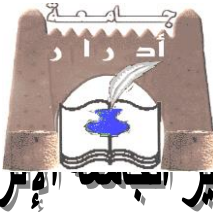


وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



تحت الرعاية السامية للسيد مدير الجامعة المغربية  
أحمد دراية أدرار

كلية الآداب والعلوم الإنسانية  
تنظم  
الملتقى الوطني الثاني  
حول



أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري  
أيام: 07/06 ربيع الثاني 1428 هـ  
الموافق لـ: 25 /24 أفريل 2007 م



**أعضاء اللجنة العلمية:**

الأستاذ الدكتور: قدي عبد المجيد	جامعة الجزائر
الأستاذ الدكتور: عرباجي اسماعيل	جامعة الجزائر
الأستاذ الدكتور: بن حبيب عبد الرزاق	جامعة تلمسان
الأستاذ الدكتور: براق محمد	المدرسة العليا للتجارة
الدكتور: سملاي يحضيه	جامعة ورقلة
الدكتور: بودي عبد القادر	المركز الجامعي بشار
الأستاذ: الليل أحمد	جامعة أدرار
الأستاذ: جعفري أحمد	جامعة أدرار
الأستاذ: هاللي أحمد	جامعة أدرار
الأستاذ: مداحي عثمان	جامعة أدرار
الأستاذ: بوكار عبد العزيز	جامعة أدرار
الأستاذ: فتاحي محمد	جامعة أدرار
الأستاذ: مصطفاوي عزيز	جامعة أدرار
الأستاذ: حروشي جلول	جامعة أدرار

الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية أدرار  
كلية الآداب والعلوم الإنسانية

تنظم ملتقى وطني حول:  
**أثر أداء البورصة على فعالية  
التمويل في الاقتصاد الجزائري**  
أيام: 25/24 أبريل 2007

**لجنة تنظيم الملتقى****رئيس لجنة التنظيم:**

الدكتور: المصري مبروك عميد الكلية

**أعضاء لجنة التنظيم:**

الأستاذ: الليل أحمد  
الأستاذ: جعفري أحمد  
الأستاذ: مداحي عثمان  
الأستاذ: حروشي جلول  
الأستاذ: قالون جيلالي  
السيد: باسة عبد النبي

الرئيس الشرفي للملتقى

الأستاذ الدكتور: عيسى قرقب مدير الجامعة

رئيس الملتقى:

الدكتور: بومدين محمد جامعة أدرار

**رئيس اللجنة العلمية:**

د. بن عبد الفتاح دحمان جامعة أدرار

### الإشكالية:

تحتل وظيفة التمويل في مختلف الاقتصادات مكانة هامة؛ نظراً لارتباط الاستثمار - باعتباره ركيزة البنيان الاقتصادي ومؤشر فعاليته - بفرص التمويل المتاحة.

تُعرف بعض الاقتصادات باسم اقتصادات المديونية؛ إذ يلعب الجهاز المصرفي دوراً بارزاً في عملية التمويل بها، وه ما يجعل عملية التمويل حينئذ غير مباشرة وذات آثار سواً على الاقتصاد ككل أو على مستوى الجهاز المصرفي ذاته، وكذا على مستوى الممولين.

إن الاقتصادات التي يشار إليها باعتبارها متقدمة نجدها في الغالب تعتمد على التمويل المباشر؛ وهو ما يجعلها تُعرف باسم اقتصادات الأسواق.

المالية، ويتم هذا النوع من التمويل على مستوى هيكل مالي يطلق عليه اسم البورصة. وفي ظل التحولات التي عرفها الاقتصاد الجزائري بداية من التسعينات تم إنشاء بورصة الجزائر، إلا أنه يُسجل عليها ضعف المنتجات المالية بها، وكذا عدم قدرتها على تعبئة مدخرات القطاع الخاص لتسيطر على تعاملاتها منتجات مالية محدودة ومعدودة.

ضمن هذا النقاش نحاول طرح الإشكال التالي: **كيف يُمكن تفعيل بورصة الجزائر وتمكينها من أداء دورها التمويلي؟**

### محاور الملتقى:

**أولاً:** اقتصادات المديونية واقتصادات الأسواق المالية (الخصائص والمزايا)،

**ثانياً:** ماهية البورصة، والمنتجات البورصية،

**ثالثاً:** أسس وتقنيات الدخول إلى البورصة،

**رابعاً:** البورصة وتعبئة الإدخار،

**خامساً:** دور البورصة في عملية الخوصصة،

**سادساً:** نماذج من البورصات العربية النشطة، والأسواق الناشئة،

**سابعاً:** موقع البورصة في عملية الإصلاح المالي بالجزائر

**ثامناً:** واقع المنتجات البورصية في الجزائر،

**تاسعاً:** آفاق البورصة ومستقبلها في الجزائر.

### معلومات مهمة:

• تحرر المشاركات بـ: Word 97، وترسل على شكل ملف RTF باستعمال العنوان الإلكتروني للملتقى المبين أدناه.

• تحرر المشاركات بخط Simplified Arabic حجم 14 أسود عادي بالنسبة للنص العربي وبخط Times New Roman بالنسبة للنص اللاتيني؛ على أن يكون الفراغ بين الأسطر (Espacement): 01.

• عدد كلمات نص المشاركة: 2664 كلمة على الأقل و4440 كلمة على الأكثر.

• يُمكن تحرير المشاركة باللغة العربية أو الفرنسية أو الإنجليزية.

• يجب إرفاق المشاركة بمستخلص باللغة العربية إن كانت محررة باللغة الأجنبية.

• على المشارك إرسال معلومات بطاقة المشاركة أدناه مع ملخص المشاركة.

الهاتف:.....  
 الفاكس:.....  
 عنوان المداخلة:.....  
 المحور:.....  
 الوسائل المتطلبة لعرض المداخلة:.....

### برنامج الملتقى

برنامج اليوم الأول: الثلاثاء 24 أبريل  
 2007

#### الفترة الصباحية:

الافتتاح الرسمي: 08:30-09:20

- الافتتاح بآيات قرآنية والاستماع للنشيد الوطني.
- كلمة السيد عميد الكلية.
- كلمة السيد ممثل الوفود.
- كلمة السيد مدير الجامعة.
- كلمة السيد رئيس اللجنة العلمية للملتقى.

• آخر أجل لاستقبال ملخصات المشاركات يوم:  
 03 فيفري 2007.

• لا يُرسل النص الكامل للمداخلة إلا بعد إبلاغ المشارك بموافقة اللجنة العلمية للملتقى على الملخص المرسل.

• بداية الرد على قبول الملخصات يوم: 15  
 فيفري 2007.

• آخر أجل لاستقبال النص الكامل للمشاركة يوم:  
 06 مارس 2007.

• بداية الرد على القبول النهائي للمشاركة يوم:  
 15 مارس 2007.

#### وسائط الاتصال:

المراسلات تكون باسم رئيس اللجنة العلمية عبر  
 الوسائط أدناه:

\*الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية بأدرار ولاية  
 أدرار 01000

E-mail:Semibourse@yahoo.fr \*

E-mail:Adrarcoll@maktoob.com

\*الفاكس: 049.96.75.71

\*الهاتف: 049.96.63.83 /049.96.75.69

#### بطاقة المشاركة:

اللقب:.....  
 الاسم:.....  
 الوظيفة:.....  
 لدرجة العلمية:.....  
 المؤسسة:.....  
 العنوان الإلكتروني:.....

**الجلسة الأولى: 09:30-11:30 رئيس الجلسة: د. بومدين محمد**

أ.د قدي عبد المجيد (جامعة الجزائر)	الإصلاح المالي في الجزائر بين منطق اقتصاديات الاستدانة ومنطق اقتصاديات الأسواق المالية
د. بودي عبد القادر (المركز الجامعي بشار)	ماهية بورصة الأوراق المالية
د. حمليل صالح (جامعة أدرار)	بورصة القيم المنقولة في القانون الجزائري
أ. الليل أحمد (جامعة أدرار)	التنظيم الهيكلي للبورصة في التشريع الجزائري
أ. أقاسم عمر (جامعة أدرار)	فعالية البورصة ووظائفها بالنسبة للاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي

**الفترة المسائية:****الجلسة الثانية: 16:00-17:30<sup>1</sup> رئيس الجلسة: د. عز الدين يحي**

د. مفتاح صالح (جامعة محمد خيضر بسكرة)	دور بورصة الأوراق المالية في دعم مسار الخصوصية
أ. مداحي عثمان (جامعة أدرار)	الوظائف الاقتصادية للبورصة ومنتجاتها
أ. بوعزة عبد القادر (جامعة أدرار)	إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر
أ. أقاسم حسنة (جامعة أدرار)	تمويل المؤسسات عن طريق سوق رأس المال
أ. بحماوي عبد الله (جامعة أدرار)	ماهية سندات الدين في التشريع الجزائري

**الجلسة الثالثة: 17:30-19:15<sup>2</sup> رئيس الجلسة: د. عمري محمد**

Prof. Benhalima Ammour (Université d'Alger)	LES CONDITIONS DE DEVELOPPEMENT DU MARCHE FINANCIER EN ALGERIE
أ. بورقبة شوقي (جامعة حيجل)	دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية
أ. بن زيطة عبد الهادي <sup>3</sup> (ولاية أدرار)	التنظيم القانوني للبورصة ومدى فعاليته في أدائها لدورها التمويلي
أ. مزاولي محمد (شركة سونلغاز بأدرار)	الاختصاص الجزائري للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الجزائر
د. دباغ محمد (جامعة أدرار)	الأحكام الفقهية لمعاملات سوق البضائع الآجلة (بورصة العقود)

4

1 بمشاركة أ. بوسهمين أحمد أستاذ مساعد المركز الجامعي بشار.

2 بمشاركة أ. بن اسماعيل حياة، أ. السبتي وسيلة (أستاذ مساعد مكلف بالدروس جامعة بسكرة، أستاذ مساعد جامعة باتنة).

3 مداخلة مشتركة مع: أ. كبير سمية أستاذ مساعد مكلف بالدروس جامعة الجزائر.

4 بمشاركة د. بوزار شبيحة أستاذ محاضر جامعة تيزي وزو.

## برنامج اليوم الثاني: الأربعاء 25 أبريل 2007

## الجلسة الرابعة: 08:30-10:15 رئيس الجلسة: د. بن عبد الفتاح دحمان

تطورات أداء البورصات العربية في ظل العولمة المالية - رؤية مستقبلية-	د. عبيرات مقدم (جامعة الأغواط)
السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية وإمكانية الاستفادة منها.	د. بلعزوز بن علي <sup>2</sup> (جامعة الشلف)
واقع البورصات العربية الناشئة	أ. بوكار عبد العزيز (جامعة أدرار)
انهيار السوق المالي السعودي عام 2006 - دورس وعبر- مع الإشارة إلى حالة "شركة بيشة لتنمية الزراعية"	أ. يوسفات علي <sup>3</sup> (جامعة أدرار)
فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة بين الجزائر تونس والمغرب	أ. بن العارفة حسين (جامعة أدرار)

## استراحة: 10:15-10:30

## الجلسة الخامسة: 10:30-12:15 رئيس الجلسة: د. المصري مبروك

تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخصخصة.	د. رزيق كمال (جامعة سعد دحلب-البلدية-)
بورصة الجزائر وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار	أ. حروشي جلول <sup>4</sup> (جامعة أدرار)
النظام القانوني لأسهم شركة المساهمة	أ. فتاحي محمد (جامعة أدرار)
أنظمة المعلومات ودورها في فعالية التمويل داخل البورصة	أ. بن الدين امحمد (جامعة أدرار)
البورصة ودورها في تداول الأوراق المالية	أ. بن عمارة صبرينة (جامعة أدرار)

1 مداخلة مشتركة مع: أ. عجيبة محمد أستاذ مساعد، بن نوي مصطفى أستاذ مساعد (جامعة الأغواط).

2 بمشاركة أ. بلقندوز عبد الكريم أستاذ مساعد جامعة الشلف.

3 مداخلة مشتركة مع: د. بلقندوز مصطفى أستاذ التعليم العالي، أ. حليمي وهيبة (جامعة تلمسان).

4 مداخلة مشتركة مع: أ. بن عمور سمير أستاذ مساعد المركز الجامعي المدية.

**الفترة المسائية:****الجلسة السادسة: 16:00-18:00 رئيس الجلسة: د. سرير ميلود**

أ.د. براق محمد (المدرسة العليا للتجارة الجزائر)	بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها
أ.د. جبار محفوظ (جامعة سطيف)	بورصة الجزائر: الواقع والآفاق
د. بن عبد الفتاح دحمان (جامعة أدرار)	البورصة كآلية تمويل في برامج الإصلاح الاقتصادي بالجزائر
أ. حوتية عمر (جامعة أدرار)	دور كفاءة الأسواق المالية في نمو الاستثمار الخاص
أ. هلاي أحمد (جامعة أدرار)	بورصة الجزائر بين الانهيار والازدهار

**اختتام أشغال الملتقى: 18:00-18:30**

يوم الخميس 26 أبريل 2007:

- جولة مفتوحة في مدينة أدرار \* خلال الفترة الصباحية\*.

- توديع الوفود.





## الإصلاح المالي في الجزائر بين منطقتي اقتصاديات الاستنادة ومنطق اقتصاديات الأسواق المالية

الأستاذ الدكتور: قدي عبد المجيد  
أستاذ التعليم العالي - جامعة الجزائر

### مدخل:

تمر الاقتصاديات في سيرها بمجموعة من الأزمات والمشاكل التي تستدعي الإصلاح من حين لآخر. وإذا كان الإصلاح ليس مجرد مفهوم اقتصادي، فإنه بالإضافة إلى ذلك مفهوم ديناميكي متحرك يعبر عن الجهد المبذول في سبيل تغيير أوضاع قائمة بتحديد أهداف يراود إدراكها، انطلاقاً من أرضية معيارية وخلفية مذهبية معينة. وتحتوي عملية الإصلاح على تغييرات جذرية في منهج الدولة السياسي والاقتصادي والاجتماعي، بحيث تشمل هذه العملية على ديمقراطية سياسية وحرية اقتصادية تقود إلى إحداث تغيير في سلوك الأفراد والمؤسسات.

### 1- الإصلاح النقدي أم العيني أيهما

#### الأول؟

يتكون الاقتصاد من دائرتين:

- الدائرة الحقيقية أو العينية والتي تتكفل بإنتاج السلع والخدمات،
- الدائرة المالية والنقدية والتي تضمن تمويل الاقتصاد.

يستهدف الإصلاح الاقتصادي كلا الدائرتين، إلا أن ثمة نقاشاً وجدالاً يطرح في أكثر من بلد حول أي الدائرتين أولى بالإصلاح من حيث الأسبقية. وتجارب الدول في هذا المجال عديدة، فمنها من بادر إلى إصلاح الدائرة النقدية

والمالية مؤجلاً إصلاح الدائرة العينية باعتبار الأولى إحدى مكونات المحيط الذي تعمل فيه الثانية ووسيلة تفاعل تضمن استمرار عملية الإنتاج وتوسعها. وهناك من الدول من بادر إلى إصلاح الدائرة العينية مؤجلاً إصلاح الدائرة النقدية والمالية.

يعتمد الإصلاح النقدي والمالي على محورين:

- أ- المحور الأول: ويتعلق بتطوير الأنظمة المصرفية، من خلال:
  - التقيد بمعايير لجنة بازل حول الأداء المصرفي،
  - الابتعاد عن الإئتمان الموجه،
  - أبعاد الخزينة العمومية عن النظام المصرفي،
  - إدارة السياسة النقدية عن طريق الأدوات غير المباشرة،
  - تحرير أسعار الصرف،
  - إصلاح ومراجعة الإطار القانوني والتنظيمي لعمل المصارف،
  - إعادة هيكلة المصارف العمومية بإعادة رسميتها وتأهيلها.
- ب- المحور الثاني: ويتعلق بالانتقال من اقتصاديات المديونية نحو اقتصاديات الأسواق المالية، من خلال:
  - الفصل بين السوق البنكية للبنوك وباقي الأسواق النقدية والمالية،
  - العمل على تحسين كفاءة الأسواق المالية.

## 2- منطق الإصلاحات الاقتصادية في

الجزائر:

اتجهت الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر في نهاية الثمانينات من القرن العشرين وبداية التسعينات إلى الاهتمام بالمؤسسة الاقتصادية المنتجة للسلع والخدمات. وهذا من خلال إعادة النظر في أساليب تسييرها وتنظيمها. وهذا عن طريق تمكينها من أخذ أشكال قانونية جديدة مثل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات بالأسهم، وإعطائها الاستقلالية في التسيير وفصلها عن الوصاية المباشرة للوزارات. حتى تتمكن المؤسسة من التكيف مع منطق وآليات السوق.

وكان الهدف من ذلك إحداث قطيعة مع منظومة الاقتصاد المخطط المركزي وإعادة الدولة للقيام بوظائفها التقليدية في الضبط الاقتصادي وتنظيم الحوار الاقتصادي.

ولقد كانت هذه الإصلاحات مدفوعة بالأوضاع الاقتصادية السائدة آنذاك والناجمة عن انهيار أسعار النفط، مما جعل الخزينة العمومية غير قادرة على تمويل الكثير من الأنشطة الاقتصادية في ظل تفاقم العجز الموازي من جهة والاتجاه المتزايد نحو الاستدانة الخارجية من جهة ثانية.

ولقد تم الاتجاه نحو المؤسسة العمومية كونها من جهة أداة لخلق الثروة وتوليد مناصب الشغل، ومن جهة ثانية كونها مستقطبة للكثير من الموارد المالية سواء في شكل مساعدات استغلال ( دعم أسعار) أو إعانات في سبيل البقاء والاستمرار ومن ثم المحافظة على مناصب الشغل. وهذا ما جعل الاهتمام بالمنظومة المالية والمصرفية متأخرا.

والمفارقة هي أنها إحدى مكونات المؤسسة. ومن ثم فإن طريقة تسييرها وأدائها لهما أثر مباشر عليها.

إن إصلاح المؤسسة العمومية لم تكن له آثار إيجابية على نتائجها الأمر الذي جعل البنوك - كونها عمومية-تمول مؤسسات غير ناجعة. ومن ثم فإن منطق دراسة الجدوى وملاءة المؤسسة غير مطروح لديها أصلا كونها ليست مهددة بالإفلاس، حتى وإن كان ذلك ممكنا من الناحية النظرية.

## 3- معالم إصلاح النظام المصرفي في

الجزائر:

إن المسعى الذي بادرت به الجزائر في الإصلاح الاقتصادي هو إعطاء الأولوية لإصلاح الدائرة العينية عن طريق المحاولات المختلفة لإصلاح المؤسسات العمومية، سواء كان ذلك عن طريق اعتماد برامج إصلاح ذاتية أو عن طريق برامج إصلاح مدعومة من قبل المنظمات الدولية. وبهذا نفسر تأخر ظهور قانون النقد والقرض إلى سنة 1990 في حين صدر القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية في سنة 1988.

وبالرغم من تأخر صدور القانون المتعلق بالنقد والقرض إلا أنه اعتبر في وقته بحق ثورة مصرفية، ذلك أنه سعى إلى إصلاح النظام المصرفي على أكثر من صعيد، من بينها:

- إعادة الاعتبار لدور البنك المركزي، وتأهيله لإدارة السياسة النقدية بشكل تقليدي وكلاسيكي؛

- منح بنك الجزائر الاستقلالية في إدارة السياسة النقدية، باعتبار الاستقلالية إحدى ضمانات مصداقية السياسة النقدية، وأحد العوامل المساعدة

على الاقتصاديات، مثل تهديد استقرار النظام المصرفي نتيجة فقدان الثقة لأن كفاءة البنوك ونجاحها يتوقفان على السمعة والمصداقية. وهكذا حرصت المنظمات الدولية على ادماج البنوك في استراتيجية مكافحة غسل الأموال لمنعها - أي البنوك - من أن تكون وسيلة في يد المجرمين لتبييض الأموال القذرة. وهذا بتعزيز قدرات الرقابة المصرفية وإنشاء أنظمة للاستعلام المالي تكون البنوك طرفا فيها، فضلا عن تبادل المعلومات مع الهيئات المعنية بمحاربة الظاهرة.

لقد أسفرت برامج الاستقرار والتعديل الهيكلي المبرمة مع المنظمات الدولية عن التزام الحكومة بمجموعة من الإجراءات ذات الطابع النقدي والمالي. وهكذا نسجل الإلتزام ابتداء من سنة 1994 بما يلي:

- استخدام الأدوات غير المباشرة للتعديل النقدي وبموجب ذلك تمت العودة إلى معدل الاحتياطي الإجباري،
- اعتماد سوق بين البنوك لتحديد سعر صرف الدينار الجزائري بعد تخفيضه أولا بنسبة 47 بالمائة، وفق منطق العودة إلى حقيقة الأسعار،
- الحد من التوسع النقدي بوضع القيود على لجوء الحكومة إلى بنك الجزائر لتمويل العجز الموازني،
- إعادة تمويل البنوك التجارية العمومية، وإعادة تحويل الحقوق المصرفية غير المنتجة إلى سندات خزينة،

على تركيز أهداف السياسة النقدية حول هدف الاستقرار واستهداف التضخم؛

- الفصل بين دور الدولة كمالك لرأس المال البنوك العمومية وبين ضرورات التسيير وفق قواعد السوق؛

- فسح المجال أمام البنوك الخاصة والأجنبية للتشكل والعمل بما يعزز المنافسة بين البنوك،

- إعادة هيكلة البنوك العمومية لكي تصبح قادرة على القيام بالعمليات المصرفية بشكل سليم وفق قواعد المتاجرة بالاعتماد على مبدأ العائد والمخاطرة. وهكذا تمت إعادة رسملة البنوك.

مثل هذه الاعتبارات ما فتئت تواجه تحديات تفرزها تطورات البيئة العالمية وتطورات العمل المصرفي، من بينها:

- اتجاه البنوك نحو الشمولية والابتعاد عن التخصص، وتوسع محفظة النشاط المصرفي،
- تطور الصناعة المصرفية بظهور المنتجات المصرفية الجديدة بما فيها النقود الالكترونية،
- اتجاه البنوك نحو الاندماج تحت دوافع عديدة مثل تحقيق وفورات الحجم، النمو والتوسع، زيادة القدرة على المنافسة الدولية أو زيادة القدرة على مواجهة المخاطر. ولقد قادت حركة الاندماج المصرفي إلى ظهور وضعيات احتكارية أو شبه احتكارية وتركز في الصناعة المصرفية قد يؤدي إلى الحد من الاختيارات المتاحة أمام الزبائن،

- اعتبار البنوك قناة لبعض الجرائم الاقتصادية مثل تبييض رؤوس الأموال. وبالتالي ضرورة انخراط البنوك في مكافحة هذه الظاهرة لما لها من مخاطر وانعكاسات

هذا الوضع دفع السلطات النقدية إلى تبني الصرامة في اعتماد البنوك الخاصة من خلال رفع سقف رأس المال الأدنى المطلوب للممارسة المصرفية إلى مليارين وخمسمائة مليون دينار جزائري، وهذا بموجب النظام 04-01 الصادر في مارس 2004. وإعطاء مهلة للبنوك القائمة مدتها سنتان لتوفيق أوضاعها مع هذا النظام. ولقد كانت هذه البنوك عاجزة عن الوفاء بهذا المطلب. وفي إطار تعزيز الأمن المالي تم تحديد معدل الأموال الخاصة والموارد الدائمة بمستوى لا يقل عن 60 بالمائة.

- لم يؤد فتح رأس مال بعض البنوك العمومية إلى الإقبال على شرائها أو المساهمة فيها من قبل المتعاملين الأجانب، وهذا لاعتبارات تتعلق بتقييمهم السلبي لمناخ الأعمال في الجزائر من جهة، ولشكوكهم في قدرات هذه البنوك من جهة ثانية.

- في ظل تعثر عملية خوصصة المؤسسات العمومية لم تتم المبادرة إلى خوصصة البنوك العمومية وبقاء الجهاز المصرفي مهيمنا عليه بالقطاع العام، إذ بالرغم من بلوغ شبابيك البنوك 1183 عام 2004، نسجل منها 90 بالمائة شبابيك للبنوك العمومية، و92 بالمائة من النشاط المصرفي تقوم به البنوك العمومية.

- بروز بعض الشك في مدى قدرة بنك الجزائر على مراقبة أداء الجهاز المصرفي الجزائري بعد فضائح بعض البنوك الخاصة، وهو الأمر الذي استدعى مراجعة قانون النقد والقرض بموجب الأمر 03-11. وتم في هذا الأمر التركيز على الضمانات وتدقيق مهام اللجنة المصرفية في مجال المراقبة. إلا أن هذه المراجعة اعتبرت من قبل

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية، وهذا بتشكيل سوق للأوراق المالية ووضع هيئة لمراقبة عمليات البورصة،  
- إعطاء صندوق التوفير والادخار صفة البنك المتخصص في القروض العقارية في ميدان السكن.

#### 4 - مشاكل النظام المصرفي الجزائري بعد

##### الإصلاح:

لقد أسفرت الإصلاحات الاقتصادية المدعومة في الجزائر عن تحقيق بعض النجاحات تمثلت في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وإرجاع الاقتصاد الجزائري إلى حالة من النمو الاقتصادي عبرت عنها معدلات النمو المختلفة المحققة خلال السنوات الماضية.

#### الجدول رقم 01: معدلات النمو

##### الاقتصادي في الجزائر للفترة 2000-2004

السنة	2000	2001	2002	2003	2004
معدل النمو	2.4	2.1	4.7	6.9	5.2

المصدر: Banque d'Algérie, Rapport Annuel, 2004, p163.

بالرغم من كل هذا وجد النظام المصرفي الجزائري نفسه أمام مفترق طرق مطبوع بمجموعة من الملاحظات، أهمها:

- إن تجربة البنوك الخاصة كانت محل شك وحذر شديدين، نتيجة التجارب الفاشلة لبعض البنوك بشكل قاد اليوم إلى غياب كلي للبنوك الخاصة الجزائرية عن المشهد المصرفي نتيجة حلها، وأعلانها الانسحاب من النشاط المصرفي.

44	42.6	43.5	31.3	29.4	القطاع الخاص
00	00	00	00	00	الإدارة
100	100	100	100	100	المجموع

المصدر: Banque d'Algérie, Rapport Annuel, 2004, p175

ولا ينسجم هذا التوزيع للقروض مع مساهمة القطاعات في الناتج المحلي الخام خارج المحروقات.

الجدول رقم 03: تطور بنية الناتج المحلي الخام حسب القطاعات القانونية ما بين 2000-2004

السنة	2000	2001	2002	2003	2004
القطاع العام	25.2	23.6	23.12	22.9	21.8
القطاع الخاص	74.8	76.4	76.9	77.4	78.2

المصدر: Ministère des petites et moyennes entreprises et de l'artisanat. Bulletin du secteur de la PME et de l'artisanat, 2005, p47.

ويمكن أن نستشف من ذلك أن المشكلة الأساسية التي تعاني منها البنوك هو عدم قدرتها على التحلي عن ذهنية وعقلية ضرورة أن تكون في خدمة القطاع العام لا غير، بعيدا عن معايير المردودية والقدرة على التسديد.

- بالرغم من مرور أكثر من خمسة عشر عاما على صدور قانون النقد والقرض، إلا أن هناك بعض الآليات الرقابية في مجال المخاطر قد تم

بعض المحليين تراجعوا عن استقلالية بنك الجزائر بعد أن تم التحلي عن تحديد مدة تعيين محافظ بنك الجزائر ونوابه.

- إن مسألة استقلالية السلطة النقدية مسألة هامة في الأداء المصرفي. فلقد أدى التدخل السياسي في عملية التنظيم والرقابة في المجال المصرفي في دول جنوب شرق آسيا في الفترة 1997-1998، إلى تأخر إدراك حدة الأزمة وتأخير اتخاذ الإجراءات اللازمة، ومن ثم تعميق الأزمة في نهاية المطاف.

- وجود اختلال كبير في تعامل البنوك مع القطاعات الاقتصادية. فرغم فائض السيولة لدى البنوك بحيث بلغت الموارد المالية لديها سنة 2004 مستوى 2299.3 مليار. ج بزيادة مقدارها 71 بالمائة عن سنة 2001، يمثل هذا المبلغ 37.62 بالمائة من الناتج المحلي الخام، وهذا في الوقت الذي بقيت فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تشكو من ضعف التمويلات الممنوحة. ربما يعود ذلك إلى ضعف الضمانات لدى المؤسسات. كما نلاحظ هذا الاختلال في التعامل بين القطاع العام والقطاع الخاص، وهذا من خلال بنية القروض المقدمة للاقتصاد.

الجدول رقم 02: تطور بنية القروض المقدمة للاقتصاد حسب القطاع العام والخاص بين 2000-2004

السنة	2000	2001	2002	2003	2004
القطاع العام	70.6	68.6	56.5	57.3	56

-عدم التزام بعض البنوك ومنها العمومية) قضية شركة تونيك) بعدم تركيز المخاطر نتيجة عوامل سياسية وضغوطات..... وكلما زاد تركيز المخاطر كلما ازداد احتمال حدوث الخسائر. والأسلوب التقليدي المعتمد في ذلك هو تحديد حجم التزامات الزبون الواحد أو مجموعة من الزبائن كنسبة من حجم رأسمال البنك، أو تحديد حجم استثمارات البنك في قطاع معين.

- عدم قدرة البنوك الجزائرية - إلى حد الآن - على التكيف مع تكنولوجيا الإعلام والاتصال، فلقد أدت زيادة تقديم الخدمات المصرفية التقليدية أو الجديدة عبر استخدام وسائل الاتصال الالكترونية المفتوحة إلى بروز أنواع جديدة للممارسة المصرفية، تدعى الصيرفة الإلكترونية. وكان من افرازات ذلك حاجة البنوك إلى العمل على شبكات الانترنت كون البنوك في حاجة إلى معلومات عن زبائنها والمنافسة وكذلك الأوضاع الاقتصادية. ولقد ساهمت هذه التكنولوجيا في تطوير وتنويع المنتجات المصرفية من جهة وتنويع أسواق البنوك من جهة ثانية.

ولقد طرح هذا المنحى مشكلتين أمام البنوك الجزائرية:

- افتقار العديد منها إلى الموارد البشرية المؤهلة لإدارة هذا النوع من العمليات وإدارة المخاطر المرتبطة بها.
- زيادة احتمال حدوث عمليات الاحتيال المالي نتيجة صعوبة وتعقد الأساليب المعتمدة في التأكد من هويات الزبائن.

إقرارها بموجب هذا القانون، إما أنها لم تنطلق بصفة جدية أو أنها انطلقت متأخرة منها:

\*مركزية الميزانيات التي يعترف محافظ بنك الجزائر في عرضه أمام البرلمان في نوفمبر 2005 أنها لازالت في مرحلة التجارب والاختبارات ومرحلة التقديم الإعلامي على مستوى البنوك والمؤسسات المالية،

\*مركزية المخاطر التي يبدو أنها لم تنطلق إلا مع بداية الألفية الثالثة، حتى وإن عكست تطورا في مستوى وحجم تصريحات البنوك بحيث انتقلت التصريحات من 17502 تصريح سنة 2002 إلى 24816 تصريح سنة 2004،

\*مركزية عوارض الدفع، وهي عبارة عن آلية لرصد الشيكات بدون رصيد أو ذات الأرصدة غير الكافية. ولقد بين أداء هذه المركزية الحجم الكبير للزبائن الممنوعين من إصدار الشيكات الذي وصل إلى 5805 سنة 2004. وهذا من شأنه تعزيز مصداقية الشيك كوسيلة آمنة للدفع.

-عدم قدرة الكثير من البنوك على الالتزام بالمعايير المصرفية المحددة في القانون. إذ يسجل محافظ بنك الجزائر أنها تعاني من نقائص في ميدان:

- \* التطابق مع التنظيم المصرفي
- \* الانطلاق في نشاطها
- \*الخزينة
- \* التحكم في التسيير والرقابة الداخلية
- \*مدى احترام القواعد الاحترازية
- \*التصريح في المواعيد المحددة
- \* نشر الحسابات السنوية في مواعيدها

المحددة.

**5 - ظروف وشروط السوق المالية في****الجزائر:**

لقد تم تكوين السوق المالية للجزائر بطريقة منظمة بعد صدور المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق بسوق القيم المتداولة بتأسيس بورصة الجزائر. ولقد حددت شروط القيد فيها على النحو التالي:

- أن تكون القيم مصدرة من قبل شركة أسهم،
- أن تكون الأسهم موزعة على الأقل على 100 حامل
- أن يكون الحد الأدنى لرأس المال الشركة موضوع القيد على الأقل 100 مليون دينار
- أن يتم نشر الوضعية المالية للمؤسسة للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة
- تقديم مجموعة من البيانات تحدد لها لجنة مراقبة عمليات البورصة
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباحا في الدورة المحاسبية السابقة للقيد في البورصة
- أن تخضع لتقييم أصولها من قبل خبير محاسبي وأن يكون هذا التقييم موضوع تقرير بذلك
- أن يكون لدى المؤسسة هيئة رقابة داخلية.

**6- وضعية بورصة الجزائر:**

تعتبر شركة سوناطراك من أولى الشركات التي أنشأتها السلطات العمومية بعد الاستقلال في مجال المحروقات والذي كان تحت هيمنة السلطات الفرنسية. وذلك قصد النهوض بالاقتصاد الوطني ونظرا لكون قطاع المحروقات هو مرتكز الاقتصاد

الجزائري ، وهو تحت رقابة شركة سوناطراك سعت هذه الأخيرة إلى إطلاق قرض سندي قيمته 5 ملايين دينار جزائري عبر بورصة الجزائر كعملية بيداغوجية للجمهور الجزائري في كيفية التعامل مع البورصة.

حيث تمّ في شهر أكتوبر 1999 تسعير سند سوناطراك و تداوله في البورصة على امتداد خمس سنوات بنسبة فائدة تقدر بـ 13% . وقد تم تقسيم هذا القرض السندي إلى 115000 سند على النحو التالي:

- 25000 سند بقيمة 100000 دج
- 40000 سند بقيمة 50000 دج.
- 50000 سند بقيمة 10000 دج

ولقد كان رد فعل الجمهور الجزائري ايجابيا، حيث تفاعل مع هذا القرض بالإقبال على شرائه. وكانت شركة مركب الرياض سطيف من بين المؤسسات الناجحة في السوق الجزائري. ولهذا سعت للقيد في البورصة بطرحها للبيع 1 مليون سهم بمبلغ 2300 دج للسهم الواحد في إطار خوصصة جزئية قصد رفع رأس مال هذه الشركة. ومن المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر مؤسسة صيدال المتخصصة في الصناعة الصيدلانية حيث تقوم بإنتاج وتسويق عددا كبيرا من المنتجات للاستهلاك البشري.

حيث حصلت على تأشيرة لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة للدخول للبورصة بتاريخ 24 ديسمبر 1998، بعد استيفاء الشروط المطلوبة حيث حدد السعر العمومي لبيع السهم بمبلغ 800 دج، لعدد من الأسهم يصل 250 ألف سهم.

طرف بنك الجزائر بما في ذلك إمكانية تحويل الأرباح .

#### 7- عوائق تطور البورصة في الجزائر:

يعود عدم تطور البورصة في الجزائر إلى مجموعة من العوائق من أبرزها:

- حادثة الأداة والخوف منها، خاصة وأن التعامل مع البورصة يفرض شفافية البيانات، مما يسمح لإدارة الضرائب بمراقبة أفضل للنشاط الاقتصادي ومنه التهرب الضريبي.

- الاعتياد على حماية الدولة ، ومن ثم الخوف من المخاطرة. يغذي ذلك عدم رغبة العائلات في توظيف مدخراتها، وهذا ما يؤثر عليه ضعف تداول أسهم الشركات المقيدة حاليا.

- ضعف الدخل الفردي ذلك أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الفردي وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة ، فارتفاع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الاستثمار في البورصة.

- تقليدية تمويل النفقات العمومية بالاعتماد شبه الكلي على الجباية دون الالتفات إلى البدائل التمويلية الأخرى، من ذلك اللجوء إلى الادخار العمومي لأن القرض الممنوح للدولة من قبل الجمهور يتمتع بضمانة أكبر من القروض الممنوحة للشركات.

- سيطرة الطابع العائلي على المؤسسات مما يجعلها غير مؤهلة أصلا للقيود في البورصة.

- ضعف أداء الجهاز المصرفي لأن الجهاز المصرفي عامل أساسي في نمو الأسواق المالية

ويعتبر فندق الأوراسي المؤسسة الثالثة المقيدة في بورصة الجزائر بعد فتح رأسماله وطرح جزء منه للبيع.

وقصد تفعيل بورصة الجزائر قررت السلطات العمومية خلال السداسي الثاني لسنة 2005 طرح 11 مؤسسة عمومية تنتمي لست شركات تسيير ومساهمة للقيود في بورصة الجزائر على دفعات.

هذه المؤسسات هي كالتالي:

- موانئ سكيكدة - وأرزويو - وبجاية
- فندق الجزائر
- الهيئات الوطنية للمراقبة التقنية للبناء بالوسط والشرق والغرب
- بالإضافة إلى مصانع للإسمنت مثل: " مصنع عين الكبيرة "
- المؤسسة الوطنية للغازات الصناعية.

إلا أنه سرعان ما تم التخلي على هذا المسعى، وعرض المؤسسات المعنية للبيع عبر مناقصات دولية خارج البورصة ولا زالت هذه العملية قيد الإنجاز.

الملاحظة التي يمكن تسجيلها هو أن القطاع الخاص متردد ومتحفظ في الدخول إلى البورصة. كما تسعى السلطات العمومية إلى تحديث بعض الآليات والميكانيزمات المرتبطة بتسيير البورصة مثل إدخال التسعيرة الإلكترونية ضمانا لاحترام المعايير الدولية، والسماح للمؤسسات والشركات الأجنبية والمستثمرين الأجانب بالمساهمة في البورصة على خلفية الأنظمة المعتمدة من



تتطور بورصة الجزائر وتفتح على التحولات العالمية في هذا المجال، و ما لم تستطع البنوك الجزائرية مرافقة هذه الاستثمارات لضمان تمويلها وتقديم الخدمات المواتية لها.

حيث تساهم في تعبئة الادخار وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع وكذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية والطلب الحقيقي عليها .

## خاتمة:

إن ثمة جهودا مبذولة من أجل عصرنة النظام المصرفي الجزائري، كاصلاح نظام الدفع للمبالغ الكبيرة ووضع نظام للانداز المبكر يسمح بكشف صعوبات البنوك قبل حدوث الأزمات. كما أن السياسة النقدية المنتهجة استطاعت التحكم في مستويات مقبولة للتضخم، ومكنت من ضمان استقرار سعر صرف الدينار. كما أن المجاميع النقدية تنمو بمعدلات معقولة. إلا أن هذا غير كاف بالنظر إلى المكانة المتأخرة التي تحتلها البنوك الجزائرية ضمن البنوك العربية، فضلا عن كون الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة يؤدي إلى خلق مناخ متسم بالتحريم المالي، وهو ما يشكل تهديدا حقيقيا للبنوك الجزائرية أمام تنامي توطين فروع البنوك الأجنبية في الجزائر والتي وصلت إلى ستة فروع إلى حد الآن فضلا عن مكاتب الربط لبعض البنوك الأجنبية الأخرى.

إن الاعتماد شبه الكلي في تمويل الاقتصاد على البنوك وإهمال تطوير البورصة لايساعد على تنويع أشكال التمويل، ولا يسمح للمستثمرين بالحصول على موارد مالية ملائمة لطبيعة الاستثمار .

أن انفتاح الاقتصاد الجزائري أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة يكون غير كاف مالم

## المراجع

- 1- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003.
- 2- -----، "الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر: محاولة تقييمية" في **les cahiers de CREAD**، العدد 61، الثلاثي الثالث 2002.
- 3- حسني علي خربوش، خالد عبد العال الزعبي، محمد عيسى العبادي، "العوامل المؤثرة في درجة الأمان المصرفي الأردني: دراسة ميدانية" في مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والادارة، المجلد 18، العدد 2، سنة 2004.
- 4- مارك كوينتن، مايكل تيلور، هل ينبغي أن تكون الهيئات التنظيمية المشرفة على القطاع المالي هيئات مستقلة، سلسلة قضايا اقتصادية رقم 32، واشنطن: صندوق النقد الدولي، 2004.
- 5- صندوق النقد العربي، دور السلطات النقدية في مكافحة غسل الأموال، ورقة عمل، أبريل 2003.
- 6- محمد لكصاسي، التطورات الاقتصادية والنقدية في الجزائر 2004، تدخل محافظ

بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني،  
نوفمبر 2005.

7- القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض  
الصادر في 14 أبريل 1990.

8- الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض  
الصادر في 26 أوت 2003.

9- Nashashibi k. et autres, Algérie: stabilisation et transition à l'économie de marché, Washington: FMI, 1998.

10- Banque d'Algérie. Rapport annuel 2004.

11- Ministère des petites et moyennes entreprises et de l'artisanat, Bulletin des données économiques du secteur de la PME et de l'artisanat. Année 2005.

ومنه فإن البورصة لها دور رئيسي في تمويل الاقتصاديات، فدراسة الإجراءات والوسائل المستخدمة في هذه السوق، والأدوات المالية فيها من شأنه إحداث مزيدا من مشاركة هذه الأسواق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية .

وعلى هذا الأساس تأتي ورقتنا البحثية لتسليط الضوء على التساؤلات وهي:

ما هو الدور الاقتصادي لأسواق المال (Financial Markets)، وما هي عناصرها؟ ما هي بورصات الأوراق المالية وكيف نشأت، وما دورها في النشاط والنمو الاقتصادي؟ ما هي أنواع البورصات، وما هي منتجاتها؟ كيف يتم قياس كفاءة سوق الأوراق المالية "البورصة"؟

ضمن المحاور التالية :

- 1- الأسواق المالية" المؤسسات المالية .
  - 2-تعريف أسواق الأوراق المالية وأنواعها.
  - 3- دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.
  - 4- أهم مواصفات سوق الأوراق المالية الجيد.
  - 5- تعريف البورصة وأنواعها .
  - 6- المنتجات البورصية .
  - 7- أهم الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية.
- (1) الأسواق المالية" المؤسسات المالية" .**

الأسواق المالية هي مجموعة المؤسسات أو القنوات التي يتناسب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وفقا لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين وتعتبر أيضا مكان التقاء عرض الأموال" المدخرين " بالطلب عليها " المستثمرين " حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي

## ماهية بورصة الأوراق المالية

د.بودي عبد القادر، أبوسهمين أحمد

أستاذ محاضر، أستاذ مساعد

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
- المركز الجامعي بشار-الجزائر.-

[univ\\_ahmed@yahoo.fr](mailto:univ_ahmed@yahoo.fr)

## المقدمة :

تقاس القوة الاقتصادية لدولة ما بقيمة الثروة المتراكمة لديها ومعدل النمو في هذه الثروة من خلال عمليتي الادخار والاستثمار، وتلعب المؤسسات المالية مثل البنوك، وشركات التأمين وشركات الاستثمار، وأسواق المال دورا هاما في تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي لاستثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى تنمير هذه المدخرات وإحداث النمو والتقدم الاقتصادي.

