوتر، والاتصالات المعلوماتية لإمداد المتدخلين عن أوضاع البورصة وأحوالها المستقبلية مما يساعدها على جذب المستثمرين وإقامة المشاريع وتحقيق التنمية الشاملة.

والجزائر كغيرها من الدول تبنت حديثا فكرة إنشاء بورصة استكمالاً للمسار الإصلاحي وتمهيدا للانتقال إلى اقتصاد السوق ومواكبة للتطورات الاقتصادية.

وبناء على أهمية البورصة نطرح الإشكالية التالية:

**ما هو دور البورصة في تمويل اقتصاديات الدول؟**

ويندرج تحت هذه الإشكالية أسئلة فرعية في مقدمتها الأسئلة التالية:

- ما المقصود ببورصة القيم المتداولة؟
- ما هي القيم والأدوات المتداولة داخل البورصة؟ ومن هم المتدخلون في النشاط المالي؟
- ما تقييم أداء بورصة الجزائر؟

ولأجل دراسة شاملة للموضوع قسمنا البحث إلى النقاط التالية:

- أولا: ماهية البورصة.
- ثانيا: نشاط البورصة.
- ثالثا: البورصة: الوظائف- الدور- التجارب.

### أولا: ماهية البورصة

إن للبورصة دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية وعلى ذلك تبدوا أهميتها كإلية للتمويل المباشر.

### 1/1 مفهوم البورصة و تاريخ نشأتها

هناك العديد من التعاريف للبورصة اختلفت في العديد من الجوانب واتفقت في جوانب أخرى ومنها نذكر:

- تعرف البورصة على أنها سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، أو هي سوق الأوراق المالي بكافة أنواعها وأشكالها.(1)
- البورصة بالمفهوم الاقتصادي هي مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال سمسرة- لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات وتعرف بسوق المال طويل الأجل وهي أقرب من السوق الكاملة.(2)
- البورصة أوسوق التداول هي سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج فهي تعمل على النقاء العرض بالطلب حيث أن أدواتها ممثلة في القيم المنقولة.(3)
- وتعرف أيضا على أنها سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول.(4)

من جملة التعاريف السابقة نستخلص تعريفا شاملا للبورصة على أنها:

سوق منظمة، يلتقي فيها دوريا أعوان مختصون معتمدون - السمسرة - لإبرام صفقات بيع أو شراء لقيم منقولة متمثلة في الأسهم، السندات، المشتقات المالية.

فالبورصة إذن تختص بالتمويل طويل الأجل، تقوم بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في مختلف الأدوات مما يحقق حركية وسيولة أكثر في السوق.

- هـ - **بورصة القسط "العملات"** : حيث يتم تداول النقود فعلياً في عمليات البورصة، بمعنى تبادل العملات عن طريق الصرف الأجل أو العاجل .
- و- **بورصة الخدمات** : تجمع البورصة أشكالاً متعددة من الخدمات منها السياحة والفنادق، بورصة التأمين، بورصة النقل وتأجير السفن .
- ز- **بورصة الأفكار** : تعد من أحدث أنواع البورصات يتم فيها عرض وبيع الحقوق كحقوق الاختراع حقوق العلامات التجارية وصفقات الإشهار ...
- ح- **بورصة الأوراق المالية** : وهي سوق منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات والمشتقات المالية تتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب، وتنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى سوقين (7)

- **السوق الأولية "سوق الإصدار"** : وهي السوق التي يتم فيها التعامل بالإصدارات الجديدة لأول مرة عن طريق ما يعرف بعملية الاكتتاب على شكلين:

- ✓ الاكتتاب العام لأول مرة من قبل الشركات عند التأسيس .
- ✓ الاكتتاب المغلق لزيادة رأس مال الشركات بعد التأسيس .

- **السوق الثانوية "سوق التداول"** : وهي السوق التي يتم فيها تداول الإصدارات القديمة التي تم إصدارها في السوق الأولية حيث يتم التفاوض حول الأوراق المالية بيعاً وشراءً .

وينقسم سوق التداول من حيث التسجيل إلى قسمين - نوضحه فيما يلي-

**أنواع البورصات من حيث التسجيل** : تنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث التسجيل إلى قسمين: (8)

- أ - **سوق منظمة "رسمية"** : هي سوق تعمل بشكل رسمي، وتمارس فيها المعاملات على ضوء قواعد ونظم محددة وتحت رقابة حكومية، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة في تسعيرة البورصة ويشترط لتسجيل الأوراق المالية للشركات المقبولة في السوق الرسمية الشروط التالية :
- نشر تقرير عن أرباحها، وكذا كل ما يتعلق بالحسابات الختامية لكل دورة مالية .

وقد عرفت المجتمعات وجود مؤسسات للبورصة منذ سنوات قديمة إلا أنها لم تظهر بالشكل التنظيمي المعروف حالياً وترجع نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء Collegin Marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد، كما انشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا وكانت تلك الأسواق شبيهة إلى حد كبير ببورصات التجارة في عصرنا الحاضر .

وتعود تسمية البورصة إلى القرن السادس عشر إلى مدينة بروج "Bruges" في بلجيكا نسبة إلى أحد الفرسان البلجيك فان دور بورس "Van de bourse" (5) حيث كان من كبار التجار الأغنياء والسيارة المهمين الذين يقومون بصفقات تجارية من بيع وشراء .

وظهرت منذ ذلك الوقت البورصات وانتشرت بقوة ومن أقدمها بورصة أنفر بأمستردام عام 1608 فرانكفورت، برشلونة، ليون، تولوز، بورصة نيويورك 1893، بورصة ليفربول 1873.

ومع القرن العشرين أصبحت البورصة هي السوق الرئيسية في السوق المالي، تتيح للمتعاملين إمكانية التعامل بالأوراق المالية على مختلف أشكالها ودون مصاعب الأمر الذي يوفر قدراً من السهولة ويحقق الأرباح المطلوبة .

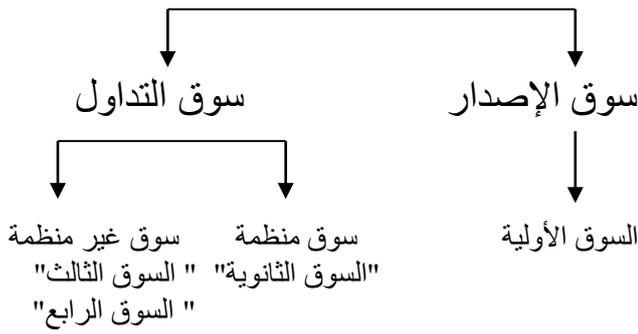
## 2/1 أنواع البورصات

يمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة كما يلي: (6)

### أنواع البورصات من حيث التداول :

- أ- **بورصة البضائع الحاضرة** : هي سوق منظمة متخصصة في بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الإستراتيجية كالقطن والسكر والبن والقمح ... وتعرف أيضاً باسم " البورصة التجارية".
- ب- تسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بكل أنواع السلع اللازمة وحسب أسعار العرض والطلب.
- ج- **بورصة العقود الآجلة** : هي بورصة عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع آجلة ويمكن دفع فرق السعر المتحقق حين تصفية العملية .
- د- **بورصة المعادن النفيسة** : وهي البورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة كالذهب والفضة والألماس...