ومن هنا تأتي أهمية دراسة أسواق المال، وخصوصا سوق بورصة الأوراق المالية حيث تلعب هذه السوق دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلا عن أهميته الحيوية لتمويل القطاعات التي توجد لديها عجز في السيولة النقدية.

فالبورصة بحكم وظيفتها الاقتصادية تعتبر صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد والمؤسسات، ففيها تلتقي مصلحة الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال في الإسهام في المشروعات الاقتصادية المختلفة، بالإضافة إلى ذلك فإن البورصة تساعد على توفير الإفصاح والعلانية بالنسبة للمستثمر عن وضع الشركة المالي، وحالة العرض والطلب بالنسبة للأوراق المالية المتداولة وتحديد أسعارها، وبالتالي تلعب البورصة دورا هاما في توزيع المدخرات على المشروعات الاقتصادية، كما تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي في أوقات الرواج والكساد.

## 2-1 تعريف أسواق الأوراق المالية :

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات الرفاه لأفراده .

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

## 2-2 أنواع أسواق الأوراق المالية:

يمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية إلى سوقين , سوق أولي وسوق ثانوي.  
أولاً- السوق الأولي أو سوق الإصدار:

وفيها تصدر الأوراق المالية لأول مرة وتعمل فيها مؤسسات مالية " مصرفي الاستثمار, البنوك , شركات سمسرة الأوراق المالية... " التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزمع إصدارها وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية, كما تقوم بالترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين, ومنه السوق الأولي هو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي. مثال: عندما تعتزم شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام، أو حين تقوم شركة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي.

### ثانياً- السوق الثانوي:

هو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين. مثال: طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها

تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج, إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع "المدخرات" على أفضل استخداماتها "الاستثمارات".

هذا وتشمل أسواق المال على كل من :

المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية, حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات "أفراد وشركات ومنظمات حكومية " لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثماره بنفسها لعدم وجود ملكة الاستثمار أو عدم وجود الوقت والجهد الكافيين للاستثمار وفي المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار ولكن يعوزها المال لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية وهذا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين راجع لعدد أسباب من أهمها :

- أ. عدم معرفة كل طرف للآخر.
- ب. عدم وجود الثقة بين الطرفين .
- ت. الاختلاف حول سعر الأموال.
- ث. الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال.
- ج. الاختلاف حول درجة المخاطرة في الاستثمار.

هذا وتشمل السوق المالي:

1. سوق النقد: وتهتم مؤسساته بالاستثمارات والائتمان قصير الأجل (البنوك التجارية, مؤسسات الادخار والإقراض ..... ) أي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي .
2. سوق رأس المال : ويهتم بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل(وكلاء الاستثمار, شركات التأمين ..... ) ويشمل:

أ- سوق الأوراق المالية: حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول .

ب- سوق آخر يتعامل في غير الأوراق المالية (بنوك الاستثمار, شركات التأمين, البنوك الصناعية ..... ) .

## (2) تعريف أسواق الأوراق المالية وأنواعها.

المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تنسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية.

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي أثراً جديدة. كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

1. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق

قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ. وينقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق:

1. سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.

2. وسوق آخر يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.

3. سوق ثالث ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنتظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.

4. وسوق رابعة وأخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

وتشمل السوق الثانوي أيضاً على نوعين من الأسواق هما:

**1- الأسواق المنتظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تصنعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد وهذا مع ملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى القومي وعلى المستوى الصناعة، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

**2- السوق غير المنتظمة:** يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل. ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

**(3) دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.**

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي تتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق

## (5) تعريف البورصة وأنواعها. 5-1 تعريف البورصة ؟ :

يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم أحد الفرسان البلجيكي، حيث كان هذا الأخير من كبار التجار الأغنياء والسيارة المهيمن في ذلك الوقت، وأسمه " Van Der Bours " وقد عاش هذا التاجر في أواخر القرن الرابع عشر بمدينة " Bruges " البلجيكية إذ كان يجتمع بقصره آنذاك عدد كبير من التجار فيقومون بصفقات تجارية من بيع وشراء، ومنه صارت كلمة بورصة تعني في ذهن أهل ذلك الزمان مكان اللقاءات التجارية .

ومما تجدر الإشارة إليه أنه من أوليات البورصات ظهورا في العالم بورصة مدينة " Anvers " بلجيكا عام 1531 وكذا بورصة أمستردام عام 1608، وفي فرنسا كان أول ظهور للبورصة بمدينة " ليون " العاصمة الاقتصادية للمملكة في القرن السادس عشر، أما بورصة باريس فتأسست في 1826/11/06 في بناية خاصة بها وهي التي تشغلها حاليا، أما بورصة " لندن " فقد ظهرت عام 1773 وذلك تحت ضغط الحاجة الملحة لتحقيق الإحتياجات التمويلية للثورة الصناعية، وفي الولايات المتحدة الأمريكية بدأت البورصة بشارع " وول ستريت Wall Street " بمدينة نيويورك والتي تعتبر أكبر بورصة الأوراق المالية في العالم، فقد بدأ التعامل بها عام 1792 وتسمى الآن بورصة " وول ستريت "، أما في العالم العربي فكان أول ظهور للبورصة في مصر حيث كانت الأولى في الإسكندرية عام 1883 وكانت الأخرى بالقاهرة عام 1890 وكان سبب هذا الظهور المبكر للبورصة في هذا القطر العربي مرجعه التوسع في إنتاج القطن أما بالمغرب العربي فقد ظهرت بورصة المغرب عام 1932 .

ومن البورصة هي سوق منظم تتم فيه عمليات الشراء والبيع وتكون السلعة المتداولة في هذا السوق هي الأوراق المالية، ولا يتم التداول مباشرة بين المستثمر الذي يبيع الأوراق المالية والمستثمر المشتري، وإنما يتم التعامل من خلال وسطاء مؤهلين للعمل في هذا السوق يطلق عليهم شركات السمسرة في الأوراق المالية، كما أن الصفقات لا تتم بصورة منفردة بين السمسار البائع والسمسار المشتري، ولكن تتم من خلال نظام تداول إلكتروني يتلقى جميع أوامر البيع وأوامر الشراء

المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة

2. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة .

3. رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .

4. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي .

5. تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها .

(4) أهم مواصفات سوق الأوراق المالية

الجيد.

يطلق على سوق الأوراق المالية جيدا، ينبغي أن تتوفر فيه بعض السمات والمواصفات منها :

1- **توافر المعلومات والبيانات:** أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة .

2- **توفر السيولة:** وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة (تسمى أيضاً Marketability أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق). وبسرعة محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية .

3- **العمق:** أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري .

4- **انخفاض كلفة التعاملات:** كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.

يفضل المشاركون في السوق أن تتعدّل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول.

**1- الأوراق المالية الممثلة لحقوق الملكية**

**وهي الأسهم:** يمثل السهم حصة في ملكية الشركة المصدرة له، ويتمتع المساهم بحقوق الملكية والتي من بينها الحق في حصة من الأرباح التي تحققها الشركة والحق في مراقبة الإدارة من خلال حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والاقتراع على القرارات الرئيسية الأخرى التي تقدمها إدارة الشركة. وفي حالة تصفية الشركة يحق لحامل السهم الحصول على حصة فيما تبقى من قيمة بيع الأصول بعد سداد جميع ما على الشركة من ديون والتزامات. والأصل أن السهم لا يتم استرداد قيمته من الشركة إلا في حالات محدودة مثل تخفيض قيمة رأس المال أو تصفية الشركة، وفي هذه الحالات قد تختلف القيمة المستردة عن القيمة المدفوعة عند شراء السهم، وهناك تصنيفات عديدة للأسهم. وتحقق ملكية السهم مزايا لصاحبه من بينها :  
- زيادة قيمة الأسهم التي يمتلكها من زيادة نمو الشركة .

- الحصول على توزيعات من أرباح الشركة.  
كما يتعرض المستثمر في الأسهم لبعض المخاطر مثل:

\* مخاطر تقلب أرباح الشركة .

\* مخاطر انخفاض سعر السهم في السوق

**2- الأوراق المالية الممثلة لحقوق الدائنية**

**وهي السندات:** السند في البداية هو عبارة عن صك مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند وهو استثمار يأتي بدخل ثابت أو متغير. حيث يتعهد المصدر بأن يدفع لحامل السند فائدة أو كوبون محدد مسبقاً طول مدة السند وان يرد القيمة الاسمية للسند في تاريخ استحقاقها.

**3- الأوراق المهجنة ذات الطابع المختلط.**

وبفضل تنوع الأوراق المالية داخل البورصة، فإن لها علاقة تقريبا بكل قطاعات النشاط الاقتصادي، وتشكل القيم المتداولة موضوع الإصدار " التعامل الأول " في السوق الأولية، وهي كذلك محل التعامل على مستوى السوق الثانوية " البورصة ".

ومنه يوجد العديد من أنواع الأسهم في البورصة، مثل (الأسهم العادية، والمجانية، والممتازة، وأسهم الخزينة، والمقيدة، وغير المقيدة)، ويمكن التمييز بين كل هذه الأنواع في البورصة كما يلي:

ويقوم بالمقابلة بينها على أساس السعر والكمية المحددة في كل أمر.

**5- 2 أنواع البورصات :**

يمكن التمييز بين ثلاثة أصناف من البورصات هي :

**1. بورصات السلع " البضائع " : وهي**

سوق منظمة متخصصة في بيع وشراء سلع متجانسة لمنتجات طبيعية ذات إستهلاك واسع، بمعنى أنها سوق السلع ذات الطابع الإستراتيجي كالقمح والذرة والأرز والسكر والقهوة.....الخ. ومما يمكن ملاحظته أن التعامل في مثل هذه البورصات إما أن يكون :

**عاجلا:** وتسمى بورصة السلع الحاضرة أو

**أجلا :** وتسمى بورصة العقود.

**2. بورصات القطع والمعادن النفيسة :**

وهذه البورصة عموما تتم فيها عمليات شراء وبيع الوسائل التي بموجبها يمكن تسوية المدفوعات في بلد آخر.

**3. بورصات الأوراق المالية "القيم**

**المتداولة":** وهي سوق منظمة يتم فيها تداول الأسهم والسندات والتي هي عبارة عما تملكه الشركات من الأموال الموظفة في الأصول الثابتة من مباني وأراضي ومعدات إنتاج .

وعملية تداول الأسهم والسندات إما أن تكون:

- بصفة عاجلة وذلك بتسليم الأوراق للمشتري ودفع الثمن للبائع.

- أو بصفة آجلة وهو اتفاق بين البائع والمشتري في الحين على أن يكون موعد تصفية العملية آجلا حسب ما أتفق عليه، ويكون الغرض من هذه العمليات المضاربة، إذ يكون قصد المتعاقدين يقتصر على الاستفادة من تقلبات أسعار هذه الأوراق بين فترة انعقاد العملية إلى عملية التصفية .

**(6) المنتجات البورصية.**

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية، والتي تجعل الادخار في خدمة الأنشطة الاقتصادية لدولة معينة وتكون هذه الأوراق عبارة عن صكوك تعطي شكلا ماديا للحقوق المكتسبة لأولئك الأشخاص الذين قدموا رؤوس أموالهم ومدخراتهم، وتختلف هذه الأوراق حسب الحقوق التي تمثلها كذا حسب خصائصها الاقتصادية وتتكون حاليا من ثلاثة أنواع رئيسية وهي:

يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

#### ب. سندات حكومية:

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى. يضاف إلى ذلك تضائل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة إذا ما اضطرت لذلك.

وعادة ما تنتشر الصحف في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق، مثل تاريخ الاستحقاق، ومعدل الكوبون، والتغير في سعر الشراء عما كانت عليه في اليوم السابق، والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر.

#### 4- أهم الوظائف الاقتصادية لبورصة

##### الأوراق المالية.

تؤدي البورصة دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها، فيمكن حصرها فيما يلي:

1- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار.

أ- **الأسهم العادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحاً.

ب- **الأسهم المجانية:** وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة، والمتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة؛ وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.

ت- **الأسهم الممتازة:** وهي التي تمنح لمالكها حقوقاً إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

ث- **أسهم الخزينة:** هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق بورصة الأوراق المالية، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.

ج- **الأسهم المقيدة:** والقيد عبارة عن تسجيل وتصنيف السهم في البورصات سواء المحلية أو العالمية، وذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد، وذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من عملية القيد هذه.

ح- **الأسهم غير المقيدة:** هي التي تكون غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات العالمية.

خ- **كوبون السهم:** وهو الذي يمثل العائد على السهم، وهذا يعد بمثابة الربح الذي جناه السهم من استثماره في الشركة.

وعلى العكس من هذا لا يوجد عدد كبير بالعديد من أنواع السندات، ويجب هنا التفرقة بين السندات التي يصدرها القطاع الخاص وشركاته والسندات الحكومية؛ حيث يعد الأول بمثابة قرض للاستثمار يضمنه المركز المالي للشركة، والثاني يعد قرضاً بهدف الإنفاق العام وتضمنه الحكومة.

#### أ. سندات تصدرها منشآت الأعمال:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقرض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الاتفاق



6- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة. حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني) والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية؛ وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) وللمشتري (أدنى سعر عرض).

7- إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

ولشكل التالي يوضح أهمية بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد.

### الشكل (01) " أهمية البورصة في الاقتصاد

#### القومي "

أداة فعل غير محدودة في الإقتصاد
جذب الفائض الغير معبأ
توظيف الأموال بفعالية
تدبير الموارد و الأموال للمشروعات
زيادة حيوية المشروعات
تحسين كفاءة الإدارة
تعزيزه مجالات الاستثمار

أهمية البورصة في الإقتصاد

2- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين). فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع.

3- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

4- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي. حيث إن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

5- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:

أ- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

ب- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن

أهمية البورصة في الإقتصاد القومي

ث- الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

بورصة الأوراق المالية للشركات المسجلة فيها إمكانية الحصول على مورد تمويلي إضافي، وإمكانية تطور المؤسسات العائلية لتصير شركات مساهمة .

### المصادر والمراجع :

1- صلاح السيد جودة, " بورصة الأوراق المالية " , مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية, الإسكندرية, الطبعة الأولى, 2000.

2- د. رسمية قرياقص, " أسواق المال (أسواق رأس المال, المؤسسات) " , الدار الجامعية, الإسكندرية, 1999.

3- صلاح الدين حسن , " قضايا إقتصادية معاصرة – دراسة نظرية وتطبيقية - " , دار غريب , القاهرة , 2002 .

4- د.شمعون شمعون , " البورصة – بورصة الجزائر- " , دار هومة للطباعة والنشر, الطبعة الثانية, الجزائر , 1999.

5- د. محمد صالح الحناوي, د. جلال إبراهيم العبد, " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق " , الدار الجامعية, الإسكندرية, 2002 .

6- د.عبد الغفار حنفي, د. رسمية زكي قرياقص , " البورصات والمؤسسات المالية " , الدار الجامعية , الإسكندرية , 2002 .

7- " بورصة الأوراق المالية وأفاق قيامها في الجزائر " , مذكرة نهاية الدراسة لنيل شهادة الدراسات العليا في المالية, تخصص خزينة, المعهد الوطني للمالية القليعة, ولاية تيبازة, الدفعة الرابعة عشر, 1998.

8- براق محمد, " بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر " , رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية , كلية العلوم الاقتصادية , جامعة الجزائر , 1999 .

9- الجودي ساطوري , " أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر " , رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير , فرع مالية , المدرسة العليا للتجارة , الجزائر , 2006 .

10- A.Choinel et G.Rouyer , les marchés financiers : structures et acteurs , édition revue banque , paris , 8<sup>eme</sup> édition , 2003.

### المصدر :

صلاح السيد جودة, " بورصة الأوراق المالية " مطبعة الإشعاع الفنية الاسكندرية, الطبعة الأولى, 2000 ص: 14 .

### الخاتمة :

تلعب بورصة الأوراق المالية وعملياتها أهمية بالغة في إقتصاديات الدول, خصوصا أمام الانتشار السريع لظاهرة العولمة والتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية وأمام انتشار وتعميم المفاهيم المتعلقة بالانفتاح الاقتصادي, والملاحظ أن الدول الغنية التي تطورت إقتصادياتها وصناعاتها من أمثال أمريكا, بريطانيا, ألمانيا, اليابان, فرنسا.. وغيرها أنه قد رافق هذا التطور, تطورا موازيا وتنمية مماثلة لمؤسسات البورصة بها, حيث أن حجم المبادلات في المبالغ المالية الضخمة التي يتم تداولها في هذه المؤسسة كان مرافقا للتقدم الذي سائر الإنعاش الاقتصادي والصناعي وكذا التقدم الاجتماعي .

إن بورصة الأوراق المالية تعتبر قناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد من موارد التمويل للاستثمار وتوظيف الأموال وسد العجز بين المعروف من هذه الموارد, والمطلوب منها كما أنه بواسطة سوق الأموال النقدية يتم تداول حقوق الملكية لهذه الأصول الموظفة كأصول ثابتة بصفة مستقلة عن دورة العملية الإنتاجية, ومهمة هذه السوق تكمن في إمكانية تحويل الرأسمال الاستثماري إلى نقود سائلة دون اللجوء إلى تصفية الشركات وهو ما يدفع الناس إلى توظيف أموالهم حيث لا يتم ذلك إلا بحسن تسيير المحافظ المالية التي تضمن التمويل المناسب للاستثمار المناسب وكذا إمكانية محو الاستثمار الغير مناسب. وتمكن

11- Florin Aftalion , **la nouvelle finance et la gestion des portefeuilles**, édition economica , paris , 2003.

12-

<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/03/article09a.shtml>

(02/02/2007)

13-

<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/03/article09b.shtml>(02/02/2007)

14-

<http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/03/article09c.shtml>(02/02/2007)

15-

[http://www.arab-api.org/c9\\_first.htm](http://www.arab-api.org/c9_first.htm)(02/02/2007)



## بورصة القيم المنقولة في القانون الجزائري La bourse des valeurs mobilière en droit Algérien

إعداد: الدكتور حمليل صالح  
أستاذ محاضر – جامعة أدرار

E-mail : [shamlil2000@yahoo.fr](mailto:shamlil2000@yahoo.fr)  
[shamlil2000@maktoob.com](mailto:shamlil2000@maktoob.com)

### المقدمة

لقد فرضت متغيرات اقتصاد السوق على الجزائر أن تسير كل التداعيات التي نجمت عن الإصلاحات السياسية والاقتصادية التي عرفتها منذ 1988 بموجب قوانين الإصلاح (وعلى الخصوص القوانين 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الاقتصادية والعمومية، 88-03 المتعلق بصناديق المساهمة، 88-06 المتعلق بنظام البنوك والنقد)، وما أكدته دستور 1989 من تخلي الدولة على النظام الاشتراكي وتبنيها لاقتصاد السوق كخيار محتوم بحكم المتغيرات الداخلية والخارجية. وكان من انعكاسات ذلك تخلي الدولة عن الكثير من الأنشطة والمؤسسات الكبرى عن طريق الحل أو الخصخصة. ولتسريع وتيرة تداول القيم المنقولة وتدويرها أنشئت بورصة للقيم المنقولة (Bourse des valeurs mobilière) بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 (ج ر لسنة 1993، ع 34) هذا القانون الذي فتح المجال واسعا للتعاملات المالية من خلال تأسيسه لبورصة الجزائر (المادة 03 من المرسوم السابق).

والمعلوم أن نظام البورصة كان معروفا في الجزائر حتى قبل صدور هذا المرسوم، وذلك من خلال القانون رقم 88-03 المتعلق بصناديق المساهمة (ج ر لسنة 1988، ع 02) والرسوم التنفيذية رقم 91-169 المتضمن للمعاملات الخاصة بالقيم المنقولة (ج ر لسنة 1991، ع 26).

وسنحاول من خلال بحثنا هذا التركيز على الجانب القانوني لبورصة الجزائر من خلال المرسوم التشريعي 93-10 (الذي صدر في عهد المجلس الوطني الانتقالي، وهو بمثابة قانون) المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10-01-1996، والقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17-02-2003، وذلك من خلال الحديث عن:

- 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
- 2- شركة تسيير البورصة وإدارتها

- 3- الوسطاء في عمليات البورصة
- 4- المؤتمن المركزي على السندات وللوقوف على ذلك وجب التطرق أولا إلى المفاهيم العامة للبورصة ووظائفها وطبيعة الأوراق المتداولة بها، وذلك وفق الخطة الآتية:

**المبحث الأول: التعريف بالبورصة ووظائفها**  
**المطلب الأول: التعريف بالبورصة أو سوق الأوراق المالية**

**المطلب الثاني: وظائف البورصة**  
**المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة بالبورصة**

**المبحث الثاني: الإطار المؤسسي لبورصة الجزائر (قراءة في المرسوم 93-10)**  
**المطلب الأول: لجنة تنظيم ومراقبة**

**عمليات البورصة**  
**المطلب الثاني: شركة تسيير البورصة وإدارتها**

**المطلب الثالث: الوسطاء في عمليات البورصة**  
**المطلب الرابع: المؤتمن المركزي على**

**السندات**

### الخاتمة

**المبحث الأول: التعريف بالبورصة ووظائفها.**

يعود أصل مفهوم البورصة إلى بدايات القرن السادس عشر في أوروبا، وتطورت بعد ذلك لتصبح فيما بعد من الآليات التي يمكن من خلالها معرفة الوضع الاقتصادي لكل دولة (المطلب الأول)، وذلك من خلال الوظائف التي تلعبها البورصة (المطلب الثاني).

غير أن التساؤل يثور كذلك حول طبيعة الأموال المتداولة بالبورصة (المطلب الثالث).

**المطلب الأول: التعريف بالبورصة أو سوق الأوراق المالية.**

### **الفرع الأول: تعريف البورصة.**

البورصة أو سوق الأوراق المالية، هي سوق مالية منظمة وثابتة تحكمها قوانين خاصة وتقاليد راسخة لتداول حقوق الثروة بيعا وشراء، والمتمثلة في الأسهم والسندات التي في حوزة المتعاملين، وذلك دون المساس بأصل المشروع (1)، فهذه

البيع داخل المقصورة. إذ يمكن أن يتم تداول الأوراق المالية غير المقيدة خارجها ليتم تقييدها بعد ذلك وفق الأطر المقننة، لإثبات ملكيتها لصاحبها (3).

### المطلب الثاني: وظائف البورصة.

إن اهتمامات الدول في الوقت الحالي بشأن البورصة ازداد أهمية وفعالية، نظرا لما تبيته هذه الأخيرة من الصورة الحقيقية للوضع الاقتصادي للدولة (الاقتصاد الكلي)، وللشركات وأدائها الحقيقي (الاقتصاد الجزئي)، فما هي الوظائف التفصيلية للبورصة؟

يمكن تقسيم تلك الوظائف إلى مجموعتين؛ مجموعة الوظائف والأدوار العامة (تدخل في خدمة الاقتصاد الكلي) ومجموعة الوظائف الخاصة (تدخل في خدمة الاقتصاد الجزئي).

### الفرع الأول: مجموعة الوظائف والأدوار العامة.

يمكن حصرها في (4):

1- تقويم أداء الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال ما تمنحه من نظرة إجمالية عامة لميولات المستثمرين واتجاهات الاستثمار في أي لحظة من لحظات مساره، وبما تعطيه من مؤشرات عامة وخاصة لاقتصاد القطاعات وتوجهاتها، مما يعكس قوة اقتصاد بلد أو ضعفه، فضلا عن المؤشرات التي قد تمنحها بعض البورصات لتعطي توجهات ومعلومات ذات صبغة عالمية، مثلما هو عليه الحال في بورصة نيويورك وتأثيرها المباشر على البورصات العالمية.

2- تمويل التنمية، عن طريق دعم نمو الشركات وزيادة رؤوس أموالها بما تمنحه البورصة من إمكانية التمويل المباشر بعيدا هيمنة الإقراض البنكي، مما يخفف على الشركة هذه الضغوط ويقوي قدراتها التفاوضية وأصولها المالية، خصوصا أنها تكون مجبرة على احتلرام معدلات معينة من الاقتراض لا يجب أن تتجاوز نسبا محددة من الأصول.

3- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عاجة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لضغار المستثمرين، الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، وهو ما يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من

السوق ليست كغيرها من الأسواق فهي لا تعرض ولا تملك بضائع أو سلع، لكنها تعرض بيانات عن أسعارها، وغالبا ما تكون هذه البضائع أسهم وسندات.

### الفرع الثاني: نشأة البورصة وتطورها.

ويعود أصل كلمة بورصة إلى اسم عائلة "فان در بورصن" van der bursen البلجيكية، والتي كانت تعمل في مجال البنوك، فاتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج BRUGES مكانا لالتقاء التجار المحليين في فترة القرن الخامس عشر، حيث أصبح بمرور الزمن رمزا لسوق الأموال، وبورصة للسلع. وجاء أول نشر لما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة انفرز ANVERS. ولقد عرفت هولندا أول سوق منظمة للأوراق المالية في مدينة أمستردام AMSTERDAM ثم تبعتها لندن LONDRES، قبل أن تكتسح بورصة نيويورك NEW YORK منذ نشأتها عام 1792 مجال المعاملات المالية، وتسيطر عليها لتصبح أكبر بورصة تداول في العالم (2).

### الفرع الثالث: طريقة التعامل بالبورصة.

في البورصة يتم تداول الأسهم والسندات (وهي أوراق مالية سيأتي بيانها)، وتنظيم العمل بها، ويقوم الأفراد من خلالها بتبادل هذه الأوراق في إطار قانوني ومنظم، ويكون هناك تقويم موضوعي لتلك الشركات، فالشركات الرابحة يكون عليها طلب عال لأسهمها وسنداتها بعكس الشركات الضعيفة والخاسرة أين يكون الإقبال عليها ضعيفا، لكون أسعارها هابطة أو متدنية عن القيم الاسمية التي صدرت بها.

والتعامل في البورصة يتم غالبا انطلاقا من شراء لمجموعة من الأسهم او السندات والذي يكون عن طرق وسيط البورصة أو السمسار والذي يكون في شكل شركات للسمسرة، وهي وكيل العميل الراغب في إجراء تداول في البورصة. وتقوم هذه الشركات بهذا العمل من خلال الترخيص لها بذلك من قبل الجهات الحكومية الرقابية، على أن يقوم السمسار بهذا العمل لقاء عمولة متفق عليها. وتتم تلك العملية بتكاليف السمسار الذي ينوب عن الشركة داخل البورصة (داخل المقصورة) بإتمام عملية الشراء، أو البيع، وتسمى هذه العملية بالشراء أو

هذه جملة الوظائف الهامة التي تؤديها البورصة، والتي من خلالها يمكن معرفة الأهمية الكبيرة التي تلعبها هذه الأخيرة في التنمية الاقتصادية لكل بلد، والمعرفة الحقيقية لمؤشرات تقدم الشركات والمجموعات الاقتصادية.

### المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة بالبورصة.

المعروف أن أهم الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، الأسهم والسندات، يضاف إليها ما يسمى بحصص التأسيس، والتي يعتبرها كثيرون من قبيل الأسهم.

#### الفرع الأول: الأسهم les actions .

##### البند الأول: تعريف السهم.

السهم "صك، يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة، في ملكية صافي أصول شركة مساهمة، أو توصية بالأسهم؛ ويُعطيه الحق في الحصول على حصة من الأرباح، التي تحققها الشركة. وتكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر ما يملكه من أسهم، وبقدر قيمة هذه الأسهم (6).

كما يعرف بأنه "صك يمثل حصة في رأسمال الشركة، قابل للتداول، ومتساوي القيمة، وغير قابل للتجزئة، يخول لصاحبه حق التصويت وحق الرقابة، والأولوية في الاكتتاب، وله نصيب من الأرباح، ولا يتحمل الخسارة إلا بمقدار أسهمه في الشركة" (7).

والسهم هو شهادة، تتضمن بيانات أساسية، تتمثل في اسم الشركة التي أصدرته، وعنوان مركزها الرئيسي، وغرضها باختصار، ومدتها، وتاريخ قيدها في السجل التجاري ورقمه ومحلها، وقيمة رأس المال بنوعي (المرخص به والمصدر، وعدد الأسهم المصدرة وأنواعها، وخصائص كل نوع، وقيمة السهم الاسمية، وما دفع منها، واسم مالكه).

##### البند الثاني: خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بجملة من الخصائص تجعلها تفتقر عن بعض الأوراق، وتتمثل في:

##### 1) تساوي قيمة الأسهم،

يُقَسَّم رأس مال الشركة المساهمة، إلى أسهم متساوية القيمة، وتحدد القوانين التجارية للدول، الحد الأدنى، والحد الأقصى، لقيمة كل سهم.

التضخم، فضلا عن أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة.

4- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، غير أن هذا يتطلب توافر جملة من الشروط في البورصة، أهمها:

(أ) كفاءة التسعير، بمعنى أن تعكس الأعراف كافة المعلومات المتاحة.

(ب) كفاءة التشغيل، أي أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

عدالة السوق، أي أن تفتح السوق المجال لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

(ث) الأمان، بأن تتوفر كل المسائل للحماية من المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، كمخاطر الغش والتدليس وغيرها.

#### الفرع الثاني: مجموعة الوظائف والأدوار الخاصة.

وتتمثل في الآتي (5):

1- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) على الفئات التي لديها عجز (المقترضين)، وفي ذلك زيادة في توى معيشة كل فئات المجتمع.

2- تقويم أداء الشركات، كما أن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشاريع، حيث تزيد في وعي المتثمرين وتبصيرهم بواقع المؤسسات والمخططات المشروعية، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة إلى شركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، فالبورصة تتفوق بقرارية قرارها ورعته في التنبيه إلى أولى العوامل المحددة في ازدهار الركة أو انكماش نشاطها، مما يجعل القيمة السوقية لأسهمها تمثل غالبا القيمة الصحيحة التي تعكس حقيقة أعمال الشركة ونتائجها عند المحللين والمتعاملين، وبهذا يمكن لكل شخص أن يعرف مع من يتعامل، وبأي طريقة يتعامل.

3- إيجاد سيولة مستمرة لرأس المال، وذلك نظرا لما تمنحه البورصة للبائع من إمكانية تسهيل ثروته في كل لحظة، وفي أحسن الظروف، كما تلبي للمستثمر مجالا واسعا للاتثمار واختيار أحن الأوقات وأفضل الشركات على مدار اليوم.

**(1) الأسهم العادية:** وهي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا.

**(2) الأسهم المجانية:** وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة، والمتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة؛ وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.

**(3) الأسهم الممتازة:** وهي التي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكاها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكاها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية، وبعد حملة السندات.

**(4) أسهم الخزينة:** هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق بورصة الأوراق المالية، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.

**(5) الأسهم المقيدة:** والقيد عبارة عن تسجيل وتصنيف السهم في البورصات سواء المحلية أو العالمية، وذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد، وذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من عملية القيد هذه.

**(6) الأسهم غير المقيدة:** هي التي تكون غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات العالمية.

**الفرع الثاني: السندات les obligations (les titres).**

**البند الأول: تعريفها وخصائصها**

يعرف البعض السند بأنه: "جزء من قرض جماعي طويل المدى تصدره الشركات العامة أو الخاصة أو مؤسسات الدولة، يتمتع صاحبه بالحقوق الطبيعية للدائن من استرداد للقرض واستيفاء لفوائده" (9).

**من خصائص السند أنه:**

- قابل للتداول، - متساوي القيمة، - يعطي لصاحبه فائدة ثابتة، - وله الأولوية على السهم عند التصفية، - ويمثل ديناً على الشركة لا يرتبط بربحها

ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم، المساواة في الحقوق، التي يمنحها السهم، وهي الحق في الأرباح والتصويت؛ وكذلك المساواة في الالتزامات، التي يرتبها السهم. إلا أن هذه المساواة، ليست من النظام العام؛ وذلك لجواز نص نظام الشركة على إصدار أسهم ممتازة، تُحول أصحابها أولوية في الأرباح، أو في موجودات الشركة، أو في منح أصحابها عدداً أكبر من الأصوات.

وعلى الرغم من أن هذا النوع من الأسهم، يعطي بعض الميزات لأصحابها؛ إلا أنه يجب أن تتحقق المساواة بين الأسهم المتشابهة، التي تنتمي إلى فئة واحدة؛ ما يعني وجوب تساوي قيمة الأسهم الممتازة، التي تصدرها الشركة نفسها في القيمة والحقوق والالتزامات.

**(2) عدم قابلية السهم للتجزئة،**

تعني عدم جواز تعدد مالك السهم، أمام الشركة. وبناء على ذلك، فإن اشتراك شخصين أو أكثر، في ملكية سهم واحد، نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، لا يسري في مواجهة الشركة، على الرغم من صحته. ولذلك، يلتزم أصحاب السهم باختيار شخص فيما بينهم، يتولى الحقوق المتصلة بالسهم تجاه الشركة. ويُعدّ هذا الشخص، أمام الشركة، الحائز الوحيد فلا يكون لكل من مالكي السهم الحق في الحصول على ما يمثله نصيبه في السهم من أرباح، كما لا يكون لكل منهم صوت في الجمعية العمومية.

**(3) تداول الأسهم،**

من أهم خصائص السهم قابليته للتداول، على خلاف الحصة في شركات الأشخاص، التي لا يجوز، في الأصل، التنازل عنها لأجنبي من الشركاء؛ إذ تكون المرتبة الأولى للاعتبار الشخصي. وقابلية السهم للتداول، تجيز حرية التنازل عنها لأجنبي من الشركاء.

وقابلية السهم للتداول، تجيز حرية التنازل عنه لغيره، من دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل، ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالاعتبار المالي، دون الاعتبار الشخصي. وتختلف سبل تداول الأسهم، باختلاف أنواعها.

**البند الثالث: أنواع الأسهم.**

تتنوع الأسهم بحسب أشكالها أو قيمتها أو حقوق أصحابها أو علاقتها برأس المال، ففي العموم، نجد بالبورصة (8):



**ثانياً: سند القبض:** وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية وحقيقية، أي تستوفي الشركة القيمة المعينة في السند، وتحدد لصاحبه فائدة ثابتة بتاريخ استحقاق معين، ولكنها تجري القرعة في كل عام لإخراج عدد من السندات، وتدفع لأصحابها مع قيمتها مكافأة، وتجري قرعة لتعيين السندات التي تستهلك بدون فائدة، وهذا السند نوع من أنواع اليانصيب. وقد منعت القوانين إصدار هذه الأنواع إلا بقانون خاص، أو بإذن من الحكومة.

**ثالثاً: سند النصيب بدون فائدة:** وهو السند الذي يسترد حامله رأس ماله في حالة الخسارة، بخلاف سند النصيب ذي الفائدة (النوع الثاني)، فإنه لا يسترد حامله شيئاً في حالة الخسارة.

**رابعاً: السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:** وهو السند العادي، إلا أن مدته تكون عادة قصيرة، ويعطى فائدة مرتفعة.

**خامساً: السند المضمون:** وهو السند الذي تقدم الشركة ضماناً عينياً للوفاء به، بأن ترهن عقاراتها في مقابل السندات المضمونة، أو ترهن عقاراً أو مالاً عينياً لكل سند، وتلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات إذا كانت بحاجة إلى اجتذاب رجال المال لإقراضها بالنقد، لكي تتلافى سوء أحوالها المادية، ويعرف هذا النوع في إنجلترا باسم "السندات العادية".

هذه هي أنواع السندات من حيث حقوق أصحابها، ولكنها قد تتنوع من ناحية الشكل إلى: **سند لحامله:** لا يذكر عليه اسم الدائن، ويتعهد محرره بدفع مبلغ معين من النقود في تاريخ معين، أو بمجرد الاطلاع، لمن يحمل هذا السند. **السند الإسمي:** يذكر فيه اسم الدائن، ويكون شأنه شأن الأسهم الاسمية.

**المبحث الثاني: الإطار المؤسسي لبورصة الجزائر (قراءة في المرسوم 93-10).**

يرى بعض العارفين بشؤون المال أن بورصة الجزائر، التي تجسدت تشريعياً سنة 1993 بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم سنتي 1996 و2003، ولم تتجسد على أرض الواقع إلا في سنة 1999 بسبب غياب ثقافة الادخار وآليات تدوير المال، نشأت في الجزائر نشأة سياسية إدارية ولم تنشأ نشأة اقتصادية، حيث فرضت من قبل المنظمات المصرفية الدولية على الجزائر في الوقت الذي كانت فيه الدولة تعيش أزمتاً متعددة (12)، الأمر الذي أثر سلباً على

أو خسارتها، - ويكون السند اسماً أو لحامله، - وهو طويل الأجل.

ويجب هنا التفرقة بين السندات التي يصدرها القطاع الخاص وشركاته والسندات الحكومية؛ حيث يعد الأول بمثابة قرض للاستثمار يضمه المركز المالي للشركة، والثاني يعد قرضاً بهدف الإنفاق العام وتضمنه الحكومة (10).

### 1) سندات تصدرها الشركات:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

### 2) سندات تصدرها الحكومة:

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.

وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدتها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى. يضاف إلى ذلك تضائل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. فالحكومة المركزية يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من أوراق البنكنوت أو عن طريق فرض ضرائب جديدة إذا ما اضطرت لذلك.

### البند الثاني: أنواع السندات.

أنواع السندات خمسة، هي (11):

**أولاً: السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:** وهو السند الذي تصدره الشركة بمبلغ معين يسمى "سعر الإصدار"، ولكنها تتعهد برد المبلغ في ميعاد الوفاء بسعر أعلى، مضافاً إليه علاوة تسمى "علاوة إصدار" فمثلاً تصدر الشركة سعر الإصدار بمبلغ (50) وحدة نقدية (دينار / ريال / جنيه / دولار)، ولكنها توقعه بمبلغ (60) وحدة نقدية أي بعلاوة إصدار قدرها عشر وحدات نقدية.

une régulation وهذا بعد أن كانت مجرد سلطة إدارية. وكذا منحها الحرية والاستقلالية المالية التامة، باعتبارها شخصية معنوية.

وهي تتشكل من رئيس وستة أعضاء، يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة أربع سنوات، ولعل أهم ما جاء به التعديل 03-04 هو تنوع هؤلاء الأعضاء، إذ تتشكل اللجنة من:

- قاض يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.

- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين، ومحافظي الحسابات، والمحاسبين المعتمدين.

وطبقا للمرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 13 يونيو 1994 والمتضمن تطبيق المواد 21 و22 و23 من المرسوم التشريعي 93-10 (14)، فإن رئيس اللجنة يعين لمدة 4 سنوات بمرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة بناء على اقتراح الوزير المكلف بالمالية، على أن تنتهي مهامه بنفس الكيفية، ولا يتم إنهاءها أثناء ممارسة النيابة إلا في حالة ارتكاب خطأ مهني جسيم أو لظروف استثنائية تعرض رسميا على مجلس الحكومة.

كما يعين أعضاء اللجنة بقرار من الوزير المكلف بالمالية، وتنتهي مهامهم بالطريقة ذاتها.

في حين تتشكل المصالح الإدارية والتقنية للجنة (وفق النظام رقم 2000-03 المؤرخ في 28/09/2000 المتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة) من:

- الأمين العام الذي تلحق به خلية الاتصال والعلاقات العمومية.

- مستشارين لدى رئيس اللجنة

- الهيكل الآتية:

. مديرية تطوير ومراقبة السوق

الأداء العام للبورصة، والذي انتهى إلى مناداة البعض بإلغاء هذه السوق المالية لعدم جدواها الاقتصادي.

فبورصة الجزائر باعتراف المتخصصين تعاني من متاعب كبيرة وضعف في نشاطاتها نظرا للعدد المحدود للأوراق المالية المتداولة، وضعف الوساطة السوقية، والإقبال على سندات الخزينة، وغيرها من المصاعب والمشاكل الكبيرة التي أضعفت البورصة بشكل أصبح من الصعب مقارنتها حتى مع أقرب البورصات العربية، ففي الوقت الذي لا يتعدى حجم التداول في بورصة الجزائر مستوى الـ120 مليون دولار (إحصائيات عام 2002)، فإن حجم مثيلاتها في القاهرة يفوق الـ50 مليار دولار وفي جنوب إفريقيا الـ100 مليار دولار (13).

في هذا المبحث سوف لن نتناول الجانب التحليلي لبورصة الجزائر، وإنما سنتقصر الدراة على الإطار المؤسسي لها، والتمثل في أربع هياكل هي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (المطلب الأول)

- شركة تسيير البورصة وإدارتها (المطلب الثاني)

- الوسطاء في عمليات البورصة (المطلب الثالث)

- المؤتمر المركزي على السندات (المطلب الرابع)

**المطلب الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة**

**LA COMMISSION D'ORGANISATION ET DE SURVEILLANCE DES OPERATIONS DE BOURSE**

والتي نظمها المشرع في المواد من 20 إلى 57 من المرسوم التشريعي 93-10، وتعتبر أهم هيكل في البورصة على أساس أن اللجنة المعنية تمثل الدولة في تنظيم ومراقبة البورصة.

**الفرع الأول: تشكيلتها وسيرها.**

**البند الأول: تشكيلتها.**

لقد أدخل المشرع بموجب التعديل الأخير للمرسوم 93-10 تغييرات مهمة على مستوى هذه اللجنة، أو لاها اعتبارها سلطة ضبط autorité de

كما تقوم بنشر الملاحظات التي يمكن أن تسجلها اللجنة أو أي إعلام آخر قد يهم الجمهور.

كما للجنة أن تجري تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة، وللأشخاص الذين يقدمون مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة أو يتولون إدارة وثائق سندات مالية.

فضلا عن جواز طلب رئيس اللجنة من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بامتنال أحكام القانون، في حالة الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة. كما يمكن رئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية.

وضمنا لشفافية في المعاملات، ومن أجل تعريف الجمهور بكل دقيقة، فإن القانون يوجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر، باللجوء العلني للادخار، أن تنشر مبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها. وعلى كل شركة تطلب قبول سندات التداول في البورصة أن تنشر مسبقا مذكرة، مشفوعة بتأشيرة اللجنة قبل نشرها.

وتتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات وشطبها، ولها أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضمنا للإعلام وحماية للمدخرين.

وللجنة أن تفوض مراقبا عنها يراقب اجتماعات البورصة، والذي له أن يتخل في الاجتماع لتسوية أحداث أو نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها أن تعوق سير اجتماع البورصة. كما له أن يقضي بتعليق تحديد سعر أو عدد من الأسعار.

### الثالثة: الوظيفة التأديبية والتحكيمية.

لكي تقوم اللجنة بهذه الوظيفة فقد أنشأ القانون غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها (الذي هو رئيس لجنة مراقبة البورصة ذاتها) من:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابها.