## أسواق الأوراق المالية



المصدر: حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها-

تنظيمها- أدواتها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2002، ص: 20.

### أنواع البورصات من حيث التعامل الجغرافي

- أ- بورصات محلية: وهي بورصات محدودة التعامل في النشاط الإقليمي تتميز بصغر حجم المعاملات.
- ب- بورصات عالمية "دولية": هي بورصات كبيرة الحجم تمتد معاملاتها إلى دول أخرى خارج الإقليم.

### 3/1 شروط قيام البورصة

لأجل قيام بورصة فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية من تمويل توسعاتها الاستثمارية وكذا تمويل عجز ميزانية الدولة من خلال الأعوان ذو الفوائض المالي ينبغي توفر جملة من الشروط الأساسية لضمان أداء البورصة لنشاطها ومنها نذكر: (11)

- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، وتعدد الأدوات المالية المطروحة للاستثمار.
- نشاط متنوع لمؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في تعبئة المدخرات وتوليد الاستثمارات.

- الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية بخصوص الأوراق المقبولة للتسجيل في تسعيرة البورصة.

فالسوق الأولي والثانوي هي أسواق منظمة يجرى التعامل داخلها في مكان محدد وبقوانين صارمة والتعامل بأسلوب المزاد العلني على الأوراق المالية، حيث تسود هذه الأسواق المنافسة الكاملة وصولاً إلى أفضل الأسعار والتي يتم بها تنفيذ العمليات. وبالتالي نجد أوراق مالية موحدة وتسعيرات متطابقة.

ومن أمثلة البورصات المنظمة نذكر " بورصة طوكيو، بورصة نيويورك" (9)

ب- سوق غير منظمة "غير رسمية": هي تلك الأسواق التي لا تخضع للمحددات والأساليب النظامية لنشاط البورصة الرسمية حيث تختص بتداول الأوراق المالية لكل الشركات التي تعمل خارج مجال البورصة (أي خارج السوق الرسمية) وتلك الأوراق غير مستوفاة لشروط البورصة فأسعارها غير رسمية وغير مقيدة بتسعيرة البورصة.

ويضم السوق الغير منظم كل من السوقين :

1- السوق الثالث: هو سوق غير منظم، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، يجرى التعامل فيه بأوراق مالية خارج البورصة الرسمية والسبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي غالباً ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية. وأهم المؤسسات التي تنشط في هذا السوق: المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم كصناديق المعاشات، حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

2- السوق الرابع: هو سوق غير منظم، يجرى التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في التسعيرة الرسمية ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق حيث يجرى التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية، وتمثل المعاملات خارج البورصة الأمريكية الجزء الأكبر من النشاط المالي حيث سجل ما قيمته 9.2 ترليون دولار عام 1996 للمعاملات المستقبلية. (10)

ونوضح فيما يلي مخطط هيكل أسواق الأوراق المالية:

- **الأسهم الممتازة** : وهي الأسهم التي تلجا إليها الشركة عند الرغبة في زيادة رأس مالها، حيث تطرحها للاكتتاب في السوق المالي بقيمة اسمية ثابتة وتتميز بأولوية حصول حامليها على التوزيعات عند تصفية الشركة، وتحدد توزيعات السهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية، ولا يحق لحامليها الاشتراك في إدارة الشركة .

## 2- المنتجات المالية التي تمثل ديننا على

### الشركة " السندات "

تعرف السندات على أنها التزام مالي تعاقدى يتعهد بموجبه المقرض -المصدر للسند- تقديم مدفوعات إلى المقرض- المحفظ بالسند- و التي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ (15) وتعد وسيلة تستعملها الشركات للحصول على رؤوس أموال في شكل ديون طويلة الأجل، وتتميز بالخصائص التالية:

- ذات عائد ثابت.

- أولوية الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم تصفية الشركة.

- تتميز بمخاطر أهمها : تقلبات أسعار الفائدة، وإمكانية الاستدعاء عند انخفاض أسعارها.

و من أشكال السندات نذكر: (16)

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم .
- السندات بكوبونات .
- السندات المضمونة بأصول .
- السندات بمعدل فائدة متغير .
- السندات المرتبطة بالمؤشرات .

## 3 - المنتجات المالية المتطورة " المشتقات

### المالية"

هي أوراق مالية على شكل عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل موضوع التداول وتتنوع تلك الأصول ما بين مؤشرات البورصة والمعادن الثمينة والعملات الصعبة وأسعار الفائدة ...

وتتداول في البورصة أشكال مختلفة من الأوراق المالية تتمثل في :

- عقود الخيار.
- العقود الآجلة .
- العقود المستقبلية .
- عقود المبادلة .

## ثانيا : نشاط البورصة

• سهولة الاتصال بين المتعاملين، وتطوير أجهزة التسجيل، ونظم المعلومات داخل البورصة. (12)

• تحديد إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تتم داخل البورصة ولحماية المتعاملين من المخاطر.

• ضرورة النمطية في المعاملات المالية وهي الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية فعالة .

• الانفتاح الكبير على البورصات العالمية، ومواكبة تكنولوجيا الدول المتقدمة والتكيف مع التحولات .

وعموما حتى تتحقق بورصة فعالة ونشطة يجب العمل على تحقيق الكفاءة الإعلامية الكافية من حيث توفير المعلومات الاقتصادية والمالية والإحصائية للمتدخلين بالبورصة، والتخفيف من الأعباء الضريبية وكذا وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي لدعم نشاط البورصة.

## 4/1 المنتجات المالية المتداولة

### بالبورصة

إن السوق المالي هو سوق التمويل طويل الأجل، تمثل البورصة الجزء الرئيسي منه في عملية التمويل (13)

ويتم التعامل داخل البورصة بقيم منقولة متعددة نوضحها كما يلي:

## 1 - المنتجات المالية التي تمثل جزءا من ملكية الشركة " الأسهم "

تمثل الأسهم مقدار الاشتراك أو الاكتتاب في رأسمال الشركة وبالتالي فإن كل من رأس المال الفعلي ورأس المال المساهم به، ورأس المال المعلن (14) هي مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم المكتتب فيها ونميز بين نوعين من الأسهم:

- **الأسهم العادية**: هي وثيقة مالية تطرحها الشركة بقيمة اسمية ثابتة للاكتتاب العام في السوق الأولية وتداولها في السوق الثانوية لأجل طويلة ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما الشركة قائمة، وتمنح الأسهم العادية لحامليها حق الاشتراك في مجلس إدارة الشركة وأولوية الاكتتاب بأسهم جديدة، والحق في نقل الملكية، وتصنف في المرتبة الثالثة من حيث الحصول على التوزيعات .

◀ لجنة السماسرة : تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة .

**ثالثا : عضوية البورصة :** تتكون الجمعية العمومية في البورصة من ثلاث مجموعات من الأعضاء :

- الأعضاء المنظمون : وهم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية.

- الأعضاء المراسلون : وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية .

- الأعضاء العاملون : وهم السماسرة ومساعدوهم (الوكلاء، الوسطاء، صناع السوق..).

## 2/1 المتدخلون في بورصة الأوراق

### المالية

ينشط في البورصة عدد كبير من المؤسسات والشركات المقيدة ضمن تسعيرة البورصة ويمكن توضيح المتدخلون على مستوى البورصة كما يلي:

#### ● عارضوا رؤوس الأموال "المقرضون":

وهم أولئك الذين لديهم فائض في السيولة ولا يرغبون في تركها جامدة من غير توظيف فيدخلون البورصة بغرض استثمار أموالهم وأهم هؤلاء المستثمرين نذكر: (18)

شركات التامين – صناديق الادخار والتوفير – صناديق المعاشات – البنوك التجارية- تجمعات التوظيف المشترك التي تكون مانحة لرؤوس الأموال .

#### ● طالبوا رؤوس الأموال "المقترضون" :

يمثلون الفئة التي تكون بحاجة إلى أموال وتؤمن هذا الاحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال ويشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركات استثمار كما يمكن أن تصدر بعض الأوراق المالية كالسندات من هيئات خاصة أو حكومية كالبنك المركزي والخزينة .

#### ● الوسطاء الماليون : يقوم الوسطاء بدور

مهم في البورصة من حيث الالتقاء بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين عليها ويتدخل في البورصة عدد من الوسطاء منهم نذكر: (19)

تمثل البورصة مجالا واسعا لتداول مختلف الأوراق المالية، حيث تسمح بنشاط عدد كبير من المتدخلين بالتفاوض حول تسعيرة البورصة بيعا وشراء للقيم المنقولة، ويحكم نشاط العمليات داخل البورصة هيئات رقابية مختصة بالنظام الداخلي للبورصة لأجل ضمان السير الحسن للمعاملات .

### 1/1 الهيئات المنظمة للبورصة

بهدف حماية المدخرين وتفاديا لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة فإنها تخضع إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان مختصة بالنظام الداخلي للبورصة تتأكد من صحة المعاملات وسلامة الممارسات، واهم تلك الهيئات الرقابية نذكر : (17)

#### أولا: اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية:

وتمثل الإدارة العليا في البورصة وتتكون من مجموعة من الأعضاء يقومون بالمهام التالية :

◀ الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها .

◀ تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة.

◀ الإشراف على الأسعار بتحديد أسعار

الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء

والإعلان عنها .

◀ تسجيل الشركات و الهيئات التي تعقد

صفقات بالبورصة .

#### ثانيا : اللجان الفرعية لبورصة الأوراق

**المالية :** تتشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم ومراقبة جميع المعاملات بالبورصة، واهم هذه اللجان نذكر :

◀ لجنة التأديب : وتختص في فصل

المخالفات بين أطراف العمل داخل البورصة .

◀ لجنة التحكيم : تعمل على حل المنازعات

بين أعضاء البورصة والوسطاء.

◀ لجنة التسعيرة : وتهتم بتحديد أسعار

الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة .

◀ لجنة قيد الأوراق المالية : تختص هذه

اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة

◀ لجنة المقاصة : تقوم بإجراء المقاصة بين

عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.

◀ لجنة المراقبة : وتهتم بمراقبة أوضاع

السوق وحركات الأسعار وطبيعة العمليات .

**2 - العمليات الآجلة :** تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة ويقصد بها تلك العمليات التي تمنح للمتعاملين إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية لأجل متباعدة في الزمن أو لفترة متفق عليها مسبقا تسمى "موعد التصفية" وعادة ما يكون بعد شهر. (20)

وتتم عمليات التصفية الآجلة في البورصة على نوعين :

✓ **عمليات آجلة قطعية :** يتم الالتزام بتنفيذها في تاريخ التصفية النهائي حيث يدفع المشتري قيمة الأوراق المالية ويسلم البائع الأوراق موضوع العقد ولا يمكن التراجع عن تنفيذها وهو ما يؤدي إلى تعريض احد طرفي العقد إلى خسارة .

✓ **عمليات آجلة بشرط :** يتم تنفيذ الصفقة في تاريخ التسوية باتفاق بين الطرفين، كما يمكن التراجع عن التنفيذ بشرط متفق عليه وقت إبرام الصفقة ومن أشكال العمليات الآجلة بشرط نذكر :

- عمليات آجلة بشرط التعويض : وهي العمليات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية أو الامتناع عن التنفيذ في مقابل دفع مكافأة (تعويض).
- عمليات آجلة بشرط الزيادة ( عقود الخيار) : تمكن هذه الصيغة المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية أو إلغاء العقد من احد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر كحق اختيار.
- عمليات آجلة بشرط الانتقاء : (عقد خيار مزدوج) : يتضمن التعويض سعر خيارين (خيار شراء، وخيار بيع) وللطرف المتعاقد حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية على حسب تحركات الأسعار.
- المرابحة و الوضيعة : وهي تلك العمليات التي تتضمن نوعا من التسهيلات في التعامل حيث تخول أنظمة البورصة للمتعاملين تأجيل موعد تسوية صفقاتهم إلى المواعيد المقبلة في مقابل دفع عمولة من المشتري تسمى "المرابحة"، وعمولة من البائع تسمى "الوضيعة". (21)

#### 4/1 تسعيرة البورصة و أوامر التنفيذ

##### 1/4/1 تسعيرة البورصة

- سمسار الأوراق المالية : هو وسيط مالي يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه مقابل سمسرة (عمولة) محددة باللائحة تدفع من الطرفين ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة، ونذكر مساعدا السمسار هم:

- المندوب الرئيسي : يعمل لحساب السمسار في مساعدته في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة مقابل أجر ودون أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار .

- الوسيط : هو أداة اتصال بين العميل والسمسار يتلقى الأوامر من العميل و يبلغها للسمسار المقيد عنده مقابل عمولة بسيطة من الصفقة .

- صانع السوق : يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق بالبيع والشراء للأوراق المالية وذلك بترخيص لجنة البورصة ويحق له أن يعمل لصالحه أو لصالح عملائه . يقوم صانع السوق بدور مهم في البورصة ذلك انه يكون مشتري عندما يكون السمسار بائعا، وبائع عندما يكون السمسار مشتريا .

- المتخصصون : المتخصص هو سمسار مالي يتدخل في البورصة للتعامل في أوراق مالية محدودة يتم تداولها في مركز واحد .

- شركات المقاصة والتسوية : تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة من حيث استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة وتسوية المراكز المالية بين المتعاملين.

#### 3/1 عمليات البورصة

إن البورصة بمفهومها الصحيح تعني عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين المتعاملين لأجل مختلفة ويتم إبرام العمليات داخل البورصة حسب الالتزامات الزمنية إلى نوعين :

**1 - العمليات العاجلة "الفورية" :** وهي تلك العمليات التي يتم فيها دفع الثمن للبائع حالا وتسليم القيم المتداولة للمشتري مباشرة أو خلال فترة قصيرة لا تتعدى يومين . فلجوء المستثمرين إلى هذا الأسلوب يعود لسببين :

- الرغبة بالاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة لفترة زمنية بغية الحصول على الإيرادات المنتظمة .
- قصد المضاربة عند ارتفاع أسعارها ببيعها والحصول على سيولة نقدية فورية.