. مديرية الإعلام والعمليات المالية

. مديرية الشؤون القانونية والإدارية

### البند الثاني: مهامها.

بالرجوع للمادة 30 (بعد تعديلها بالقانون 03-04) من المرسوم فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تتولى مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، وتسهر على الخصوص:

1- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة، أو النتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار. ولا تخضع في هذا المجال لرقابة اللجنة المنتوجات المالية الأخرى التي هي تحت سلطة بنك الجزائر.

2- السير الحسن لسوق القيم المنقولة، وشفافيتها.

ويتم تحقيق ذلك من خلال الوظائف الآتية:

### الأولى: الوظيفة القانونية.

إذ تعمل اللجنة على سن تقنينات بخصوص:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.

- اعتماد الوسطاء في البورصة، والقواعد المهنية المطبقة عليهم.

- نطاق مسؤولية الوسطاء، ومحتواها والضمانات الواجب الوفاء بها تجاه زبائنهم.

- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.

- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.

- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

### الثانية: الوظيفة الرقابية.

هذا من جانب الوظيفة القانونية، أما عن وظائفها المرتبطة بالرقابة، فهي تضمن التأكد من أن الشركات المقبولة تداول قيمها في بورصة القيم المنقولة تنفيذ بالقانون، خاصة في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيلة مجلس الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدھا.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لعر البورصة تحت مراقبة لجنة مراقبة البورصة.

### المطلب الثاني: المؤتمر المركزي على السندات LE DEPOSITAIRE CENTRAL DES TITRES

#### الفرع الأول: التعريف بالمؤتمر المركزي على السندات.

لقد أنشئ هذا الهيكل بموجب التعديل الجديد 04-03 للمرسوم 10-93 (المواد من 19 مكرر 1 إلى 19 مكرر 4)، والذي جاء من باب تقوية مراقبة الدولة لهيئات البورصة لتتلافى انحرافات هذه الهيئات عن مهامها المخولة لها قانونا. وهو يعمل تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

والمؤتمر المركزي على السندات شركة ذات أسهم، يتكون رأسماله من مبلغ يقدر بـ65 مليون دينار، ويساهم فيه زيادة على الخزينة العمومية وبنك الجزائر، كل من:

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/ بنك.
- مجمع صيدال.
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.
- مؤسسة الرياض - سطيف.
- ولا يفتح رأسمال المؤتمر المركزي على السندات إلا لـ:
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للسندات.
- الوسطاء في عمليات البورصة.

- قاضيين يعينهما وزير العدل، ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.
- وتتولى الغرفة التدخل في المسائل الآتية، في المجال التحكيمي:
- بين الوسطاء في عملية البورصة
- بين الوسطاء في عملية البورصة، وشركة تسيير بورصة القيم
- بين الوسطاء في عملية البورصة، والشركات المصدرة للأسهم
- بين الوسطاء في عملية البورصة، والأميرين بالسحب في البورصة
- كما تكون الغرفة مختصة بالمجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة، وكل مخالفة للقانون.
- وتقدم اللجنة بهذه الصفة تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

#### المطلب الثاني: شركة تسيير البورصة وإدارتها

### LA SOCIETE DE GESTION DE LA BOURSE DES VALEURS MOBILIERES

- ولقد نص عليها المشرع في المواد من 15 إلى 19 من المرسوم 10-93 وهي شركة ذات أسهم تتولى تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة. وتتولى مهامها تحت رقابة لجنة مراقبة البورصة.
- ويمكن من خلال المادة 18 من المرسوم 10-93 معرفة وظيفة هذه الشركة وأهدافها، حيث تتمثل على وجه الخصوص في:
- 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.

- مختلف الشركات التجارية بمفهوم القانون التجاري.

- البنوك بمختلف أنواعها.

- المؤسسات المالية.

علما أن المشرع الجزائري بموجب التعديل الأخير بالقانون 03-04 ألغى الأشخاص الطبيعيين من ممارسة دور الوسيط في عمليات البورصة.

كما وجب التذكير بأن المشرع أجاز ولمدة محددة لا تتجاوز الخمس (05) سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم 93-10 أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كوسطاء في عمليات البورصة الأشخاص المعنويين التابعين لفئات حددها المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10 (16)، في مادته 2 وهم البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المستقرة قانونا بالجزائر، وكذا صناديق المساهمة، غير أن عدم البدء بعمل البورصة إلا إلى غاية جويلية 1999 لم ييسر تطبيق المرسوم 94-176 على النحو المطلوب.

كما لا يجوز مباشرة عملية الوساطة إلا بعد الحصول على اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هذا الاعتماد الذي أصبح أمره مرتبطا بالقضاء المتمثل في مجلس الدولة، المخول قانونا بالنظر في أي دعوى إلغاء قد ترفع من قبل طالب الاعتماد الذي رفض طلبه أو حدد مجال نشاطه، هذا الأخير الذي وجب عليه رفع هذه الدعوى في ظرف شهر واحد من تاريخ تبليغه قرار اللجنة. ليبيت مجلس الدولة في الطعن بالإلغاء ويصدر قراره خلال ثلاثة أشهر من تاريخ تسجيله.

#### الفرع الثاني: نشاطات الوسطاء.

بينت المادة الـ7 من المرسوم 93-10 المعدل نشاطات الوسطاء، حيث يمكنهم أن يمارسوها أساسا في حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية والمتمثلة في:

- التفاوض لحساب الغير.

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

على أن يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات.

#### الفرع الثاني: مهامه.

يعمل المؤتمن المركزي على السندات من أجل التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على:

- حفظ السندات التي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.

- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.

- الترقيم القانوني للسندات.

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

كما جاء القرار المؤرخ في 15/09/2003 ليصادق على النظام العام لهذا الجهاز، رقم 03-01

#### المطلب الرابع: وسطاء البورصة LES INTERMEDIAIRES EN OPERATIONS DE BOURSE

إذا كان المشرع يجيز إجراء عمليات التداول على السندات المسعرة في البورصة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون التابعون للقانون نالعلم وكذلك شركات الأسهم، خارج البورصة وفق إجراء التراضي بين المتدخلين في السوق. فإن المبدأ يقضي بأنه لا يجوز إجراء أي مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها، وعن طرق وسطاء في عمليات البورصة، وهذا يدل على أن الدولة تحرص على ضمان حقوق المستثمرين وحسن سير العمل الاستثماري، خصوصا وأن عمل الوسطاء مراقب بشدة وفق ما هو مبين في القانون.

#### الفرع الأول: التعريف بالوسطاء.

أجابنا المشرع على ذلك من خلال المادة 6 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل، وهم:

والبنك الصناعي التجاري (BCIA) اللتان لا تزالان تثيران الكثير من علامات الاستفهام عن مصير ومستقبل عالم المال في الجزائر.

ضف إلى ذلك أن العدد المحدود من المؤسسات التي دخلت البورصة (حوالي ثلاثة في حدود علمي، صيدال، الرياض سطيف، وفندق الأوراسي) ينزع عن البورصة كل معايير التنافس والحركية المعهودة لكل البورصات المعروفة.

وعلى ندعو السلطات داخل الدولة إلى إعطاء مزيد من الدعم والرعاية اللازمة لهذا الجهاز المالي الهام، وتوسيع دائرة التحسيس والتوعية عبر مختلف وسائل الإعلام بأهمية المشاركة والمساهمة في تنمية وتطوير الاقتصاد الوطني

### هوامش البحث

1- د. خالد الطراولي، قراءة في شرعية الاستثمار في البورصة، الجزء الأول، منشور في موقع: [www.liqaa.net/article.php3](http://www.liqaa.net/article.php3) تاريخ الزيارة: الخميس 1 مارس 2007.

2- للتوسع أكثر انظر، شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ط 1، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 23-35.

3- حسام الدين محمد، ألف باء بورصة، مقال منشور في موقع:

<http://www.aoua.com/vb/showthread.php?read.php> تاريخ الزيارة: الجمعة 2 مارس 2007

4- حسام الدين محمد، ألف باء بورصة، مقال منشور في موقع:

<http://www.aoua.com/vb/showthread.php?read.php> تاريخ الزيارة: الجمعة 2 مارس 2007

5- د. خالد الطراولي، قراءة في شرعية الاستثمار في البورصة، الجزء الأول، منشور في موقع: [www.liqaa.net/article.php3](http://www.liqaa.net/article.php3) تاريخ الزيارة: الخميس 1 مارس 2007.

- التسيير الفردي للحفاظة بموجب عقد مكتوب.

- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.

- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.

- التفاوض للحساب الخاص.

- حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

وللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حق تحديد الاعتماد المقدم للوسيطي عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه.

### الخاتمة:

إن البورصة كما سبق، تعد أحد أهم الآليات التي يمكن من خلالها معرفة أداء الاقتصاد الوطني، ومعه مستوى التطور الذي تعرفه المؤسسات المالية والشركات التجارية، ومن ثمة الوصول إلى حقيقة الأبعاد الاقتصادية لكل بلد.

والحقيقة أخيرا أن العبرة ليست بهذا الإطار المؤسساتي بقدر ما هي في مضمون المعاملة السوقية، ولكن مع ذلك يبقى لكل مجال دوره في تحقيق الأهداف والغايات المنشودة، خصوصا وأن بورصة الجزائر لا تزال فتية على الرغم من التطور الذي تشهده أسواق المال في الدول الشقيقة كمصر وتونس والمغرب.

غير أن الملاحظة التي يجب الوقوف عندها هو انعدام ثقافة البورصة في الأوساط الاقتصادية فما بال عامة الناس الذين يجهلون كلية أساسيات هذه الآلية الاقتصادية الهامة، فضلا عن انعدام الثقة لدى المواطن اتجاه هذه المؤسسات خصوصا أمام الفضائح الكبيرة التي مست الجهاز المالي الجزائري في أعماقه مع ما يعرف بقضية الخليفة

-6

[http://www.moqatel.com/Mokatel/data/Behoth/Ektesad8/AwrakMalia/Mokatel5\\_2-2.htm](http://www.moqatel.com/Mokatel/data/Behoth/Ektesad8/AwrakMalia/Mokatel5_2-2.htm)

7- د. خالد الطراولي، قراءة في شرعية الاستثمار في البورصة، الجزء الأول، منشور في موقع: [www.liqaa.net/article.php3](http://www.liqaa.net/article.php3) تاريخ الزيارة: الخميس 1 مارس 2007. و انظر، شعبان محمد إسلام البروراري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ط 1، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 87-89.

8- حسام الدين محمد، ألف باء بورصة، مقال منشور في موقع:

<http://www.aoua.com/vb/showthread.php>

تاريخ الزيارة: الجمعة 2 مارس 2007

9- د. خالد الطراولي، قراءة في شرعية الاستثمار في البورصة، الجزء الأول، منشور في موقع: [www.liqaa.net/article.php3](http://www.liqaa.net/article.php3) تاريخ الزيارة: الخميس 1 مارس 2007.

10- حسام الدين محمد، ألف باء بورصة، مقال منشور في موقع:

<http://www.aoua.com/vb/showthread.php>

تاريخ الزيارة: الجمعة 2 مارس 2007

11- الأستاذ الدكتور محمد عبد الغفار الشريف، مشروع السوق المالية، من موقع: <http://www.islamonline.net/Arabic/contemporary/Economy/2001/article14-a.shtml> تاريخ الزيارة: الجمعة 2 مارس 2007

12- تعقيب الأستاذ سيد أحمد بولليل، جلسة الأربعاء 08 يناير 2003، (المجلس الشعبي الوطني، الجريدة الرسمية للمداولات، الفترة التشريعية الخامسة، الدورة العادية الثانية، السنة الأولى، رقم 33، الأربعاء 29 يناير 2003)، ص 10.

13- تعقيب الأستاذ سيد أحمد بولليل، المرجع السابق، ص 11.

كما بلغ عدد السندات المتداولة في سوق البورصة في الجزائر إلى غاية سبتمبر 2002 حوالي 784000 سندا في حين وصلت قيمة تداولاته في سوق البورصة المغربية ما يفوق الـ 21 مليون سندا. (تعقيب السيد إبراهيم مصباح، مقرر لجنة الشؤون الاقتصادية والتنمية والصناعة

والتجارة والتخطيط بالمجلس الشعبي الوطني)، المرجع السابق، ص 5.

14- المرسوم منشور في ج. ر. ج. ج ، لسنة 1994، العدد 41، ص 8.

15- وتعد من الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداء من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتهما مهمما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء (المادة 43 من المرسوم 93-10).

16- المرسوم منشور في ج. ر. ج. ج ، لسنة 1994، العدد 41، ص 9.

**التنظيم الهيكلي للبورصة****في التشريع الجزائري.**

أ. الليل أحمد

أستاذ مساعد مكلف بالدروس

قسم الحقوق

**المقدمة:**

لقد نتج عن التحولات الاقتصادية التي طبعت الاقتصاد الجزائري مطلع التسعينيات ظهور البورصة كهيكل مالي جديد وذلك من خلال مجموعة من النصوص التشريعية المنظمة لها ولمختلف الأنشطة المتعلقة بها، حيث كان لهذه الأحكام التشريعية التأثير المباشر على نشاط البورصة في مختلف جوانب عملياتها المالية.

لذلك يطرح السؤال حول طبيعة التنظيم الهيكلي للبورصة ومدى تأثيره على أداء البورصة في السوق المالي الجزائري.

بداية لقد وردت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية منذ سنة 1988، فبعد إنشاء شركات المساهمة أصبح لزاماً وجود سوق مالية لتداول أسهم هذه الشركات، وهو ما تم بإنشاء بورصة القيم المنقولة، كإطار لتنظيم وسير العمليات التي تخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم<sup>1</sup>.

وسنتناول النظام القانوني لبورصة القيم المنقولة من خلال لوقوف على هيكلتها والهيئات المكونة لها.

- نظام عمل الهيئات المشكلة لبورصة القيم المنقولة.

**أولاً: هيكل بورصة القيم المنقولة.**

إنه واستناداً إلى أحكام المرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 تشكل بورصة القيم المنقولة من ثلاثة هيئات وهي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- شركة لتسيير بورصة القيم.

- المؤتمر المركزي على السندات.

ويلاحظ بأن الهيئتين الأولى والثانية أنشئت

منذ صدور أول نص يتعلق بورصة الجزائر بينما لم يتم إنشاء المؤتمر المركزي على السندات إلا في

1 المادة الأولى من المرسوم التشريعي 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم ج.ر رقم 34 سنة 1993.

سنة 2003 أي بعد عشر سنوات من صدور القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وكان ذلك بمقتضى القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

**ثانياً: نظام عمل وصلاحيات الهيئات المشكلة لبورصة القيم المنقولة.**

ويتعلق الأمر هنا بمختلف المهام المخولة لكل من شركة إدارة بورصة القيم، ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والمؤتمن المركزي على السندات، باعتبارها الهيئات المشكلة للبورصة وفق أحكام القانون 04/03<sup>2</sup>.

**1- شركة إدارة بورصة القيم.**

وهي شركة ذات أسهم مشكلة لتتولى تسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، وتهدف إلى تحقيق ما يلي<sup>3</sup>:

- 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 وتحديداتها.

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.

- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتؤكد أحكام القانون بأن كل هذه الأحكام تتم تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>4</sup>.

ويلاحظ بأن الشركة تتلقى عمولات عن العمليات التي تجرى في البورصة، وهو ما يحدد من خلال لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات

2 المادة 18 من المرسوم التشريعي 10-93 السالف الذكر.

3 المادة 02 من القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعيدل ويتمم المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق

ببورصة القيم المنقولة، ج 11 لسنة 2003.

4 المادة 09/18 من المرسوم التنفيذي رقم 10-93 السالف الذكر.



لشركة إدارة بورصة القيم، وهو ما يفيد أن هاتين الهيئتين تخضعان لوصاية الوزير المكلف بالمالية.

ويؤكد هذا أن لوزير المالية إمكانية عزل المدير العام للمؤتمر المركزي على السندات والمسيرين الرئيسيين واستخلافهم إلى حين تعيين غيرهم من طرف مجلس إدارة المؤتمر المركزي على السندات.

أما فيما يتعلق بمهام المؤتمر المركزي على السندات فقد أشارت إلى ذلك المادة 19 مكرر 2 الفقرة الرابعة<sup>3</sup> حيث أوضحت بأن من شأن هذه المهام التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، وتتمثل هذه المهام على وجه الخصوص فيما يلي:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.

- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب.

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.

- الترقيم القانوني للسندات.

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

أما بالنسبة لرأس المال المؤتمر المركزي على السندات فهو خمسة وستين مليون دينار مكون من مساهمات المؤسسين الممثلين في:

- البنك الخارجي الجزائري.

- القرض الشعبي الجزائري.

- البنك الوطني الجزائري.

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية.

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/بنك.

- مجمع صيدال.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.

- مؤسسة الرياض-سطيف.

ولا يفتح رأس المال المؤتمر المركزي على السندات إلا لمجموعة من الشركات المحددة وهي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

- الشركات المصدرة للسندات.

- الوسطاء في عمليات البورصة.

وقد اعتبرت المادة 19 مكرر 3 من القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 بأن كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر كمساهمين في

البورصة ومراقبتها تحدد فيها قواعد حساب هذه العمولات<sup>1</sup>.

وبالنسبة للقانون الأساسي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة ومختلف التعديلات التي قد تمسه فإنها تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، هذا بالإضافة إلى اشتراط موافقته على تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للشركة<sup>2</sup>.

وكما أن لوزير المالية حق الموافقة على تعيين المدير العام للشركة والمسيرين الرئيسيين فإن له كذلك حق عزلهم واستخلافهم إلى حين تعيين آخرين من طرف مجلس الإدارة، ويكون ذلك بناءً على تقرير مسبب من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وتشير إلى تأكيد القانون 10-93 على وجود تطابق القانون الأساسي للشركة ومختلف هيئاتها مع أحكام القانون 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وذلك في آجال حدتها الفقرة الثالثة من المادة 19 مكرر من القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة وهي أجل ستة (06) أشهر من تاريخ نشر القانون، وبما أن هذا الحكم ورد في نص المادة 19 مكرر والتي وردت في القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للقانون 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، فإن هذا الأجل ينتهي في 17 جويلية 2003.

وما تجدر الإشارة له في هذا الشأن هو غياب الإشارة إلى النتائج المترتبة عن حالات عدم التطابق في الأجال لمشار إليها.

## 2- المؤتمر المركزي على السندات.

يعد هيئة جديدة مستحدثة في إطار التعديلات الواردة في القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 السالف الذكر، وهو شركة ذات أسهم، يخضع وضع قانونه الأساسي والتعديلات التي تمسه وكذلك تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمر المركزي على السندات إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وفي هذا الشأن نجد بأن هذا الإجراء هو نفسه المعتمد فيما يتعلق باعتماد القانون الأساسي وتعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين

1 المادة 19 من المرسوم التنفيذي رقم 10-93 السالف الذكر.

2 المادة 09 من القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للقانون 10-93.

3 المادة 19 مكرر 2 من القانون 04-03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.

- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

وملا تجدر الإشارة له بالنسبة لهذه التشكيلة قد عدلت في القانون الجديد المعدل للمرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث أن الصياغة الأولى للمادة 22 الواردة في نص القانون 93-10 لمذكور أعلاه وإن كانت تشير إلى أن عدد أعضاء اللجنة هو ستة أعضاء غير أن هناك اختلاف في تركيبة هذه اللجنة عما جاء في التعديل الوارد في القانون 03-04 السالف الذكر، حيث أضيف في التعجيل الجديد وجود:

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي.

و عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

مع ملاحظة أن التعديل أشار إلى عضو واحد مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة، بعد أن كان النص المعدل يشير إلى عضوين من بين هؤلاء.

إضافة إلى عدم إشارة التعديل إلى العضوين المختارين لما لهما من خبرة اكتسبها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

وبذلك فما جاء به التعديل الوارد في المادة 13 من القانون 03-04 السالف الذكر هو تعديل في تركيبة اللجنة دون المساس بالعدد المشكل لها.

وقد أشارت أحكام القانون إلى تجديد نصف أعضاء اللجنة كل سنتين دون أن يشمل هذا تحديد رئيس اللجنة<sup>4</sup> الذي يمارس مهامه كامل الوقت مع تنافى وظيفته وممارسة أية مهمة أو وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر باستثناء التعليم والإبداع الفني والفكري، وفي نفس الإطار لا يجوز له ولا لجميع المستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة.

وتتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها المصادقة على نظامها الداخلي خلال اجتماعها الأول، كما يمكن لها أن تأخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها وهذا ما حددته أحكام المرسوم التنفيذي 98-170 المؤرخ في 20 ماي

شركة المؤتمن المركزي على السندات تحكم القانون ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناءً على طلبهما على أن تخضع الطلبات الجديدة للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بناءً على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات.

وقد أوضحت الفقرة الأخيرة من المادة 19 مكرر 03 السالفة الذكر بأن الشروط المتعلقة بالمساهمة في رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات تحدد بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إضافة إلى كفاءات تطبيق المادة 19 مكرر 3 السالفة الذكر.

ويمارس المؤتمن المركزي على السندات مختلف أنشطته تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها<sup>1</sup>.

حيث يلاحظ بأن نشاط كل من شركة إدارة بورصة القيم المنقولة وكذلك المؤتمن المركزي على السندات يخضع لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مما يجعل من هذه اللجنة الهيئة المحورية في هيكل بورصة الجزائر. وستتناول دراسة هذه اللجنة من حيث تركيبها ونظام عملها في العنصر الموالي.

**3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.**  
تعد هذه اللجنة بمثابة سلطة ضبط مستقلة تتولى تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي<sup>2</sup>.

وبالنسبة لتكوين هذه اللجنة فإنها تتكون من رئيس وستة (06) أعضاء يعينون انطلاقاً من معرفتهم بالمجالين المالي والبورصي وذلك لمدة أربع (04) سنوات وفق ما تحدده التنظيم.

ويتمثل هؤلاء الأعضاء في<sup>3</sup>:

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف

بالتعليم العالي.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

1 المادة 19 مكرر 4 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتم المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

2 المادة 20 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتم المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

3 المادة 22 من القانون 03-04 السالف الذكر.

4 المادة 23 من المرسوم التشريعي 93-10 السالف الذكر.

- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.  
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.  
- شروط تأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

ويلاحظ بأن هذه المهام وردت في التعديل الجديد للمادة 31 وذلك من خلال أحكام القانون 03-04 السالف الذكر، إذ لم يشر التعديل إلى دور اللجنة في سن تقنيات متعلقة بالإصدارات في أوساط الجمهور وتنظيم عمليات المقاصة وغيرها من الجوانب التي لم يشار إليها في تعديل المادة 31 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

وهذه اللوائح التي تسنها اللجنة تخضع للموافقة من طرف الوزير المكلف بالمالية عن طريق قرار صادر عن هذا الأخير<sup>1</sup>. وتكون هذه اللوائح قابلة للطعن فيها أمام الجهات القضائية المختصة.

وفي إطار أداء مهمتها القانونية يمكن أن تقوم اللجنة بتقديم مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تتعلق بموضع نشاطها<sup>2</sup>.

## 2- الوظيفة الرقابية:

في إطار أداء مهمتها الرقابية تقوم اللجنة بالتأكد من تقييد الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في البورصة بالأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها خاصة في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

كما تأمر اللجنة هذه الشركات عند الاقتضاء النشر استدراقات فيما إذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة.

كما تقوم اللجنة بنشر الملاحظات التي يمكن أن تسجلها أو أي إعلام آخر قد يهم الجمهور وذلك في النشرة الرسمية للتسعيرة أو أي أداة إعلامية أخرى وفي نفس السياق تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلجئ إلى التوفير علناً والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص

1998 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فضلاً عن أنه تخصص للجنة إعانة تسيير من ميزانية الدولة، ولها أن تحدد عن طريق لائحة تصدر عنها مختلف المصالح الإدارية والتقنية التابعة لها بغرض تسيير شؤونها.

مهام وصلاحيات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ترتكز مهمة اللجنة أساساً على تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها من خلال السهر على ما يلي:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى والتي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار، مع الإشارة إلى عدم خضوع المنتجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر لرقابة اللجنة.

- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها وفي هذا الإطار تقوم اللجنة بتقديم تقرير سنوي عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

ونلاحظ بأن مهمتها أصبحت هي حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة وفق ما جاء في التعديل المتضمن في القانون 03-04 بعد أن كانت المهمة المشار إليها في المرسوم التشريعي 93-10 السالف الذكر هي حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

وفي هذا الإطار دائما تتولى اللجنة العديد من المهام القانونية والرقابية والتأديبية والتحكيمية حيث تتولى من خلال كل هذا القيام بالعديد من الوظائف التي نوضحها فيما يلي:

## 1- الوظيفة القانونية:

في إطار أداء مهام تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات تهم على الخصوص ما يلي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.

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

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجبي الإبقاء بها تجاه زبائنها.

- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.

1 المادة 32 من المرسوم التشريعي 93-10 السالف الذكر والمرسوم التنفيذي 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996.  
2 المادة 34 من المرسوم التشريعي 93-10 سالف الذكر.

التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق والمحددة من خلال لائحة تصدرها اللجنة في إطار مبادئ عامة متمثلة فيما يلي<sup>1</sup>:

- وجوب معاملة جميع الزبن على قدم المساواة.

- الأولوية الواجب إعطاؤها لمصلحة الزبون.

- تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبن بأحسن شروط السوق.

- عدم تسريب المعلومات سرية في غير محلها.

ونشير إلى أنه إذا ثبت حصول عجز أو قصور عن اللجنة فتتخذ التدابير التي يتطلبها الظرف عن طريق التنظيم وبناءً على اقتراح الوزير المكلف بالمالية بعد الاستماع إلى رئيس اللجنة، وفي أداء اللجنة لدورها الرقابي يمكن وبعد مداولة خاصة أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه، كما يلزم أعضاء اللجنة وأعوانها بالسر المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي أطلع عليها بحكم وظيفتهم وذلك حسب الشروط وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات<sup>2</sup>.

### 3- الوظيفة التأديبية والتحكيمية:

- تتكون لدى اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية مشكلة زيادة على رئيس اللجنة من عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابهما.

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

على أن يتولى رئيس اللجنة رئاسة هذه الغرفة والتي تتولى في مجال التحكيم دراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة وتتدخل هذه الغرفة فيما يلي:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والأميرين بالسحب في البورصة.

الذين يقدمون نظراً لنشاط مهني مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية.

كما يمكن للأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وطائق أي كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها ويمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني.

وفي إطار هذه الوظيفة يمكن لرئيس اللجنة وفي حالة وقوع عمل يخالف أحكام تشريعية والتنظيمية ومن شأنه إضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بامتنال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال أثارها ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون. ويمكن لرئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية.

كما تقوم اللجنة بالدراسة والتأشير على المذكرات التي يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراق مالية أو أي منتج مالي آخر بالجوء العلني للادخار أن تنشرها بصفة موجهة إلى إعلام الجمهور حيث تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها.

وتتولى اللجنة قبول سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية أو الجماعات المحلية بقوة القانون في المفوضات إذا طلب مصدرها ذلك، وتقبل كذلك سندات القرض التي يصدرها أشخاص معنويون آخرون تضمنها الدولة أو جماعة محلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها أو ضامنها ذلك.

إضافة إلى ذلك تتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات وشطبها ويمكنها أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضماناً للإعلام وحماية للمدخرين، كما تفوض اللجنة مراقباً لمراقبة اجتماعات البورصة حيث يمكن لهذا الأخير أن يتدخل لتسوية أحداث أو نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها أن تعوق سير اجتماع البورصة على أن تحدد اللجنة كيفية تدخل هذا المراقب عن طريق لائحة تصدرها.

وفي نفس السياق يمكن للجنة أن تعلق لمدة لا تتجاوز خمسة أيام عمليات البورصة إذا ما حدث حادث كبير ينجر عنه اختلال في سير البورصة أو حركات غير منتظمة لأسعارها. كما تسهر اللجنة لحماية السوق على مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة

1 المادة 49 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السالف الذكر.

2 المواد 38-39 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 السالف الذكر.

### قائمة المصادر والمراجع:

- 01- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم ج.ر رقم 34 سنة 1993.
- 02- القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج 11 لسنة 2003.
- 03- الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر رقم 03 سنة 1996.
- 04- المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- 5- المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها.
- 06- د. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة، الطبعة 2005.

كما تختص هذه الغرفة المذكورة في مجال التأديب دراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وتعملوا هذه الغرفة بناءً على طلب من اللجنة أو بطلب من المراقب المفوض لمراقبة اجتماعات البورصة أو بطلب من الأطراف الذين تتدخل الغرفة للتحكيم في النزاعات التقنية المتعلقة بهم، كما تعمل الغرفة بناءً على تظلم من أي طرف له مصلحة.

وتتمثل العقوبات التي تصدرها هذه الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب في الإنذار، التوبيخ، حضر النشاط كله أو جزئه مؤقتاً أو نهائياً، سحب الاعتماد و/أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب.

وتدفع البالغ للصندوق الضمان المحدث لضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيالة زينهم.

أما مخالفات للأحكام التشريعية والتنظيمية فترفع أمام الجهات القضائية العادية المختصة.

وتعد قرارات الغرفة الفاصلة في مجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة خلال أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ قرار موضوع الاحتجاج، حيث يتولى هذا الأخير التحقيق والبت في الطعن خلال أجل ستة أشهر من تاريخ تسجيله.

وبعد هذا العرض لمختلف الهيئات المشكلة للبورصة والصلاحيات المخولة لكل هيئة على حدة يمكننا الحديث على أن غالبية الشركات الهامة في البورصة هي شركات عمومية ملك للدولة لا يمكن أن يقتني أسهمها إلا صناديق المساهمة مما يعين أن انتقال ملكية هذه الأسهم يتم بطريقة إدارية مما لا يمكن من إظهار أهمية البورصة بشكل جلي لأن الأفراد ليس بوسعهم الحصول على جزء من هذه الأسهم مما يفترض معه ضرورة خوصصة هذه الشركات.

يضاف إلى ذلك وجود بعض الشركات التي تعاني أوضاع مالية صعبة قد لا تشجع الأفراد على شراء أسهم هذه الشركات أو أن يقوموا باستثمار مدخراتهم في شراء هذه الأسهم<sup>1</sup>.

1 د. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، دار هومة، الطبعة 2005، ص 80-81.

**فعالية البورصة ووظائفها بالنسبة للاقتصاد****الجزئي والاقتصاد الكلي**

الأستاذ عمر أقاسم

أستاذ مساعد جامعة العقيد أحمد دراية أدرار

oakacem2007@yahoo.fr

**خطة العمل****مقدمة****أولا: فعالية البورصة.****1- مؤشرات الفعالية في البورصة:****2- شروط إقامة بورصة فعالة:****ثانيا: وظائف البورصة بالنسبة للاقتصاد****الجزئي:****1 - تمهيد:****2 - مهام البورصة بالنسبة لمفردات****الاقتصاد:****ثالثا: وظائف البورصة بالنسبة للاقتصاد****الكلي:****1 - تعريف النظام المالي العالمي:****2- العلاقة بين عرض النقد والسوق المالي****3- علاقة التضخم بالسوق المالي.****4- علاقة مستوى النشاط الاقتصادي****والسوق المالي.****5- علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية****بالسوق المالي.****خاتمة:**

إن مرحلة التطور الصناعي أدت إلى نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، وبذلك فإن نمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها<sup>1</sup>.

ففي بداية نشأة البورصات لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها، حيث كان بائعوا الأوراق المالية يديرون أعمالهم في بورصة البضائع، ويمرور الزمن تطور جهاز البورصة وعملياته وحصل تنوع وتعدد في أنواعها، وذلك ليمتد نشاطها ليشمل مختلف المجالات الحياة الاقتصادية (بورصة البضائع الحاضرة، بورصة العقود، بورصة القطع، بورصة المعادن النفيسة، بورصة الخدمات، بورصة الأفكار، بورصة الأوراق المالية)<sup>2</sup>.

والبورصة بحكم وظيفتها الاقتصادية تعتبر صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد والمؤسسات، فهي تعتبر السوق الطبيعية التي تلتقي فيها مصلحة المشروعات التي تسعى دائما وراء رأس المال لتنمو وتتطور، ومصلحة الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال في الإسهام في المشروعات الاقتصادية المختلفة...

وبالإضافة إلى ذلك فإن البورصة تساعد على توفير الإفصاح والعلانية بالنسبة للمستثمر عن وضع الشركة المالي، وحالة العرض والطلب بالنسبة للأوراق المالية المتداولة حيث يلعب العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار، وبالتالي تلعب البورصة دورا هاما في توزيع المدخرات على المشروعات الاقتصادية، كما تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي في أوقات الرواج والكساد<sup>3</sup>.

1 د. منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق المال" مصر: دار المعارف، ط1، 2002، ص ص 95-111 بتصرف.

2 شعبان محمد إسلام البرواري "بورصة الأوراق المالي من منظور إسلامي" سوريا: دار الفكر، 2001، ص ص 30-38 بتصرف.

3 صلاح الدين حسن السيسى قضايا اقتصادية معاصرة الإمارات العربية المتحدة: دار الوسام للطباعة والنشر، ط1، 1998، ص 120 بتصرف.

الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل<sup>1</sup>.

2- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.

3- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء وذلك بأن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

4- وجود الاستمرارية والتنظيم فيها، فلا بد أن تكون البورصة سوقا مستمرة، وذلك من خلال الأمور الآتية:

3-1 وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية فيها من ناحية و الاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.

3-2 وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجرى فيها.

3-3 إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.

3-4 تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها.

4- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة مثل بيوت الإصدار والسماسة.

5- أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجري التعامل فيها، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق وإمكانية استيعاب هذه المعلومات.

6- وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجرى في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومحاسبة من يخرج عن الإطار القانوني.

7- ضمان سلامة الادخار وحمايته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات... ولا شك أن سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المتعاملين.

- تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، وهي تعتبر انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية للدولة، ويمكنها أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفئ لهذه المدخرات المجمعة على الاستثمارات المختلفة، الأمر الذي يقتضي وجود سياسة قومية هدفها تشجيع الادخار والاستثمار، ومحاولة جذب رؤوس الأموال والمدخرات للمشاركة في عمليات التنمية المنشودة ذلك أن تمويل خطط التنمية الاقتصادية يعد من الوظائف الأساسية للأسواق المالية التي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير الاستثمارات للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة فضلا عن أهميتها لتمويل القطاعات التي توجد لديها عجز في السيولة النقدية.. وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على معدل تكوين (تجميع) رأس المال، والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار..

## أولا: فعالية البورصة:

### 1- مؤشرات الفاعلية في البورصة:

ولتحديد فاعلية البورصة يتم الأخذ بعين الاعتبار المقاييس الآتية:

\* مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.

\* مقياس الصحة والدقة وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.

\* مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

### 2- شروط إقامة بورصة فعالة:

ومن أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توافر الشروط الآتية:

1- توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في: حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي- سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة- حالة انتعاش اقتصادي- وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الاقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر

1 صلاح الدين حسن السبسي قضايا اقتصادية معاصرة مرجع سبق ذكره، ص134.

خلال قرارات الاستثمار المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية. ومع ذلك فإن هذا التعديل قد لا يكون تاما.

أما الاقتصادي (Rozeff) فقد أشار إلى بعض الشروط الأخرى منها<sup>3</sup>:

1- أن تكون كلفة المعاملات مهمة، أي تساوي صفرا.

2- أن تصل كافة المعلومات المتعلقة بالسوق إلى كل المستثمرين في نفس الوقت وبدون كلفة.

3- أن يكون كل المستثمرين متفقين حول مضامين المؤشرات أو البيانات.

4- أن لا يكون بمقدور أي مستثمر لوحد التأثير على أسعار السوق.

إن هذه الشروط من شأنها أن تمنع أية فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية وبالتالي فإنها تشبه الشروط الواجب توافرها في سوق المنافسة التامة السلعية.

وبذلك فإن قيام بورصة الأوراق المالية ما قامت سوى لتؤدي وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي من تنمية واستثمار وتسييل للأوراق المالية.

**ثانيا: وظائف البورصة بالنسبة للاقتصاد الجزئي:**

ومما لا شك فيه أن أي وحدة من الوحدات الإنتاجية العاملة في قطاع الأعمال سواء كانت مؤسسة فردية أو شركة أشخاص أو شركة مساهمة، وسواء كانت مؤسسة خاصة أو عامة، تحتاج عند القيام بنشاطها الإنتاجي أو الخدمي إلى موارد مالية تفوق إمكانياتها وقدراتها الذاتية، وبذلك فليس من المستغرب أن نجد أن الغالبية من الشركات الصناعية التجارية والخدمية تعمل بحجم يفوق مواردها الذاتية، وتكون بذلك في حاجة إلى وسيلة لتمويل هذه العمليات والنشاطات، ويمثل سوق المال المصدر الأساسي لإمدادها بوسائل التمويل، ولذا قد يطلق تعبير سوق المال على جميع المنظمات التي تقوم بطريق مباشر أو غير مباشر بمرحلة أو أكثر من مراحل التوسط بين المقرضين والمقترضين، وبناء على ذلك يمكن اعتبار البنوك بأنواعها المختلفة وشركات التأمين والمؤسسات الادخارية وسوق الأوراق المالية جزء من سوق المال، وبما أن الدراسة منصبة على التمويل المباشر فإننا سنشير إلى وظائف جهاز البورصة بالنسبة

8- الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربيه من الأسواق المالية الأخرى، واعتدال جوه.

9- نموا الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.

10- عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.

11- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره ومعدلاته.

12- خطوات أخرى يتعين اتخاذها<sup>1</sup>:

أ- طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للاكتتاب للجمهور بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد في هذه الشركات.

ب- ضرورة قيد الشركات المساهمة وأسهمها بالسوق بما يساعد على تحويلها إلى سوق أوراق مالي عالمي.

ج- تحريك محافظ الأوراق المالية للمصارف وشركات التأمين والهيئات الادخارية الأخرى ودخولها السوق مشتريّة في حالة انخفاض السعر، وبأعنة عند ارتفاعه، وذلك للعمل على إحداث التوازن بالسوق.

د- إصدار سندات نوعية ذات قيمة إسمية تتناسب مع صغار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة، وذلك لتدعيم دورهم في خطة التنمية المنشودة، وزيادة الأوراق المالية المتداولة.

هـ- السماح بقيد أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسي بالخارج والتي تعمل في سوق الأوراق المالية، وذلك كمرحلة أولى يعقبها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب على ذلك إمكان التعامل بين الأسواق المحلية والأجنبية، كذلك إتاحة الفرصة في مرحلة تالية لمكاتب السمسرة الأجنبية لفتح مكاتب لها في الدولة.

- ويشير الاقتصادي (Reilly)، إلى بعض الشروط الواجب توافرها في السوق المالية الفعالة ومنها<sup>2</sup>:

1- وجود عدد كبير من المشتركين في السوق والذين يسعون إلى تعظيم أرباحهم ويعملون بشكل مستقل الواحد عن الآخر.

2- قيام المستثمرين بتعديل أسعار الأوراق المالية بشكل سريع لتعكس أثر المعلومات الجديدة والمتعلقة بالأوراق المالية. إن هذا التعديل يتم من

1 د. منير إبراهيم هندي "الأوراق المالية وأسواق المال" ص489-490 بتصرف

2 د. فاخر عبد الستار حيدر "التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم" المملكة العربية السعودية: دار المريخ، 2002، ص50.

3 نفس المرجع السابق، ص51.



للاقتصاد الجزئي الوحدوي والتي تتمحور في النقاط التالية<sup>1</sup>:

\*- تيسير التداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار و السيولة، حيث أن سوق الأوراق المالية يوفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسييلها عند الحاجة، كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

\*- بيع الحقوق وشرائها، فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشرائها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات... الخ.

\*- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.

\*- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

\*- تعتبر البورصة أداة إشباع بالنسبة للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشئ مشروعاً لقلّة رأسماله، وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

\*- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعا وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور الآتية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة.

\*- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار، حيث يستفيد من البورصة التاجر والصانع والمزارع، بحيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحويط أو التغطية (Hedging)، فالمضارب مثلا، يشتري سلعة ليبيعهها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه، كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

1 شعبان محمد إسلام البرورايّ بورصة الأوراق المالي من منظور إسلامي مرجع سبق ذكره، ص 47-49 بتصرف.

### ثالثا: وظائف البورصة بالنسبة للاقتصاد

#### الكلي:

#### 1- تعريف النظام المالي العالمي:

يتكون النظام المالي العالمي من شبكة من أسواق المال<sup>(2)</sup> والمؤسسات ونشاطات الأعمال والقطاع العائلي والحكومات التي تشاركه في هذا النظام والتي تنظم عملياته، وهذا النظام في الوقت الحاضر لا يعرف أي حدود جغرافية أو سياسية، ولكنه يعم العالم بحيث يقدم القروض ويصدر الأوراق المالية، ويقدم فرصا لمدخرات الأفراد.

ونجد أن الوظائف الأساسية للنظام المالي هي تقديم الأموال القابلة للإقراض من المقرضين (أو الوحدات ذات الفوائض)، إلى المقرضين (أو الوحدات ذات العجز)، وهذه الأموال يتم تحديدها وتخصيصها من خلال التفاوض في نظام واسع في أسواق المال والتي تجمع معا بين الأفراد والمؤسسات التي تحوز الأموال مع تلك التي تحتاج إلى الأموال والتي تتكون أساسا من شركات الأعمال والحكومات<sup>3</sup>.

ويمثل موضوع الأسواق المالية حيزا مهما في الأدب الاقتصادي المعاصر وخاصة بعد أن شهدت الأسواق تطورا مهما وازدادت أهميتها الاقتصادية سواء في البلدان المتقدمة أو النامية، إلا أنه لا يمكن التحدث عن نظرية اقتصادية جامعة وشاملة لسوق الأسهم والسندات والعوامل المؤثرة فيها بل ما كتب في هذا المجال لا يخرج عن نطاق الجدل بين الاقتصاديين حول تفسير حركة وتقلبات أسعار الأسهم وعوائدها والعوامل المؤثرة في ذلك، ونميز في هذا المجال بين نظريتين لدراسة حركة الأسهم داخل السوق المالي<sup>4</sup>:

\*- النظرية الأولى ويطلق عليها بالنظرية التقليدية لأسعار الأسهم والتي تعتبر أن أسعار الأسهم هي رهن العوائد الشركات والتي بدورها تتأثر بعوامل المتغيرات الاقتصادية كالتضخم، وعرض النقد وأسعار الفائدة، ومستوى النشاط الاقتصادي... الخ، ولتحديد هذه المتغيرات حسب

2 د. عبد الغفار حنفي، د. رسمية زكي قرياص " البورصة والمؤسسات المالية" مصر: الدار الجامعية، 2002، ص 13-18 بتصرف.