المحدد، وهي أوامر تساعد في تحديد سعر الافتتاح النظري.

**2- مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة :** تفتح الجلسة بناء على السعر النظري السابق الذي حقق سعر التوازن عنده تلاقي العرض والطلب و يتم تنفيذ الأوامر وفق قاعدة معينة .

#### 2/4/1 أوامر التنفيذ

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي في البورصة لأجل تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء أو بيع الأوراق المالية بشروط محددة ومبينة بوضوح وعموما هناك معلومات تقليدية في كل أمر وهي : (22)

❖ اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها .

❖ عدد الأوراق المراد التعامل بها .

❖ نوع الصفقة ( بيع أو شراء ) .

❖ نوع السوق ( أجل أو عاجل ) .

❖ مدة صلاحية الأمر ( يوم، أسبوع ، شهر ، ... ، مفتوح ) .

❖ السعر ( محدد أو غير محدد ) .

و بناء على ذلك يمكن تصنيف أوامر البورصة إلى الأنواع التالية : (23)

#### 1- أوامر غير محددة لسعر التنفيذ :

- **الأمر بالسعر الأفضل :** هو أمر شراء أو بيع للأوراق المالية بسعر السوق المالي ويتم تنفيذ الأمر بأول سعر محدد في البورصة عند افتتاح الجلسة أو بأفضل سعر سائد إذا استلم الوسيط الأمر أثناء الجلسة وفي كل الحالات يحرص الوسيط على اختيار السعر الأنسب والتنفيذ دفعة واحدة .

- **الأمر بسعر السوق :** هو أن يطلب العميل من الوسيط شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية مهما كان سعر الورقة في السوق و يختار الوسيط السعر الأفضل لتنفيذه جزئيا على مدى فترة التداول.

#### 2- أوامر محددة لسعر التنفيذ :

- **الأمر بالسعر المحدد :** هو أمر شراء أو بيع يحدد فيه العميل للوسيط سعر التنفيذ، وهو أمر بأول سعر إذا ما وصل الأمر قبل جلسة افتتاح البورصة.

- **الأمر بالسعر المحدد بالإيقاف :** هو أمر يحدد فيه العميل للوسيط السعر الذي يقف عنده تنفيذ الصفقة بحيث هو أمر بالشراء بالسعر الأفضل أو أعلى منه، وأمر بالبيع بالسعر الأفضل أو أقل منه.

وتتمثل في الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة ونشرها والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد وهناك أربع طرق لتحديد سعر الورقة المالية داخل البورصة :

#### 1- تسعيرة المناداة :

وتتم باجتماع جميع ممثلي العروض والطلبات حول مقصورة البورصة حيث ينادون بأعلى أصواتهم بقرارات البيع والشراء للكميات، وحدود الأسعار المقدمة إلى أن يتم التوازن فينشر السعر التوازني على اللوح الالكتروني مع الإشارة إلى انه يتم إعلان الجلسة بسعر افتتاحي وتنتهي الجلسة بسعر إقبال توازني.

ونظرا للفوضى الناجمة في مجالس البورصة فانه يتم التعامل بالإشارات بين الوسطاء للإشارة على اقتراحاتهم ومن مزايا هذه الطريقة هو ضمان الشفافية لتسعير الأوراق المعروضة وعليه تم اختيارها ك تقنية تسعير لأكثر القيم حيوية وتداول.

#### 2- تسعيرة الدرج :

لا يختلف تسعير الأوراق المالية عن الطريقة السابقة إلا انه يتم في هذه الطريقة تجميع العروض والطلبات في أدراج خاصة بكل نوع من الأوراق المالية حتى يسهل عملية فرزها وبعد عملية الفرز يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع العروض والطلبات

#### 3- تسعيرة الصندوق :

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء كثيرة ومتنوعة وهي لا تختلف عن طريقة تسعيرة الدرج أين يتم تجميع العروض والطلبات في أدراج خاصة ولكن بتدخل لجنة البورصة ( لجنة التسعيرة ) في تجميع كل الأوامر في صندوق واحد للأوراق التي تصادفها مشاكل ومن ثم تحدد سعر التوازن .

#### 4- تسعيرة المعارضة والمقابلة :

هذه الطريقة بين تسعيرة المناداة وتسعيرة الدرج كون الأوامر تسجل بشكل عام كما هو في حالة الدرج إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تحقق طلباتهم وذلك عن طريق المناداة .

وتمر عملية التسعير للأوراق المالية على

مرحتين:

1- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة : و يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل الافتتاح الرسمي للجلسة وتتضمن الأوامر بالسعر الأفضل والسعر

❖ الوظيفة التوزيعية : تعد من أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة حيث تقوم البورصة بوظيفة توزيع القيم المتداولة على المستثمرين بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة .

### 2/1 دور البورصة

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية إذ تعمل على تعبئة المدخرات وتوظيفها على المدى الطويل وأصبحت بذلك مقياسا للدخار والاستثمار ويظهر دور البورصة في الاتجاهات التالية :

#### 1/2/2 دور البورصة بالنسبة للاقتصاد :

تعد البورصة أداة الدولة في تحقيق مجموعة من الأهداف ، ويتضح دور البورصة في النقاط التالية:

❖ دفع عجلة الاقتصاد : تقوم البورصة بدور هام في تحقيق التنمية الشاملة في الاقتصاد باعتبارها القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع وتحقيق حركية في الاقتصاد فالبورصة تعتبر جهازا ماليا هاما لتوزيع الادخار على مختلف الوحدات الاقتصادية التي تحقق الاستثمارات باعتبارها سوق منظمة تقوم على المنافسة.

❖ تشجيع وتعبئة المدخرات: (25) تقوم البورصة بتعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين إذ يترتب على عملية التمويل في البورصة تسيل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني كما أن إصدار الأوراق المالية بالبورصة يشجع على تعبئة المدخرات .

وتشير التقارير إلى أن نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة تتراوح ما بين 10 % - 15 % من دخولهم ويتم توجيهها إلى التوظيفات المالية للأجل البعيد (26).

❖ مؤشر لقياس حالة الاقتصاد: يمكن للبورصة من قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير وتعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود

3- الأوامر الخاصة : هي أوامر إما مرتبطة أو مرجحة يسلمها العميل إلى الوسيط لتنفيذ الصفقة .

- فالأولى تكون مرتبطة إحداها بالأخرى أي شراء أوراق مالية من جهة وبيع أوراق من جهة أخرى في نفس البورصة .  
- أما الثانية فتقتضي البيع و الشراء من سوقين مختلفين أي شراء أوراق مالية من سوق منخفض الأسعار، وبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار والاستفادة من فرق الأسعار .

### ثالثا: البورصة : الوظائف-الدور-التجارب

أصبحت البورصة في الوقت الحالي ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات ووجدت أساسا للقيام بمجموعة من الوظائف والأدوار لأجل تنمية اقتصادية. وتجارب البورصات في الدول المتقدمة كثيرة ومتنوعة لما هو في الدول النامية لظروف خاصة .