3 د. منير إبراهيم هندي " الأوراق المالية وأسواق رأسمال " مرجع سبق ذكره، ص 421

4 د. فاخر عبد الستار حيدر التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم مرجع سبق ذكره، ص 16-17 بتصرف

### 3- علاقة التضخم بالسوق المالي:

هناك توجهين في هذا المجال<sup>2</sup>،

التوجه الأول القائم على أن معدلات العوائد للأسهم العادية تساوي العوائد الحقيقية زائدا المعدل المتوقع للتضخم، وأن العوائد الحقيقية للأسهم مستقلة عن معدل التضخم وهذا استنادا إلى آراء فيشر (Irving Fisher)، المتعلقة بأسعار الفائدة الاسمية والحقيقية وعلى ضوء هذه الفرضية اعتبر بعض الاقتصاديين أن الأسهم وسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم { د. فاخر-2002، ص 165 بتصرف }.

والفكرة من كل هذا هو أن التضخم على الرغم من تأثيره السلبي على القوة الشرائية للدخول إلا أنه في نفس الوقت يمارس تأثيرا إيجابيا من خلال زيادة المبيعات وأرباح الشركات ومن ثم أسعار الأسهم وعوائدها بشكل يفوق التأثير السلبي مما يجعل في النهاية من الأسهم استثمارا ناجحا في أوقات التضخم وخاصة التضخم المعتدل<sup>3</sup>.

وهناك توجه آخر من طرف الاقتصادي Fama، الذي اعتبر وجود علاقة عكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، وما يعاب عليه هو أنه تجاهل التباطؤ الزمني عند بحث العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم، فحدوث صدمة نقدية موجبة في الاقتصاد تحتاج لزمن كاف لكي يصل تأثيرها إلى أسواق الأسهم والنشاط الاقتصادي حيث يحصل التغيير (الإرتفاع) في أسعار الأسهم قبل حدوث الإنتعاش في الاقتصاد كما أوضحنا سابقا، لذلك فإن زيادة النشاط الاقتصادي ستؤدي إلى زيادة الطلب على النقود وبافتراض اتباع السلطة النقدية سياسة نقدية متشددة كما افترض Fama<sup>3</sup>، سينخفض معدل التضخم ولكن في الزمن (t+1)، وليس في الزمن (t)، حسب المعادلة التالية:

$$Y_t = \alpha + \beta X_{t+1} + U_t$$

حيث:

$Y_t$ : عوائد الأسهم.

$X_t$ : معدلات التضخم

2 د. فاخر عبد الستار حيدر التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم مرجع سبق ذكره، ص 165-166 بتصرف.

3 منير إبراهيم هندي أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية مرجع سبق ذكره، ص 165- بتصرف 166.

أ.د كمال بكري وآخرون " مبادئ الاقتصاد الكلي " مصر: الدار الجامعية، 2003، ص 269-295 بتصرف

هذه النظرية نلجأ إلى طريقة للتحليل تعرف بالتحليل الأساسي (Fundamental Analysis)، والتي يبحث في العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم من خارج السوق، وتأخذ ثلاث مراحل، أولها دراسة الظروف الاقتصادية العامة أو دراسة الاقتصاد الكلي، تليها مرحلة التحليل الجزئي للقطاع الذي ينتمي إليه السهم، وأخيرا التحليل الجزئي للشركة نفسها صاحبة السهم.

\*- أما النظرية الثانية فيطلق عليها بنظرية الثقة (Confidence theory)، وتعتمد في دراستها لأسعار الأسهم على الناحية السيكلوجية للمستثمرين<sup>1</sup>.

### 2- العلاقة بين عرض النقد والسوق المالي:

حظي عرض النقد وتأثيره على السوق المالي باهتمام كبير من طرف المفكرين الاقتصاديين وعلى رأسهم Berly w. Sprinkel، والذي يعتبر رمز من رموز المدرسة النقدية نهيك عن المدرسة الكنزية وتوجهاتها في هذا المجال، وامتد الجدل بين الاقتصاديين في إطار نفس المنهج الواحد حيث بحث كل من Sprinkel، وPalmer، العلاقة بطريق بيانية بينما بحث ( Keran; H-J, )، العلاقة بطريقة قياسية وكلا الطريقتين لم تتجوا من النقد وخاصة من طرف Miller، و Pesando، حيث شككا في فاعلية التقديرات الكمية. من جهة أخرى بحث الاقتصادي Cooper، العلاقة في إطار فرضية السوق الفعالة حيث أشار إلى أن أسعار الأسهم الجارية تعكس كل المعلومات المتاحة للجمهور وبشكل سريع في إشارة إلى عدم وجود تباطؤ زمني في تأثير عرض النقد على السوق المالي، إلا أن فرضيته القائمة على العلاقة في المدى المتوسط والطويل وكذا فرضية السوق الفعالة أصبحت غير فعالة نظرا للأزمات الحادة التي واجهتها الأسواق المالية (مثل الكساد العظيم 1929-1931، والاثنين الأسود 1987)، وانهيار سوق السندات 1994، وعام 1997.

أما Rozeff، جاء بنموذج MP، الغير التنبؤي لتحديد العلاقة بين عرض النقد والسوق المالي واعتبر أن أسعار الأسهم تعتبر المؤثر في تغيرات عرض النقد المستقبلية وليس العكس.

1 منير إبراهيم هندي أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية مصر: منشأة المعارف للنشر والتوزيع، ط2، 2003، ص 218-221 بتصرف

شهرية أو أسبوعية ( )	سنوية ( )
أ- يخضع منحى أسعار الأسهم إلى تأثير العوامل الفنية والسيكولوجية بشكل أكبر وكذلك الأحداث الطارئة.	أ- يخضع منحى أسعار الأسهم إلى تأثير العوامل الاقتصادية الكلية بشكل أكبر
ب- يخضع تحليل أسعار الأسهم إلى المنهج الفني بدرجة أكبر.	ب- يخضع تحليل أسعار الأسهم إلى المنهج الأساسي الذي شرحناه سابقا.
ج- تخضع سوق الأسهم إلى فرضية السوق الفعالة بدرجة أكبر.	ج- تخضع سوق الأسهم إلى نموذج MP الذي يتضمن وجود تباطؤ زمني في تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم.

إضافة إلى ما تقدم نشير إلى أن تأثير العوامل الاقتصادية الكلية يكون أشد في الأجل الطويل وذلك لأن هذه العوامل (مثل عرض النقد)، تحتاج إلى وقت كاف لكي يظهر تأثيرها الكامل على النشاط الاقتصادي والسوق المالي بالذات<sup>1</sup>.

وفي الأخير فقد أكد الأدب الاقتصادي أسبقية التغيرات في سوق الأسهم مقارنة بالتقلبات في مستوى النشاط الاقتصادي والإنتاج الصناعي بشكل خاص حيث أن ازدهار سوق الأسهم يعني زيادة في قيمة الموجودات الرأسمالية الحقيقية وهي حالة تؤدي إلى مزيد من الاستثمارات عن طريق الزيادة في طرح الأسهم في السوق واستخدام الأرصد المتحصلة في زيادة الاستثمار والتوسع وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي بفعل مضاعف الاستثمار. وعلى العموم فإن وظائف بورصة الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي يمكن إجمالها في النقاط التالية:

\*- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

#### 4- علاقة مستوى النشاط الاقتصادي

##### والسوق المالي:

تعتبر سوق الأسهم المؤشر عن النشاط الاقتصادي بمعنى أن التأثير السلبي يبدأ من سوق الأسهم باتجاه النشاط الاقتصادي، واستند هؤلاء الاقتصاديون على حجة أن زيادة أسعار الأسهم تمكن الشركات المسجلة في البورصة من طرح المزيد من الأسهم لغرض التوسع والاستثمار الذي سيؤدي لاحقا إلى زيادة الطلب على المنتجات الأخرى في الاقتصاد وزيادة إنتاج الشركة نفسها الأمر الذي سينعكس في النهاية على أسعار الأسهم بشكل إيجابي.

ويرى البعض المفكرين الاقتصاديين أن سوق الأسهم تستجيب للتوقعات الخاصة بمستويات النشاط الاقتصادي (توقع زيادة نمو اقتصادي... زيادة أرباح... زيادة في أسعار الأسهم)، لكن الاقتصادي Blanchard، أشار إلى أن سوق الأسهم ليس سبب في زيادة الإنتاج ولا الزيادة في الإنتاج هي السبب في التقلبات الحاصلة في سوق الأسهم وذلك لأن كليهما نتاج التغير الحاصل في السياسة الاقتصادية { د. فاخر - ص 168 }.

#### 5- علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية

##### بالسوق المالي:

من الجدير بالذكر أن سوق الأسهم تعتبر من الأسواق الحساسة جدا للتطورات الاقتصادية وغير الاقتصادية (، قصيرة الأجل، في حين تحدد العوامل الاقتصادية الكلية سلوك أو مسار أسعار الأسهم في الأجل الطويل وبالعكس من ذلك تكون عمليات أسواق الأسهم حساسة جدا لردود الفعل الفنية والسيكولوجية قصيرة الأجل.

من جهة أخرى تعكس التحركات اليومية لأسعار الأسهم وجهات نظر المشاركين في السوق واستجاباتهم للتغيرات الحاصلة في المؤشرات الاقتصادية المحلية إضافة إلى المؤشرات المتعلقة بأسعار الأسهم خارج بلدانهم ومعدلات الصرف الأجنبي وهذا يعني أن تأثير التوقعات وردود الفعل ستكون كبيرة في الأجل القصير، وهذه التوقعات تكون متباينة حسب سيكولوجية المتعاملين في السوق ( حالات التفاؤل والتشاؤم )، في حين يضمحل أو يضعف تأثير هذا العامل في الأجل الطويل، والجدول التالي يبين ذلك:

الأجل القصير ( بيانات )	الأجل الطويل ( بيانات )
-------------------------	-------------------------

1 د. فاخر عبد الستار حيدر التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم مرجع سبق ذكره، ص 170-171 بتصرف

\*- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقا لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

\*- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات الاقتصاد الكلي، منها البنوك وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

\*- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

### الخاتمة:

وفي الأخير إن من أهم شروط سوق رأس المال وجود تدفق مستمر للأموال تبحث عن الاستثمار، وفي نفس الوقت وجود مؤسسات مالية قادرة على امتصاص هذه الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر ربحا وأمانا التي تتيحها وجود مثل هذه الأسواق... وهذه المؤسسات المالية يجب أن تتمتع بالخبرة الكافية في التعامل بالموجودات المالية مما يؤهلها للحصول على ثقة المستثمرين وبالتالي تتيح لها تسويق خدماتها بسهولة وفعالية.

أما وظائف البورصة فهي تمتد لتشمل جميع مجالات الحياة الاقتصادية، بحيث يشكل الرابطة بين مفردات الاقتصاد (الجزئي)، من حيث تحقيق فرص الإقراض والإستقراض والاستثمار، وبين الجامعات الاقتصادية الكلية من حيث تنفيذ السياسات الاقتصادية، وتحقيق التوازن الاقتصادي.

ولأجل دراسة شاملة للموضوع قسمنا البحث إلى النقاط التالية :

- أولاً: ماهية البورصة.
- ثانياً: نشاط البورصة.
- ثالثاً: البورصة : الوظائف- الدور- التجارب .

### أولاً : 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 .

### 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 ؟

- 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

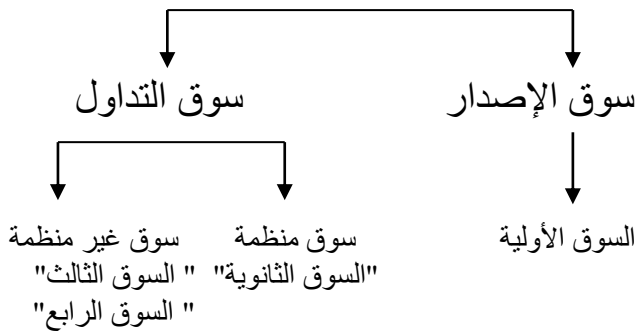
يمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة

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 إيطار 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 أدرج 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 أدرج 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

مرحلتين:

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 وعملية 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 .

## الوظائف الاقتصادية للبورصة ومنتجاتها

الأستاذ: مداحي عثمان  
أستاذ مساعد مكلف بالدروس  
جامعة أدرار

### ملخص:

إن مما يميز اقتصاديات الدول المتقدمة عن اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو اعتماد الأولى في عمليات تمويلها على البورصة كمصدر أساس وأولى، واعتمادها على البنوك في الدرجة الثانية، بينما تتميز الثانية باعتمادها الكلي على البنوك في عمليات تمويلها.

ومما يميز التمويل عن طريق البورصة هو السرعة في عملية التنفيذ، والتخلص من الإجراءات الإدارية المعقدة التي تفرضها البنوك، والتي تكون في أغلب الأحيان السبب وراء فشل الكثير من المشاريع الاستثمارية. من هنا تظهر أهمية البورصة ودورها في عملية تنشيط التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تسهيل عملية التمويل للمشاريع الاستثمارية بغرض التوسع، وبالتالي إمكانية إنشاء فرص عمل إضافية، وبما تمثله كذلك من إمكانيات الاستثمار للمدخرين الصغار. وسوف تحاول هذه المداخلة التطرق للمحاور التالية:

- المحور الأول: تعريف البورصة.
- المحور الثاني: الوظائف الاقتصادية للبورصة.
- المحور الثالث: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

### مقدمة:

تعتبر قضية التنمية الاقتصادية في البلدان النامية من أكثر القضايا حيوية، ويمثل قصور رأس المال من أهم المشكلات التي تواجه هذه الاقتصاديات، خاصة وأن هذه البلدان بحاجة إلى مشروعات ضخمة ومؤسسات لا يستطيع المرء بمفرده تلبيتها، من هنا تظهر الحاجة الملحة إلى اللجوء ادخار الأفراد والمؤسسات، من هنا الحاجة إلى وجود مؤسسات وسيطة تستقطب الأموال المتاحة نحو المشروعات الاستثمارية، وتعتبر هذه الوساطة الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية الناجحة.

وإدراكا منها بفاعلية أسواق الأوراق المالية سعت الكثير من البلدان النامية إلى إنشاء وتأسيس مثل هذه الأسواق وتوفير الأجواء والظروف لنجاحها، إلا أنها في بدايتها حذت حذو التقليد والمحاكاة للمؤسسات المماثلة في البلدان المتقدمة في الغرب، متناسية أن تلك الأسواق في البلدان المتقدمة قديمة النشأة ومرت بعدة مراحل قبل أن تصل إلى ما هي عليه اليوم، ومتغافلة عن أن الكثير من البلدان النامية تختلف كثيرا عن البلاد الغربية من حيث الهيكل المالي وحجم الادخار المتاح وظروف السوق ومتطلبات وأولويات التمويل وطبيعة وسلوك المتعاملين بالادخار والاستثمار، إضافة إلى غياب ثقافة بورصية راسخة تتحول من خلالها الأسواق المالية إلى مجال للتعامل بين الناس واستثمار أموالهم ومدخراتهم فيها، حيث أصبحت الكثير من المؤسسات المالية عائقا أمام التنمية الاقتصادية بدل أن تكون دافعا لها.

وهذا ما يطرح مسؤوليات على عاتق السلطات العمومية لإجراء دراسات حول الهياكل المالية، والظروف الاقتصادية السائدة، وتقدير الاحتياجات إلى المدخرات، ولوضع المحفزات والآليات التي تسمح بتمويل المشاريع الاستثمارية بالدرجة الأولى عن طريق الادخار العام الواسع ومن ثم نشوء سوق مالية مزدهرة تساهم تدريجيا في عملية التنمية الاقتصادية المنشودة.

## I تعريف سوق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها:

### أ- تعريف سوق الوراق المالية:

أطلق الاقتصاديون الكثير من التسميات على سوق الأوراق المالية، فهناك من يسميها سوق السهم والسندات، ويسميها البعض سوق رأس المال، باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات المختلفة، كما جاء تسميتها على لسان هربرت دوقل أنها (سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل) تميزا لها عن السوق النقدية، ومن التسميات الأكثر شيوعا لدى الاقتصاديين اسم بورصة الأوراق المالية.

وبتعدد التسميات تعددت التعريفات المعطاة لسوق الأوراق المالية، فقد تم تعريفها على أنها (المكان الذي يتم فيه خلق وتداول الأصول

تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد<sup>5</sup>.

وعلى خلاف التعريفات السابقة التي جعلت من سوق الأوراق المالية مجرد مكان يجتمع فيه المتعاملون، مع ذكر العمليات التي تتعقد فيه، فإن التعريف الأخير حاول بيان الدور التنموي لهذه السوق.

ومن خلال هذه التعريفات يمكن إبراز الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية :

الأمر الأول: موضوع المبادلة في هذه السوق هو الأوراق المالية وبه يوصف، فيقال سوق الأوراق المالية.

الأمر الثاني: تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في جذب مدخرات الأفراد، والفوائض المالية للشركات وغيرها وإتاحتها إلى الجهات التي تحتاج إليها.

الأمر الثالث: تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها من خلال أوراق مالية معينة، مثل الأسهم والسندات وغيرها.

الأمر الرابع: تتضمن أسواق الأوراق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق الوسيط الماليون.

### ب - نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية:

عرفت سوق الأوراق المالية تطورات عديدة قبل أن تصل إلى الشكل الذي هي قائمة عليه بهيكلها وإدارتها ونظمها. ويمكن تقسيم هذا التطور إلى أربعة مراحل من الناحية النظرية وهي:

### المرحلة الأولى: مرحلة قيام بورصة البضائع:

يعود قيام أسواق البضائع إلى عهود قديمة سابقة لقيام أسواق الأوراق المالية، فقد أنشأ كل من الرومان واليونان أماكن معروفة يقصدها التجار من كافة الأصقاع تتم فيها تبادل البضائع. وظهرت في المدن الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة وسمرقند

5 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - أسواق الأوراق المالية العربية-تنظيمها، أدواتها، وأوضاع التعامل فيها- الكويت 1985ص.327

والالتزامات المالية<sup>1</sup>، وقد جاء تعريفها أيضا على أنها (سوق منظمة تباع وتشتري فيها الأوراق المالية وينفذ السماسرة فيها أوامر عملائهم مقابل عمولة مناسبة)<sup>2</sup>.

كما جاء تعريفها على أن (البورصة سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح للمبادلات واسعة النطاق، وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات، وإقرار الشروط الواجب توفرها في المتعاملين وفي الصكوك موضوع التعامل)<sup>3</sup>، وجاء تعريفها أيضا (سوق الأوراق المالية مثل سائر الأسواق تلتقي من خلالها قوى العرض والطلب وتتحدد على أساسها الأثمان، ذلك أن العرض والطلب - كما يقول مارشال - مثل نصلي مقص لا يقطع أحدهما دون الآخر) إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق من حيث إنه يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم في حوزة المساهمين، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات<sup>4</sup>.

وترتكز هذه التعريفات على أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة يتم فيها عرض أموال المدخرين والطلب عليها من المستثمرين، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة.

كما جاء تعريفها في الدراسة المشتركة التي تمت بين المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي بأنها (السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على

1 مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأوراق المالية، كنوز اشبيليا 20056 ص 34 نقلا عن د عبد المنعم أحمد التهامي، أساسيات في الاستثمار ص 33  
2 أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية ص 23.

3 المرجع السابق، ص 23 .  
4 سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات 2005 ص 25.

سمحت الثورة الصناعية بظهور مشاريع صناعية ضخمة تفوق قدرة الأفراد على تحمل كافة الأعباء المالية المترتبة عنها، وقد واكب هذا التطور ظهور مؤسسات عملت على جمع مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية، هذا التطور أدى إلى ضرورة قيام أسواق للأوراق المالية بنظمها وأساليب التعامل فيها.

وكان ظهور هذه الأسواق وفق التطور التاريخي التالي:

**1- بورصة لندن 1773م:** يعود تاريخ التعامل في الأوراق في لندن إلى عام 1600م، حيث كان التعامل يتم في البورصة الملكية المخصصة للبضائع، وكان أهم ما يتداول السندات الحكومية وأسهم بعض الشركات، وبقي التعامل داخل البورصة إلى عام 1698م وبعدها تم الانتقال إلى الممر المؤدي إليها، وفي عام 1773م قام السماسرة باستئجار مكانا خاصا أطلقوا عليه اسم (بورصة الأوراق المالية)، فكان ذلك ميلاد أول بورصة مستقلة للأوراق المالية، وتبع ذلك الخطوة توقيع دستور البورصة التي حمل اسم التسويات النهائية وذلك في 27 مارس 1802م.

**2- بورصة باريس 1808:** تعود البدايات الأولى للتعامل بالأوراق التجارية في فرنسا إلى القرن الثاني عشر، وكان يتم التعامل بهذه الأوراق وبالأوراق المالية لاحقا في بورصة البضائع، وبقي الوضع على ذلك إلى أن تم إنشاء بورصة مستقلة للأوراق المالية عام 1808م.

**3- بورصة نيويورك 1821:** بدأ التعامل في الأوراق المالية في نيويورك عام 1725م في مكان يدعى وول ستريت، وكان حجم التعامل ضعيفا ويتم موازاة مع التعامل بالبضائع، وبدأ التعامل في الأوراق المالية يزداد أهمية عام 1781م بعد طرح أسهم بنك إنجلترا للاكتتاب، وطرح أسهم بنك نيويورك عام 1784م، إضافة إلى التعامل في السندات التي أصدرتها الحكومة الفيدرالية عام 1790م.

وفي عام 1717م قام السماسرة الذين يتعاملون في الأوراق المالية في وول ستريت بوضع نظام لتسيير شؤونهم وأطلقوا اسم (لجنة بورصة نيويورك للأوراق المالية) لإدارة وتنظيم البورصة، واستقرت منذ عام 1821م أعمال البورصة في وول ستريت.

حي للتجار يتم فيه عرض البضائع والاتفاق على الأسعار.

وكان أول ظهور لبورصة البضائع في باريس عام 1304م على جسر عرف باسم جسر الصرافة، أما أول إنشاء للبورصة فكان في مدينة أنفيس في بلجيكا عام 1406م، ثم توالى إنشاء البورصات حيث قامت في عام 1608م بورصة أمستردام، وفي عام 1695م بورصة لندن، وبعدها بورصة نيويورك عام 1792م وبورصة روما عام 1821م وبورصة جنيف عام 1850م.

### المرحلة الثانية: مرحلة التعامل في الأوراق التجارية:

تعود البدايات الأولى للتعامل في الأوراق التجارية إلى القرن الثالث عشر ميلادي في فرنسا، أين كان يتم تداول، ومبيالات. وفي أواخر القرن السابع عشر عام 1688م وفي إنجلترا كان التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري، وكذلك في الأسهم لبعض الشركات مثل شركة الهند الشرقية.

وفي هذه المرحلة تم تطوير عملية التعامل في الأوراق التجارية، وبدأ التعامل في الأسهم والسندات مع عدم انفصالها في التعامل عن أسواق الأوراق التجارية.

### المرحلة الثالثة: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق:

مع توسع المشروعات وظهور الحاجة إلى أموال كبيرة لتمويل تلك المشاريع بدأت الحكومات والشركات تلجأ إلى الاقتراض من الجماهير وذلك عن طريق إصدار السندات، وطرح أسهم الشركات للتداول، وفي عام 1693م أصدر الملك وليام الثالث قرارا يجيز تحويل سندات القرض المصدرة من قبل الحكومة، بحيث أصبح من حق مالك الصك التنازل عنه لشخص آخر، وكانت هذه العملية بمثابة الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات.

وفي الولايات المتحدة بدأ التعامل في عام 1725م في وول ستريت في نيويورك ثم انتقل التعامل بنفس الشارع تحت شجرة بتن وود، وفي عام 1793م انتقل التعامل إلى قهوة (تونتين).

### المرحلة الرابعة: مرحلة استقلال سوق الأوراق المالية:



وتهدف البورصة من خلال أنظمتها ولوائحها إلى التقريب بين القيمة السوقية للأوراق المالية وقيمتها الحقيقية بحيث تصبح البورصة تعكس الأداء الفعلي للمشروعات والشركات المصدرة لتلك الأوراق.

وقد يؤدي غياب البورصة إلى سيطرة السماسرة على سوق الأوراق المالية وبالتالي التأثير في تحديد سعر الأسهم والسندات بما يخدم مصالحهم وظهور فروق كبيرة في الأسعار.

**ثالثا: تعتبر البورصة أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات:**

وذلك ما تفرضه نظم ولوائح البورصة على الشركات المسعرة لديها من نشر للبيانات والمعلومات المحاسبية والتي تسمح بالتعرف على المركز المالي الحقيقي للشركات والمشروعات من خلال نشر القوائم المالية المصادق عليها من قبل مراجع خارجي، والمعدة وفق المعايير المحاسبية، وتعمل البورصة على زيادة وعي المستثمرين، وتصويرهم بواقع الشركات والمشروعات، من خلال التقارير الدورية التي تقوم الشركات بنشرها والمتعلقة بأوضاعها المالية، وحركة التداول وتطورات الأسعار، مما يساعد المستثمرين على التقويم الصحيح والدقيق لها.

**رابعا: المساهمة في تمويل خطط التنمية:**

فبالإضافة إلى الأوراق المالية التي تقوم الشركات بطرحها في السوق، ازداد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات وأذون الخزينة العامة ذات الأجل المختلفة.

**خامسا: توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر**

**ربحية:**

تساهم البورصة في تحقيق درجة عالية من الكفاءة في عملية توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، مما يؤدي إلى الازدهار والنمو الاقتصادي. ويتطلب هذا الأمر توافر عدة صفات في البورصة يمكن إجمالها فيما يلي:

أ- كفاءة التسعير: أن تتم عملية تسعير الأوراق المالية بناء على كافة البيانات والمعلومات المتاحة.

وبعد ذلك توالى إنشاء البورصات في المدن الكبرى مثل طوكيو، وهونغ كونغ، وروما، وفرانكفورت، وبعدها شرعت البلدان النامية في إنشاء البورصات، وقد أخذت هذه البورصات شكل ونمط وتنظيم البورصات الرائدة.

**II- الوظائف الاقتصادية للبورصة:**

لم تعد تقتصر سوق الأوراق المالية على مجرد كونها سوقا منظما يجتمع فيه السماسرة للتعامل في مختلف أنواع الأوراق المالية بيعا وشراء، وإنما أصبح لها دورا هاما في الحياة الاقتصادية، هذا الدور ناتج عن التطورات الحاصلة في مجال المعلوماتية، والتي سمحت بتقريب المسافات، واقتصار الزمن، والتمكين لأي مستثمر بالمشاركة في عدة جلسات تداول لمختلف البورصات، ويمكن استعراض أهم الوظائف الاقتصادية التي تؤديها البورصة كم يلي:

**أولا: تعبئة الادخار وتوجيهه للمشروعات:**

تعتبر البورصة آلية مهمة من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تشجع على تنمية عادة الادخار الاستثماري لدى صغار المدخرين الذين لا يمكنهم القيام بمشاريع مستقلة ويفضلون الاستثمار في الأوراق المالية والحصول على عوائد سواء من خلال الأرباح التي تدرها، أو من خلال بيعها بسعر مرتفع عن سعر الشراء.

**ثانيا: تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة:** وذلك من خلال عملية التفاوض بين العرض والطلب والتي تتم في ضوء القواعد التالية:

- أ- اتصال البائعين والمشتريين (أو من ينوب عنهم) ببعضهم في مكان واحد.
- ب- حرية التفاوض.
- ت- عدم قدرة أي رف على التأثير بمفرده على الأسعار.
- ث- العلانية في المعاملات.
- ج- التعامل في نفس السلعة.
- ح- توفر المعلومات والبيانات اللازمة حول الأوراق محل التفاوض.

الأسعار في الفترات القصيرة للحصول على أرباح عالية في أقصر وقت.

**ثامنا: تساعد البورصة على جذب رؤوس الأموال الخارجية:**

للمشاركة في المشروعات المحلية، وذلك في حدود ما تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات المنظمة للنشاط الاقتصادي.

### III- أدوات البورصة :

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية وهي:

- أدوات الملكية.
- أدوات الدين.
- المشتقات.

وسوف يتم التطرق لأدوات الملكية وأدوات الدين نظرا لأنهما الأكثر استعمالا في البورصة. أ - أدوات الملكية: ويمكن التمييز فيها أساسا بين نوعين من الأسهم هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

**تعريف السهم:** السهم وفق ما جاء تعريفه في القانون التجاري (هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها)<sup>1</sup>. كما عرفت الأسهم بأنها (صكوك متساوية القيمة عند إصدارها، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويتمثل فيها حق المساهم في رأس مال الشركة التي ساهم فيها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة)<sup>2</sup>.

### خصائص الأسهم:

تتميز أسهم شركات المساهمة بعدة خصائص أهمها ما يلي:

- الأسهم صكوك ذات قيمة متساوية: ينقسم رأس المال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، وتدعى القيمة التي يصدر بها السهم بالقيمة الاسمية، وعلى أساسها تتحدد توزيع الأرباح، وتقدير الأغلبية في الجمعية العامة.

ب- كفاءة التشغيل: أن تقل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي قد يحصل من تلك المعاملات.

ت- عدالة السوق: ويكون ذلك بتساوي الفرص لكل من يرغب في إجراء الصفقات.

ث- الأمان: توفر وسائل تحمي من المخاطر التي تنتج من التعامل في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وبعض الممارسات اللا أخلاقية التي قد يلجأ إليها بعض المتعاملين.

### سادسا: البورصة مرآة للنشاط الاقتصادي

#### ومؤشر في عملية التنبؤ:

إن البورصة وبما تمثله من حلقة اتصال بين مختلف القطاعات والفعاليات الاقتصادية مثل البنوك، الشركات، المشاريع، المدخرين... الخ يؤهلها لإعطاء مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، هذه المؤشرات يمكن استعمالها لتحديد القطاعات الاقتصادية الأكثر فعالية.

كما أن البورصة من خلال تسجيلها لدورات النشاط الاقتصادي من ركود وانتعاش، تساهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الاستثمار للجهات المختصة، مما يؤدي إلى استقرار النشاط الاقتصادي

ومن خلال البورصة تتحدد الاتجاهات العامة للتنبؤ، ذلك أن البورصة تعتبر المركز الذي يتم تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي

### سابعا : البورصة كمجال للاستثمارات قصيرة

#### الأجال:

على الرغم من أن أدوات البورصة هي أدوات استثمارية طويلة الأجل، إلا أنه يمكن أن تتم في البورصة عمليات الاستثمار خاصة بالأجل القصيرة للأموال الفائضة عن العمليات الجارية لبعض الشركات والأفراد صفة مؤقتة، مع ثقتهم في إمكانية تحويل تلك الاستثمارات إلى سيولة في أي وقت.

ويعترض البعض على هذا الدور حتى لا تتحول البورصة من مهمتها الأولية وهي الاستثمارات طويلة الأجل، وتتحول الاستثمارات قصيرة الأجل إلى اتجاها عاما يسعى للتأثير على

1 القانون التجاري الجزائري، المادة 715 مكرر 40  
2 أحمد محبي الدين أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 108، نقلا عن أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، القاهرة، 1978 ص 403 .

- الحق في الحصول على نصيبه من فائض التصفية: عند تصفية الشركة فإنه يتم توزيع ناتج التصفية بعد تسوية جميع الديون على المساهمين بالتناسب مع ما يملكونه من أسهم. وقد يكون للسهم قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. وتمثل القيمة الاسمية القيمة التي تصدر بها الأسهم عند التأسيس والمثبتة على صك السهم، وقد تكون لها حدا أدنى وحدا أعلى يتم تحديدهما بالتشريع وذلك لفسح المجال أمام صغار المدخرين. وتمثل القيمة الدفترية للسهم قيمة صافي الأصول مقسوما على عدد الأسهم. بينما تعكس القيمة السوقية تلك القيمة التي يأخذها السهم في البورصة والتي يباع بها، والتي تتحدد بناء على عدة عوامل أهمها معدلات الأرباح، وظروف العرض والطلب، وأسلوب تداول الأوراق المالية في البورصة.

#### الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية سند ملكية وتمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة المساهمة، وتعد من الأصول المالية طويلة الأجل. حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة الأجل ما دام أن الشركة لم تحل.

وتمنح الأسهم العادية مجموعة من الحقوق لمالكة تتمثل في حق المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله والحق في الحصول على حصة من فائض التصفية.

ويمكن أن تأخذ الأسهم العادية شكل أسهم اسمية أو لحاملها، وتمثل الأسهم الاسمية في الأسهم التي يسجل اسم مالكةا على صك السهم ويقيد اسمه في دفتر خاص لدى الشركة، وعند بيعها يتم قيد المالك الجديد على صك السهم وعلى الدفتر الخاص بها.

أما الأسهم لحاملها فهي الأسهم التي لا تحمل اسم مالكةا على وجه الصك، ولا تتطلب عملية التنازل قيد المالك الجديد وإنما يتم ذلك بمجرد الحيازة المادية لها.

وتساوي القيمة الاسمية للأسهم يقتضي تساوي الحقوق والالتزامات المترتبة عنها، من حيث اقتسام الأرباح وتحمل الخسائر.

- السهم غير قابل للتجزئة: لا يجوز أن يمتلك عدة أشخاص السهم الواحد، ولو لألت ملكية السهم إلى أكثر من واحد عن طريق الإرث.

وتسهل خاصية عدم قابلية السهم للتجزئة مباشرة مالكة لحقوقه مثل حق التصويت وحق التصويت وحق الترشح لمجلس الإدارة والحق في الأرباح والحق في التنازل وهي حقوق لا تتجزأ.

- قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية: إن قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية من الخصائص الجوهرية لها، ويتم تداول الأسهم لحاملها بتسليم الصك، أما الأسهم الاسمية فلا تنتقل إلا بالقيود في سجل الشركة.

#### الحقوق التي يمنحها السهم:

يمنح السهم مالكة عدة حقوق هي:

- حق اقتسام الربح: يمنح امتلاك السهم الحق في الحصول على نصيب من الربح الذي حققته الشركة يتناسب مع مقدار ما يملكه من أسهم.  
- الحق في ممارسة الرقابة على الشركة: ويتمثل هذا الحق في:

أ- حق التصويت في الجمعية العامة لاختيار أعضاء مجلس الإدارة، ومحافظ الحسابات، والمصادقة على العقود والاتفاقيات...

ب- حق مراجعة ميزانية الشركة وتقارير مجلس الإدارة، والإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة ووثائقها.

ت- حق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة.

- حق البقاء كشريك: لا يجوز إلزام أي شريك بترك الشركة إذا لم يرغب في ذلك، كما لا يجوز إلزامه بالبقاء فيها إذا رغب بالخروج منها.

- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة: قد يتم النص في القانون الأساسي للشركة أنه من

حق مالكي الأسهم الاكتتاب في أية أسهم جديدة تطرح للتداول قبل غيرهم مع تحديد المدة التي يجب أن يمارسوا فيها هذا الحق.

- حق التنازل: يحق لمالك السهم التنازل عنه إما بالبيع أو الهبة وكل تشريع يمنع هذا الحق يعتبر باطلا.

أصحاب السندات، لذلك يطالبون بمعدلات أعلى من العائد.

وتعتبر المخاطر التي يتعرض لها أصحاب الأسهم الممتازة أقل من تلك التي يتعرض لها أصحاب الأسهم العادية، لذلك فإن أصحاب الأسهم العادية يطلبون عائداً أكبر وأعلى منه في حالة الأسهم الممتازة.

### أدوات الدين:

تتم بناء على عقد بين المقرض والمقرض يلتزم بموجبه المقرض بدفع فوائد دورية فضلاً عن سداد أصل الدين، وقد تكون الفوائد الدورية إما ثابتة أو متغيرة كما أن أصل الدين قد يكون مستحقاً عند حلول أجل الاستحقاق المتفق عليه مسبقاً عند إبرام العقد أو قبل حلول هذا الأجل.

وتنتج أدوات الدين هذه فوائد بأحد الطريقتين إما بسدادها دورياً، أو من خلال بيعها بسعر خصم أقل من القيمة الاسمية التي صدرت بها، على أن يتم استرجاع القيمة الاسمية الكاملة في تاريخ الاستحقاق.

ويمكن التمييز بين صنفين من أدوات الدين تبعاً للجهة التي أصدرتها.

### أولاً: أدوات الدين الحكومية:

تؤدي أدوات الدين الحكومية دوراً هاماً في الاقتصاد الكلي، فهي تعتبر من الأدوات المستعملة في مجال تطبيق السياسة النقدية، إضافة إلى الأهمية المالية التي تكنسها على اعتبار أنها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة مقارنة بالمصادر التمويلية الأخرى كالقروض من البنوك التجارية. ويتخذ سعر الفائدة على أدوات الدين الحكومية كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في الأصول المالية الأخرى كونه يعكس سعر الفائدة الحالي من الخطر. كما أنه بإمكان البنوك المركزية التحكم في كمية النقود المتداولة عن طريق بيع وشراء أدوات الدين الحكومية.

وتعتبر أدوات الدين الحكومية من أهم الأدوات التي تعتمد عليها الحكومات لتمويل العجز المالي للميزانية.

وتنقسم أدوات الدين الحكومية إلى أدون الخزنة والسندات الحكومية.

### 1- أدون الخزنة:

وتعتبر الأسهم من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، وهناك عوامل عدة أدت إلى التوسع في إصدارها منها<sup>1</sup>:

- اتجاه رجال الأعمال إلى تكوين الشركات الكبيرة بدلاً من الشركات الصغيرة.

- زيادة عدد الملاك بالشركات والرغبة لديهم في تحديد مسؤوليتهم بقدر المساهمة فقط.

- التغيرات في اللوائح والقوانين المنظمة لأسواق المال والتي أدت إلى سهولة التعامل وتحقيق مزايا لكل من الشركات والملاك.

- التقدم التكنولوجي الذي ساعد على هذا التطور وسهولة التعامل.

### الأسهم الممتازة:

يطلق عليها أيضاً تسمية الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات لأنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات عند الحصول على الإيراد الدوري وفائض التصفية، كما أنها مثل السندات يمكن أن تصدر بشروط تسمح باستدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة.

كما أنها تشبه الأسهم العادية في كونها سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية يرتبط أجله بوجود الشركة، كما تشبه الأسهم العادية من حيث المعاملة الضريبية حيث أنها لا تعتبر التوزيعات الخاصة بالأسهم

العادية والممتازة من الأرباح ضمن النفقات الواجبة الخصم في حساب النتيجة. كما أن عدم دفع التوزيعات المقررة للأسهم الممتازة لا يترتب عنه إفلاس الشركة مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية بينما يؤدي عدم دفع الفوائد المستحقة للسندات إلى إفلاس الشركة.

وتتميز الأسهم الممتازة بالارتفاع النسبي في تكلفتها مقارنة بالسندات، ذلك أن توزيعات الأسهم الممتازة غير قابلة للخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة مقارنة بالسندات، كما أن أصحاب الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من

1 عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الإسكندرية دار الفكر الجامعي 2007 ص 68. نقلاً عن ياسر إسماعيل حسن، تنشيط سوق المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية: دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 1999 ص 65.

مخاطر عدم السداد أو تكون غير مضمونة بأي أصل، كما قد تتعرض السندات ذات العائد الثابت لمخاطر التقلبات في أسعار الفائدة، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة تنخفض القيمة السوقية للسند، ويلحق الضرر بحامله، وعند انخفاض أسعار الفائدة ترتفع القيمة السوقية لها، ويلحق الضرر بالشركة المصدرة.

وهناك أنواع أخرى من السندات تتمثل في السندات الرديئة، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم، والسندات القابلة للبيع، وسندات الدخل.

أما السندات الرديئة فهي تلك التي تصدرها الشركات الصغيرة التي لا تستطيع أن تستوفي متطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية العادية، لذلك يكون عائدها أعلى من السندات العادية لجذب المستثمرين. أما السندات القابلة للتحويل إلى أسهم فهي تلك التي تعطي لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية وفقا لشروط محددة مسبقا، وذلك مقابل إصدارها بسعر فائدة أقل من السندات العادية. أما السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم فهي التي تعطي الحق لصاحبها بشراء أسهم في تاريخ محدد وبسعر يتم تحديده عند شراء السند ويتم إصدار مثل هذه السندات بسعر فائدة منخفض. أما السندات القابلة للبيع فهي التي تنتج لحاملها إعادة بيعها للشركة المصدرة مقابل نفس القيمة الاسمية، لذلك يكون معدل فائدتها منخفضا مقارنة بالسندات العادية. أما سندات الدخل فهي تلك التي لا يتم دفع الفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، ويتم دفع الفوائد في السنة التي تحقق فيها ربح عن تلك السنة والسنة التي لم تدفع عنها.

ويتم تقييم جودة السندات بتصنيفها وفقا لمقدرة الشركات على السداد، وهناك تصنيف شائع تم وضعه من مؤسستي Moody's و Standard and Poor's وهو على الشكل التالي:

#### جدول رقم (1): تصنيف السندات

فيصوتلا	S and P	Moody's
أعلى مستويات الجودة	AAA	Aaa
جودة مرتفعة	AA	Aa
أعلى فئة في الجودة المتوسطة	A	A
منتصف شريحة الجودة المتوسطة	BBB	Baa

تعتبر من أكثر أدوات السوق النقدية سيولة وتسويقا. وتلجأ إليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية لتمويل النفقات العامة، ويتمثل عائد أذون الخزانة في الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية المستحقة عند حلول أجل الاستحقاق. وتتميز أذون الخزانة بارتفاع درجة سيولتها، لإمكانية تحويلها إلى نقدية بتكلفة منخفضة وبأدنى خطر ممكن، ولتشجيع الاستثمار في أذون الخزانة قد تلجأ الحكومات إلى إعفاء عائدتها من الضرائب.

#### 2- السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية مديونية متوسط وطويلة الأجل، يتم إصدارها بهدف الحصول على موارد غير تضخمية بغية تغطية العجز في الموازنة أو مكافحة التضخم.

وتتمتع السندات الحكومية بجاذبية كبيرة ذلك أنها تتصف بتضائل مخاطر التوقف عن السداد لما تتمتع به الحكومة من إمكانية الإصدار النقدي وفرض الضرائب.

#### 3- أدوات الدين غير الحكومية ( سندات

الشركات):

تعتبر السندات التي تصدرها الشركات من أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي عبارة عن صكوك قابلة للتداول يعتبر مالكا دائنا تجاه الشركة المصدرة، كما يتحصل على عائد ثابت سنوي أو نصف سنوي يدفع له مهما كانت نتائج الشركة.

ويتمتع حملة السندات بحق الحصول على فوائد قبل دفع توزيعات الأرباح لجملة الأسهم الممتازة والعادية، ولهم الأولوية في الحصول على حقوقهم في حالة التصفية. وبالمقابل فإن حملة السندات ليس لهم حق حضور الجمعية العامة ولا حق التصويت أو التدخل في إدارة الشركة.

وقد تكون السندات ذات عوائد متغيرة تحسبا للتغيرات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة السائدة في السوق. كما أنه في الغالب يتم سداد أصل الدين عند تاريخ الاستحقاق، لكن قد يتم إصدار سندات قابلة للاستدعاء يتيح لمصدرها حق سداد أصلها قبل تاريخ الاستحقاق مع دفع علاوة إضافية، وقد يحدث ذلك عندما تنخفض معدلات الفائدة في السوق فيرغب المقرض في استعجال سدادها لتعويضها بسندات أقل فائدة.