### 1/1 وظائف البورصة

تعد البورصة أداة هامة في تجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية بما يحقق التنمية الاقتصادية، وتؤدي البورصة عدة وظائف من أهمها نذكر :

❖ الوظيفة التمويلية : تعمل البورصة على تعبئة المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشاريع لما يحقق التمويل المطلوب فالبورصة تحول مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لقيام المشاريع .

❖ الوظيفة التثمينية (التسعيرية) : تقوم البورصة بإعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة وظروف الاستثمار حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها ثم تسجل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرة البورصة وبالتالي تساعد الأفراد والمشروعات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (24)

❖ الوظيفة الإعلامية : تقدم البورصة معلومات دائمة عن الشركات المقيدة بالبورصة وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية ومؤشرات أسعار أوراقها المالية ومعلومات عن أوضاع البورصة سواء للمستثمرين أو المدخرين مما يجذب المدخرات و يقلل من الخاطر.

❖ من المنظور الضريبي: كثيرا ما تكون هناك إعفاءات ضريبية على القيم المنقولة (السندات) ويعد ذلك من الحوافز التي تشجع القطاع العائلي والمستثمرين من توظيف أموالهم في الأوراق المالية في البورصة .

❖ من منظور فائض القيمة: يتجه المستثمرين إلى البورصة لتحقيق فوائض مالية من خلال عمليات المضاربة التي تجرى بالبورصة بيعا وشراء للأوراق المالية واستغلال الفوارق السعرية لتحقيق الأرباح.

### 3/1 تجارب البورصات العالمية

لاشك أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة قد قطعت شوطا بعيدا في هذا المجال، حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وذلك بفضل دقة المعلومات المقدمة عن الشركات المقيدة في البورصة وأوضاع السوق عامة . إضافة إلى دور التكنولوجيا والاتصالات في معالجة المعلومات لخدمة القرارات وتقليل المخاطر كل هذه المميزات سمحت بقيام بورصات مالية متطورة من أهمها نذكر :

1- البورصة الأمريكية: (27) تعد "بورصة نيويورك" من أكبر البورصات منذ سنوات وترجع إلى عام 1700 وكان يطلق عليها " Big Bang " ، وتقدم بورصة نيويورك مجموعة متكاملة من الخدمات المالية للمستثمرين والمدخرين تسجل تداول أكثر من 2500 سهم عادي وممتاز و يتم تسجيل تداول الأسهم الأجنبية فيها عن طريق شركات الوساطة التي تقوم نيابة عن الشركة المصدرة للقيم بتحصيل الأرباح ودفع العمولات والى جانب بورصة نيويورك هناك بورصات أخرى مثل : شيكاغو، لوس انجلوس، بوسطن، فيلادلفيا ، وتتميز البورصات الأمريكية بالخصائص التالية :

- ◀ الكفاءة المرتفعة .
- ◀ تقارير مالية متقدمة عن أوضاع البورصة.
- ◀ وجود هيئات مختصة لحماية المعاملات داخل البورصة (هيئة لحماية المستثمرين، هيئة لحماية المدخرين).
- ◀ يتم فرض رسوم على الأوراق المالية الأجنبية .

لمعالجة التضخم والانكماش، وبالتالي تعد مؤشرات البورصة انعكاسا حقيقيا لحالة الاقتصاد الوطني .

### 2/2/1 دور البورصة بالنسبة للمؤسسات:

إن للبورصة دور هام بالنسبة للمؤسسة المقيدة فيها والتي قد استوفت الشروط والقوانين الساري العمل بها في البورصة، نذكر أهميتها كما يلي :

❖ الاستثمار في الأوراق المالية : تعد البورصة مجالا واسعا لجميع الشركات التي لها فوائض أو تعاني من عجز مالي أن تلجأ إلى البورصة لتلبي حاجتها سواء بإصدار أسهم وسندات أو شراء القيم المعروضة وبالتالي تحقيق عائد مالي .

❖ وسيلة لزيادة رأسمالها : عند حاجة المؤسسة لزيادة رأسمالها يمكن لها أن تلجأ إلى تمويل إضافي عن طريق إصدار أوراق مالية إضافية في السوق الأولية ليكتتب فيها الأفراد والمتعاملين وتداولها في السوق الثانوية مما يسمح بزيادة رأس مال الشركة وتوسيع قاعدة المساهمين .

❖ تأمين جو المنافسة : يقوم نشاط المؤسسات في البورصة على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوت عليها في تسعيرة البورصة وبالتالي يتميز الوضع في البورصة بأن جميع الأسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريق ظاهرة وتسجل في سجلات وتطبع في نشرات مما يمنع من حدوث مضاربات .

❖ تقييم وضع الشركة : تقوم البورصة بعملية التقييم الدائم لأوضاع الشركة، فالتغير في قيمة سهم تعد وسيلة هامة للتنبؤ بأوضاع الشركة المستقبلية وإمكانية تحقيق أرباح إضافية وتنمية مواردها المالية .

### 3/2/1 دور البورصة بالنسبة للعائلات

والمستثمرين :

يمكن حصر الفوائد التي تعود على القطاع العائلي و المستثمرين بالبورصة في النقاط التالية :

❖ من منظور المر دودية : تمكن البورصة القطاع العائلي من توظيف مدخراته في القيم المنقولة المعروضة بالبورصة لأجل الحصول على عوائد .

## □ بورصة الجزائر

### 1- ظروف إنشاء بورصة الجزائر

إن إنشاء بورصة الجزائر يدخل ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي تفصل بين مرحلتين أساسيتين من التحول الاقتصادي:  
أ- مرحلة الاقتصاد المخطط مركزيا (1965 - 1988): عرفت الجزائر عهد الاشتراكية كنظام اقتصادي مبني على أسلوب التخطيط المركزي، حيث لعبت الخزينة دورا هام في تجميع الموارد المالية للمؤسسات ثم القيام بتمويل الميزانية العامة وتمويل الاستثمارات المخططة ومن جهة أخرى فإن القانون لا يسمح لأي جهة اقتصادية بإصدار قيم منقولة ما عدا الخزينة التي تصدر أدونات الخزينة، وأدونات التجهيز أما البنوك التجارية اقتصر دورها على استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات وبذلك تداخل الصلاحيات افرز عنه آثار سلبية على الاقتصاد.

فتمويل الاستثمارات في تلك الفترة لم تتولد عنها ضرورة إنشاء سوق مالي ولم تطرح فكرة إنشاء بورصة مما ألحق بالجزائر أزمة اقتصادية وعجز في تمويل النمو الاقتصادي خاصة مع تدهور أسعار البترول وارتفاع معدلات التضخم وتراجع الاستثمارات الإنتاجية مما دفع بالاقتصاد الجزائري إلى انتهاج مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية للانتقال إلى مرحلة ثانية .

ب- مرحلة الإصلاحات للانتقال إلى اقتصاد السوق : كل المخلفات السابقة دعت بالجزائر إلى القيام بجملة من الإصلاحات الرامية إلى استقلالية المؤسسات وتحرير أسعار الفائدة والتجارة الخارجية وتشجيع الاستثمار الأجنبي وتسطير برامج واسعة لخصوصية المؤسسات العمومية وهو ما دعى إلى إقامة سوق مالي يشكل الركيزة الأساسية لاقتصاد السوق .

فانطلاقا من قانون 1988 الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة صدرت عدة قوانين تدعم فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية وبدأ التحضير فعليا لإنشائها سنة 1990

ومرت بعدة مراحل (31)

### 2- مراحل إنشاء بورصة الجزائر

شرح فعليا في تأسيس بورصة الجزائر في بداية التسعينات ومرت عملية إعداد بورصة على عدة مراحل يمكن حصرها في النقاط التالية: (32)

◀ تتداول الأوراق المالية إما عن طريق السوق الثانوية أو خارج البورصة والتي تمثل الجزء الأكبر من المعاملات .

◀ من المؤشرات المتداولة "مؤشر داو جونز" الذي يمثل 30 % من بورصة نيويورك، ومؤشر "ستاندردبور" يمثل 80 % من القيم المتداولة بالبورصة. (28)

### 2-البورصات الأوروبية : تعتبر "بورصة

لندن" أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي وتحتل المركز الثالث بعد طوكيو ونيويورك، أنشأت عام 1773 بتحويل فروعها إلى بورصات مستقلة في برمنجهام، مانشستر، ليفربول، جلاسجو يبلغ عدد الأوراق المالية المسجلة إلى ما يزيد عن 60 سهم بنسبة 50 % من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا.

تتميز بورصة لندن بالخبرة الواسعة في المعاملات النقدية و المالية الدولية حيث تتم المعاملات فيها الكترونيا أو ما يعرف باسم " Tride Point of Investment" حيث يمكن للمتعاملين إدخال الأوامر بأسعار محددة على أجهزة الكمبيوتر الشخصي وعند تلاقي الأوامر عند سعر محدد تتم الصفقة أليا وتسوى المعاملات الكترونيا من خلال غرفة المقاصة .

من أهم المؤشرات في بورصة لندن "مؤشر فاينانشال تايمز" الذي يمثل 30 % من الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

### 3-البورصات اليابانية : تم إنشاء أول

بورصة في اليابان بـ"طوكيو" عام 1978 وكانت أكثر تطورا مما جعلها كمنافس لبورصة نيويورك وفي عام 1990 احتلت المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم التداول الذي وصل إلى 3 مليار دولار أي 40 % من مجموع التداول العالمي.(30)

يتداول في بورصة اليابان مؤشرات عديدة أهمها "مؤشر نيكاي" الذي يتكون من 225 ورقة متداولة تمثل 70 % من حجم التداول للأوراق المالية.

### 4- بورصة القاهرة : تحتل المرتبة الأولى

عربيا لما لديها من تجارب في هذا الميدان باعتبارها أكبر بورصة عربية أنشأت عام 1898 وتعد أهم وأنشط البورصات عربيا حيث توسعت نشاطاتها حتى بلغ رأسمالها عام 2000 حوالي 35% من إجمالي الناتج القومي ، 230 % شركات مسجلة .

سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية من حيث: (34)

- وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة .

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .

- تأسيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ، و شركة تسيير بورصة القيم .

ومع بداية 1997 تم اختيار وسطاء البورصة تحت إشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتم إعداد مجموعة من الأنظمة تتمثل في :

- النظام رقم 96-02 المتعلق بطبيعة المعلومات التي يتم نشرها عن الشركات التي تدخل البورصة .

- النظام رقم 97-01 القائم على مساهمة الوسطاء في العمليات البورصية .

- النظام رقم 97-02 شروط الأعوان المؤهلين للمفاوضات حول القيم المتداولة .

- النظام رقم 97-03 تسيير بورصة الأوراق المالية.

- النظام رقم 97-04 الخاص بهيئات التوظيف في القيم المتداولة .

- النظام رقم 97-05 اتفاقيات العمل بين الوسطاء و العملاء في البورصة .

- النظام رقم 97-01 (30/11/1997) المحدد لكيفية اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية .

وكانت شركة سونا طراك أول متعامل اقتصادي قامت بإصدار القيمة المنقولة المتمثلة في القرض السندي في 2 جانفي 1998 في السوق الأولية و عملية إصدار القرض السندي لسونا طراك كانت كما يلي :

- تاريخ العملية : من 15 جانفي إلى 15 فيفري 1988 .

○ المرحلة التقريرية (1990-1993) : ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر على ضوء نصوص قانونية تتمثل في :

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

◀ المرسوم 90-102 المؤرخ : 27 مارس 1990 : نوع شهادات الأسهم التي تقوم بإصدارها الشركات العمومية وفي نفس السنة

أنشأت شركة القيم المنقولة (S.V.M) في 9 ديسمبر 1990 بفضل صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدره 320000.00 دج يديرها مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة . وقد نصت قوانين هذه الشركة على وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط .

كما تم صدور ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 ممثلة في :

◀ المرسوم التنفيذي رقم 91-161 لتنظيم المعاملات على القيم .

◀ المرسوم التنفيذي رقم 91-170 لتحديد أشكال وأنواع القيم المتداولة وشروط إصدارها.

◀ المرسوم التنفيذي رقم 91-171 لتحديد لجنة البورصة .

○ المرحلة الابتدائية (1993-1996) : كنتيجة لعدم وضوح دور شركة القيم المنقولة وضعف رأسمالها الاجتماعي تم إعادة تعديل رأسمالها إلى 9320.000.00 دج كما تغير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" (B.V.M) (33) و حدد المرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 الهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة كما يلي :

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) : وهي السلطة العليا في بورصة القيم المتداولة تعمل على تنظيم النشاط البورصي،

وحسب المادة الخامسة من هذا المرسوم لا يجوز إجراء أي عملية إلا داخل المقصورة وعن طريق الوسطاء بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .

- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) : تعمل هذه الشركة على ضمان السير الحسن لعمليات التداول داخل البورصة.

○ مرحلة الانطلاقة الفعلية ( 1996 - إلى يومنا هذا) : بعد التجهيز التام لإنشاء بورصة قيم

-المبلغ الإجمالي للإصدار : 12 مليار دج .  
 -نسبة الفائدة : 13 % .  
 -تاريخ التسديد النهائي : 4 جانفي 2003 .  
 وفي 13 سبتمبر 1999 سجلت بورصة الجزائر دخول أربع مؤسسات وطنية لأسهم وسندات و يتعلق الأمر بـ رياض سطيف (منتجات غذائية)- صيدال (إنتاج الأدوية)- الاوراسي(الفندقة) ويمكن توضيح مختلف عمليات الإدراج في البورصة وفق الجدول التالي: (35)

## القيمة:دينار جزائري

عدد المساهمين	الطلب	سعر العرض	القيمة الاسمية	رأس المال الاجتماعي	عدد الأسهم	السهم وفترة العرض
5.186	1.000.000	2.300	1.000	5.000.000	1.000.000	رياض سطيف من 10/02 إلى 1998/12/31
19.296	2.851.256	800 دج (ثابت)	250	10.000.000	2000.000	مجمع صيدال من 02/15 إلى 1999/07/15
10.941	2.001.237	400 دج (ثابت)	250	6000.000	1200.000	م ت ف الاوراسي من 16/15 إلى 1999/07/15

المصدر: وصاف عتيقة، الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات وأثارها على القطاع المالي في الاقتصاديات العربية – بالتركيز على حالة الجزائر- مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية: تخصص نفود وتمويل، غير منشورة، جامعة بسكرة ، 2002/ 2003 ، ص: 140 .