كما يمكن أن تكون السندات مضمونة برهن بعض أصول الشركة المصدرة وذلك حماية لها من

**المصدر:** د- عبد الغفار حنفي إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية 2007 ص 41.

### تقييم الأصول:

يمكن معرفة القيمة الحقيقية للأصل المالي من خلال معرفة القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يتوقع أن يدرها ذلك الأصل، وتتوقف القيمة الحقيقية للأصل على عدة عوامل أهمها:  
-طبيعة الأصل المالي كونه أداة دين أم أداة ملكية.

-عوامل ترتبط بالجهة المصدرة ونوع القطاع الذي تنتمي إليه.

-عوامل لها علاقة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

وتختلف عملية تقييم كلا من الأسهم والسندات وذلك لاختلاف العوامل المحددة لكل منها.

### تقييم الأسهم:

هناك مدرستان أساسيتان لتقييم سعرها هما الأساسيين والفنيين. ففي التحليل الفني يحاول الفنيون التنبؤ بمستويات أسعار الأسهم من خلال السلاسل الزمنية للبيانات الماضية وحجم التداول في السوق، باعتبار أن التاريخ يعيد نفسه ويستند هذا التحليل إلى مجموعة من الفرضيات أهمها:

-تحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

-أن العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي.

-أن السوق أفضل متنبئ لنفسه.

-أن التحرك من سعر توازني إلى آخر يستغرق بعض الوقت.

-أن سوق رأس المال لا تتسم بالكفاءة!

كما يعتمد التحليل الفني على مجموعة من المؤشرات لتتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي بغية التوصل إلى نموذج لحركة هذه الأسعار كمؤشر للتنبؤ بالحركة التي ستكون عليها مستقبلا، ويستندون أساسا على نظرية داو ومجموعة من المؤشرات مثل مؤشر بارون، ومؤشر توازن الكميات الشاذة أو الكسرية، ومؤشر

1 د. عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 88-87. نقلا عن د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الإسكندرية الدار الجامعية 1998 ص ص 150-151.

أدنى مستوى في شريحة الجودة المتوسطة	BB	Ba
فئة المضاربة	B	B
جودة ضعيفة	-	Caa
درجة مضاربة مرتفعة	CCC- CC	-
درجة مضاربة مرتفعة جدا	-	Ca
سندات دخل (أقل السندات جودة)	C	-
أدنى درجة (لا يتم سداد الفوائد)	-	C
سندات تواجه فعليا خطر عدم السداد	DDD- DD	-

المصدر: د- عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 126.

ويبين الجدول التالي خصائص كل من السندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية.

خصائص الأنواع المختلفة للأوراق المالية

الورقة المالية عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
<b>أولا: الحق في الحصول على دخل</b> -من حيث الأسبقية -من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي
<b>ثانيا: الحق في الأصول عند التصفية</b> -درجة الأسبقية -المبلغ	المرتبة الأولى محدد إجباري محدد مسبقا وله تاريخ استحقاق	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المرتبة الثالثة المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق
<b>ثالثا: الحق في الاسترداد تاريخ الاستحقاق</b>	محدد مسبقا وله تاريخ استحقاق	محدد مسبقا وله تاريخ استحقاق	محدد مسبقا وله تاريخ استحقاق

التي تملكها- لإنشاء مناخ يسمح بنمو البورصة وازدهارها وأن تكون للجزائر بورصة مزدهرة على غرار الكثير من البلدان العربية ، لا سيما أن البورصة قد تكون البديل للكثير من المدخرين لإيداع أموالهم بعد سلسلة الإخفاقات التي مني بها النظام المالي الجزائري، وما ينتج عنه من تحريك لعملية الاستثمار الضرورية لحدوث التنمية الاقتصادية المنشودة .

### المراجع:

- 1- د. انداروس عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الإسكندرية دار الفكر الجامعي، 2007 .
- 2- د. بن سليمان بن محمد آل سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية، الرياض كنوز اشيلية، 2005.
- 3- د. حنفي عبد الغفار، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية الدار الجامعية، 2007.
- 4- د. رضوان عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، القاهرة دار النشر للجامعات 2005.
- 5- د. محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، جدة مجموعة دلة البركة، 1995 .
- 6- القانون التجاري الجزائري، ديوان المطبوعات الجزائرية.

الكميات الكبيرة، وتقلب الأسعار، واتساع السوق، ومراقبة سلوك المستثمرين الداخليين، واتجاهات أسهم الصناعات أو القطاعات القاندة، ومتابعة الإصدارات الجديدة للأسهم، وتحليل مؤشرات صناديق الاستثمار في الأوراق المالية، ومؤشر نسبة البيع على المكشوف.

أما التحليل الأساسي فيعتمد في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بدراسة العديد من العوامل المرتبطة بالشركة والقطاع الذي تنتمي إليه، والاقتصاد الوطني والدولي. وتبعاً لذلك فإن قيمة السهم تتوقف على عاملين أساسيين هما قيمة التدفقات النقدية المتوقعة، ومعدل العائد المطلوب.

فقيمة التدفقات النقدية المتوقعة يتمثل في نصيب السهم من التوزيعات للأرباح المتوقعة مستقبلاً، وهذه التوزيعات هي دالة للعديد من العوامل المرتبطة بكل من الاقتصاد العالمي والاقتصاد الوطني والصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

أما معدل العائد المطلوب فهو يتكون من معدل العائد الخالي من الخطر، وعلاوة الخطر التي تعكس المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، والتي قد تكون مخاطر منتظمة تتمثل في مخاطر النشاط، ومخاطر التمويل.

### خاتمة:

إن البورصة لم تعد مجرد مكان ثابت منظم يلتقي فيه السماسرة لشراء وبيع مختلف الأوراق المالية المتداولة فيه بغرض تحقيق الربح، وإنما أصبحت البورصة من أهم أدوات الاقتصاد الوطني والعالمية نظراً للوظائف الاقتصادية التي تؤديها، هذه الوظائف التي سمحت لصغار المدخرين بتحسين مستوى معيشتهم من خلال الإمكانية المتاحة لهم لاستثمار مدخراتهم، كما سمحت للاقتصاد الوطني بتمويل الكثير من المشاريع الاستثمارية الضخمة من خلال جمع مدخرات الأفراد والشركات والحكومات، مما نتج عنه نمو وازدهار اقتصادي، وكذلك بما تتيحه للحكومة من إمكانية الاقتراض من الأفراد والشركات لتمويل حاجتها لتغطية مختلف النفقات وتمويل عجز الميزانية.

وهذا ما يبرز أهمية البورصة في ظل الاقتصاديات الحديثة، وضرورة أن تولى السلطات العمومية هذا الأمر اهتماماً أكبر من خلال إيجاد الظروف الملائمة - عن طريق الأدوات التشريعية





## إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر

الأستاذ: بوعزة عبد القادر<sup>(1)</sup>

### مقدمة:

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة. فإذا كانت النظرية المالية التقليدية تهتم فقط بكيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، فإن النظرية المالية الحديثة أصبحت تهتم إلى أبعد من ذلك بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة.

لقد أصبح من الضروري على المسير المالي، عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال، وقبل اتخاذ قرار التمويل، التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي، وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى تدبير الموارد الخارجية، حيث يتم ذلك سواء بصفة مباشرة من المدخرين عن طريق السوق المالية، أو بصفة غير مباشرة عن طريق اللجوء إلى الهيئات والمؤسسات. وتشكل هذه الأخيرة تمويلاً أساسياً ووحيداً بالنسبة للمؤسسات غير القادرة على اعتماد السوق المالية كمصدر لتمويل احتياجاتها.

وبناءً على ما سبق، يعتبر قرار تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، قراراً مهماً يحتاج لكثير من الدراسة والتحليل، وهو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين، إلى حالة انفتاح لرأس المال يمكن أن يشترك في حيازته عدد كبير من المكتتبين، يتمثلون أساساً في العائلات، المستثمرين التأسيسيين والمتعاملين المحتملين؛ مثل الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

1 - أستاذ مساعد بقسم علوم التسيير، جامعة العقيد أحمد  
دراية بأدرار،

E-mail:

Abdelkaderbou@yahoo.fr

ومن هذا المنطلق سنحاول من خلال هذا المقال التعرف على إجراءات الدخول لبورصة القيم المتداولة، وكيفية اعتمادها كمصدر لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية في الجزائر، وذلك من خلال الاهتمام بدراسة وتحليل النقاط التالية:

- الإطار المفاهيمي للسوق المالي والبورصة،
- دوافع الدخول إلى البورصة،
- خطوات الدخول إلى البورصة.
- مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة،

### أولاً: الإطار المفاهيمي للسوق المالي والبورصة،

يجدر بنا وقبل العرف على مختلف الإجراءات والخطوات الأساسية للدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة ضرورة التعرض بشئ من التحليل لمفهوم السوق المالي واستبيان موقع البورصة ضمن هذا السوق، أهداف كلاً منهما ووظائفه.

#### 1/ مفهوم الأسواق المالية.

يمثل السوق المالي أهم دعائم اقتصاد السوق نظراً للدور الفعال الذي يلعبه والممثل في تمويل الاقتصاد. حيث يعمل على تجميع المدخرات وتنظيم حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى أنه يعتبر الوسيلة المثلى لخصوصية المؤسسات الاقتصادية وتسعيرها، وبالتالي تقييم أوراقها المالية المتداولة، مما يعني بالضرورة تقييم أدائها الاقتصادي.

#### 1/1 تعريف الأسواق المالية وضرورة

إنشائها.

##### 1/1/1 تعريف الأسواق المالية:

الأسواق المالية في مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) والطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي؛ أي صناعة رأس المال الذي يعتبره

تصل إلى سوق رابع الموصلة في الربط بين هؤلاء المتعاملين، كما أن لها وظائف اقتصادية قد تكون واضحة للعديد من الناس لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة اتصال بين

من أهم عوامل الإنتاج، إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات). هذا وتشتمل أسواق المال على كل من: (أفراد، شركات ومنظمات حكومية) لديها فائض لا تستطيع استثماره بنفسها لعدم وجود ملكية الاستثمار أو لعدم وجود الوقت والجهد الكافين للاستثمار ولكن يعوزها المال، لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لكل أو بعض الأسباب التالية<sup>1</sup>:

- عدم معرفة كل طرف للآخر؛
- عدم وجود الثقة بين الطرفين؛
- الاختلاف حول سعر الأموال؛
- الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال؛
- الاختلاف حول درجة المخطرة في الاستثمار.

القطاعات المختلفة في المجتمع أي مابين المدخرين والمستثمرين (المنتجين)، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحاً، أما القطاعات المنتجة فهي بحاجة دائمة إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستثمار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، إذن تقوم بوظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي لديها عجز في الأموال، وهو ما يوضحه الشكل أدناه<sup>3</sup>:

### 2/1/1 فوائد إنشاء الأسواق المالية.

هناك عدة فوائد لإنشاء السوق المالي نذكر منها على وجه الخصوص ما يلي<sup>2</sup>:

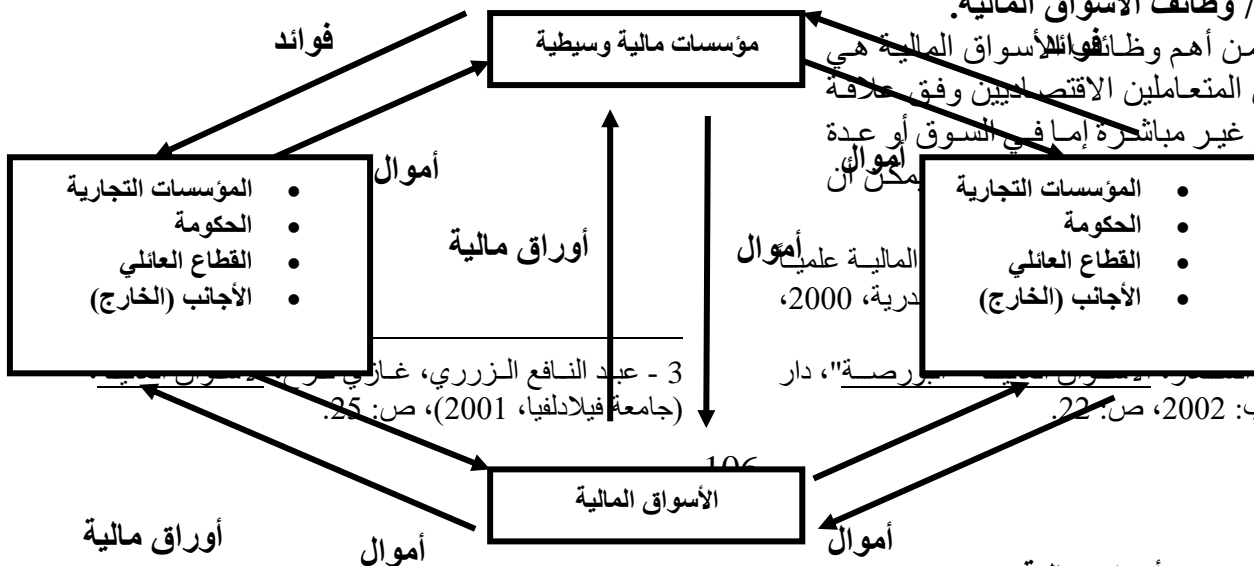
- يوفر السوق المالي فرص شبه متساوية لكافة الأفراد الراغبين في توظيف مدخراتهم؛
- يوفر السوق المالي السيولة للمستثمرين المالكين للأوراق المالية الفرصة لاستبدال أو التخلص منها وفي أي وقت يشاؤون؛
- يوفر السوق المالي المعلومات اللازمة لبناء القرار الاستثماري الخاص بتوظيف المدخرات في قنوات استثمارية معينة؛
- يساعد السوق في ظهور السعر العادل والمناسب للأوراق المالية وذلك من خلال آلية أوراق العرض، الطلب وتوفير المعلومات؛
- يساعد السوق في تخفيض التكاليف المتعلقة بجمع المدخرات.

### 2/1 وظائف الأسواق المالية.

إن من أهم وظائف الأسواق المالية هي الربط بين المتعاملين الاقتصاديين وفق علاقة مباشرة أو غير مباشرة إما في السوق أو عدة أسواق سو

- 1 - صلاح وعملياً، مكافئاً، ص: 20.
- 2 - نضال، بورصة، دار البيضاء حلب: 2002، ص: 22.
- 3 - عبد النافع الزرري، غازي، بورصة، دار البيضاء حلب: 2001، ص: 25.

### تمويل غير مباشر



مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة اسم بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، أما في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة مهمة الإصدار. ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لشراء الأوراق المالية المصدرة وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعينة لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور، وبذلك تعتبر السوق الأولية أيضاً وسيلة لتجميع المدخرات وتقديمها في شكل فرص للأفراد والمؤسسات لاستثمارها<sup>2</sup>.

ونشير أن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار - على النحو المشار إليه - لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع. ويتم إصدار الأوراق المالية في هاته السوق بطريقتين:

- الطريقة أو الأسلوب المباشر: ويقصد قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.  
- أما الطريقة غير المباشرة أو ما يعرف بأسلوب المزاد: فهو أسلوب تقوم بمقتضاه مؤسسة متخصصة عادة تكون مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

## 2/ مفهوم بورصة القيم المتداولة.

تعد بورصة القيم المتداولة من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال، بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، وهي في حالة تميزها بالثبات والقوة والاستقرار والنشاط تصف وتعكس حالة اقتصاد تلك الدولة، بالتالي تعتبر المرآة التي تعكس اقتصاد دولة ما.

### 1/2 تعريف البورصة.

تعرف بورصة القيم المتداولة على أنها: " مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصين

يوضح الشكل أعلاه، وجود قطاعين رئيسيين المقروضون والمقرضون، إذ نلاحظ تدفق الأموال بطريقتين إلى قطاع المقرضين من خلال المؤسسات المالية الوسيطة كالبنوك التجارية وغيرها، أو من خلال الأسواق المالية، حيث يحصل المقرضين من خلال بيع الأدوات المالية.

ويتضح جلياً دور الأسواق المالية في تطوير وتحريك عجلة الاقتصاد وتسيير موارد الدول وكذا ربط القطاعات والاقتصاديات ببعضها البعض من خلال العلاقة بين المدخر والمستثمر، وما توفره من فرص للاستثمار، بالإضافة إلى مساهمتها في تنمية وتطوير الفكر المؤسسي لدى القطاعات الاقتصادية ومستلزمات إنشاء هذه الأسواق والركائز الأساسية التي تقوم عليها، فضلاً عن العمل على حماية وتطوير العمليات المالية وغير المالية التي تقوم داخل هذه الأسواق.

### 3/1 أنواع الأسواق المالية.

انطلاقاً من تعريف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين معاً، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت عند سعر معين وما يحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن نقودهم، تتعدد أسواق المال بتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج إلى الأموال، فضلاً عن اختلاف الأغراض التي من أجلها تطلب أو تعرض الأموال وكذلك تختلف الأجال الزمنية للمقروض ومن ثم تتعدد أنواع القروض التامة والمؤسسية التي توفر الأموال. وتبعاً لذلك يمكن تصنيف الأسواق المالية الحاضرة والفورية<sup>1</sup> إلى نوعين أساسيين هما سوق أولية (سوق الإصدار) وسوق ثانية (سوق التداول)، سيتم تناول مفهوم كلاً منهما على النحو الآتي:

### 1/3/1 السوق الأولية:

يقصد بالسوق الأولية ذلك السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول

1 - نكون بصدد أسواق رأس المال الحاضرة عندما يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها عند التعاقد في مقابل انتقال ملكيتها له على الفور، وهي تختلف عن الأسواق المستقبلية التي ينفذ فيها العقد في تاريخ لاحق، أين يتم تسليم الأوراق المالية طويلة الأجل فور تمام الصفقة.

2 - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

- تساهم البورصة في تنشيط عمل المؤسسة الاستثمارية، حيث تعمل على جذب المستثمرين وتمكينهم من بيع حقوقهم في أي وقت شاؤوا وبك سهولة، وهذا ما يجعل عمليات البيع والشراء التي تتم في هاته الأسواق تتميز بسرعة وسهولة في تنفيذها؛

- تعتبر أداة ربط بين جميع المنشآت الفاعلة في الاقتصاد كبيوت تمويل والمؤسسات الاستثمارية والمصارف، كما تعتبر وسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئتها وتوجيهها إلى الاستثمار؛

- تساهم في زيادة الإيرادات الحكومية عن طريق الضرائب الواردة على الصفقات التجارية؛  
- تحافظ على استقلال الدول واستقرارها، من خلال استثمار مدخرات أفرادها دون اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، لما له من سلبيات كارتفاع سعر الفائدة على القروض، وما ينجر عنه من تدخلات إدارية وسياسية من قبل المؤسسات المقرضة.

كما تتعزز أهمية البورصة من خلال تحقيقها وسعيها في تحقيق الوظائف الاقتصادية التالية، سواءً للمستثمر الفرد أو لشركات الأعمال أو للاقتصاد الوطني ككل، نذكر أهمها في ما يلي<sup>5</sup>:

- إيجاد سوق مالية مستمرة لتداول الأوراق المالية؛  
- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو الاستثمار؛

- توظيف الأموال؛  
- تؤدي دور المؤشر عن الحالة الاقتصادية للدولة؛

- استثمار رؤوس الأموال في سوق مالية وتميزه بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء لمختلف أنواع الاستثمارات ولمختلف الأعوان الاقتصاديون، ولأي مدة وبدون أية خبرة خاصة.

### ثانياً: دوافع الدخول إلى البورصة.

لقد تعددت وتنوعت الدوافع التي تحث المؤسسات على الدخول في البورصة، نذكر منها<sup>6</sup>:

5 - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

6 - Fereres Mair, Rivière Gérard, L'Introduction en Bourse, Edition D'Organisation, France, 1999, PP :15-25.

معتمدين، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء للقيم المتداولة ( أوراق مالية؛ أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف تسعيرة البورصة<sup>1</sup>، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة شريطة أن تكون كل العمليات في البورصة تحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية<sup>2</sup>.

يستخلص من التعريف السابق للبورصة أنها تمثل قناة توجيه، تستخدم فيها موارد المجتمع بكفاءة عالية بغرض تمويل الاستثمارات والتوظيف الأمثل للأموال، ولا يتحقق ذلك إلا بالتسيير الحسن للمحافظ المالية<sup>3</sup>، بهدف ضمان التمويل المناسب للاستثمارات المناسبة، مقابل التخلص من الاستثمارات غير المناسبة.

### 2/2 أهمية البورصة.

تعتبر بورصة القيم المتداولة همزة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما تعد سوقاً منتظمة لتداول الأسهم والسندات ومشتقاتهما، حيث يتم تداولها من خلال السماسرة المرخص لهم، كما أن للعرض والطلب دوراً فعالاً يتمثل في تحديد الأسعار من جهة وتوفير الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي يلتزم بها أعضاء البورصة والسماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين.

وإذ يعتبر الهدف الأساسي لهاته السوق الثانية هو تحقيق توزيع واستغلال أمثلين للموارد المالية المتاحة في السوق، فإن لها أهمية بالغة في تحقيق ما يلي<sup>4</sup>:

1 - يتم تحديد الأسعار في البورصة على أساساً قانون العرض و الطلب، كما أن آخر سعر يتوقف عليه التعامل بالبورصة في آخر اليوم، هو نفسه السعر الذي يفتح به في اليوم الموالي.

2 - براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزء الأول، 1999، ص: 96.

3 - يعتمد التسيير الجيد للمحافظ المالية على التنوع المتوازن للأصول المكونة لها، بغرض تعظيم قيمة العائد و التقليل من المخاطر، بذلك يتم اختيار المحافظ الأكثر فعالية.

4 - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، 1993، ص: 80.

**1/ تحسين فعالية المؤسسة.**

وهذا نتيجة لعاملين أساسيين هما :

**1/1 نمو شهرة المؤسسة.**

نتيجة دخول المؤسسة إلى البورصة، تتاح لها إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى، ويتم هذا التدعيم لشهرة المؤسسة على عدة مستويات :

- يسمح الدخول في البورصة للمؤسسة بالتعريف بعلاماتها التجارية، خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تحمل نفس الاسم مع المؤسسة،
- تحسين صورة المؤسسة أمام زبائنها، مورديها ووسطائها (من البنوك)، بتدعيم احتياجاتها الاقتصادية والمالية،
- الانضمام إلى البورصة يمثل درجة عالية من التطور وكفاءة المؤسسة.

**2/1 دعم الطاقات الداخلية للمؤسسة.**

وذلك من خلال العمل على تحقيق النقاط

التالية :

- تعبئة كل موظفي ومساهمي المؤسسة؛ من إطارات وعاملين، بزيادة التسيير الحسن لموارد المؤسسة ونشاطاتها، كما يمكن إشراك هؤلاء الموظفين في رأس مال المؤسسة.
- حيازة وسائل إعلام فعالة بما تقتضيه عملية الدخول في البورصة، وذلك بتحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصداقية وسرعة المعلومات. هذا ما يدفع المؤسسة إلى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر ملائمة وكفاءة.

**2/ زيادة إمكانيات التمويل.**

يؤدي دخول المؤسسة إلى البورصة إلى تدعيم أموالها الخاصة، والحد من الاستدانة، ومن ثم تسهيل عملية زيادة رأس المال، وبالمقابل ينتج عنه تحسين قدراتها التفاوضية مع المتعاملين الماليين من خلال تنوع مواردها التمويلية، مما ينعكس إيجابياً على إمكانية حصولها على أفضل شروط التمويل. كما يمكن أن يؤدي هذا الدخول إلى مضاعفة إمكانيات التمويل، بما يحقق للمؤسسة عدة امتيازات منها<sup>1</sup> :

- ضمان تحقيق التمويل في حالة مواجهة المؤسسة لصعوبات مالية، وذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم وهذا للتخفيف من قلق المدخرين،
- تجنب المؤسسة لتقلبات معدلات الفائدة، وذلك بإصدار سندات ذات سعر عائم يتغير حسب تقلبات أسعار الفائدة في السوق، وهذا لتجنب الآثار السلبية للتضخم،
- تحقيق التمويل دون فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة، عن طريق إصدار الأسهم الممتازة.

**3/ تحقيق سيولة الأوراق المالية وتوسيع**

**دائرة المساهمين.**

إن دخول المؤسسة للبورصة يمنح للمساهمين فيها إمكانية تحويل أسهمهم إلى سيولة عند الحاجة، فضلاً عن إمكانية تسعير أوراقهم في البورصة وتحقيق فوائض القيمة. كما يتم تحديد وتوسيع دائرة المساهمين عند إشراك كل من العمال، المتعاملين الاقتصاديين والمؤسسات الاستثمارية التي تقدم تدعياً مالياً معتبراً.

**4/ تسهيل عمليات النمو الخارجي.**

يسمح الدخول في البورصة بتمويل عدة عمليات من اندماج وامتصاص، وكذا عملية تسهيل تبادل الأوراق المالية المسعرة في البورصة مع الأصول، كما يتم تحقيق إيرادات مالية معتبرة ذات تكلفة منخفضة.

**5/ تحسين الوضعية المالية للمؤسسة.**

من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقراراً، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء المؤسسة في البورصة. بالتالي فإن المؤسسة المسعرة في البورصة تكون أكثر فعالية بالمقارنة مع المؤسسات غير المسعرة، وذلك من حيث القدرة على النمو، زيادة الأرباح، الشهرة، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

**ثالثاً: شروط وإجراءات الدخول في**

**البورصة.**

إن تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، يستوجب على المؤسسة ضرورة تحقيق مجموعة من الشروط قبل عملية الدخول في البورصة، كما

1 - Jacquillat Bertrand, Solnik . Bruno , Que-sais-je, L'Introduction en Bourse, 2ème Edition , P.U.F, 1994, PP :10-13.

المعلومات، فضلاً عن الاستجابة للشروط القانونية التالية :

- فتح المؤسسة لـ 25 % من رأس مالها للجمهور<sup>2</sup>، ذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم، وتستنثى من هذه العملية جميع الأوراق المالية المخصصة لأعضاء مجلس إدارة أو مجلس مراقبة المؤسسة، وكذا جميع الأوراق المالية المخصصة للعمال والموظفين الحائزين على نسبة أقل من 5 % من رأس مال المؤسسة، متضمنة في شكل أوراق مالية مخصصة للجمهور<sup>3</sup>.

- إن أوراق الاقتراض المطروحة في السوق الرسمية، يجب أن تكون موزعة على 100 حامل للسندات على الأقل، بقيمة إجمالية لا تقل عن 100 مليون دينار جزائري، وهذا عند تقديم طلب القبول إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالجزائر ( COSOB )<sup>4</sup>.

- يجب تقديم تقرير لتقييم أصول المؤسسة، معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين من طرف الدولة .

- القيام بمراجعة دقيقة للحسابات، وهذا بطلب من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( COSOB بالجزائر )، مع ضرورة وضع هيكل للمراجعة الداخلية، تكون موضوع تقدير من طرف محافظ الحسابات عند إعداد تقريره حول المراقبة الداخلية للمؤسسة<sup>5</sup>.

- تقديم المؤسسة ملف الترشيح للدخول في السوق الرسمية إلى رئيس مجلس البورصة، حيث يحتوي هذا الملف على طلب التسجيل، بالإضافة إلى وثائق عامة حول المؤسسة ؛ تشمل قائمة أعضاء مجلس الإدارة، وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها، قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة ...، كما يجب أن يحوي

2 - تحدد هذه النسبة في الجزائر بـ 20 % من رأس مال المؤسسة.

3 - Dupallens G, et Jobard J. P, *Gestion Financière de l' Entreprise*, 11ème édition, DALLOZ , 1997, P : 910.

4- Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse ( COSOB ), Bulletin N =°01/1999, Bourse D'Alger, P : 24.

5 - Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse , *Op.cit*, P : 24.

أن هذه العملية تتطلب ضرورة اتباع المؤسسة لمجموعة من الإجراءات، سواءً بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة .

### 1/ شروط الدخول في البورصة.

تحدد شروط دخول المؤسسة في البورصة انطلاقاً من السوق المالي الذي تختاره لممارسة عملياتها ونشاطاتها المالية، وهذا بما يتوافق مع حجم المؤسسة، رأس مالها وكذا بما يتوافق مع النسبة من رأس المال التي ترغب المؤسسة في فتحها للجمهور.

إن خضوع المؤسسة للشروط القانونية أعلاه، يمكنها من الاختيار بين ثلاثة أنواع من الأسواق المالية؛ تتمثل أساساً في السوق خارج التسعيرة، السوق الرسمية والسوق الثانية.

### 1/1 شروط دخول المؤسسة في السوق

#### خارج التسعيرة.

تعرف السوق خارج التسعيرة على أنها سوق حرة، أين يمكن للمؤسسات الصغيرة الحجم التي تبحث عن كيفية تمكنها من التكيف مع ميكانيزمات البورصة قبل الدخول إلى الأسواق ذات الحجم الكبير. يمكن لهذه المؤسسات ولجميع المساهمين الصغار الدخول في هذه السوق بدون شروط استثنائية، وأن يقوموا بتسعير أوراقهم المالية . يكفي فقط أن يستدل على الوجود القانوني للمؤسسة<sup>1</sup>.

نشير إلى عدم وجود أي تحديد لرأس مال أدنى يطلب توفره عند الدخول لهذه السوق أو لعدد معين من الأسهم ينبغي طرحها للدخار العام. بالتالي يكفي للدخول إلى هذه السوق استحضار المؤسسة للقانون التأسيسي لها، بالإضافة إلى ميزانيتين للسنتين الأخيرتين.

### 2/1 شروط دخول المؤسسة في السوق

#### الرسمية.

تعتبر السوق الرسمية سوقاً مالية مخصصة فقط للمؤسسات الكبيرة، التي يشترط عند دخولها لهذه السوق ضرورة الالتزام بالشفافية في نشر

1 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, *Finance*, 2ème Edition, Vibert, 1999, PP : 201-202.

المؤسسة أن تحضر لها على الأقل لمدة سنتين، وأثناء فترة التحضير هذه وجب عليها القيام بما يلي<sup>4</sup> :

\* تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية الدخول الفعلي ؛ من نشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، إمكانية فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة . كما أنه لا بد من التأكد من أن هذه العملية ستحقق أهداف المؤسسة فيما يتعلق بالنمو.

\* قبل مباشرة عملية بيع الأوراق المالية في السوق، لا بد من أن يتفق المساهمون القدامى بالمؤسسة على مستوى معين لأسعارها، حتى لا تؤثر عليهم سلباً، وأن تلقى رضا الجمهور .

\* من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم لا يتحقق ذلك إلا بالتغيير في رأس مال المؤسسة، حيث تعمد إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، بالتالي يتغير القانون الأساسي للمؤسسة، حسب متطلبات عملية الدخول في البورصة .

\* التحسين من نوعية المراقبة الداخلية وإجراءاتها، مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية،

\* اختيار المؤسسة لوسيط مالي يساعدها في التحضير لعملية الدخول في البورصة، ويتابع تطورها بدقة أثناء وبعد الدخول الفعلي . ونشير إلى أن هذا الوسيط يمكن أن يكون مؤسسة مالية (البنك)، أو مؤسسة البورصة في حد ذاتها، \* أخيراً، تكوّن المؤسسة الملف المطلوب حسب السوق الذي ترغب الدخول فيه.

بعد استيفاء المؤسسة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في البورصة، يمكنها أن تتبع مجموعة من الإجراءات بهدف تحقيق الدخول الفعلي في البورصة . يتسنى للمؤسسة من خلال هذه الإجراءات الدخول بصفة مباشرة إلى البورصة، باعتماد إحدى طرق العرض العمومي للبيع، أو الدخول بصفة غير مباشرة من خلال إتباع الإجراءات العادية .

## 1/ الإجراءات المباشرة للدخول في البورصة

هذا الملف أيضاً وثائق متعلقة برأس مال المؤسسة ؛ كالمبلغ الكلي للإصدار، العدد الكلي للسندات المصدرة، المعلومات المتعلقة بدفع ربح حصص الأسهم ...، من جهة أخرى وجب أن يشتمل ملف الترشح على وثائق اقتصادية ومالية ؛ منها نسخ من حسابات النتائج، نسخ من الميزانية المرصودة، تقارير محافظي الحسابات، محاضر اجتماع الجمعية العامة للسنوات الخمس الأخيرة<sup>1</sup> .

- تعيين وسيط لعمليات البورصة (IOB)، يتولى هذا الأخير متابعة إجراءات قبول المؤسسة وانتماءها إلى السوق الرسمية.

## 1/3 شروط دخول المؤسسة في السوق

### الثانية.

إذا كان الدخول إلى السوق الرسمية حكراً على المؤسسات الكبيرة نظراً لصعوبة العملية وتكلفتها، بالتالي فإن الدخول إلى السوق الثانية أكد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. بالتالي تعتبر السوق الثانية وسيلة مراقبة دائمة للوضعية المالية للمؤسسة وتسييرها، وبذلك تلعب دوراً هاماً في تحديد السياسة المالية للمؤسسة المقيدة في البورصة<sup>2</sup>.

تأسست هذه السوق في فرنسا سنة 1983، بهدف تسهيل تأقلم الشركات والمؤسسات المرشحة للدخول إلى السوق الرسمية، حتى تستطيع التكيف مع ميكانزمات السوق. كما تقوم هذه السوق بتوفير هيكلية مستمرة لقبول المؤسسات التي ليس لها اهتمام بالدخول إلى السوق الرسمية مستقبلاً، كونها ترغب في فتح رأس مالها للدخار العام .

يتمثل نجاح هذه السوق في فرنسا، بأنها أدرجت أكثر من 40 مؤسسة فرنسية مباشرة عند بداية نشاطها في سنة 1989، وهذا نظراً لبساطة شروطها مقارنة بشروط الدخول إلى السوق الرسمية<sup>3</sup>.

## 2/ إجراءات الدخول في البورصة.

بعد أن تعرفنا على مختلف الأسواق المالية، التي يمكن للمؤسسة أن تختار من بينها ما يناسب حجمها، أهدافها وطموحاتها، تأتي بعد ذلك مرحلة الدخول إلى البورصة، هذه المرحلة التي يجب على

4 - Jacquillat . Bertrand, Solnik . Bruno , Marchés Financiers, Gestion de Portefeuille et des Risques, 2ème édition, DUNOD , 1990, PP: 41-44 .

1 - voir, COSOB, Op.cit, PP: 20-22.

2 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P: 202.

3- Op. cit, P: 204 .

التي تؤدي إلى زيادة مستقبلية لأسعار الأوراق المالية في السوق.

### 2/1/ العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

تقوم المؤسسة بتحديد سعر أدنى قبل الدخول في البورصة، يكون بمثابة السعر القاعدي لجميع أوامر الشراء. وفي هذه الحالة تقوم مؤسسة البورصة أسبوعاً قبل حلول تاريخ الدخول الفعلي بالإعلان عن العرض مع تحديد سعر وكمية الأوراق المطروحة للادخار العام للجمهور<sup>3</sup>.

عند حلول تاريخ الدخول للبورصة تفرز أوامر الشراء المقترحة من قبل المستثمرين، حيث تلغى جميع الأوامر التي تتجاوز السعر الأدنى المحدد من قبل المؤسسة بنسبة كبيرة.

ويشترط لقبول عملية الدخول أن تكون النسبة الموزعة من مجموع الأوامر البورصية على الأقل 6% على مجموع طلبات الشراء. في حالة عدم إمكانية تكييف طلبات الشراء مع النسبة المحددة من مجموع الطلب (6%) يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى خيار تأجيل عملية الدخول لمدة أسبوع، وبالتالي تلغى جميع أوامر الشراء السابقة وتعاد العملية من جديد وفق طريقة العرض العمومي للبيع.

### 2/ الإجراءات غير المباشرة للدخول في البورصة.

تعرف بالإجراء العادي لأنها كانت الطريقة الوحيدة المعتمدة لدخول المؤسسة إلى السوق الرسمية، أين يشترط ضرورة وجود تسعيرة مرجعية في البورصة (الأوراق المطروحة مسعرة من قبل في السوق الثانية).

يفرض هذا الإجراء على المؤسسة أن تقوم بالبيع المسبق لكل الأوراق المالية المرغوب طرحها للادخار العام إلى وسطائها الماليين، بصفة نهائية وبسعر يتم التفاوض حوله. كما يمكن إسناد عملية البيع لهؤلاء الوسطاء، وذلك بالبيع لحسابها دون ضمان شراء الأوراق المالية المتبقية (غير المباعة).

وبنفس إجراءات الطريقة المباشرة للدخول إلى البورصة، تقوم المؤسسة بالإعلان عن العملية أسبوعاً من قبل، مع ضرورة تحديد شروط الدخول. عند حلول تاريخ الدخول الرسمي تشترط مؤسسة البورصة أن يكون أقصى فارق في التسعيرة بين

في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتوظيف الأوراق المالية من خلال طرحها للادخار العام لدى الجمهور بصفة مباشرة، وهذا بمساعدة الوسطاء الماليين، وهنا يمكنها الاختيار بين طريقتين؛ إما العرض العمومي للبيع بسعر نهائي أو العرض العمومي للبيع بالسعر القاعدي.

### 1/1/ العرض العمومي للبيع بسعر نهائي

( OPV ).

تطرح الأوراق المالية للادخار العام حسب هذه الطريقة بسعر عرض محدد ونهائي، حيث تقوم المؤسسة خلال عدة أسابيع على الأقل قبل تاريخ العملية بالإعلام عن العرض ( تحديد السعر وعدد الأسهم ). كما تبين المؤسسة هوية مصدر الأوراق المالية وشروط قبول أوامر الشراء. هذه الأوامر يجب أن تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بالمكتتب، ويشترط أن يمثل العرض 20 % من رأس مال المؤسسة يوزع على 300 مساهم على الأقل<sup>1</sup>.

في حالة تجاوز الطلب على الأوراق المالية لنسبة رأس المال المعروضة للادخار العام، بإمكان مؤسسة البورصة التصرف مع هذه الحالة وفق إحدى الطريقتين التاليتين<sup>2</sup> :

- يمكن التعامل مع هذه الحالة حسب هذه الطريقة من خلال التوفيق بين عدد الأوراق المالية المعروضة مع عدد الأوراق المالية المطلوبة، وذلك من حيث عملية التوزيع،

- القيام بعرض عمومي للبيع مرة ثانية وبسعر أعلى من السعر الأول بنسبة زيادة تتحدد وفق خصائص السوق المزمع الدخول إليه، كما يمكن لمؤسسة البورصة أن تطلب من المؤسسة وضع أوراق مالية إضافية للادخار العام، وهذا من أجل تسهيل عملية الاكتتاب. ونشير إلى اعتماد هذه الطريقة من قبل عدة مؤسسات في حالة فشل الطرق الأخرى للدخول إلى البورصة، فضلاً عن إيجابياتها من حيث تسهيل دور الوسطاء في مراقبة تطور الأوراق المالية، كما تساعد على تجنب المضاربة

1 - Dupallens G, et Jobard J. P, Op.cit, P: 915.

2 - Voir, Société de Gestion de Bourse de Valeurs (SGBV), Offre Publique de Vente (OPV), Privatisation par la Bourse, Bulletin N =°02, Septembre 1998, Bourse D'Alger, P: 09-12.

3 - Dupallens. G, et Jobard J. P, Op.cit, P : 916.



نسبة العائد المتوقع من الأرباح والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر<sup>3</sup>.

تتميز الأسهم العادية بخصائص إيجابية وسلبية، تميزها عن غيرها من وسائل التمويل، تتمثل أساساً في ما يلي<sup>4</sup>:

- لا يجوز لحامل السهم العادي مطالبة المؤسسة المصدرة باسترجاع قيمته وله أن يعرض أسهمه في السوق المالية،  
- في الإفلاس لا يوجد ضمان لاسترداد القيمة التي دفعت لشراء السهم، وقد لا يتحصل على أي شيء منها،

- حامل السهم العادي، ليس له الحق في المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا حققت المؤسسة نتيجة إيجابية، ما لم يتقرر توزيعها أو نسبة منها. أما في حالة ما إذا تقرر توزيعها فله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح،

- لحامل الأسهم الحق في التصويت بالجمعية العامة، حق المشاركة في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها، المصادقة على عقود الشركة، المصادقة على القانون الأساسي أو تعديله. وهذا بما يتناسب مع عدد الأسهم التي يحوها بما يقابلها من حق في التصويت وفق القانون الأساسي للمؤسسة،  
- تتحدد مسؤولية حامل الأسهم بما يتوافق مع حصته في رأس مال المؤسسة.

### 1/2/1/ الأنواع الحديثة للأسهم العادية.

ظهرت في أواخر الثمانينيات وبداية التسعينيات، أنواعاً جديدة من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، التي شكلت النوع الوحيد من الأسهم لفترة طويلة. سنستعرض منها أساساً، الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة قبل حساب الضريبة، إضافة إلى الأسهم العادية المضمونة القيمة<sup>5</sup>.

### 1/2/1/ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية.

قبل ظهور هذا النوع من الأسهم كانت المؤسسة الواحدة تمتلك مجموعة واحدة من الأسهم، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة من

سعر العرض والتسعيرة الأولى لا يتعدى 10%. كما يشترط تغطية على الأقل نسبة 4% من مجموع الطلبات، كي تعتبر عملية الدخول ناجحة<sup>1</sup>.

### رابعاً: مختلف الأوراق المالية المتداولة في

#### البورصة.

يتم الحصول على الأوراق المالية المتداولة في البورصة من خلال عملية الاكتتاب، حيث تتم هذه العملية من خلال قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية من المؤسسة المصدرة لها، بهدف إعادة بيعها لجمهور المستثمرين، وتعتبر هذه الوظيفة الأخيرة غاية في الأهمية، ذلك أن المستثمرين عندها يتحملون مخاطر انخفاض أسعار هذه الأوراق، فذلك يعني أنهم سيواجهون خسائر مالية نتيجة إعادة البيع بسعر أقل. وللتقليل من نسبة الخطر، يتوقف اختيار المستثمر لنوع الورقة المالية المتاحة على عدد من العوامل؛ كدرجة استعداده لمواجهة المخاطر، مستوى دخله وثروته، الرغبة في الحصول على عائد ثابت ...

تتمثل الأوراق المالية المتداولة في البورصة أساساً في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات، وسيتم تحليل كل نوع منها في ما يلي:

### 1/ الأسهم العادية.

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة وسيلة من الوسائل الأساسية للتمويل الخارجي طويل الأجل، حيث تعتمد عليها شركات المساهمة اعتماداً كبيراً في تمويلها الدائم، وبالخصوص عند إنشائها<sup>2</sup>.

### 1/1 مفهوم الأسهم العادية وخصائصها.

يظهر السهم في شكل صك ملكية، له ثلاثة قيم؛ قيمة اسمية مدونة على وجه السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة. كما تكون له قيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية المتمثلة في الاحتياطات والأرباح المحتجزة إضافة إلى مجموع الأسهم العادية مقسوماً على عددها. أما القيمة الثالثة فهي القيمة السوقية التي تعبر عن التقويم الحقيقي للسهم العادي، تتوقف هذه القيمة على

3 - منير إبراهيم هنيدي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف الإسكندرية، 1998، ص: 13.