### 3- الهيئات المتدخلة والمسيرة

#### لبورصة الجزائر

1- الهيئات المسيرة للبورصة : بموجب المرسوم التشريعي رقم 03-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ينظم عمل بورصة الجزائر هيتين:

○ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : بمقتضى القانون يخول لهذه اللجنة مجموعة من الصلاحيات: السلطة القانونية- سلطة الرقابة والمراقبة - السلطة التأديبية والتحكيمية .

○ شركة تسيير بورصة القيم : تقوم هذه الشركة بمجموعة من المهام تحت رقابة اللجنة ومن أهمها: (36)

◀ تسهيل العمليات ما بين الوسطاء.

◀ ترقية التعامل بالأوراق المالية.

ب- الهيئات المتدخلة بالبورصة : اعتمدت

لجنة البورصة الوسطاء الماليون في العمليات بمقتضى المادة السادسة بتاريخ 23 ماي 1993 لأجل القيام بعمليات البيع والشراء للقيم وتسيير المحافظ المالية وتقديم النصائح والإرشادات للعملاء. وينشط حاليا خمس وسطاء يمثلون شركات أسهم مكونة من بنوك ومؤسسات التامين هم: (37)

1- شركة الرشد المالي.

2- الشركة المالية للإرشاد والتوظيف.

3- شركة التوظيف في القيم المنقولة.

4- المؤسسة المالية العامة.

5- UB BROKERAGE وهو فرع من

UNION-BANK

ومن بين المؤسسات المالية المرخص لها بالوساطة في بورصة الجزائر نذكر:

- البنوك - شركات التامين - صناديق التقاعد - هيئات التوظيف الجماعي (شركات الاستثمار، الصناديق المشتركة للتوظيف) - يوت السمسة .

ونشير إلى أن العمل في بورصة الجزائر منظم بقوانين وأحكام تتمثل ابرز الشروط لدخول المؤسسات في البورصة فيما يلي : (38)

◆ يجب أن تكون شركة ذات أسهم ورأس مالها يقدر بـ 100 مليون دج .

◆ تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب القبول .

◆ توزيع على الجمهور أسهمها ما نسبته 20 % من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة.

◆ توزيع أسماؤها على عدد لا يقل عن 300 مساهم في اجل لا يتعدى يوم الإدخال .

#### 4- تقييم أداء بورصة الجزائر

من خلال العرض السابق لبورصة الجزائر نتجلى محدودية الأداء ونقص المتدخلين، ويمكن تحديد معوقات بورصة الجزائر التي تحول دون تحقيق الفعالية في تمويل الاقتصاد فيما يلي : (39)

عوائق سياسية : وتتمثل هذه العوائق في :

◀ عدم الاستقرار السياسي وغياب أمن الأشخاص وممتلكاتهم .

◀ محدودية النشاط في بورصة الجزائر وبورصات الدول العربية مجتمعة التي تسجل رسملة لا تتعدى 35 مليار وهو مؤشر يدل على هامشية ومحدودية هذه البورصات مقارنة بالبورصات العالمية مثل تايوان أو سنغافورة حيث وصلت الرسملة البورصية لها سنة 1992 إلى 101 مليار دولار و49 مليار دولار على التوالي.

عوائق اقتصادية : تتمثل العوائق الاقتصادية

في :

◀ الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت اختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المر دودية شرطا أساسيا لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية .

◀ ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية كما أن هناك مجموعة من المؤشرات لا تشجع الأفراد على استثمار مدخراتهم في السوق المالية مثل : معدل التضخم، معدل الفائدة .

◀ ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج والنوعية والمنافسة، وغياب التنوع في المحافظ المالية بالقدر الكافي (40) ، بالإضافة إلى غياب الكفاءة المالية .

◀ قلة المؤسسات المدرجة في البورصة والمهيمن عليها من طرف القطاع العام واتجاه المؤسسات نحو السوق الموازية نتيجة السياسات الجبائية المفروضة .

◀ غياب البيانات عن أداء الشركات يعد من العوامل المعرقلة لنجاح مشروع بورصة القيم، إضافة إلى ضعف الثقافة التفسيرية واستراتيجيات التسويق التي تسمح برفع الأرباح وخفض التكاليف والقدرة على مواجهة المنافسين .

عوائق تشريعية : و تتمثل في :

◀ عدم ملاءمة التشريعات القانونية للمؤسسات الاقتصادية والمصرفية حيث يتعين على

الشركة الراغبة في القيد في البورصة أن تأخذ شكل شركات أسهم وأن يكون رأسمالها أكثر من 100.000.000 دج ويجب أن توزع أسهمها على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم.

◀ من بين الشروط الأخرى لقيد المؤسسات في البورصة هو أن يقتصر الدخول للمؤسسات الناجحة وعدم قبول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

#### عوائق اجتماعية وثقافية :

◀ يعد العامل الديني من عوائق قيام بورصة حيث يعتبر توظيف الادخارات في أوراق مالية على شكل سندات بمثابة ربا وهو محرم شرعا مما يحجم أصحاب الفوائض على شراء السندات .

◀ غياب ثقافة بورصية لدى المجتمع حول آليات التوظيف المالي وعمل البنوك والمؤسسات المالية بدليل قيام الأفراد بحفظ مدخراتهم في الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط دون اهتمام بالبورصة .

**الخاتمة :**

تعد البورصة الأداة الفاعلة في تحريك الاقتصاديات ولها أهمية اقتصادية كبرى في تنشيط المعاملات المالية وتفعيل دور القطاع الخاص من حيث تعبئة المدخرات ودفعها عبر قنوات التمويل في شكل أوراق مالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية، وبالتالي التوفيق بين الادخار والاستثمار. وتكتسي البورصة أهميتها في اقتصاديات الدول المتقدمة في الدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الاقتصادية حيث تقوم البورصة بدور هام في استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المستثمرة ذات الاحتياج المالي وعلى ذلك يتضح أن السوق الثانوية هي التي توفر حركية وسيولة التوظيف المتوسط وطويل الأجل.

وتجارب البورصات في الدول العربية – والجزائر خاصة- تبقى محدودة مقارنة بالبورصات العالمية ويعود ذلك إلى عدة عوامل منها :

◀ عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف الثقة في مكاتب الوساطة المالية.

◀ ضعف كفاءة وخبرة العاملين من الوسطاء والسامسة وصناع السوق .

◀ غياب عوامل الجذب الاستثماري من حيث تحليل المعلومات والبيانات عن نشاط الشركات وأساليب الاتصال.

◀ ضيق الأدوات المالية المستخدمة والمرتكزة على الأسهم والسندات وعدم التنوع في الأدوات الاستثمارية .

ويبقى نشاط بورصة الجزائر محدود بثلاث مؤسسات فقط :

شركة رياض سطيف، مجمع صيدال، فندق الاوراسي، ورغم المساعي المبذولة ضمن الإصلاحات الاقتصادية لتطوير عمل البورصة وما نتج عنه من تحقيق حركية للمؤسسات بدخولها إلى البورصة وأدائها لدور فاعل في الاقتصاد الوطني، إلا أن حجم معاملاتها يبقى ضعيف وهو ما يستدعي الأخذ بالتوصيات التالية :

◀ العمل على توفير المناخ الاقتصادي والاجتماعي لحيوية البورصة، وإلغاء العقبات التشريعية والتنظيمية لتسهيل توجه المؤسسات نحو البورصة.

◀ السعي باهتمام إلى نشر ثقافة بورصية لدى أفراد المجتمع، وتوعيتهم بأهمية دور البورصة في تحقيق التنمية الاقتصادية، والاهتمام بتوفير أدوات بديلة للاستثمار لتعبئة كل المدخرات.

◀ يتعين على السلطات المعنية تسهيل انضمام المؤسسات وإعطاء الدفع الكافي للمؤسسات الكفؤة للدخول إلى البورصة وخصوصا فيما يتعلق بالرسمة البورصية .

◀ الاهتمام أكثر بتحديث المعاملات على مستوى البورصة ، وتوسيع دائرة النشاطات، وإلزام المؤسسات المقيدة بنشر معلومات صحيحة تضمن الإعلام الناجح للجمهور.

◀ وأخيرا لضمان قيام بورصة فعالة يتوجب إنشاء بورصة على المقاييس العالمية لفتح المجال أمام حركات رؤوس الأموال الأجنبية.

**هوامش البحث :**

(1)- مروان عطون، الأسواق النقدية و

المالية – البورصات و مشكلاتها: الطبعة الثانية،

ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 216 .

(2)- محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية :

موقعها من الأسواق – أحوالها و مستقبلها، دار

الوفاء للطباعة ، الإسكندرية 2000 ، ص: 36 .

(3)- أنطوان الناشر – خليل الهندي، العمليات

المصرفية و السوق المالية :الجزء الثاني ،

المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس 2000 ، ص: 45 .

Gosette Peyrard: **laBours:**, 6eme

edition, libraire vuibert, paris,1998 ,p:

13 - (4)

(5)- أسامة الفولى – زينب عوض الله، اقتصاديات

النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية

، 2005، ص: 268 .

- (6)- شعبان محمد اسلام البر واري، **بورصة الأوراق المالية- دراسة تحليلية**- دار الفكر، دمشق ، 2002 ، ص: 36 .
- (7)- أسامة محمد الفولى – زينب عوض الله ، **مرجع سابق** ، ص: 265 .
- (8)- عبد الغفار حنفي – رسمية قريا قص ، **أسواق المال و تمويل المشروعات** ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2005 ، ص ص 37 ، 38 .
- (9)- طارق عبد العال حماد ، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية** ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 ، ص: 95 .
- (10)- هو شيار معروف ، **الاستثمارات و الأسواق المالية** ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2003 ، ص: 59 .
- (11)- أسامة محمد الفولى – زينب عوض الله ، **مرجع سابق** ، ص ص: 264 ، 265 .
- (12)- شعبان محمد اسلام البر واري ، **مرجع سابق** ، ص: 42 .
- Pascal Gouchan ; **Vocabulaire Dactualite Economique**; editions -marketing; 1994; p 184. (13)-
- (14)- جبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية : الطبعة الأولى – الجزء الثاني**، مطبعة هومة ، الجزائر، 2002، ص: 18.
- (15)- هو شيار معروف ، **مرجع سابق** ، ص: 109 .
- (16)- جبار محفوظ ، **مرجع سابق** ، ص: 53 .
- (17)- شعبان محمد اسلام البر واري ، **مرجع سابق** ، ص: 50 .
- (18)- محمد سحنون ، **الاقتصاد النقدي والمصرفي** ، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع ، قسنطينة – الجزائر، 2003، ص: 136 .
- (19)- حسين بني هاني ، **الأسواق المالية : طبيعتها- تنظيمها – أدواتها المشتقة** ، دار الكندي ، الأردن، 2002، ص ص : 32 ، 33 .
- (20)- مروان عطون ، **مرجع سابق** ، ص: 223 .
- (21)- منير ابراهيم هندی ، **الأوراق المالية و أسواق رأس المال** ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص: 83 .
- Gosette Peyard ; **Op.C it** ; p 15. (22)-
- (23)- جبار محفوظ ، **تنظيم وإدارة البورصة : الطبعة الأولى – الجزء الثالث** ، مطبعة هومة ، الجزائر ، 2002 ، ص: 77 .
- (24)- أسامة محمد الفولى – زينب عوض الله ، **مرجع سابق** ، ص: 273 .
- (25)- أنطوان الناشف – خليل الهندي ، **مرجع سابق** ، ص: 55 .
- <http://www. Annaba.org/ nba 59 / asoaq 26/1/2007 . htm> - (26)
- (27)- فريد النجار ، **البورصات و الهندسة المالية** ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 1999 ، ص: 111 .
- <http://www.arab-api.org/ course9 / c 9- 4-5. htm> (28)- 13/1/2007
- (29)- وليد احمد صافي، **سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية**، دراسة حالة سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير في العلوم

- الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، غير منشورة،  
جامعة الجزائر، 1996 / 1997، ص: 122.  
[http:// www.khayma.com/](http://www.khayma.com/) 7  
essendes/economie. Htm 13/1/200 - (30)
- (31) - شمعون شمعون ، البورصة : بورصة  
الجزائر : الطبعة الثانية ، دار هومة ، الجزائر ،  
1999 ، ص: 79 .
- (32) - ربوح عبد الغني ، الدور المالي و الاقتصادي  
لبورصة القيم و أثرها على أداء المؤسسات -  
دراسة حالة بورصة الجزائر -مذكرة ماجستير في  
العلوم الاقتصادية : تخصص نقود وتمويل ، غير  
منشورة، جامعة بسكرة ، 2004 ، ص 73 .
- (33) - شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 80.
- (34) - ربوح عبد الغني ، مرجع سابق ، ص 75.
- (35) - وصاف عتيقة ، الاتفاقية العامة للتجارة في  
الخدمات و آثارها على القطاع المالي في  
الاقتصاديات العربية - بالتركيز على حالة الجزائر-  
مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية: تخصص  
نقود وتمويل ، غير منشورة، جامعة بسكرة ،  
2002 / 2003 ، ص 140 .
- (36) - شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص 62.
- (37) - ربوح عبد الغني ، مرجع سابق ، ص 89.
- (38) - وصاف عتيقة ، مرجع سابق ، ص: 139.
- (39) - شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 80 .
- (40) - اوجستو دي لاتوري- سيرجيو شموكلر ،  
"مستقبل أسواق رأس المال في الدول النامية في  
ظل اقتصاد معلوم" ،  
مجلة التمويل و التنمية ، المجلد 42 ، العدد 2 ،  
جوان 2005 ، ص: 47 .