4 - ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات Mages، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 39.

5 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

1 - Idem, P: 916.

2 - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 307.

والسعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه المؤسسة،  
- تتم عملية التعويض عن الخسائر من خلال دفع قيمة التعويض نقداً، أو في صورة أسهم ممتازة، ويعتبر هذا الإجراء الأخير أحسن من سابقه من حيث عدم تعرض المؤسسة لمخاطر التصفية، التي يمكن أن يؤدي إليها التعويض النقدي.

## 2/ الأسهم الممتازة.

### 1/2/ مفهوم الأسهم الممتازة وخصائصها.

يمثل السهم الممتاز سند ملكية يسمى أيضاً الأولوية أو سهم الأفضلية، وهو يشبه السهم العادي من حيث القيمة الاسمية، التي تحدد عند إصداره. لحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي في الحصول على نصيبه عند التصفية، كما له الحق في التوزيعات السنوية التي تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وهو يماثل السهم العادي أيضاً من حيث أن صاحب السهم الممتاز ليس له الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح عند إقرار المؤسسة عدم توزيعها<sup>1</sup>. تعتبر الأسهم الممتازة مصدر تمويل طويل الأجل للمؤسسة، وبذلك فإنها تتميز بمزايا يمكن حصر أهمها في ما يلي<sup>2</sup> :

- المؤسسة ليست ملزمة قانونياً بتوزيع الأرباح، بما يمكن من احتجازها بهدف زيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة،  
- إصدار الأسهم الممتازة من شأنه أن يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي يؤدي ذلك إلى تخفيض تكاليف الاقتراض ومن ثم الرفع من درجة الاستقلالية المالية.

بالرغم من المزايا الهامة للأسهم الممتازة، إلا أن التمويل بها تكتنفه مجموعة من المخاطر تتمثل أساساً في ما يلي<sup>3</sup> :

- ارتفاع تكلفتها نسبياً مقارنة بتكلفة التمويل بالقروض، وهذا بالنظر إلى المخاطر التي يتعرض لها المقترضون، مما يجعلهم يطالبون بعائد أكبر،  
- لا تحقق الأسهم الممتازة أي وفورات ضريبية، وذلك لأن الأرباح الناتجة عنها لا تعد من التكاليف التي تطرح من المبلغ الخاضع للضريبة

طرف المؤسسة ككل. من هنا لجأت بعض المؤسسات الأمريكية إلى إصدار هذه الأسهم التي يرتبط كل نوع منها بحجم الأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية للمؤسسة. بالرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه يخلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين في المؤسسة الواحدة.

### 1/2/2/1 الأسهم العادية ذات التوزيعات

#### المخصصة قبل حساب الضريبة.

برز هذا النوع من الأسهم في بداية الثمانينيات، عندما أصدرت الولايات المتحدة تشريعاً ضريبياً يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية لمستخدميها، بغرض مشاركتهم في ملكية المؤسسة، حيث تخصم التوزيعات على تلك الأسهم قبل احتساب الضريبة.

نص هذا التشريع على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قروضاً للمستخدمين، بهدف تمويل شراء الأسهم، وذلك من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها. يسمح هذا الخصم الضريبي للمقرض من تخفيض معدل الفائدة على القرض، وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة شراء الأسهم.

يقوم المقرض بتسديد أصل القرض وفائدته سواء من نصيبه في التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، أو من مساهمات مالية إضافية تقدمها له المؤسسة المصدرة للأسهم، على أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

### 1/2/3/1 الأسهم العادية المضمونة.

سميت بهذا الاسم لأنها تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية لها إلى حد معين، وخلال فترة معينة بعد إصدارها. وتختلف بذلك عن الأسهم العادية، التي ليس لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بسداد تكلفة انخفاض قيمتها السوقية. ومن خصائص هذه الأسهم أنها تتميز بما يلي :

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية، عند كل ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم،  
- تظهر مخاطر التعرض للخسائر فقط

عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض. وبالتالي لا يمكن أن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

2 - نفس المرجع السابق، ص: 21.

3 - نفس المرجع السابق، ص: 22.

في حالة حساب قيمة الضرائب على عمليات المؤسسة أو على نشاطها، بهدف تسديد المستحقات الواجبة الدفع للمصالح الضريبية.

### 2/2/ الأنواع الحديثة للأسهم الممتازة.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، ظهرت أنواع جديدة بداية الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية نذكر منها على وجه الخصوص؛ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت<sup>1</sup>.

### 1/2/2 الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

تختلف عن الأسهم الممتازة التقليدية من حيث نسبة التوزيعات، التي تكون ثابتة ومحددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم في الأسهم الممتازة التقليدية. أما الأسهم الممتازة الجديدة فتمتاز بتغير نسب التوزيعات، وذلك وفقاً لمعدل العائد على أنواع السندات الحكومية (سندات الخزينة)، على أن يتم تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة واحدة كل ثلاثة أشهر، وهذا تبعاً لتغير معدل عائد تلك السندات.

لكي تتم المحافظة على مستوى ملائم من الطلب على هذا النوع من الأسهم، عادة ما يتضح بأن لا تقل نسبة التوزيعات عن 75 % من القيمة الاسمية للسهم.

### 2/2/2 الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

تمنح هذه الأسهم لحملة الأسهم العادية، كتعويض عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي. كما أشرنا سابقاً عند معالجتنا للأسهم العادية المضمونة.

### 3/ التمويل بواسطة القرض السندي.

يمكن للمؤسسات المسعرة في البورصة، كذلك الأمر بالنسبة للمؤسسات العمومية أن تصدر سندات في السوق المالية، حيث تعتبر هذه السندات بمثابة قروض طويلة الأجل لتمويل الحاجات المالية للمؤسسة.

### 1/3 مفهوم القرض السندي.

يعتبر القرض السندي الذي يظهر في مجموعة السندات التي تصدرها المؤسسة المقترضة ومجموعة المستثمرين المقرضين. يسمح هذا الاتفاق للمؤسسة من الاستفادة من مبلغ معين، تتعهد برد أصل هذا المبلغ بالإضافة إلى فوائد متفق عليها في آجال محددة<sup>2</sup>.

بما أن السندات تطرح في السوق، فهي بذلك تعتبر أوراقاً مالية قابلة للتفاوض في هذه السوق المالية، كما تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين، عند إصدارها<sup>3</sup>.

تصدر السندات غالباً، عن المؤسسات الكبرى، التي تحصل على موارد مالية هامة، عن طريق العرض العمومي للائحة.

### 2/3 مميزات القرض السندي.

تتميز القروض السندية بخصائص مالية وقانونية، نستعرضها في ما يلي :

#### 1/2/3 الجانب المالي.

تتميز القروض السندية بمجموعة من الخصائص المالية متمثلة في الآتي :

#### - القيمة الاسمية للسند.

تشير إلى الجزء من الأموال المقترضة المتمثلة في السند، وهي القيمة المعتمدة لحساب الفوائد، تسمى عادة بالسعر التعادلي<sup>4</sup>.

#### - سعر الإصدار.

يهدف توظيف مالي أحسن للمدخرين، يكون سعر الإصدار في بعض الأحيان أقل من السعر الاسمي، عندها يسمى الفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي بعلاوة الإصدار<sup>5</sup>.

#### - علاوة التسديد وقيمة الإصدار.

قيمة الإصدار هي المبلغ الحقيقي المدفوع من طرف المكتتب، يمكن أن تكون هذه القيمة مساوية أو أقل من القيمة الاسمية للسند، وهذا بعكس حالة

2- هنيدي إبراهيم منير، المرجع سابق، ص: 23.

3 - Conso. Pierre, Hemici. Farouk, *Gestion Financière de l'Entreprise*, 8ème Edition, DUNOD, France, 1996, P : 421.

4- Conso. Pierre, Hemici. Farouk, *Op.cit* P: 421.

5 - *Op.cit* P: 421.

1 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 254.

المؤكد بأن معدل الفائدة الاسمي لا يعبر عن العائد الفعلي للسند في لحظة معينة، ذلك لأنه غير مرتبط بسعر السند .

ويحسب العائد المباشر للسند انطلاقاً من الصيغة التالية :

**العائد المباشر = الفائدة السنوية / السعر السوقي للسند**

ونشير إلى أفضلية استخدام العائد المباشر بدلاً من معدل الفائدة الاسمي، كما أن معدل العائد المباشر لا يقيس العائد الفعلي للسند، ذلك ما يبرره استناد هذه الطريقة على افتراضين هما:

- أن السند لا يستهلك، يحمل معدل فائدة اسمي ينطوي على ربح دائم .

- يسدد السند بسعر يساوي سعر الشراء، يتم حساب العائد المباشر على أساسه.

إلا أن هاتين الفرضيتين، لا يمكن تحقيقهما عملياً، لأن السندات تسدد في تاريخ محدد مسبقاً، وبسعر يختلف عن سعر اليوم.

### 3/5/2 / طريقة العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

حسب هذه الطريقة تسدد السندات بالقيمة الاسمية، أي أن الفرق بين سعر اليوم والقيمة الاستحقاق يشكل جزءاً من عائد السند. كما أن المدة المتبقية إلى غاية تاريخ التسديد لها دور مؤثر في العائد السنوي، في هذه الحالة يحسب العائد السنوي انطلاقاً من المعادلة التالية :

$$R = \frac{F + (C - S) / N}{(C + S) / 2}$$

حيث تمثل :

ر : معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق .

ف : الفائدة السنوية .

ق : القيمة عند الاستحقاق .

ن : المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق .

س : السعر السوقي للسند .

### 3/2/2 / الجانب القانوني.

حسب المادة 715 مكررة 81 من القانون التجاري، التي تنص على أن: " السندات هي أوراق مالية قابلة للتفاوض، وهي تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين عند إصدارها وبفلس القيمة الاسمية، بحيث من الضروري أن تكون هناك مساواة بين جميع المقرضين تجاه نفس القرض السندي".

الأسهم، عندئذ، تتمثل علاوة التسديد في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية للسند. عندما تكون قيمة الإصدار مساوية للقيمة الاسمية، في هذه الحالة نقول بأن السندات قد سددت بالقيمة أو السعر الاسمي لها<sup>1</sup>.

### 3/3 / مدة القرض السندي.

يعتبر تاريخ التمتع من تاريخ بداية حساب الفوائد المرتقبة. بهذا تكون مدة القرض السندي هي الفترة ما بين تاريخ التمتع وتاريخ تسديد آخر سند.

تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين مدة القرض السندي وبين مدة إصدار هذا القرض، حيث تتعلق هذه الأخيرة بفترة معينة ومحددة، بينما تغطي مدة القرض السندي كامل فترة القرض، فهي أوسع من الأولى<sup>2</sup>.

### 3/4 / طرق حساب معدل الفائدة.

للمؤسسة حرية تحديد معدل فائدة القرض السندي، بحيث يكون ثابتاً خلال كامل مدة القرض. كما يمكن أن يحدد هذا المعدل انطلاقاً من نتائج المؤسسة، أو رقم أعمالها، أو انطلاقاً من معدلات الفائدة المعتمدة في السوق المالية (كالمعدل المتوسط الشهري لسندات الدولة طويلة الأجل)، أو المعدلات المعتمدة في السوق النقدية (كالمعدل المتوسط الشهري للسوق النقدية ما بين البنوك) .

تدفع الفوائد عادةً، مرة واحدة في السنة، ونشير إلى بعض السندات التي لها قسيمة صفرية، ولا تستوجب أية فوائد، لكن لها علاوة إصدار معتبرة، كما توجد بعض السندات ذات قسيمة واحدة، أين تحول الفوائد إلى رأس المال تدفع مرة واحدة عند تاريخ التسديد<sup>3</sup>.

### 3/5 / حساب عائد السند.

يحسب عائد السند وفق طريقتين هما:

#### 3/5/1 / طريقة العائد المباشر.

عادة يكون المستثمر على معرفة جيدة ودقيقة بسعر السند، حيث يعبر عنه بنسبة مئوية، وكذا الأمر بالنسبة للمدة المتبقية من تاريخ التسديد، من

1 - G. Depallens et J.P.Jobard, Op.cit, P: 894.

2 - G. Depallens et J.P.Jobard, Op.cit, P: 894.

3- Manuel de Gestion , Op.cit, P: 177 .

يتيح هذا النوع من السندات، فرصة الاستفادة من تأجيل موعد استحقاقها، ذلك بمعدل وبمدة مرتقبة مباشرة عند إصدارها.

### 3/6/3/ السندات ذات القسيمة الصفرية .

هذا النوع من السندات لا يحمل معدلات فائدة، وتباع بخصم على القيمة الاسمية لها، بشرط أن يرد المستثمر هذه القيمة عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، في حالة الرغبة في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند، وبين القيمة الاسمية التي تمثل سعر البيع، قيمة الفائدة التي يحققها المستثمر بالرغم من أنه لا يحصل عليها إلا عند تاريخ الاستحقاق<sup>3</sup>.

### 3/6/4/ السندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم

(OBSA).

تغطي هذه السندات الحق لحاملها بالاكتتاب في أسهم المؤسسة المصدرة لها، إذ أن حصوله على قسيمة من تلك القسيمات التابعة لسندات المؤسسة، يؤهله للاكتتاب في عروض الأسهم، بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة. يمكن أن تتداول هذه القسيمات في البورصة بشكل منفصل، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى المتداولة. تتميز هذه السندات بميزة تمكن حاملها من أن يصبح مساهماً في المؤسسة مع احتفاظه بحقه كحامل لسندات المعنية<sup>4</sup>.

### 3/6/5/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

(OCA).

يترتب على هذا النوع من السندات تحويل ديون حاملها إلى أسهم عند الرغبة في ذلك، ولا يمكن إصدارها إلا بموافقة الجمعية العامة العادية للمؤسسة، ذلك لأن هذا الإصدار ينجر عنه تخلي المساهمين عن حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة مقابل الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، إضافة إلى أن سعر الفائدة المطبق على هذه السندات يكون أدنى من سعر الفائدة المطبق على السندات العادية، نظراً للإمكانيات التي تتيحها من إمكانية تحويل المكتب من دائن إلى مساهم في المؤسسة.

يستفاد من نصوص المادة 715 مكرر 82 والمادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري، فيما يتعلق بشروط إصدار السندات ما يلي :

- يخول فقط للجمعية العامة العادية للشركاء، اتخاذ قرار إصدار سندات بغرض التمويل، والتي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك، - يجب أن تكون قد أعدت ميزانيتين مصادق عليهما من قبل مراجع الحسابات<sup>1</sup>.

تلجأ المؤسسة لتقديم ضمانات للجمهور، بهدف ضمان نجاح عملية الاقتراض، رهن المحل التجاري، أو الرهن العقاري، أو كفالة المؤسسة الأم للمؤسسة التابعة لها.

عادة ما تلجأ المؤسسة عند إصدار السندات إلى وساطة بنك أو مجموعة بنوك، تقوم هذه الأخيرة بضمان توظيف كل الأوراق المالية، حيث تسدد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد، أو عن طريق طرح السندات للاكتتاب على مستوى هذه البنوك، وفي الحالتين يكون ذلك مقابل عمولة خدمات أو عمولة ضمان.

### 3/6/6/ مختلف أشكال السندات.

توجد أنواع عديدة للسندات، سنستعرض البعض منها في ما يلي:

#### 3/6/1/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

تسمح لحاملها بأن يصبح مساهماً في المؤسسة بعد تحويل سندات إلى أسهم، وذلك عند تاريخ محدد، أو في أي لحظة ما لم يسترجع مبلغ القرض.

تعتبر قيمة التحويل عند القيمة السوقية مضروبة في معدل التحويل، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية، مقابل كل سند قابل للتحويل. وهنا تختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل الذي يمثل القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل<sup>2</sup>.

#### 3/6/2/ السندات القابلة للتمديد (للتأجيل).

1 - نود الإشارة إلى أن الشرطين الأخيرين لا ينطبقان على المؤسسات العمومية أو السندات المضمونة من طرف الدولة.

2 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 33 .

3 - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص: 33 .

4 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P: 247-248

- يمكن تحديد مقدار الفوائد الواجب دفعها مباشرةً عند الإصدار، وكذا تحديد المدة اللازمة لتسديد الدين، بالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعاً لمستوى الأرباح، بعكس حالة الأسهم.

### 2/7/3 / سلبيات التمويل بالقرض السندي.

يترتب على التمويل بواسطة القرض السندي بعض المخاطر من ذلك :

- الخطر الذي يتعرض له المكتتب نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة (ارتفاعها)،  
- يتعرض المكتتب أيضاً إلى خطر الإمضاء المتمثل في عدم ملاءة المقرض، مما يؤدي إلى عدم تسديد أصل القرض والفوائد عند الاستحقاق، إلا أنه يمكن التقليل من هذه المخاطر بواسطة الضمانات،

- يمنح عقد القرض السندي الحق للمقرض في فرض مجموعة من القيود على المؤسسة منها حق عدم حصول المؤسسة على قروض جديدة، حق عدم بيع وشراء الأصول الثابتة، منع إجراء توزيعات أو التخفيض من نسبتها،

- القرض السندي مرتبط بموعد استحقاق، ومن ثم يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من الأموال لغرض تسديد الدين عند تاريخ الاستحقاق،

- تترتب على القرض السندي تكلفة مرتفعة نتيجة لتسديد الفوائد، حيث أن الفشل في تسديد هذه الفوائد أو أصل الدين قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس،

- يعتبر هذا النوع من التمويل متاحاً فقط للمؤسسات الكبرى، بينما تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصعوبة في الحصول عليه.

### الخاتمة.

تم التعرف في هاته الورقة بشئ من الدراسة والتحليل لماهية الأسواق المالية والبورصة، أهدافها أهميتها ووظائف كلاً منهما، كما تم التعرف على دوافع الدخول إلى البورصة من الناحية التمويلية والاقتصادية للمؤسسات والدول، حيث تساهم في تعزيز القدرة التمويلية للمؤسسات وتسهيل سيولة الأوراق المالية، بما يعكس اتعاش واستقرار اقتصاد الدول من جهة وتحسين عمليات النمو الخارجي للدول وتعزيز قدراتها التنافسية. كما بيننا أهم خطوات الدخول إلى البورصة وإجراءات

### 6/6/3 / السندات التي تسدد بأسهم أو بشهادات الاستثمار (ORA).

يشمل هذا النوع من السندات تلك التي تسدد بالأسهم (ORA)، أو بشهادات الاستثمار (ORCI) في تاريخ معين، باعتبار أن كل من شهادات الاستثمار وهذه الأسهم تعتبر من أشباه الأموال الخاصة.

تحدد خصائص ومميزات ومخاطر هذه السندات حسب طبيعة نشاط المؤسسة المصدرة لها وأيضاً حسب رغبات المكتتبين.

### 7/6/3 / سندات القوة القاهرة.

ظهر هذا النوع من السندات في منتصف التسعينيات، تقوده شركات التأمين بموجب قوانين وتشريعات تتيح لها حق إصدار سندات بسعر فائدة ثابت ومحدد، شأنه في ذلك شأن السندات التقليدية، الفرق يكمن في حالة تعرض الشركة لأزمة مالية حادة يفرض على حامل السند الخيار بين:

- فقدان حق استرجاع جزء من قيمة القرض السندي،  
- قبول تحويل سندات إلى أسهم عادية بمعدل فائدة مرتفع يبرر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها حامل السند.

### 7/3 / إيجابيات وسلبيات التمويل بالقرض

السندي.

#### 1/7/3 / إيجابيات التمويل بالقرض السندي.

يتيح التمويل بواسطة القرض السندي مجموعة من المزايا تتمثل في الآتي :

- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل بالأسهم، ذلك ما تبرره الوفورات الضريبية التي تنتج عنه، إضافة إلى تعرض المقترضين إلى مخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم<sup>2</sup>.

- يتيح للمؤسسة فرصة المحافظة على استقلالية التسيير، بحيث لا يمنح للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة،

- تنخفض تكلفة إصدار السندات مقارنة بتكلفة إصدار الأسهم،

1 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

2 - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص: 57.

هاته العملية، وفي الأخير حاولنا الوقوف على مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة، من أسهم وسندات ومشتقات جديدة منهما.

من هذا المنطلق، ولأجل تحقيق أهداف البورصة وزيادة فعاليتها وتسهيلاً لإجراءات الدخول والتمويل من خلالها كان لا بد على الدول أن تسعى إلى تهيئة المناخ الملائم لعمل البورصة ونموها، ومن أجل التجسيد الميداني للبورصة يجب أيضاً توسيع نشاطها من خلال التنويع للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية.

واستخلاصاً يجدر بنا تقديم التوصيات التالية التي نراها ضرورية لإنعاش وتحسين فعالية بورصة الجزائر، حيث يجب أن تتمتع السوق الجزائرية بما يلي:

- العمل على تعزيز وزرع الثقافة البورصية لدى الجمهور وتحسيسهم بمدى أهمية الاستثمار في البورصة،

- جعل الإطار القانوني متماشياً مع الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر، مما يعزز ثقة المتعاملين فيها،

- برمجة المزيد من حصص التسعير في البورصة من أجل تحقيق مصداقية للأوراق المالية،  
- ضرورة نشر إدارة البورصة لكل المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية،

- يجب تسهيل إجراءات الدخول والتمويل للبورصة بالنسبة لجميع المؤسسات على اختلاف أحجامها وأنواعها،

- خلق منافسة حقيقية قائمة على الشفافية والمصداقية في البورصة، مما يعزز ثقة الجمهور والمتعاملين في البورصة.

## إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر

الأستاذ: بوعزة عبد القادر<sup>(1)</sup>

### مقدمة:

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة. فإذا كانت النظرية المالية التقليدية تهتم فقط بكيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، فإن النظرية المالية الحديثة أصبحت تهتم إلى أبعد من ذلك بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة.

لقد أصبح من الضروري على المسير المالي، عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال، وقبل اتخاذ قرار التمويل، التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي، وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى تدبير الموارد الخارجية، حيث يتم ذلك سواء بصفة مباشرة من المدخرين عن طريق السوق المالية، أو بصفة غير مباشرة عن طريق اللجوء إلى الهيئات والمؤسسات. وتشكل هذه الأخيرة تمويلاً أساسياً ووحيداً بالنسبة للمؤسسات غير القادرة على اعتماد السوق المالية كمصدر لتمويل احتياجاتها.

وبناءً على ما سبق، يعتبر قرار تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، قراراً مهماً يحتاج لكثير من الدراسة والتحليل، وهو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين، إلى حالة انفتاح لرأس المال يمكن أن يشترك في حيازته عدد كبير من المكتتبين، يتمثلون أساساً في العائلات، المستثمرين التأسيسيين والمتعاملين المحتملين؛ مثل الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

1 - أستاذ مساعد بقسم علوم التسيير، جامعة العقيد أحمد  
دراية بأدرار،

E-mail:

Abdelkaderbou@yahoo.fr

ومن هذا المنطلق سنحاول من خلال هذا المقال التعرف على إجراءات الدخول لبورصة القيم المتداولة، وكيفية اعتمادها كمصدر لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية في الجزائر، وذلك من خلال الاهتمام بدراسة وتحليل النقاط التالية:

- الإطار المفاهيمي للسوق المالي والبورصة،
- دوافع الدخول إلى البورصة،
- خطوات الدخول إلى البورصة.
- مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة،

### أولاً: الإطار المفاهيمي للسوق المالي والبورصة،

يجدر بنا وقبل العرف على مختلف الإجراءات والخطوات الأساسية للدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة ضرورة التعرض بشئ من التحليل لمفهوم السوق المالي واستبيان موقع البورصة ضمن هذا السوق، أهداف كلاً منهما ووظائفه.

#### 1/ مفهوم الأسواق المالية.

يمثل السوق المالي أهم دعائم اقتصاد السوق نظراً للدور الفعال الذي يلعبه والممثل في تمويل الاقتصاد. حيث يعمل على تجميع المدخرات وتنظيم حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى أنه يعتبر الوسيلة المثلى لخصوصية المؤسسات الاقتصادية وتسعيرها، وبالتالي تقييم أوراقها المالية المتداولة، مما يعني بالضرورة تقييم أدائها الاقتصادي.

#### 1/1 تعريف الأسواق المالية وضرورة

إنشائها.

##### 1/1/1 تعريف الأسواق المالية:

الأسواق المالية في مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) والطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي؛ أي صناعة رأس المال الذي يعتبره



تصل إلى سوق رابع المواصلة في الربط بين هؤلاء المتعاملين، كما أن لها وظائف اقتصادية قد تكون واضحة للعديد من الناس لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة اتصال بين

من أهم عوامل الإنتاج، إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات). هذا وتشتمل أسواق المال على كل من: (أفراد، شركات ومنظمات حكومية) لديها فائض لا تستطيع استثماره بنفسها لعدم وجود ملكية الاستثمار أو لعدم وجود الوقت والجهد الكافين للاستثمار ولكن يعوزها المال، لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لكل أو بعض الأسباب التالية<sup>1</sup>:

- عدم معرفة كل طرف للآخر؛
- عدم وجود الثقة بين الطرفين؛
- الاختلاف حول سعر الأموال؛
- الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال؛
- الاختلاف حول درجة المخطرة في الاستثمار.

القطاعات المختلفة في المجتمع أي مابين المدخرين والمستثمرين (المنتجين)، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحاً، أما القطاعات المنتجة فهي بحاجة دائمة إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستثمار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، إذن تقوم بوظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي لديها عجز في الأموال، وهو ما يوضحه الشكل أدناه<sup>3</sup>:

### 2/1/1 فوائد إنشاء الأسواق المالية.

هناك عدة فوائد لإنشاء السوق المالي نذكر منها على وجه الخصوص ما يلي<sup>2</sup>:

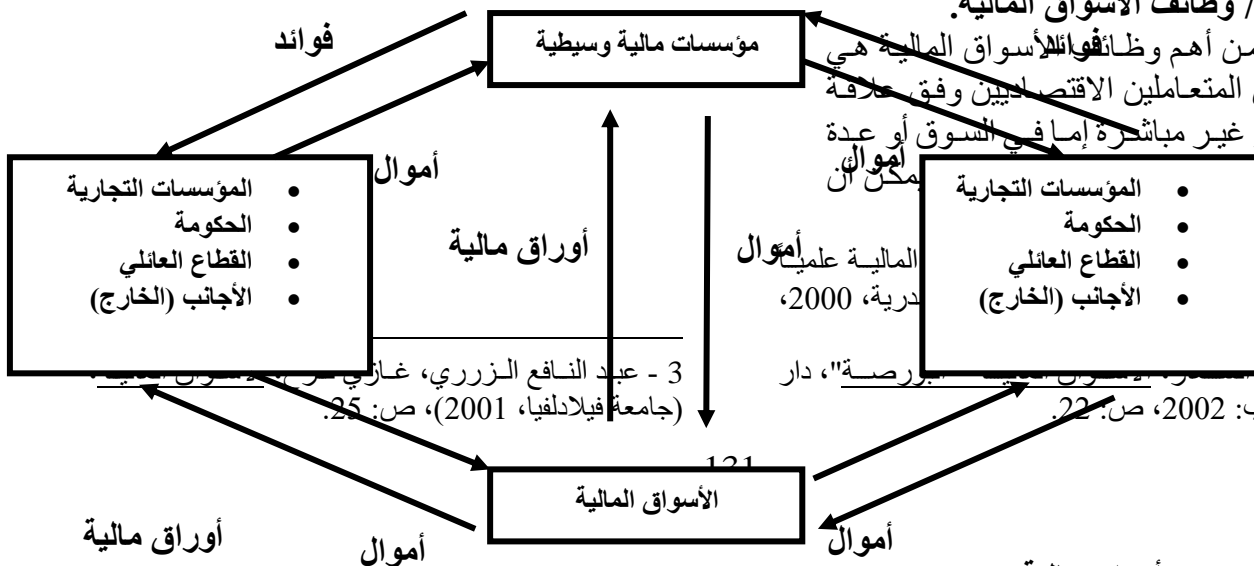
- يوفر السوق المالي فرص شبه متساوية لكافة الأفراد الراغبين في توظيف مدخراتهم؛
- يوفر السوق المالي السيولة للمستثمرين المالكين للأوراق المالية الفرصة لاستبدال أو التخلص منها وفي أي وقت يشاؤون؛
- يوفر السوق المالي المعلومات اللازمة لبناء القرار الاستثماري الخاص بتوظيف المدخرات في قنوات استثمارية معينة؛
- يساعد السوق في ظهور السعر العادل والمناسب للأوراق المالية وذلك من خلال آلية أوراق العرض، الطلب وتوفير المعلومات؛
- يساعد السوق في تخفيض التكاليف المتعلقة بجمع المدخرات.

### 2/1 وظائف الأسواق المالية.

إن من أهم وظائف الأسواق المالية هي الربط بين المتعاملين الاقتصاديين وفق علاقة مباشرة أو غير مباشرة إما في السوق أو عدة أسواق سو

- 1 - صلاح وعملياً، مكافئاً، ص: 20.
- 2 - نضال، بورصة، دار البيضاء حلب: 2002، ص: 22.
- 3 - عبد النافع الزرري، غازي، بورصة، دار البيضاء حلب: 2001، ص: 25.

### تمويل غير مباشر



مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة اسم بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، أما في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر فقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة مهمة الإصدار. ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لشراء الأوراق المالية المصدرة وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعينة لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور، وبذلك تعتبر السوق الأولية أيضاً وسيلة لتجميع المدخرات وتقديمها في شكل فرص للأفراد والمؤسسات لاستثمارها<sup>2</sup>.

ونشير أن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار - على النحو المشار إليه - لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع. ويتم إصدار الأوراق المالية في هاته السوق بطريقتين:

- الطريقة أو الأسلوب المباشر: ويقصد قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.  
- أما الطريقة غير المباشرة أو ما يعرف بأسلوب المزاد: فهو أسلوب تقوم بمقتضاه مؤسسة متخصصة عادة تكون مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

## 2/ مفهوم بورصة القيم المتداولة.

تعد بورصة القيم المتداولة من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال، بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، وهي في حالة تميزها بالثبات والقوة والاستقرار والنشاط تصف وتعكس حالة اقتصاد تلك الدولة، بالتالي تعتبر المرآة التي تعكس اقتصاد دولة ما.

### 1/2 تعريف البورصة.

تعرف بورصة القيم المتداولة على أنها: " مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصين

يوضح الشكل أعلاه، وجود قطاعين رئيسيين المقروضون والمقرضون، إذ نلاحظ تدفق الأموال بطريقتين إلى قطاع المقرضين من خلال المؤسسات المالية الوسيطة كالبنوك التجارية وغيرها، أو من خلال الأسواق المالية، حيث يحصل المقرضين من خلال بيع الأدوات المالية.

ويتضح جلياً دور الأسواق المالية في تطوير وتحريك عجلة الاقتصاد وتسيير موارد الدول وكذا ربط القطاعات والاقتصاديات ببعضها البعض من خلال العلاقة بين المدخر والمستثمر، وما توفره من فرص للاستثمار، بالإضافة إلى مساهمتها في تنمية وتطوير الفكر المؤسسي لدى القطاعات الاقتصادية ومستلزمات إنشاء هذه الأسواق والركائز الأساسية التي تقوم عليها، فضلاً عن العمل على حماية وتطوير العمليات المالية وغير المالية التي تقوم داخل هذه الأسواق.

### 3/1 أنواع الأسواق المالية.

انطلاقاً من تعريف السوق المالية على أنها تنظيم يجمع بين المقرضين والمقرضين معاً، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت عند سعر معين وما يحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل عن نقودهم، تتعدد أسواق المال بتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج إلى الأموال، فضلاً عن اختلاف الأغراض التي من أجلها تطلب أو تعرض الأموال وكذلك تختلف الأجال الزمنية للمقروض ومن ثم تتعدد أنواع القروض التامة والمؤسسية التي توفر الأموال. وتبعاً لذلك يمكن تصنيف الأسواق المالية الحاضرة والفورية<sup>1</sup> إلى نوعين أساسيين هما سوق أولية (سوق الإصدار) وسوق ثانية (سوق التداول)، سيتم تناول مفهوم كلاً منهما على النحو الآتي:

### 1/3/1 السوق الأولية:

يقصد بالسوق الأولية ذلك السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول

1 - نكون بصدد أسواق رأس المال الحاضرة عندما يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها عند التعاقد في مقابل انتقال ملكيتها له على الفور، وهي تختلف عن الأسواق المستقبلية التي ينفذ فيها العقد في تاريخ لاحق، أين يتم تسليم الأوراق المالية طويلة الأجل فور تمام الصفقة.

2 - صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

- تساهم البورصة في تنشيط عمل المؤسسة الاستثمارية، حيث تعمل على جذب المستثمرين وتمكينهم من بيع حقوقهم في أي وقت شاؤوا وبك سهولة، وهذا ما يجعل عمليات البيع والشراء التي تتم في هاته الأسواق تتميز بسرعة وسهولة في تنفيذها؛

- تعتبر أداة ربط بين جميع المنشآت الفاعلة في الاقتصاد كبيوت تمويل والمؤسسات الاستثمارية والمصارف، كما تعتبر وسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئتها وتوجيهها إلى الاستثمار؛

- تساهم في زيادة الإيرادات الحكومية عن طريق الضرائب الواردة على الصفقات التجارية؛  
- تحافظ على استقلال الدول واستقرارها، من خلال استثمار مدخرات أفرادها دون اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، لما له من سلبيات كارتفاع سعر الفائدة على القروض، وما ينجر عنه من تدخلات إدارية وسياسية من قبل المؤسسات المقرضة.

كما تتعزز أهمية البورصة من خلال تحقيقها وسعيها في تحقيق الوظائف الاقتصادية التالية، سواءً للمستثمر الفرد أو لشركات الأعمال أو للاقتصاد الوطني ككل، نذكر أهمها في ما يلي<sup>5</sup>:

- إيجاد سوق مالية مستمرة لتداول الأوراق المالية؛  
- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو الاستثمار؛

- توظيف الأموال؛  
- تؤدي دور المؤشر عن الحالة الاقتصادية للدولة؛

- استثمار رؤوس الأموال في سوق مالية وتميزه بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء لمختلف أنواع الاستثمارات ولمختلف الأعوان الاقتصاديون، ولأي مدة وبدون أية خبرة خاصة.

### ثانياً: دوافع الدخول إلى البورصة.

لقد تعددت وتنوعت الدوافع التي تحث المؤسسات على الدخول في البورصة، نذكر منها<sup>6</sup>:

5 - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

6 - Fereres Mair, Rivière Gérard, L'Introduction en Bourse, Edition D'Organisation, France, 1999, PP :15-25.

معتمدين، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء للقيم المتداولة ( أوراق مالية؛ أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف تسعيرة البورصة<sup>1</sup>، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة شريطة أن تكون كل العمليات في البورصة تحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية<sup>2</sup>.

يستخلص من التعريف السابق للبورصة أنها تمثل قناة توجيه، تستخدم فيها موارد المجتمع بكفاءة عالية بغرض تمويل الاستثمارات والتوظيف الأمثل للأموال، ولا يتحقق ذلك إلا بالتسيير الحسن للمحافظ المالية<sup>3</sup>، بهدف ضمان التمويل المناسب للاستثمارات المناسبة، مقابل التخلص من الاستثمارات غير المناسبة.

### 2/2 أهمية البورصة.

تعتبر بورصة القيم المتداولة همزة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، كما تعد سوقاً منتظمة لتداول الأسهم والسندات ومشتقاتهما، حيث يتم تداولها من خلال السماسرة المرخص لهم، كما أن للعرض والطلب دوراً فعالاً يتمثل في تحديد الأسعار من جهة وتوفير الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي يلتزم بها أعضاء البورصة والسماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين.

وإذ يعتبر الهدف الأساسي لهاته السوق الثانية هو تحقيق توزيع واستغلال أمثلين للموارد المالية المتاحة في السوق، فإن لها أهمية بالغة في تحقيق ما يلي<sup>4</sup>:

1 - يتم تحديد الأسعار في البورصة على أساساً قانون العرض و الطلب، كما أن آخر سعر يتوقف عليه التعامل بالبورصة في آخر اليوم، هو نفسه السعر الذي يفتح به في اليوم الموالي.

2 - براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزء الأول، 1999، ص: 96.

3 - يعتمد التسيير الجيد للمحافظ المالية على التنوع المتوازن للأصول المكونة لها، بغرض تعظيم قيمة العائد و التقليل من المخاطر، بذلك يتم اختيار المحافظ الأكثر فعالية.

4 - شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، 1993، ص: 80.

**1/ تحسين فعالية المؤسسة.**

وهذا نتيجة لعاملين أساسيين هما :

**1/1 نمو شهرة المؤسسة.**

نتيجة دخول المؤسسة إلى البورصة، تتاح لها إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى، ويتم هذا التدعيم لشهرة المؤسسة على عدة مستويات :

- يسمح الدخول في البورصة للمؤسسة بالتعريف بعلاماتها التجارية، خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تحمل نفس الاسم مع المؤسسة،
- تحسين صورة المؤسسة أمام زبائنها، مورديها ووسطائها (من البنوك)، بتدعيم احتياجاتها الاقتصادية والمالية،
- الانضمام إلى البورصة يمثل درجة عالية من التطور وكفاءة المؤسسة.

**2/1 دعم الطاقات الداخلية للمؤسسة.**

وذلك من خلال العمل على تحقيق النقاط

التالية :

- تعبئة كل موظفي ومساهمي المؤسسة؛ من إطارات وعاملين، بزيادة التسيير الحسن لموارد المؤسسة ونشاطاتها، كما يمكن إشراك هؤلاء الموظفين في رأس مال المؤسسة.
- حيازة وسائل إعلام فعالة بما تقتضيه عملية الدخول في البورصة، وذلك بتحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصداقية وسرعة المعلومات. هذا ما يدفع المؤسسة إلى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر ملائمة وكفاءة.

**2/ زيادة إمكانيات التمويل.**

يؤدي دخول المؤسسة إلى البورصة إلى تدعيم أموالها الخاصة، والحد من الاستدانة، ومن ثم تسهيل عملية زيادة رأس المال، وبالمقابل ينتج عنه تحسين قدراتها التفاوضية مع المتعاملين الماليين من خلال تنوع مواردها التمويلية، مما ينعكس إيجابياً على إمكانية حصولها على أفضل شروط التمويل. كما يمكن أن يؤدي هذا الدخول إلى مضاعفة إمكانيات التمويل، بما يحقق للمؤسسة عدة امتيازات منها<sup>1</sup> :

- ضمان تحقيق التمويل في حالة مواجهة المؤسسة لصعوبات مالية، وذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم وهذا للتخفيف من قلق المدخرين،
- تجنب المؤسسة لتقلبات معدلات الفائدة، وذلك بإصدار سندات ذات سعر عائم يتغير حسب تقلبات أسعار الفائدة في السوق، وهذا لتجنب الآثار السلبية للتضخم،
- تحقيق التمويل دون فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة، عن طريق إصدار الأسهم الممتازة.

**3/ تحقيق سيولة الأوراق المالية وتوسيع**

**دائرة المساهمين.**

إن دخول المؤسسة للبورصة يمنح للمساهمين فيها إمكانية تحويل أسهمهم إلى سيولة عند الحاجة، فضلاً عن إمكانية تسعير أوراقهم في البورصة وتحقيق فوائض القيمة. كما يتم تحديد وتوسيع دائرة المساهمين عند إشراك كل من العمال، المتعاملين الاقتصاديين والمؤسسات الاستثمارية التي تقدم تدعياً مالياً معتبراً.

**4/ تسهيل عمليات النمو الخارجي.**

يسمح الدخول في البورصة بتمويل عدة عمليات من اندماج وامتصاص، وكذا عملية تسهيل تبادل الأوراق المالية المسعرة في البورصة مع الأصول، كما يتم تحقيق إيرادات مالية معتبرة ذات تكلفة منخفضة.

**5/ تحسين الوضعية المالية للمؤسسة.**

من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقراراً، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء المؤسسة في البورصة. بالتالي فإن المؤسسة المسعرة في البورصة تكون أكثر فعالية بالمقارنة مع المؤسسات غير المسعرة، وذلك من حيث القدرة على النمو، زيادة الأرباح، الشهرة، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

**ثالثاً: شروط وإجراءات الدخول في**

**البورصة.**

إن تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، يستوجب على المؤسسة ضرورة تحقيق مجموعة من الشروط قبل عملية الدخول في البورصة، كما

1 - Jacquillat Bertrand, Solnik . Bruno , Que-sais-je, L'Introduction en Bourse, 2ème Edition , P.U.F, 1994, PP :10-13.

المعلومات، فضلاً عن الاستجابة للشروط القانونية التالية :

- فتح المؤسسة لـ 25 % من رأس مالها للجمهور<sup>2</sup>، ذلك من خلال إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، أو إصدار سندات بقسمة الاكتتاب في الأسهم، وتستنثى من هذه العملية جميع الأوراق المالية المخصصة لأعضاء مجلس إدارة أو مجلس مراقبة المؤسسة، وكذا جميع الأوراق المالية المخصصة للعمال والموظفين الحائزين على نسبة أقل من 5 % من رأس مال المؤسسة، متضمنة في شكل أوراق مالية مخصصة للجمهور<sup>3</sup>.

- إن أوراق الاقتراض المطروحة في السوق الرسمية، يجب أن تكون موزعة على 100 حامل للسندات على الأقل، بقيمة إجمالية لا تقل عن 100 مليون دينار جزائري، وهذا عند تقديم طلب القبول إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالجزائر ( COSOB )<sup>4</sup>.

- يجب تقديم تقرير لتقييم أصول المؤسسة، معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين من طرف الدولة .

- القيام بمراجعة دقيقة للحسابات، وهذا بطلب من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( COSOB بالجزائر )، مع ضرورة وضع هيكل للمراجعة الداخلية، تكون موضوع تقدير من طرف محافظ الحسابات عند إعداد تقريره حول المراقبة الداخلية للمؤسسة<sup>5</sup>.

- تقديم المؤسسة ملف الترشيح للدخول في السوق الرسمية إلى رئيس مجلس البورصة، حيث يحتوي هذا الملف على طلب التسجيل، بالإضافة إلى وثائق عامة حول المؤسسة ؛ تشمل قائمة أعضاء مجلس الإدارة، وصف عام لأنشطة المؤسسة وفروعها، قائمة المؤسسات المكلفة بالخدمات المالية للمؤسسة ...، كما يجب أن يحوي

2 - تحدد هذه النسبة في الجزائر بـ 20 % من رأس مال المؤسسة.

3 - Dupallens G, et Jobard J. P, Gestion Financière de l' Entreprise, 11ème édition, DALLOZ , 1997, P : 910.

4- Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse ( COSOB ), Bulletin N =°01/1999, Bourse D'Alger, P : 24.

5 - Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse , Op.cit, P : 24.

أن هذه العملية تتطلب ضرورة اتباع المؤسسة لمجموعة من الإجراءات، سواءً بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة .

### 1/ شروط الدخول في البورصة.

تحدد شروط دخول المؤسسة في البورصة انطلاقاً من السوق المالي الذي تختاره لممارسة عملياتها ونشاطاتها المالية، وهذا بما يتوافق مع حجم المؤسسة، رأس مالها وكذا بما يتوافق مع النسبة من رأس المال التي ترغب المؤسسة في فتحها للجمهور .

إن خضوع المؤسسة للشروط القانونية أعلاه، يمكنها من الاختيار بين ثلاثة أنواع من الأسواق المالية؛ تتمثل أساساً في السوق خارج التسعيرة، السوق الرسمية والسوق الثانية.

### 1/1 شروط دخول المؤسسة في السوق

#### خارج التسعيرة.

تعرف السوق خارج التسعيرة على أنها سوق حرة، أين يمكن للمؤسسات الصغيرة الحجم التي تبحث عن كيفية تمكنها من التكيف مع ميكانيزمات البورصة قبل الدخول إلى الأسواق ذات الحجم الكبير. يمكن لهذه المؤسسات ولجميع المساهمين الصغار الدخول في هذه السوق بدون شروط استثنائية، وأن يقوموا بتسعير أوراقهم المالية . يكفي فقط أن يستدل على الوجود القانوني للمؤسسة<sup>1</sup>.

نشير إلى عدم وجود أي تحديد لرأس مال أدنى يطلب توفره عند الدخول لهذه السوق أو لعدد معين من الأسهم ينبغي طرحها للدخار العام. بالتالي يكفي للدخول إلى هذه السوق استحضار المؤسسة للقانون التأسيسي لها، بالإضافة إلى ميزانيتين للسنتين الأخيرتين.

### 2/1 شروط دخول المؤسسة في السوق

#### الرسمية.

تعتبر السوق الرسمية سوقاً مالية مخصصة فقط للمؤسسات الكبيرة، التي يشترط عند دخولها لهذه السوق ضرورة الالتزام بالشفافية في نشر

1 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 2ème Edition, Vibert, 1999, PP : 201-202.

المؤسسة أن تحضر لها على الأقل لمدة سنتين، وأثناء فترة التحضير هذه وجب عليها القيام بما يلي<sup>4</sup> :

\* تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية الدخول الفعلي؛ من نشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، إمكانية فقدان السيطرة على مراقبة المؤسسة. كما أنه لا بد من التأكد من أن هذه العملية ستحقق أهداف المؤسسة فيما يتعلق بالنمو.

\* قبل مباشرة عملية بيع الأوراق المالية في السوق، لا بد من أن يتفق المساهمون القدامى بالمؤسسة على مستوى معين لأسعارها، حتى لا تؤثر عليهم سلباً، وأن تلقى رضا الجمهور.

\* من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم لا يتحقق ذلك إلا بالتغيير في رأس مال المؤسسة، حيث تعمد إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، بالتالي يتغير القانون الأساسي للمؤسسة، حسب متطلبات عملية الدخول في البورصة.

\* التحسين من نوعية المراقبة الداخلية وإجراءاتها، مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية،

\* اختيار المؤسسة لوسيط مالي يساعدها في التحضير لعملية الدخول في البورصة، ويتابع تطورها بدقة أثناء وبعد الدخول الفعلي. ونشير إلى أن هذا الوسيط يمكن أن يكون مؤسسة مالية (البنك)، أو مؤسسة البورصة في حد ذاتها، \* أخيراً، تكوّن المؤسسة الملف المطلوب حسب السوق الذي ترغب الدخول فيه.

بعد استيفاء المؤسسة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في البورصة، يمكنها أن تتبع مجموعة من الإجراءات بهدف تحقيق الدخول الفعلي في البورصة. يتسنى للمؤسسة من خلال هذه الإجراءات الدخول بصفة مباشرة إلى البورصة، باعتماد إحدى طرق العرض العمومي للبيع، أو الدخول بصفة غير مباشرة من خلال إتباع الإجراءات العادية.

## 1/ الإجراءات المباشرة للدخول في البورصة

هذا الملف أيضاً وثائق متعلقة برأس مال المؤسسة؛ كالمبلغ الكلي للإصدار، العدد الكلي للسندات المصدرة، المعلومات المتعلقة بدفع ربح حصص الأسهم...، من جهة أخرى وجب أن يشتمل ملف الترشيح على وثائق اقتصادية ومالية؛ منها نسخ من حسابات النتائج، نسخ من الميزانية المرصودة، تقارير محافظي الحسابات، محاضر اجتماع الجمعية العامة للسنوات الخمس الأخيرة<sup>1</sup>.

- تعيين وسيط لعمليات البورصة (IOB)، يتولى هذا الأخير متابعة إجراءات قبول المؤسسة وانتماءها إلى السوق الرسمية.

## 1/3 شروط دخول المؤسسة في السوق

### الثانية.

إذا كان الدخول إلى السوق الرسمية حكراً على المؤسسات الكبيرة نظراً لصعوبة العملية وتكلفتها، بالتالي فإن الدخول إلى السوق الثانية أكد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. بالتالي تعتبر السوق الثانية وسيلة مراقبة دائمة للوضعية المالية للمؤسسة وتسييرها، وبذلك تلعب دوراً هاماً في تحديد السياسة المالية للمؤسسة المقيدة في البورصة<sup>2</sup>.

تأسست هذه السوق في فرنسا سنة 1983، بهدف تسهيل تأقلم الشركات والمؤسسات المرشحة للدخول إلى السوق الرسمية، حتى تستطيع التكيف مع ميكانيزمات السوق. كما تقوم هذه السوق بتوفير هيكلية مستمرة لقبول المؤسسات التي ليس لها اهتمام بالدخول إلى السوق الرسمية مستقبلاً، كونها ترغب في فتح رأس مالها للدخول العام.

يتمثل نجاح هذه السوق في فرنسا، بأنها أدرجت أكثر من 40 مؤسسة فرنسية مباشرة عند بداية نشاطها في سنة 1989، وهذا نظراً لبساطة شروطها مقارنة بشروط الدخول إلى السوق الرسمية<sup>3</sup>.

## 2/ إجراءات الدخول في البورصة.

بعد أن تعرفنا على مختلف الأسواق المالية، التي يمكن للمؤسسة أن تختار من بينها ما يناسب حجمها، أهدافها وطموحاتها، تأتي بعد ذلك مرحلة الدخول إلى البورصة، هذه المرحلة التي يجب على

4 - Jacquillat . Bertrand, Solnik . Bruno , Marchés Financiers, Gestion de Portefeuille et des Risques, 2ème édition, DUNOD , 1990, PP: 41-44 .

1 - voir, COSOB, Op.cit, PP: 20-22.

2 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P: 202.

3- Op. cit, P: 204 .

التي تؤدي إلى زيادة مستقبلية لأسعار الأوراق المالية في السوق.

### 2/1/ العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.

تقوم المؤسسة بتحديد سعر أدنى قبل الدخول في البورصة، يكون بمثابة السعر القاعدي لجميع أوامر الشراء. وفي هذه الحالة تقوم مؤسسة البورصة أسبوعاً قبل حلول تاريخ الدخول الفعلي بالإعلان عن العرض مع تحديد سعر وكمية الأوراق المطروحة للادخار العام للجمهور<sup>3</sup>.

عند حلول تاريخ الدخول للبورصة تفرز أوامر الشراء المقترحة من قبل المستثمرين، حيث تلغى جميع الأوامر التي تتجاوز السعر الأدنى المحدد من قبل المؤسسة بنسبة كبيرة.

ويشترط لقبول عملية الدخول أن تكون النسبة الموزعة من مجموع الأوامر البورصية على الأقل 6% على مجموع طلبات الشراء. في حالة عدم إمكانية تكييف طلبات الشراء مع النسبة المحددة من مجموع الطلب (6%) يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى خيار تأجيل عملية الدخول لمدة أسبوع، وبالتالي تلغى جميع أوامر الشراء السابقة وتعاد العملية من جديد وفق طريقة العرض العمومي للبيع.

### 2/ الإجراءات غير المباشرة للدخول في

#### البورصة.

تعرف بالإجراء العادي لأنها كانت الطريقة الوحيدة المعتمدة لدخول المؤسسة إلى السوق الرسمية، أين يشترط ضرورة وجود تسعيرة مرجعية في البورصة (الأوراق المطروحة مسعرة من قبل في السوق الثانية).

يفرض هذا الإجراء على المؤسسة أن تقوم بالبيع المسبق لكل الأوراق المالية المرغوب طرحها للادخار العام إلى وسطائها الماليين، بصفة نهائية وبسعر يتم التفاوض حوله. كما يمكن إسناد عملية البيع لهؤلاء الوسطاء، وذلك بالبيع لحسابها دون ضمان شراء الأوراق المالية المتبقية (غير المباعة).

وبنفس إجراءات الطريقة المباشرة للدخول إلى البورصة، تقوم المؤسسة بالإعلان عن العملية أسبوعاً من قبل، مع ضرورة تحديد شروط الدخول. عند حلول تاريخ الدخول الرسمي تشترط مؤسسة البورصة أن يكون أقصى فارق في التسعيرة بين

في هذه الحالة تقوم المؤسسة بتوظيف الأوراق المالية من خلال طرحها للادخار العام لدى الجمهور بصفة مباشرة، وهذا بمساعدة الوسطاء الماليين، وهنا يمكنها الاختيار بين طريقتين؛ إما العرض العمومي للبيع بسعر نهائي أو العرض العمومي للبيع بالسعر القاعدي.

### 1/1/ العرض العمومي للبيع بسعر نهائي

#### (OPV).

تطرح الأوراق المالية للادخار العام حسب هذه الطريقة بسعر عرض محدد ونهائي، حيث تقوم المؤسسة خلال عدة أسابيع على الأقل قبل تاريخ العملية بالإعلام عن العرض (تحديد السعر وعدد الأسهم). كما تبين المؤسسة هوية مصدر الأوراق المالية وشروط قبول أوامر الشراء. هذه الأوامر يجب أن تحتوي على جميع المعلومات المتعلقة بالمكتتب، ويشترط أن يمثل العرض 20 % من رأس مال المؤسسة يوزع على 300 مساهم على الأقل<sup>1</sup>.

في حالة تجاوز الطلب على الأوراق المالية لنسبة رأس المال المعروضة للادخار العام، بإمكان مؤسسة البورصة التصرف مع هذه الحالة وفق إحدى الطريقتين التاليتين<sup>2</sup> :

- يمكن التعامل مع هذه الحالة حسب هذه الطريقة من خلال التوفيق بين عدد الأوراق المالية المعروضة مع عدد الأوراق المالية المطلوبة، وذلك من حيث عملية التوزيع،

- القيام بعرض عمومي للبيع مرة ثانية وبسعر أعلى من السعر الأول بنسبة زيادة تتحدد وفق خصائص السوق المزمع الدخول إليه، كما يمكن لمؤسسة البورصة أن تطلب من المؤسسة وضع أوراق مالية إضافية للادخار العام، وهذا من أجل تسهيل عملية الاكتتاب. ونشير إلى اعتماد هذه الطريقة من قبل عدة مؤسسات في حالة فشل الطرق الأخرى للدخول إلى البورصة، فضلاً عن إيجابياتها من حيث تسهيل دور الوسطاء في مراقبة تطور الأوراق المالية، كما تساعد على تجنب المضاربة

1 - Dupallens G, et Jobard J. P, Op.cit, P: 915.

2 - Voir, Société de Gestion de Bourse de Valeurs (SGBV), Offre Publique de Vente (OPV), Privatisation par la Bourse, Bulletin N =°02, Septembre 1998, Bourse D'Alger, P: 09-12.

3 - Dupallens. G, et Jobard J. P, Op.cit, P : 916.

نسبة العائد المتوقع من الأرباح والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر<sup>3</sup>.

تتميز الأسهم العادية بخصائص إيجابية وسلبية، تميزها عن غيرها من وسائل التمويل، تتمثل أساساً في ما يلي<sup>4</sup>:

- لا يجوز لحامل السهم العادي مطالبة المؤسسة المصدرة باسترجاع قيمته وله أن يعرض أسهمه في السوق المالية،  
- في الإفلاس لا يوجد ضمان لاسترداد القيمة التي دفعت لشراء السهم، وقد لا يتحصل على أي شيء منها،

- حامل السهم العادي، ليس له الحق في المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا حققت المؤسسة نتيجة إيجابية، ما لم يتقرر توزيعها أو نسبة منها. أما في حالة ما إذا تقرر توزيعها فله الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح،

- لحامل الأسهم الحق في التصويت بالجمعية العامة، حق المشاركة في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها، المصادقة على عقود الشركة، المصادقة على القانون الأساسي أو تعديله. وهذا بما يتناسب مع عدد الأسهم التي يحوها بما يقابلها من حق في التصويت وفق القانون الأساسي للمؤسسة،  
- تتحدد مسؤولية حامل الأسهم بما يتوافق مع حصته في رأس مال المؤسسة.

### 1/2/1/ الأنواع الحديثة للأسهم العادية.

ظهرت في أواخر الثمانينيات وبداية التسعينيات، أنواعاً جديدة من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، التي شكلت النوع الوحيد من الأسهم لفترة طويلة. سنستعرض منها أساساً، الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة قبل حساب الضريبة، إضافة إلى الأسهم العادية المضمونة القيمة<sup>5</sup>.

### 1/2/1/ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية.

قبل ظهور هذا النوع من الأسهم كانت المؤسسة الواحدة تمتلك مجموعة واحدة من الأسهم، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة من

سعر العرض والتسعيرة الأولى لا يتعدى 10%. كما يشترط تغطية على الأقل نسبة 4% من مجموع الطلبات، كي تعتبر عملية الدخول ناجحة<sup>1</sup>.

### رابعاً: مختلف الأوراق المالية المتداولة في

#### البورصة.

يتم الحصول على الأوراق المالية المتداولة في البورصة من خلال عملية الاكتتاب، حيث تتم هذه العملية من خلال قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية من المؤسسة المصدرة لها، بهدف إعادة بيعها لجمهور المستثمرين، وتعتبر هذه الوظيفة الأخيرة غاية في الأهمية، ذلك أن المستثمرين عندها يتحملون مخاطر انخفاض أسعار هذه الأوراق، فذلك يعني أنهم سيواجهون خسائر مالية نتيجة إعادة البيع بسعر أقل. وللتقليل من نسبة الخطر، يتوقف اختيار المستثمر لنوع الورقة المالية المتاحة على عدد من العوامل؛ كدرجة استعداده لمواجهة المخاطر، مستوى دخله وثروته، الرغبة في الحصول على عائد ثابت ...

تتمثل الأوراق المالية المتداولة في البورصة أساساً في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات، وسيتم تحليل كل نوع منها في ما يلي:

### 1/ الأسهم العادية.

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة وسيلة من الوسائل الأساسية للتمويل الخارجي طويل الأجل، حيث تعتمد عليها شركات المساهمة اعتماداً كبيراً في تمويلها الدائم، وبالخصوص عند إنشائها<sup>2</sup>.

### 1/1 مفهوم الأسهم العادية وخصائصها.

يظهر السهم في شكل صك ملكية، له ثلاثة قيم؛ قيمة اسمية مدونة على وجه السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة. كما تكون له قيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية المتمثلة في الاحتياطات والأرباح المحتجزة إضافة إلى مجموع الأسهم العادية مقسوماً على عددها. أما القيمة الثالثة فهي القيمة السوقية التي تعبر عن التقويم الحقيقي للسهم العادي، تتوقف هذه القيمة على

3 - منير إبراهيم هنيدي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف الإسكندرية، 1998، ص: 13.

4 - ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات Mages، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998، ص: 39.

5 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

1 - Idem, P: 916.

2 - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 307.



والسعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه المؤسسة،  
- تتم عملية التعويض عن الخسائر من خلال دفع قيمة التعويض نقداً، أو في صورة أسهم ممتازة، ويعتبر هذا الإجراء الأخير أحسن من سابقه من حيث عدم تعرض المؤسسة لمخاطر التصفية، التي يمكن أن يؤدي إليها التعويض النقدي.

## 2/ الأسهم الممتازة.

### 1/2 مفهوم الأسهم الممتازة وخصائصها.

يمثل السهم الممتاز سند ملكية يسمى أيضاً الأولوية أو سهم الأفضلية، وهو يشبه السهم العادي من حيث القيمة الاسمية، التي تحدد عند إصداره. لحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي في الحصول على نصيبه عند التصفية، كما له الحق في التوزيعات السنوية التي تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وهو يماثل السهم العادي أيضاً من حيث أن صاحب السهم الممتاز ليس له الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح عند إقرار المؤسسة عدم توزيعها<sup>1</sup>. تعتبر الأسهم الممتازة مصدر تمويل طويل الأجل للمؤسسة، وبذلك فإنها تتميز بمزايا يمكن حصر أهمها في ما يلي<sup>2</sup> :

- المؤسسة ليست ملزمة قانونياً بتوزيع الأرباح، بما يمكن من احتجازها بهدف زيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة،  
- إصدار الأسهم الممتازة من شأنه أن يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة، وبالتالي يؤدي ذلك إلى تخفيض تكاليف الاقتراض ومن ثم الرفع من درجة الاستقلالية المالية.

بالرغم من المزايا الهامة للأسهم الممتازة، إلا أن التمويل بها تكتنفه مجموعة من المخاطر تتمثل أساساً في ما يلي<sup>3</sup> :

- ارتفاع تكلفتها نسبياً مقارنة بتكلفة التمويل بالقروض، وهذا بالنظر إلى المخاطر التي يتعرض لها المقترضون، مما يجعلهم يطالبون بعائد أكبر،  
- لا تحقق الأسهم الممتازة أي وفورات ضريبية، وذلك لأن الأرباح الناتجة عنها لا تعد من التكاليف التي تطرح من المبلغ الخاضع للضريبة

طرف المؤسسة ككل. من هنا لجأت بعض المؤسسات الأمريكية إلى إصدار هذه الأسهم التي يرتبط كل نوع منها بحجم الأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية للمؤسسة. بالرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه يخلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين في المؤسسة الواحدة.

### 1/2/2 الأسهم العادية ذات التوزيعات

#### المخصصة قبل حساب الضريبة.

برز هذا النوع من الأسهم في بداية الثمانينيات، عندما أصدرت الولايات المتحدة تشريعاً ضريبياً يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية لمستخدميها، بغرض مشاركتهم في ملكية المؤسسة، حيث تخصم التوزيعات على تلك الأسهم قبل احتساب الضريبة.

نص هذا التشريع على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قروضاً للمستخدمين، بهدف تمويل شراء الأسهم، وذلك من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها. يسمح هذا الخصم الضريبي للمقرض من تخفيض معدل الفائدة على القرض، وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة شراء الأسهم.

يقوم المقرض بتسديد أصل القرض وفائدته سواء من نصيبه في التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، أو من مساهمات مالية إضافية تقدمها له المؤسسة المصدرة للأسهم، على أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

### 1/2/3 الأسهم العادية المضمونة.

سميت بهذا الاسم لأنها تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية لها إلى حد معين، وخلال فترة معينة بعد إصدارها. وتختلف بذلك عن الأسهم العادية، التي ليس لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بسداد تكلفة انخفاض قيمتها السوقية. ومن خصائص هذه الأسهم أنها تتميز بما يلي :

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية، عند كل ارتفاع في القيمة السوقية للأسهم،  
- تظهر مخاطر التعرض للخسائر فقط

عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض. وبالتالي لا يمكن أن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

2 - نفس المرجع السابق، ص: 21.

3 - نفس المرجع السابق، ص: 22.

في حالة حساب قيمة الضرائب على عمليات المؤسسة أو على نشاطها، بهدف تسديد المستحقات الواجبة الدفع للمصالح الضريبية.

### 2/2/ الأنواع الحديثة للأسهم الممتازة.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، ظهرت أنواع جديدة بداية الثمانينيات في الولايات المتحدة الأمريكية نذكر منها على وجه الخصوص؛ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت<sup>1</sup>.

### 1/2/2 الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.

تختلف عن الأسهم الممتازة التقليدية من حيث نسبة التوزيعات، التي تكون ثابتة ومحددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم في الأسهم الممتازة التقليدية. أما الأسهم الممتازة الجديدة فتمتاز بتغير نسب التوزيعات، وذلك وفقاً لمعدل العائد على أنواع السندات الحكومية (سندات الخزينة)، على أن يتم تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة واحدة كل ثلاثة أشهر، وهذا تبعاً لتغير معدل عائد تلك السندات.

لكي تتم المحافظة على مستوى ملائم من الطلب على هذا النوع من الأسهم، عادة ما يتضح بأن لا تقل نسبة التوزيعات عن 75% من القيمة الاسمية للسهم.

### 2/2/2 الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

تمنح هذه الأسهم لحملة الأسهم العادية، كتعويض عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي. كما أشرنا سابقاً عند معالجتنا للأسهم العادية المضمونة.

### 3/ التمويل بواسطة القرض السندي.

يمكن للمؤسسات المسعرة في البورصة، كذلك الأمر بالنسبة للمؤسسات العمومية أن تصدر سندات في السوق المالية، حيث تعتبر هذه السندات بمثابة قروض طويلة الأجل لتمويل الحاجات المالية للمؤسسة.

### 1/3 مفهوم القرض السندي.

يعتبر القرض السندي الذي يظهر في مجموعة السندات التي تصدرها المؤسسة المقترضة ومجموعة المستثمرين المقرضين. يسمح هذا الاتفاق للمؤسسة من الاستفادة من مبلغ معين، تتعهد برد أصل هذا المبلغ بالإضافة إلى فوائد متفق عليها في آجال محددة<sup>2</sup>.

بما أن السندات تطرح في السوق، فهي بذلك تعتبر أوراقاً مالية قابلة للتفاوض في هذه السوق المالية، كما تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين، عند إصدارها<sup>3</sup>.

تصدر السندات غالباً، عن المؤسسات الكبرى، التي تحصل على موارد مالية هامة، عن طريق العرض العمومي للائحة.

### 2/3 مميزات القرض السندي.

تتميز القروض السندية بخصائص مالية وقانونية، نستعرضها في ما يلي :

#### 1/2/3 الجانب المالي.

تتميز القروض السندية بمجموعة من الخصائص المالية متمثلة في الآتي :

#### - القيمة الاسمية للسند.

تشير إلى الجزء من الأموال المقترضة الممثلة في السند، وهي القيمة المعتمدة لحساب الفوائد، تسمى عادة بالسعر التعادلي<sup>4</sup>.

#### - سعر الإصدار.

يهدف توظيف مالي أحسن للمدخرين، يكون سعر الإصدار في بعض الأحيان أقل من السعر الاسمي، عندها يسمى الفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي بعلاوة الإصدار<sup>5</sup>.

#### - علاوة التسديد وقيمة الإصدار.

قيمة الإصدار هي المبلغ الحقيقي المدفوع من طرف المكتتب، يمكن أن تكون هذه القيمة مساوية أو أقل من القيمة الاسمية للسند، وهذا بعكس حالة

2- هنيدي إبراهيم منير، المرجع سابق، ص: 23.

3 - Conso. Pierre, Hemici. Farouk, Gestion Financière de l'Entreprise, 8ème Edition, DUNOD, France, 1996, P : 421.

4- Conso. Pierre, Hemici. Farouk, Op.cit P: 421.

5 - Op.cit P: 421.

1 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 254.

المؤكد بأن معدل الفائدة الاسمي لا يعبر عن العائد الفعلي للسند في لحظة معينة، ذلك لأنه غير مرتبط بسعر السند .

ويحسب العائد المباشر للسند انطلاقاً من الصيغة التالية :

**العائد المباشر = الفائدة السنوية / السعر السوقي للسند**

ونشير إلى أفضلية استخدام العائد المباشر بدلاً من معدل الفائدة الاسمي، كما أن معدل العائد المباشر لا يقيس العائد الفعلي للسند، ذلك ما يبرره استناد هذه الطريقة على افتراضين هما:

- أن السند لا يستهلك، يحمل معدل فائدة اسمي ينطوي على ربح دائم .

- يسدد السند بسعر يساوي سعر الشراء، يتم حساب العائد المباشر على أساسه.

إلا أن هاتين الفرضيتين، لا يمكن تحقيقهما عملياً، لأن السندات تسدد في تاريخ محدد مسبقاً، وبسعر يختلف عن سعر اليوم.

### 3/5/2 / طريقة العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

حسب هذه الطريقة تسدد السندات بالقيمة الاسمية، أي أن الفرق بين سعر اليوم والقيمة الاستحقاق يشكل جزءاً من عائد السند. كما أن المدة المتبقية إلى غاية تاريخ التسديد لها دور مؤثر في العائد السنوي، في هذه الحالة يحسب العائد السنوي انطلاقاً من المعادلة التالية :

$$R = \frac{F + (C - S) / N}{(C + S) / 2}$$

حيث تمثل :

ر : معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق .

ف : الفائدة السنوية .

ق : القيمة عند الاستحقاق .

ن : المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق .

س : السعر السوقي للسند .

### 3/2/2 / الجانب القانوني.

حسب المادة 715 مكررة 81 من القانون التجاري، التي تنص على أن: " السندات هي أوراق مالية قابلة للتفاوض، وهي تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين عند إصدارها وبفلس القيمة الاسمية، بحيث من الضروري أن تكون هناك مساواة بين جميع المقرضين تجاه نفس القرض السندي".

الأسهم، عندئذ، تتمثل علاوة التسديد في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمية للسند. عندما تكون قيمة الإصدار مساوية للقيمة الاسمية، في هذه الحالة نقول بأن السندات قد سددت بالقيمة أو السعر الاسمي لها<sup>1</sup>.

### 3/3 / مدة القرض السندي.

يعتبر تاريخ التمتع من تاريخ بداية حساب الفوائد المرتقبة. بهذا تكون مدة القرض السندي هي الفترة ما بين تاريخ التمتع وتاريخ تسديد آخر سند.

تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين مدة القرض السندي وبين مدة إصدار هذا القرض، حيث تتعلق هذه الأخيرة بفترة معينة ومحددة، بينما تغطي مدة القرض السندي كامل فترة القرض، فهي أوسع من الأولى<sup>2</sup>.

### 3/4 / طرق حساب معدل الفائدة.

للمؤسسة حرية تحديد معدل فائدة القرض السندي، بحيث يكون ثابتاً خلال كامل مدة القرض. كما يمكن أن يحدد هذا المعدل انطلاقاً من نتائج المؤسسة، أو رقم أعمالها، أو انطلاقاً من معدلات الفائدة المعتمدة في السوق المالية (كالمعدل المتوسط الشهري لسندات الدولة طويلة الأجل)، أو المعدلات المعتمدة في السوق النقدية (كالمعدل المتوسط الشهري للسوق النقدية ما بين البنوك) .

تدفع الفوائد عادةً، مرة واحدة في السنة، ونشير إلى بعض السندات التي لها قسيمة صفرية، ولا تستوجب أية فوائد، لكن لها علاوة إصدار معتبرة، كما توجد بعض السندات ذات قسيمة واحدة، أين تحول الفوائد إلى رأس المال تدفع مرة واحدة عند تاريخ التسديد<sup>3</sup>.

### 3/5/3 / حساب عائد السند.

يحسب عائد السند وفق طريقتين هما:

#### 3/5/3/1 / طريقة العائد المباشر.

عادة يكون المستثمر على معرفة جيدة ودقيقة بسعر السند، حيث يعبر عنه بنسبة مئوية، وكذا الأمر بالنسبة للمدة المتبقية من تاريخ التسديد، من

1 - G. Depallens et J.P.Jobard, Op.cit, P: 894.

2 - G. Depallens et J.P.Jobard, Op.cit, P: 894.

3- Manuel de Gestion , Op.cit, P: 177 .

يتيح هذا النوع من السندات، فرصة الاستفادة من تأجيل موعد استحقاقها، ذلك بمعدل وبمدة مرتقبة مباشرة عند إصدارها.

### 3/6/3/ السندات ذات القسيمة الصفرية .

هذا النوع من السندات لا يحمل معدلات فائدة، وتباع بخصم على القيمة الاسمية لها، بشرط أن يرد المستثمر هذه القيمة عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، في حالة الرغبة في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند، وبين القيمة الاسمية التي تمثل سعر البيع، قيمة الفائدة التي يحققها المستثمر بالرغم من أنه لا يحصل عليها إلا عند تاريخ الاستحقاق<sup>3</sup>.

### 4/6/3/ السندات بقيمة الاكتتاب في الأسهم

(OBSA).

تغطي هذه السندات الحق لحاملها بالاكتتاب في أسهم المؤسسة المصدرة لها، إذ أن حصوله على قسيمة من تلك القسيمات التابعة لسندات المؤسسة، يؤهله للاكتتاب في عروض الأسهم، بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة. يمكن أن تتداول هذه القسيمات في البورصة بشكل منفصل، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى المتداولة. تتميز هذه السندات بميزة تمكن حاملها من أن يصبح مساهماً في المؤسسة مع احتفاظه بحقه كحامل لسندات المعنية<sup>4</sup>.

### 5/6/3/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

(OCA).

يترتب على هذا النوع من السندات تحويل ديون حاملها إلى أسهم عند الرغبة في ذلك، ولا يمكن إصدارها إلا بموافقة الجمعية العامة العادية للمؤسسة، ذلك لأن هذا الإصدار ينجر عنه تخلي المساهمين عن حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة مقابل الأولوية في الاكتتاب في الأسهم، إضافة إلى أن سعر الفائدة المطبق على هذه السندات يكون أدنى من سعر الفائدة المطبق على السندات العادية، نظراً للإمكانيات التي تتيحها من إمكانية تحويل المكتب من دائن إلى مساهم في المؤسسة.

يستفاد من نصوص المادة 715 مكرر 82 والمادة 715 مكرر 84 من القانون التجاري، فيما يتعلق بشروط إصدار السندات ما يلي :

- يخول فقط للجمعية العامة العادية للشركاء، اتخاذ قرار إصدار سندات بغرض التمويل، والتي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك، - يجب أن تكون قد أعدت ميزانيتين مصادق عليهما من قبل مراجع الحسابات<sup>1</sup>.

تلجأ المؤسسة لتقديم ضمانات للجمهور، بهدف ضمان نجاح عملية الاقتراض، رهن المحل التجاري، أو الرهن العقاري، أو كفالة المؤسسة الأم للمؤسسة التابعة لها.

عادة ما تلجأ المؤسسة عند إصدار السندات إلى وساطة بنك أو مجموعة بنوك، تقوم هذه الأخيرة بضمان توظيف كل الأوراق المالية، حيث تسدد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد، أو عن طريق طرح السندات للاكتتاب على مستوى هذه البنوك، وفي الحالتين يكون ذلك مقابل عمولة خدمات أو عمولة ضمان.

### 6/3/ مختلف أشكال السندات.

توجد أنواع عديدة للسندات، سنستعرض البعض منها في ما يلي:

#### 1/6/3/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

تسمح لحاملها بأن يصبح مساهماً في المؤسسة بعد تحويل سندات إلى أسهم، وذلك عند تاريخ محدد، أو في أي لحظة ما لم يسترجع مبلغ القرض.

تعتبر قيمة التحويل عند القيمة السوقية مضروبة في معدل التحويل، أي مضروبة في عدد الأسهم العادية، مقابل كل سند قابل للتحويل. وهنا تختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل الذي يمثل القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل<sup>2</sup>.

#### 2/6/3/ السندات القابلة للتمديد (للتأجيل).

1 - نود الإشارة إلى أن الشرطين الأخيرين لا ينطبقان على المؤسسات العمومية أو السندات المضمونة من طرف الدولة.

2 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 33 .

3 - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص: 33 .

4 - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P: 247-248

- يمكن تحديد مقدار الفوائد الواجب دفعها مباشرةً عند الإصدار، وكذا تحديد المدة اللازمة لتسديد الدين، بالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعاً لمستوى الأرباح، بعكس حالة الأسهم.

### 2/7/3 / سلبيات التمويل بالقرض السندي.

يترتب على التمويل بواسطة القرض السندي بعض المخاطر من ذلك :

- الخطر الذي يتعرض له المكتتب نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة (ارتفاعها)،  
- يتعرض المكتتب أيضاً إلى خطر الإمضاء المتمثل في عدم ملاءة المقرض، مما يؤدي إلى عدم تسديد أصل القرض والفوائد عند الاستحقاق، إلا أنه يمكن التقليل من هذه المخاطر بواسطة الضمانات،

- يمنح عقد القرض السندي الحق للمقرض في فرض مجموعة من القيود على المؤسسة منها حق عدم حصول المؤسسة على قروض جديدة، حق عدم بيع وشراء الأصول الثابتة، منع إجراء توزيعات أو التخفيض من نسبتها،

- القرض السندي مرتبط بموعد استحقاق، ومن ثم يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من الأموال لغرض تسديد الدين عند تاريخ الاستحقاق،

- تترتب على القرض السندي تكلفة مرتفعة نتيجة لتسديد الفوائد، حيث أن الفشل في تسديد هذه الفوائد أو أصل الدين قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس،

- يعتبر هذا النوع من التمويل متاحاً فقط للمؤسسات الكبرى، بينما تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصعوبة في الحصول عليه.

### الخاتمة.

تم التعرف في هاته الورقة بشئ من الدراسة والتحليل لماهية الأسواق المالية والبورصة، أهدافها أهميتها ووظائف كلاً منهما، كما تم التعرف على دوافع الدخول إلى البورصة من الناحية التمويلية والاقتصادية للمؤسسات والدول، حيث تساهم في تعزيز القدرة التمويلية للمؤسسات وتسهيل سيولة الأوراق المالية، بما يعكس اتعاش واستقرار اقتصاد الدول من جهة وتحسين عمليات النمو الخارجي للدول وتعزيز قدراتها التنافسية. كما بيننا أهم خطوات الدخول إلى البورصة وإجراءات

### 6/6/3 / السندات التي تسدد بأسهم أو بشهادات الاستثمار (ORA).

يشمل هذا النوع من السندات تلك التي تسدد بالأسهم (ORA)، أو بشهادات الاستثمار (ORCI) في تاريخ معين، باعتبار أن كل من شهادات الاستثمار وهذه الأسهم تعتبر من أشباه الأموال الخاصة.

تحدد خصائص ومميزات ومخاطر هذه السندات حسب طبيعة نشاط المؤسسة المصدرة لها وأيضاً حسب رغبات المكتتبين.

### 7/6/3 / سندات القوة القاهرة.

ظهر هذا النوع من السندات في منتصف التسعينيات، تقوده شركات التأمين بموجب قوانين وتشريعات تتيح لها حق إصدار سندات بسعر فائدة ثابت ومحدد، شأنه في ذلك شأن السندات التقليدية، الفرق يكمن في حالة تعرض الشركة لأزمة مالية حادة يفرض على حامل السند الخيار بين:

- فقدان حق استرجاع جزء من قيمة القرض السندي،  
- قبول تحويل سندات إلى أسهم عادية بمعدل فائدة مرتفع يبرر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها حامل السند.

### 7/3 / إيجابيات وسلبيات التمويل بالقرض

السندي.

#### 1/7/3 / إيجابيات التمويل بالقرض السندي.

يتيح التمويل بواسطة القرض السندي مجموعة من المزايا تتمثل في الآتي :

- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل بالأسهم، ذلك ما تبرره الوفورات الضريبية التي تنتج عنه، إضافة إلى تعرض المقترضين إلى مخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم<sup>2</sup>.

- يتيح للمؤسسة فرصة المحافظة على استقلالية التسيير، بحيث لا يمنح للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة،

- تنخفض تكلفة إصدار السندات مقارنةً بتكلفة إصدار الأسهم،

1 - منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

2 - منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص: 57.

هاته العملية، وفي الأخير حاولنا الوقوف على مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة، من أسهم وسندات ومشتقات جديدة منهما.

من هذا المنطلق، ولأجل تحقيق أهداف البورصة وزيادة فعاليتها وتسهيلاً لإجراءات الدخول والتمويل من خلالها كان لا بد على الدول أن تسعى إلى تهيئة المناخ الملائم لعمل البورصة ونموها، ومن أجل التجسيد الميداني للبورصة يجب أيضاً توسيع نشاطها من خلال التنويع للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية.

واستخلاصاً يجدر بنا تقديم التوصيات التالية التي نراها ضرورية لإنعاش وتحسين فعالية بورصة الجزائر، حيث يجب أن تتمتع السوق الجزائرية بما يلي:

- العمل على تعزيز وزرع الثقافة البورصية لدى الجمهور وتحسيسهم بمدى أهمية الاستثمار في البورصة،
- جعل الإطار القانوني متماشياً مع الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر، مما يعزز ثقة المتعاملين فيها،
- برمجة المزيد من حصص التسعير في البورصة من أجل تحقيق مصداقية للأوراق المالية،
- ضرورة نشر إدارة البورصة لكل المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية،
- يجب تسهيل إجراءات الدخول والتمويل للبورصة بالنسبة لجميع المؤسسات على اختلاف أحجامها وأنواعها،
- خلق منافسة حقيقية قائمة على الشفافية والمصداقية في البورصة، مما يعزز ثقة الجمهور والمتعاملين في البورصة.

**تمويل المؤسسات عن طريق سوق رأس المال**

الأستاذة كبير سمية، الأستاذة أقاسم حسنة  
أستاذة مكلفة بالدروس كلية العلوم الاقتصادية و علوم  
التسيير – جامعة الجزائر-، أستاذة مكلفة بالدروس-  
كلية الآداب و العلوم الإنسانية – الجامعة الإفريقية  
العقيد أحمد دراية، أدرار-

**مقدمة:**

يعتبر موضوع التمويل من المواضيع التي  
تزيد أهميته في الوقت الحاضر نظرا لدوره في  
تأمين انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى  
وحدات العجز؛ كما شهد حقل التمويل والاستثمار  
تطورات سريعة في السنوات الأخيرة، تمثل  
باستحداث أساليب جديدة لتمويل منشآت الأعمال.  
تعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات  
التمويلية خاصة في الدول الأكثر تقدما و التي تسير  
على أساس النظام الرأسمالي، و أصبحت مؤسسات  
هذه الأسواق تمثل جوهر النظام المالي الذي تتخذ  
على أساسه المؤسسات المختلفة قراراتها التمويلية و  
الاستثمارية.

الدول النامية هي الأخرى تسعى إلى تطوير  
سوقها المالية و بالأخص سوق رأس المال أين نجد  
البورصة أو سوق الأوراق المالية، و ما لهذه  
المنشآت من دور ديناميكي في تمويل الاقتصاد  
بصفة عامة، و المؤسسات بصفة خاصة.

سواء كانت طريقة التمويل في هذه الأسواق  
معقدة أو بسيطة، فإنها تستهدف في النهاية تحويل  
الأموال من القادرين على الادخار و المستعدين  
للإقراض باتجاه الراغبين بالاقتراض (الاستثمار)؛  
لذلك قد تأخذ عملية التمويل في السوق المالية إما  
شكل التمويل المباشر (عن طريق البورصة) أو  
التمويل غير المباشر (عن طريق البنوك).

من خلال ما تقدم سنعالج في هذا الموضوع  
إشكالية تمويل المؤسسات عن طريق القروض  
البنكية طويلة الأجل و عن طريق الأدوات المالية  
في البورصة و المقارنة بينهما، و ذلك بالتطرق إلى  
العناصر التالية:

- 1- مفاهيم حول التمويل في المؤسسة
- 2- تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد  
و سوق رأس المال
- 3- التمويل عن طريق القروض البنكية
- 4- التمويل عن طريق البورصة
- 5- المقارنة بين المصدرين

**1- مفاهيم حول التمويل في المؤسسة:**

**1-1 تعريف التمويل:** تختلف وجهات  
نظر الباحثين في تقديم تعريف دقيق للتمويل، و من  
بين مختلف التعاريف نجد:

" التمويل من وجهة النظر الضيقة يعني  
مجمل وسائل الاقتراض التي تمكن المؤسسة من  
ضمان استمراريتها" (1). كما يعرفه بيش " بأنه  
إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة".  
(2)

فتبرز من هنا أهمية التمويل في توفير  
الأموال اللازمة للمؤسسات حتى تضمن بقاءها و  
التوسع و النمو على المدى الطويل.

**1-2 القرارات التمويلية:** تشمل هذه  
القرارات تقييم أثر استعمال كل بديل من بدائل  
التمويل المتاحة على ربحية المؤسسة. بعد تعرف  
الإدارة المالية على احتياجات التمويل في المؤسسة،  
تبدأ بالبحث عن مصادر التمويل المناسبة لسد هذه  
الاحتياجات المالية و اختيار الخيط أو المزيج  
الأمثل للتمويل (مثلا نسبة من التمويل تكون عن  
طريق قرض بنكي يحمل فائدة ثابتة و من التمويل  
عن طريق الأسهم التي تحمل عائدا متغيرا  
للمساهم)؛ و هنا يصبح من الضروري معالجة  
التوازن الصحيح بين التمويل عن طريق الديون و  
التمويل عن طريق المساهمة و ذلك بوجود علاقة  
متبادلة بين العائد (الربح) من جهة و بين المخاطرة  
من جهة أخرى. (3)

**1-3 محددات وخصائص المصادر  
التمويلية:** يوجد محددات للاختيار ما بين المصادر  
التمويلية و هي: (4)

- ما يفرضه الممولين من مواعيد للتسديد و  
إن كان ذلك يتناسب مع التدفقات النقدية الداخلة أولا.
- تحديد تكلفة كل نوع من أنواع التمويل، و  
لابد من مقارنة ذلك مع العائد المتوقع على  
الاستثمار؛ فيتم اختيار المصدر التمويلي ذو العائد  
الاستثماري المرتفع و التكلفة المنخفضة.
- حجم الأموال التي ترغب المؤسسة في  
الحصول عليها، و إمكانية تلبيتها من المصادر  
المختلفة.

أما فيما يخص خصائص المصادر التمويلية،  
فتتميز فيما بينها من حيث: **تاريخ الاستحقاق، الدخل**  
(إذ لكل مصدر تمويلي مردود، و يختلف من حيث  
الأولوية في الحصول على الدخل و مقدار الدخل  
المتحصل عليه، و مدى التأكد في الحصول عليه)،

**السيطرة** (حول إمكانية طلب تصفية الشركة أو بيعها للحصول على الحقوق)، و الأداء (و يخص حق إدارة الشركة أو لا).

#### 1-4 أشكال التمويل في السوق المالية:

باعتبار أن السوق المالية تقوم بدور محوري في النشاط الاقتصادي كمصدر للتمويل حتى أصبحت تعد انعكاسا للنظام المالي في أي اقتصاد؛ تأخذ عملية التمويل هذه في السوق المالية شكلين أساسيين: (5)

**أولا/ التمويل المباشر:** يجري التعامل مباشرة ما بين المقرضين (وحدات الادخار) و المقترضين (وحدات العجز) دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقرض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم و سندات) لصالح المقرض.

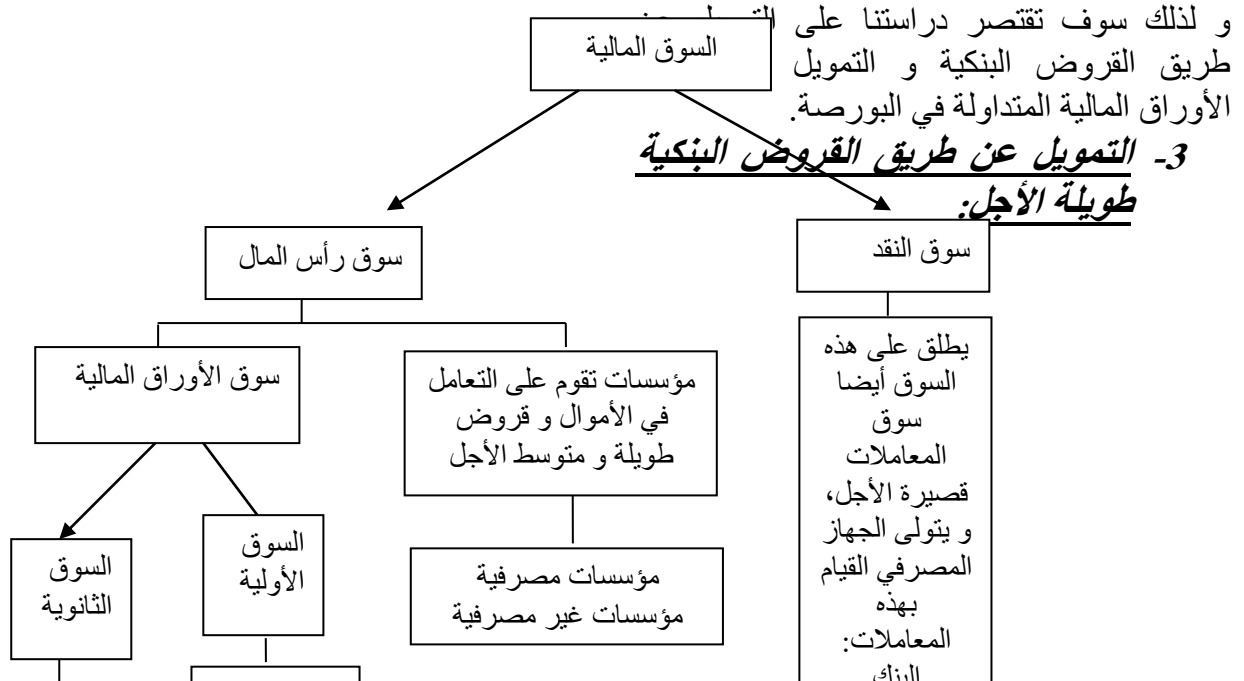
**ثانيا/ التمويل غير المباشر:** أين تبرز فيه المؤسسات المالية كوسيط (مثل البنوك التجارية) بحيث تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتجميع المدخرات من وحدات الفائض من جهة و تقدم قروض لوحدات العجز من جهة أخرى.

#### 2- تقسيم السوق المالية إلى سوق

##### النقد و سوق رأس المال:

بناء على مفهوم السوق المالية و ما يتضمنه من أنماط مختلفة للتمويل، و دور المؤسسات الوسيطة و طبيعة الأصول المتداولة، تتعدد تقسيمات الأسواق المالية، و لكن التقسيم الذي يهمنا هو التالي:

يدور موضوعنا حول التمويل في سوق رأس المال إلى سوق النقد و سوق رأس المال.





تعتبر عملية الإقراض عن الثقة التي تنشأ بين المقرض والمقترض والتي تدل على توافق الرغبة والحاجات بين من تتوفر لديه الأموال ومن يحتاج إليها. (8)

يخفف القرض البنكي الكثير من الصعوبات التي تتعرض لها المنشآت لتمويل مختلف نشاطاتها وعملياتها.

**2-3 تكلفة أو ثمن القرض البنكي:** تتلخص تكلفة القرض البنكي في الفوائد و العمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء الحصول عليه، و تختلف هذه التكلفة من دولة لأخرى حسب تعليمات البنك المركزي.

يعرف سعر الفائدة على أنه أجر كراء النقود، يلتزم المقترض بدفعه إلى البنك مقابل التنازل المؤقت له على السيولة، و تدخل اعتبارات كثيرة في تحديد معدل الفائدة منها: ما يرتبط بالقرض ذاته (يتمثل في تكلفة الحصول على الأموال المستعملة في القروض)، و ما يرتبط بوضعية السوق النقدية بصفة عامة؛ كما يختلف هذا المعدل نم بنك لآخر و باختلاف الزبائن و حسب نوع القرض.

أما العمولات فهي عبارة عن مجموع ما يتقاضاه البنك نظرا للتعاب التي يتحملها عند القيام بعملية القرض، و يتحدد مبلغ هذه العمولات بناء على عدد من العوامل و هي: طبيعة القرض، المخاطر الشخصية المرتبطة بالقرض؛ و عمولات أخرى مختلفة مثل المصاريف الإدارية و غيرها.

#### 4- التمويل عن طريق الأوراق المالية

##### المتداولة في البورصة:

التفكير في التمويل عن طريق البورصة أصبح أمرا ضروريا لا يمكن تفاديه للعديد من المؤسسات والشركات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية، فالبورصة تعتبر بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد وأثبتت التجارب أن حالة سوق البورصة تشير بشكل عام إلى تطور الاقتصاد.

البورصة هي سوق يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها و يجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة، و تحكم هذا السوق مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم و تنظم سلوك المتعاملين و طرق التبادل القانونية.

يرتكز التمويل المعاصر على الأوراق المالية التي تمثل السلعة أو الأصل الذي يجري تداولها بيعا و شراء في البورصة (سوق الأوراق المالية)، كما أنها تمثل حقا قانونيا لحاملها في أصل رأسمالي

● حجم البنك: تفضل المؤسسات الكبيرة التعامل مع البنوك الكبيرة التي تستطيع تلبية احتياجاتها.

● سياسة البنك: نعني السياسة الائتمانية للبنك، و المتمثلة في مجموعة القوانين و الأنظمة و التعليمات و القواعد و الإجراءات التي حددها البنك في نظامه الداخلي و يتم بموجبها منح الائتمان. لذلك، فإن طالب القرض يهتم بالتعامل مع البنك الذي يلبي احتياجاته المالية من حيث المقدار و المدة و معدلات الفائدة...

● المركز المالي للبنك: تعتبر قوة المركز المالي للبنك ضمان لاستمراره و مقدرته على تقديم القروض.

عادة ما يتم تسديد القروض المتوسطة و الطويلة بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات تمثل القروض، و يطلق على أقساط السداد في هذه الحالة مدفوعات الاهتلاك؛ بالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل أو بأي نوع آخر من الضمانات، كما أن البنك يطلب أن تعرض عليه القوائم المالية للمؤسسة المستقبلية على فترات دورية. (7)

**3-1 دور و أهمية التمويل عن طريق القروض البنكية:** يعتبر القرض البنكي مرحلة متقدمة من تطور الوساطة و الخدمات المالية و المصرفية، حيث تستند عملية الإقراض إلى دراسة أوضاع المقرض و التأكد من وجود الضمانات لقاء الحصول على التمويل.

- الحق في المشاركة في أصول الشركة عند التصفية.
- مزاي و عيوب استخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل:  
هناك ثلاثة مزاي رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل:
- الشركة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
- تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى نسبة حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.
- إلى جانب هذه المزايا، يتم التمويل عن طريق الأسهم العادية ببعض العيوب، من أهمها:
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة و ذلك لسببين: أولهما وهو أن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة؛ ثانيهما و هي أن أرباح الأسهم - على عكس فوائد القروض- لا تعتبر من التكاليف التي تخضع قبل حساب الضريبة، و من ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
- إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العامة؛ قد يكون هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أنه يمكن التغلب على هذا العيب بإعطاء هؤلاء حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.
- 4-2 الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل:** تعتبر الأسهم الممتازة من أدوات التمويل، لأنها تعتبر من أدوات الملكية؛ و هي كما يتضح من تسميتها تخول لأصحابها أولوية أو أفضلية يختص بمقتضاها حملة هذه الأسهم دون غيرهم ببعض المزايا. (13)
- تتمثل هذه المزايا في الحقوق التي تحصل عليها:
- (14)
- منح حامله حق الأولوية في الأرباح، فيختص بربح لا يقل عن نسبة مئوية محددة و قبل توزيع أي ربح على بقية الأسهم، و

- اتجاه جهة الإصدار؛ هذه الأخيرة تهدف من وراء الورقة المالية توفير التمويل اللازم لنشاطها. (9)
- سنتناول أهم أنواع هذه الأوراق المالية فيما يلي:
- 4-1 الأسهم العادية كمصدر تمويل:** من وجهة نظر الشركة، فإن الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل؛ و يعد أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركة الأسهم، إذ تطرح للاكتتاب العام أو الخاص ضمن مدة محددة يعلن عنها مع الإصدار بقيم متساوية. (10)
- يعرف السهم العادي بأنه: "أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله بذمة الجهة المصدرة له، الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة، والمثبتة بشهادة السهم". (11)
- خصائص الأسهم العادية:
- يمثل حق ملكية
- ليس له تاريخ استحقاق
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح أو خسارة
- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطا إيجابيا، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم و حالات الرواج.
- يعطي نوعين من العائد: عائد رأسمالي عند بيع السهم، و عائد جاري أي نصيب السهم من الأرباح الموزعة.
- حقوق حملة الأسهم العادية:
- يترتب على ملكية سهم من أسهم شركة مساهمة بعض الحقوق و المزايا، لا يمكن تقييدها أو إلغاؤها إلا طبق الأحكام و النصوص القانونية، أو طبقا للتعاقد كما يرد في عقد السهم بين المساهم والشركة، و عادة فإنه يترتب على ملكية السهم الحقوق التالية: (12)
- الحق في المشاركة في الأرباح التي تحققها الشركة و تقرر توزيعها بين المساهمين بنسبة ما يمتلكون من أسهم.
- الحق في المشاركة في الإدارة.
- الحق في المحافظة على نسبة الملكية وذلك عن طريق المشاركة في الاكتتاب في أية إصدارات جديدة من نفس نوع السهم.
- إمكانية التصرف بالأسهم، إذ ليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له، بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم.

**3-4 السندات كمصدر تمويل:** تمثل السندات صكوك دين لمالكها، و هي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) و وحدات الفائض (المقرض)، و تستخدم في التمويل طويل الأجل . (17)

تتعهد الشركة المقترضة دفع قيمة السندات في تواريخ محددة، تنقسم هذه القروض إلى أجزاء متساوية في القيمة يسمى كل منها سند.

#### ● خصائص السندات:

- تعتبر أموال اقترض، لها موعد استحقاق محدد.

- تحقق عائد لحاملها من خلال: معدل الفائدة المقرر دوريا (سنويا، نصف سنوي، فصلي) بالاستناد إلى القيمة الاسمية؛ و العائد الرأسمالي المتمثل في الفرق ما بين القيمة السوقية عند الشراء و القيمة السوقية عند التداول (أو الاستحقاق).

- عدم إمكانية حامل السند التدخل في نشاط و قرارات المدین، إلا في حالات الإفلاس (أو تعذر الدفع) للمطالبة بحقوقه.

#### ● حقوق حاملي السندات: (18)

يتمتع حاملي السندات بالحقوق التالية:

- استيفاء الفوائد في مواعيدها المعنية وعلى الشركة أن تقوم بدفعها قبل توزيع الأرباح على المساهمين.

- استيفاء قيمة السند عند حلول الأجل.

- إقامة دعوى الإفلاس على الشركة عند تأخرها عن دفع قيمة السند، و الاشتراك في الإفلاس بقيمة السند.

- وضع السند في التداول وفقا للأصول التجارية.

بصورة عامة يتمتع حامل السند بجميع الحقوق التي يتمتع بها الدائن اتجاه مدینه.

#### ● مزايا و عيوب التمويل عن طريق السندات:

تعتبر السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة من الحصول على ما يلزمها من الأموال الدائمة، و هي في ذلك تستغل مزايا التمويل عن طريق الحصول السندات التي تتمثل أهمها في:

- ليس لأصحاب السندات الحق في التصويت أو حق الاشتراك في الإدارة.

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، و ذلك بخصم فوائد السندات من

قد تبلغ هذه النسبة بحيث لا يبقى من الربح شيئا يوزع على الأسهم العادية.

- حق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، ولكن حق التوزيع يبقى مشروطا بقرار للإدارة في التوزيع.

#### ● خصائص الأسهم الممتازة: (15)

- تعتبر أموال ملكية، و ليس لها موعد استحقاق.

- تحصل على نصيبها من الأرباح، و ربحها محدد مسبقا.

- ليس لها حق الإدارة والتصويت، إلا إذا ورد نص خلاف ذلك.

#### ● مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

تتمتع الشركة التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا، من أهمها: (16)

- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات على حملة الأسهم الممتازة في كل سنة تحقق فيها أرباح.

- التوزيعات محددة بمقدار معين.

- لا يحق لحملة السهم الممتاز التصويت إلا في حالة النص على العكس.

- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، و هو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

أما فيما يخص عيوب التمويل بهذه الأسهم بالنسبة للشركة نذكر منها:

- مطالبة حاملي الأسهم الممتازة بعائد كبير نسبيا نظرا لمخاطرها مقارنة بأوراق مالية أخرى.

- ارتفاع تكلفتها نسبيا، حيث تكلفه التمويل بالأسهم الممتازة تفوق التمويل بالاقترض لأن توزيعات الأسهم (على عكس الفوائد) لا تخصم من الوعاء الضريبي - كما ذكرناه سابقا.

يوجد هناك حالات لا يكون أمام الشركة إلا أن تصدر أسهم ممتازة - علما أن هذا الشكل من التمويل تعد تكلفته مرتفعة- منها: حالة وصول السندات المصدرة إلى السقف الذي يسمح به القانون، و هي بحاجة إلى أموال إضافية دون اشتراك أصحابها في إدارة الشركة- و حالة رغبة الشركة تفادي الالتزام المالي الثابت تجاه حملة السندات سواء حققت أرباحا أم لا.

فالرافعة المالية – كما يقول علماء التمويل والاستثمار- هي سلاح ذو حدين، فقد تكون ايجابية وقد تكون سلبية.

يمكن القول أن مسألة وجود هيكل أمثل للتمويل قد تتنازع الرأي فيه، من بينهم من يصرح أن الهيكل الأمثل يقوم على مزيج من أسهم ودين، وهذا المزيج من شأنه تقليل تكلفة رأس المال؛ كما أغلب علماء التمويل على أن التمويل بالدين أرخص نسبيا من التمويل عن طريق زيادة رأس المال، وحثهم في ذلك أن الفائدة على الدين يتم اقتطاعها من الفائض أو الربح المحقق، مما يؤدي إلى انخفاض أعباء الضريبة و بالتالي زيادة ربحية السهم. (20)

5-2 **المقارنة بين مصادر التمويل:** يتطلب بناء هيكل مالي أمثل وجود مزيج مناسب بين أموال الاقتراض ( قروض بنكية وسندات) وأموال الملكية

الوعاء الضريبي للربح، و بالتالي تنخفض تكاليف التمويل.

- عملية طرح السندات أقل تكلفة من سائر الأدوات المالية الأخرى.
- مقابل هذه المزايا، يقدم التمويل عن طريق السندات بعض العقبات على المؤسسة، نذكر منها:
- قد تقدم الشركة في بعض الحالات أصولها ضمانا لحقوق حملة بعض الأنواع من السندات (وهي السندات المضمونة بأصول).
- يتعين على الشركة سداد قيمة السندات في نهاية الأجل المحدد، إضافة إلى دفع الفائدة المحددة في مواعيدها، و ذلك بغض النظر عن حالتها المالية و إذا ما كانت الإيرادات كافية أو لا.

### 5- **المقارنة بين التمويل عن طريق القروض البنكية و الأوراق المالية في البورصة:**

تعد مسألة اختيار أسلوب التمويل من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية لما تنطوي عليه من أمور حيوية تتعلق بمستقبل الشركة، و حقوق المساهمين، و مقدره الشركة على الوفاء بالتزاماتها؛ فضلا عما ينطوي عليه هذا الأسلوب أو ذاك من تغيير لهيكل رأس مال الشركة و الذي يبرر عن ذلك المزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل.

يبقى الإشكال المطروح هو البحث عن أفضل هيكل مالي أي تحديد ذلك المزيج من أموال الملكية و الاقتراض الذي يترتب عليه أقل تكلفة ممكنة من استخدامها و تعظيم ثروة ملاكها، يتطلب الأمر في ذلك أولا معرفة أثر الرافعة المالية.

5-1 **الرافعة المالية:** يقصد بالرافعة المالية (المتاجرة بالملكية) الاستعانة بأموال الاقتراض لمساعدة أموال الملكية في عملية التمويل. (19) تؤدي عملية التمويل هذه إلى رفع معدل العائد من أموال الملكية و ذلك في حالة أن يكون العائد نتيجة استثمار أموال الاقتراض يفوق الفوائد المدفوعة لاستخدامها، أما في حالة العكس فإنها تؤدي إلى زيادة المخاطر المحيطة بعملية المتاجرة بالملكية.

الرافعة المالية= قروض طويلة الأجل/ مجموع الأصول

(أسهم عادية وأسهم ممتازة)، ولكن دراستنا تسلط الضوء على المقارنة بين التمويل عن طريق القروض البنكية وعن طريق الأسهم والسندات في البورصة. فبعدما عرضنا خصائص كل من أدوات التمويل المتاحة أمام المؤسسة، غايتنا هي التوصل إلى المقارنة بين مزايا و عيوب التمويل المباشر (عن طريق البورصة) و التمويل غير

المباشر (عن طريق البنوك). والجدول الموالي يبين ذلك:

### تمويل عن طريق البورصة والبنوك

التمويل عن طريق البنوك			خصائص
خصائص	مزايا	عيوب	
- نظام تمويل غير مباشر. - يمثل القرض دور المحرك.	- يسمح بمواجهة الأزمات أحسن من البورصة.	- يزيد من استنادة المؤسسة اتجاه الدائنين، مما يقلل من استقلاليتها المالية. - أسعار الفائدة قليلة المرونة، والتحديد يكون إداري. - هو تمويل تضخمي، حيث يتم عن طريق خلق النقود. - عملية طلب القرض تتطلب شروط و ضمانات و طول الفترة، مع حالة رفض منح القرض لما يرى البنك أن نسبة المخاطرة تزيد عن حد معين. - هامش الوساطة مرتفع. - القروض البنكية قد تكون غير كافية لتغطية احتياجات المؤسسة.	- نظام تمويل مباشر. - تنوع الأوراق المالية وأسهم عادية، سهم ممتازة، (سندات)

Source : Vanderlyn den Nicolas, « Le développement de la bourse en Algérie », [www.surfeco21.com/cours/marcap.htm](http://www.surfeco21.com/cours/marcap.htm). et voir aussi:

[www.ac-bordeaux.fr/](http://www.ac-bordeaux.fr/)

[www.abt](http://www.abt)

**خاتمة:**

من خلال هذه الدراسة تم عرض أهم الأدوات المالية التي تستعين بها المؤسسات من أجل احتياجاتها التمويلية - سواء كانت أموال اقتراض أم أموال ملكية - و ذلك باللجوء إلى مؤسسات سوق رأس المال، أين يمكن للمؤسسة أن تتجه إلى البنوك أو أن تفضل البورصة أو المزج بينهما بناء على مزايا و عيوب كل من المصدرين.

فاختيار التمويل البنكي يتطلب الأخذ بعين الاعتبار: سعر الاستقلالية المالية، تكلفة القرض، و درجة مخاطر المشروع؛ و يرتبط هذا الاختيار بتحليل أثر الرفاعة المالية.

أما اللجوء إلى الأدوات المالية في البورصة عن طريق إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو سندات، بغرض زيادة رؤوس الأموال، بوسع المؤسسات تسهيل ما لديها من أوراق مالية بسرعة وسهولة، وبأدنى تكلفة ممكنة، وأعلى سعر ممكن، وذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية، والهيكلية، والتشغيلية.

تميل المؤسسات عادة في الدول المتقدمة إلى التمويل المباشر عن طريق طرح الأسهم والسندات في البورصة باعتبارها أكثر ديناميكية وتمكن من تقويم المؤسسة وبالتالي تقويمها، على عكس الوضع في الجزائر، أين يتم التمويل عن طريق القروض البنكية وتبقى البورصة النقطة السوداء في الإصلاحات المالية، علما أن مساهمتها في الناتج الداخلي الخام لا تتجاوز 1% بينما تفوق هذه النسبة في المغرب 20% وفي تونس 14% (21).

و رغم أن البنوك تمثل 90% من نسبة السوق المالي في الجزائر (6 بنوك عمومية مهيمنة، و 17 بنك خاص تم إنشاؤه منذ 1998 - منها من تم حلها- )، إلا أن نسبة القروض الممنوحة تمثل سوى 34% من PIB. (22)

**التهميش:**

(1) Charle Corbin, « Financement et autofinancement des entreprises », Dalloz, Paris, 1941, p 125

(2) بيش - ترجمة محمد توفيق ماضي- " تمويل المشروعات"، دار الفكر العربي، القاهرة، 1979، ص 21.

(3) رشاد العصار و آخرون، " الإدارة و التحليل المالي"، دار البركة، الطبعة الأولى 2001، ص 20 و ما بعدها.

(4) طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، دار الصفاء، عمان، 202، ص 27.

(5) محمود محمد الداغر، " الأسواق المالية"، دار الشروق، عمان، 2005، ص 39-42.

(6) طارق الحاج، مرجع سابق، ص 43-44.

(7) محمد الصالح الحناوي، " الإدارة المالية و التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 391-393.

(8) فريد الصلح و مورييس نصر، " المصرف و الأعمال المصرفية"، الأهلية للنشر و التوزيع، بيروت، 1989، ص 38.

(9) محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 85.

(10) شمعون شمعون، " البورصة"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص 21.

(11) أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، " الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 204، ص 30.

(12) وليد أحمد الصافي، " الأوراق المالية العربية: الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص 25. و أنظر كذلك إلى: مروان عطوان، " الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة 2000، ص 84-85.

(13) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 232.

(14) مكايي نادية أبو فخرة، " اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية"، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة، 2001، ص 34.

(15) طارق الحاج، مرجع سابق، ص 135.

(16) سويلم محمد، " إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية"، دار الأرقم، القاهرة، 1983، ص 17.

(17) محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 103.

(18) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 29-30.

(19) محمد شفيق طيب و آخرون، " أساسيات الإدارة المالية"، دار المستقبل، عمان، 1995، ص 151.

(20) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 261-262.

(21) [www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm](http://www.al-vefagh.com/1385/850629/html/eghtesad.htm)

(22) [www.US-Algeria.org/256,1,communication sur la réforme du secteur financier en Algérie](http://www.US-Algeria.org/256,1,communication_sur_la_reforme_du_secteur_financier_en_Algérie)



**ماهية سندات الدين في التشريع الجزائري**

الأستاذ: بحماوي عبد الله

أستاذ مساعد قسم الحقوق جامعة أدرار

كالدولة والهيئات العامة وتستخرج السندات من دفاتر ذات قسائم تعطي أرقاماً مسلسلّة وتختتم بخاتم الشركة.

وهي سندات بقيمة المبلغ اللازم يقسم إلى وحدات صغيرة متساوية، تثبت كل منها في صك يسمى سند قابل للتداول يعطي صاحبه حق الحصول على فائدة سنوية ويكون لصاحبه الحق في استرداد قيمته في المعيار المحدد.

فهي عبارة عن صكوك تصدرها الشركة متساوية القيمة للتداول وتتعلق بقرض طويل الأجل يعقد عن طريق دعوة الجمهور للاكتتاب العام وتعطي الحق في الحصول على فوائد سنوية وفي استردادها في تاريخ معين.

**خصائص السندات:**

لها خصائص تميزها عن غيرها من الصكوك المالية وهي كالآتي:

(1) السندات تمثل قرضاً جماعياً طويل الأجل: لا حصة فيها فللسند فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت بل يمكن سداه من رأس المال وبسداه تنقطع صلة صاحب السند بالشركة.

(2) يعتبر شراء السند عملاً مدنياً لأنه يعدو أن يكون قرضاً بفائدة.

(3) لا يخول السند صاحبه حق في إدارة الشركة ولا تلزمه قرارات الجمعية العامة للمساهمين وليس له الحق في توجيه الشركة ولا تلتزم بتوصياته إلا أنه يشترك في تغطية الشركة مع سائر الدائنين.

وقبل التعرض لأنواع السندات وما هي تلك التي يجيزها المشرع الجزائري وجبت علينا التفرقة بين السندات والأسهم.

**التفرقة السند والسهم:**

السندات هي صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضاً طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام، وبعبارة أخرى يعتبر حامل السند دائماً للشركة، أما حامل السهم فيعتبر شريكاً وبنينياً على التفرقة بين السند والسهم ما يأتي:

أ- إن حامل السند ليس له التدخل في إدارة الشركة وسيرها فليس له أن يحضر الجمعيات العامة للشركة أما حامل السهم فله حق الحضور في الجمعيات العامة والتصويت فيها والرقابة على أعمال مجلس الإدارة.

ب- إن لحامل السند الحق في فائدة ثابتة سنوياً سواء حققت الشركة أرباحاً أو لم تحقق أما حامل السهم فيحصل على ربع متغير بحسب حالة

تعتبر السندات من بين أهم القيم المنقولة أو المنتجات المتداولة في البورصة، والتي تصدرها شركة المساهمة والدولة على حد سواء.

وتمثل السندات دين الحامل أو مالك الورقة في مواجهة المصدر، وهي مختلفة ومتنوعة بحسب المعيار المعتمد في التقسيم.

وتأتي هذه المداخلة لتبحث في مفهوم السندات وخصائصها القانونية والأنواع التي يجيز القانون الجزائري إجازتها.

**مفهوم السندات:**

**إن الصكوك التي تصدرها شركات المساهمة: ثلاثة أنواع:**

**1- الأسهم:** وهي تمثل الحصص التي قدمها الشركاء ويتركب من مجموعها رأس مال الشركة.

**2- السندات:** وهي تمثل قروضاً عامة تعقدها الشركة وتضفي على حاملها صفة الدائن لا صفة المساهم.

**3- حصص التأسيس:** وهي صكوك تمنحها الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات نظير خدمات يؤديونها إلى الشركة، وهي تخول صاحبها حق الاشتراك في الأرباح دون أن يكون مساهماً في الشركة ولكنها لا تدخل في تركيب رأس المال.

ويطلق على الصكوك السابقة اسم الأوراق المالية وتدخلنا في هذا المحور يقتصر على السندات وتوضيح مفهومها ومميزاتها والأنواع التي يجيزها المشرع الجزائري.

**مفهوم السندات:** قد تحتاج الشركة إلى أموال إضافية لإشباع حاجاتها ولها في هذا المجال أن تلجأ إلى أحد الطرق التالية:

- إما أن تطالب بالجزء الغير مدفوع من قيمة الأسهم إذا كان المساهمون لم يدفعوها بالكامل.  
- أو تعتمد إلى زيادة رأس مالها بإصدار أسهم جديدة.

- أو تلجأ إلى الاقتراض عن طريق البنوك أو إصدار سندات بقيمة المبلغ الذي تزيد أن تقتضيه وتطرحها للاكتتاب العام خصوصاً إذا كانت تريد قروض طويلة الأمد كما أن السندات تختلف على الأسهم لأنه يمكن أن تصدرها جماعة غير الشركات



القيمة الاسمية المذكورة فيه، والفرق بين القيمتين يسمى بعلاوة الوفاء، ويحصل حامل السند على هذه العلاوة مضافاً إليها فائدة ثانية تحسب على أساس القيمة الاسمية للسند، وتعتبر هذه العلاوة بمثابة نوع من الفائدة وتلجأ الشركة إلى إصدار هذا النوع من السندات لتشجيع أصحاب رؤوس الأموال على الاكتتاب فيها، وكثيراً ما تكون المنفعة التي يحصل عليها صاحب السند وهمية، إذ غالباً ما يكون سعر الفائدة المشروطة لهذا السند أقل من السعر العادي وتستخدم الشركة الفرق في أداء علاوة الوفاء.

#### 4- السندات ذات النصيب:

وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية المبنية فيها وتعطي الحق في فائدة ثابتة سنوياً، ولكن يضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريقة القرعة وغالباً ما يكون سعر الفائدة المقرر لهذا النوع من السندات أقل من السعر العادي ويستخدم المبلغ-المجتمع من الفرق-في منح الجائزة المالية، وتلجأ الشركة إلى إصدار هذا النوع من السندات حثاً للجمهور على الاكتتاب فيها.

#### 5- السندات المضمونة برهن أو كفالة:

وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية وتعطي فائدة ثابتة سنوياً ولكن إصدارها يقتصر بإنشاء ضمان أو تأمين خاص للوفاء بقيمتها تشجيعاً للجمهور على الاكتتاب فيها وهذا الضمان قد يكون شخصياً ككفالة مقدمة من الدولة أو من شركة أخرى أو من أحد البنوك وقد يكون عيناً كرهن رسمي تقرره الشركة على عقاراتها أو موجوداتها، ويجب أن يتم الرهن أو الكفالة لصالح جماعة حملة السندات قبل إصدار السندات وذلك بعد موافقة السلطة المختصة في هذه الجهة وإذا كان الضمان رهناً وجب قيده قبل فتح باب الاكتتاب في السندات كما يجب على الممثل القانوني للشركة خلال الثلاث أشهر التالية لانتهاج المدة المقررة للاكتتاب أن يقر في ورقة موثقة بقيمة القرض الذي تمثله السندات وكافة البيانات المتعلقة به ويتم التأشير بذلك في السجلات التي تم فيها قيد الرهن ووجوب تمام الرهن قبل إصدار السند ليس إلا تطبيقاً صريحاً لمواد القانون المدني التي تجيز إنشاء الرهن ضمناً بدين مستقبل.

#### 6- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

قد تعرض الشركة على أصحاب السندات تحويل سنداتهم إلى أسهم تتخلص من ديونها وينقلب حملة السندات من دائنين للشركة إلى شركاء فيها،

الشركة، وإذا لم تحقق الشركة ربحاً في إحدى السنوات فلا يصيب المساهم شيئاً.

ويغيرها من صفة السند ما تعمد إليه الشركة في بعض الأحيان من تقرير نصيب في الأرباح للسندات إلى جانب الفائدة الثابتة إغراءً لأصحاب رؤوس الأموال على الاكتتاب لأن حامل السند لا يشترك في الخسائر ويظل بمنأى عن إدارة الشركة، كما لا يغير من صفة السهم ما قد تقرره له الشركة من فائدة ثابتة بشروط معينة وفي حالات استثنائية مؤقتة.

ج- إن لحامل السند الحق في استيفاء قيمة سنده في الميعاد المحدد المتفق عليه فقطع صلته بالشركة، أما حامل السهم فلا يسترد قيمته ما دامت الشركة قائمة فيما عدا حالات استهلاك الأسهم فإذا استهلك سهمه فلا تنقطع صلته بالشركة بل يحصل على سهم تمتع يخوله حقوقاً هامة في الشركة.

د- إن لحامل السند ضمناً عاماً على أموال الشركة فلا يسترد أصحاب الأسهم قيمة أسهم عند حل الشركة وتصفياتها إلا بعد الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة.

#### أنواع السندات:

السندات التي تصدرها شركات المساهمة متعددة حسب شكلها تنقسم إلى سندات لحاملها وسندات اسمية وتنقسم من حيث أصحابها إلى سندات عادية وسندات بعلاوة وفاء وسندات ذات أنصبة وسندات ذات ضمان شخصي أو عيني.

أ- **السند لحامله:** هو عبارة عن صك ملك لحامله حيث لا يذكر فيه اسم الدائن ويتمتع حامله بكل الحقوق التي يعطيها السند ويجوز التنازل عنه بالمناولة ويشتمل السند على كل البيانات المتعلقة بحق الدائن وضماناته.

ب- **السند الاسمي:** هو صك يذكر فيه اسم الدائن ويجب أن يقيد بسجل يقيد فيه التنازل في حالة تداوله ولا يعتبر التنازل إليه مالاً للسند إلا بقيد التنازل فيه وسمي السند العادي وهو الذي تتعهد الشركة عند إصداره بأن يدفع قيمته الاسمية في تاريخ محدد ويخول هذا السند فائدة ثابتة غالباً ما تكون فائدة مرتفعة لأنه لا يعطي صاحبه مزايا أخرى.

ج- **السندات ذات علاوة الوفاء:** وهي صكوك تصدر بقيمة أقل من القيمة الاسمية المبينة فيها، ولا يلتزم المكتتب عند الاكتتاب في هذا النوع من السندات إلا بدفع القيمة الأولى، وعند حلول الميعاد المتفق عليه لرد قيمة السند يسترد حامله

الوقت المناسب، ذلك أن خيار المقايضة من عدمه لا يتوقف على إرادة هذا المكتتب، بل على إرادة حملة السندات كما يعيها أيضاً ضعف العمولة التي يحصل عليها المكتتب نظير ما قدمه من خدمة للشركة المصدرة والمتمثلة في تغطية الزيادة في رأس المال والتعهد بتلبية طلبات المقايضة المقدمة إليه.

### ما يجيزه القانون التجاري الجزائري من

#### سندات:

لقد وردت تحت القسم الحادي عشر تحت اسم (القيم المنقولة المصدرة من شركات مساهمة). ونص المشرع الجزائري على عدة أنواع من القيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة وهذا في المواد من 715 مكرر 30 إلى 715 مكرر 39 وكل هذه المواد أدرجت بالمرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المعدل للقانون التجاري وهل معنى هذا أن المشرع الجزائري لم يكن ينص سابقاً على هذه المواد؟ بحيث اعتبرت هذه المواد أن القيم المنقولة هي سندات قابل للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقاً مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها.

ولذا حصرها المشرع الجزائري على الأسهم والسندات فقط.

ونص في المادة 715 مكرر 33 أنه يمكن لشركات المساهمة أن تصدر ما يأتي:

أ- سندات كتمثيل رأسمالها.

ب- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها.

ج- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي جزء آخر.

كما نص على أنها تكتسي أي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات للحامل أو سندات اسمية.

ويمكن أن يفرض الشكل الاسمي للقيم المنقولة عن طريق أحكام قانونية أو أحكام القانون الأساسي.

ونص صراحة على الأنواع التالية: الأسهم في القسم الفرعي الثاني وشهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.

ويقع التحويل في هذه الصورة بزيادة رأس المال والاكتتاب في الأسهم الجديدة التي يتم الوفاء بها عن طريق المقاصة مع قيمة السندات، وهذا ما أقرته التشريعات بهدف إغراء المدخرين على استثمار مدخراتهم في السندات لما يحققه هذا النوع من مزايا لصاحب السند تنبج له أن يتمتع بفائدة ثابتة ويكون له الحق في أن يحول سندات إلى أسهم في الموعد المضروب إذا أصبحت الشركة ناجحة فيحصل على ربح متغير.

ولما كان هذا النوع من السندات في حالة تحويله إلى أسهم بعد بمثابة زيادة لرأس مال الشركة، فيجب أن يصدر به قرار من الجمعية العامة غير العادية للمساهمين مع مراعاة القواعد الأخرى المقررة لزيادة رأس المال ويكون لمساهمي الشركة الحق في أولوية الاكتتاب في هذا النوع من السندات.

وجدير بالذكر أن تحويل هذه السندات إلى أسهم لا يتم إلا بموافقة أصحابها وبعد مضي المدة التي تحددها الشركة في نشرة الاكتتاب، شريطة ألا تتجاوز هذه المدة الأجل المحدد لاستهلاك السندات المشار إليها ويكون للأسهم التي يحصل عليها حملة السندات في حالة إبدائهم للرغبة في التحويل، حقوق في الأرباح المدفوعة عن السنة المالية التي تم فيها التحويل.

### 7- السندات القابلة للمقايضة بالأسهم:

وهناك نوع من السندات يوجد في القانون الفرنسي للشركات الصادر سنة 1966 ويتم بعثه إلى الوجود على النحو التالي:

- تطرح الشركة سندات القرض الجماعي على الاكتتاب العام وتقوم في نفس الوقت بزيادة رأس مالها وتقتصر الاكتتاب في أسهم الزيادة على مكتتب وحيد، دائماً ما يكون مؤسسة مالية وتتعهد هذه الأخيرة بمقتضى اتفاق مبرم بينها وبين الشركة المصدرة بأن تلبى في أي وقت جميع الطلبات التي يتقدم بها حملة السندات لمقايضة سنداتهم بأسهم زيادة رأس المال فضلاً عما تحصل عليه من عمولة نظير هذه الخدمة.

وميزة هذه الطريقة من طرق إصدار السندات أنها تعطي للشركة حرية أكبر ومرونة أكثر في إجراء العمليات التمويلية التي تحتاجها طوال مدة القرض، ولكن يعيها صعوبة إيجاد مكتتب وحيد في أسهم زيادة رأس المال يقبل استثمار أموال طائلة دون الاستيثاق (الثقة) من إمكانية التخلص من الأسهم التي أكتتب فيها في

ضمانات من شركات تستوفي الشروط المنصوص عليها في الفقرة أعلاه.

كما ذكر في الفقرة الثالثة من نفس المادة نوع آخر من سندات الاستحقاق والتي لا تطبق عليها نفس شروط سندات الاستحقاق العادية وهي سندات الاستحقاق المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو على ذمة الأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون العام.

وتكون سندات الاستحقاق حسب كل حالة مقترنة بشروط أو بقيود التسديد أو الاستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب.

وفي الحالات المنصوص عليها صراحة عند الإصدار يمكن أن يكون سند الاستحقاق دخلاً دائماً يسمح بدخل متغير وقابل للتحويل إلى رأسمال بدون تعويض الأصل ولم يجيز للشركة تكوين أي رهن على سندات استحقاقها الذاتية.

حاملو سندات الاستحقاق تكون لهم جماعة بقوة القانون للدفاع عن مصالحهم المشتركة وتمتع بالشخصية المعنوية.

يمثل جماعة أصحاب سندات الاستحقاق وكيل أو عدة وكلاء يعينونه في الجمعية العامة العادية.

ويملك الوكلاء سلطة القيام باسم المجموعة بجميع أعمال التسيير للدفاع عن المصالح المشتركة لأصحاب سندات الاستحقاق، ما عدا القيود التي تقرها الجمعية العامة لأصحاب سندات الاستحقاق.

ولا يجوز لهم التدخل في شؤونهم تسيير الشركة ولا وكلائهم ولكن يجوز لهم حضور الجمعيات العامة للمساهمين بصفة استشارية، ويجوز لهم طلب بصفة فردية أو جماعية إدراج مشاريع لوائح في جدول الأعمال تخضع فوراً لتصويت الجمعية العامة.

ويجوز أن يشاركوا في الجمعية العامة أصحاب سندات الاستحقاق المستهلكة وغير المسددة من جزء تخلف الشركة المدنية أو بسبب خلاف يتعلق بشروط التسديد.

كما يحق لهم الإطلاع على الوثائق التي تقدم إلى الجمعية العامة والإطلاع على المحاضر وأوراق الحضور.

يجب أن يكون حق التصويت المرتبط بسندات الاستحقاق متناسباً مع قيمة مبلغ القرض الذي تمثله.

يمنح كل سند استحقاق الحق في صوت واحد على الأقل.

أما في القسم الفرعي الرابع فنص على سندات المساهمة.

وعرفت المادة 715 مكرر 74 على أنها: تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استناداً إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند وحسب نصوص القانون التجاري فإن هذه السندات تكون قابلة للتداول ولا تكون سندات المساهمة قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن خمس سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.

ونصت المادة 715 مكرر 77 على أن يرخص بإصدار سندات المساهمة وتعويضها حسب الشروط المنصوص عليها في المواد من 715 مكرر 84 إلى 715 مكرر 87 وهي نفس شروط سندات الاستحقاق.

كما يجتمعون في جماعة تتمتع بالشخصية المدنية لتمثيل مصالحهم يجتمعون بقوة القانون مدة مرة في السنة لاستماع إلى تقرير مسيري الشركة عن السنة المالية المنصرمة وتقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية والعناصر التي تستعمل لتحديد أجرة سندات المساهمة.

ويحضروا جمعيات المساهمين ويمكن استشارتهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة أو إقالتهم ويمكنهم التدخل أثناء الجلسة.

ويمكنهم الإطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين.

كما نص في القسم الفرعي الخامس على نوع آخر من السندات وهو سندات الاستحقاق في المواد من 715 مكرر 81 إلى 715 مكرر 109.

وعرف هذه السندات التي سماها سندات استحقاق على أنها سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية.

ولا يسمح بإصدارها إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنيتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة والتي يكون رأسمالها مسدداً بكامله وذكر في الفقرة الثانية من المادة 715 مكرر 81 على أن هذه الشروط لا تطبق على سندات الاستحقاق التي تستفيد من ضمانات من الدولة أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو

لا يمكنهم ممارسة الرقابة على الشركة أو طلب الإطلاع على وثائقها.

المادة 715 مكرر 105 يجب أن يتم تكوين ضمانات خاصة من الشركة المصدرة بواسطة سندات الاستحقاق قبل إصدار هذه السندات.

وجاء في المادة 715 مكرر 110 أنواع أخرى من السندات وهذا في القسم الفرعي السادس تحت عنوان قيم منقولة أخرى.

وجاءت الفقرة الأولى: تحت عنوان سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وجاءت تحتها المواد من 715 مكرر 114 إلى 715 مكرر 125.

وأجاز فيها تحويل السندات المسماة سندات الاستحقاق إلى أسهم في الشركة وطبق عليها أحكام سندات الاستحقاق.

أما الفقرة الثانية فجاء فيها نوع آخر سماه المشرع الجزائري: سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم.

وأجاز للشركة إصدارها وتحديث عنها المواد من 715 مكرر 126 إلى 715 مكرر 132 ويختلف عن السهم أنه تصدره الجمعية العامة العادية للشركة أما السهم فتصدره الجمعية العامة غير العادية للشركة.

ولا يمكن تجاوز مدة ممارسة حق الاكتتاب أجل الاستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر.

ويجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساوياً على الأقل القيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسومات.

كما تخضع سندات الاستحقاق ذات قسيمات للاكتتاب طبقاً لأحكام القسم الفرعي الأول.



algérien et arriver à un stade de développement et peut-être même atteindre la phase d'émergence comparable à celle que connaissent les marchés des pays d'Asie du Sud ou d'Amérique du sud, un travail en profondeur doit être effectué. Ce travail doit permettre de lever l'ensemble des contraintes, qui réduisent sa portée, et donc de l'amener à répondre aux objectifs qui lui sont assignés suivant les étapes de son évolution.

Dans ce sens, la présente communication tente d'apporter très modestement quelques éléments fondamentaux tant au plan macro-économique que micro-économique, certainement pas exhaustifs, pouvant contribuer au développement du marché financier en Algérie.

## **LES CONDITIONS DE DEVELOPPEMENT DU MARCHÉ FINANCIER EN ALGERIE**

Chabha BOUZAR, Benhalima AMMOUR  
Maître de conférences Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, Professeur Faculté des sciences économiques, des sciences de gestion et sciences commerciales Université d'Alger  
e-mail  
chabha\_bouzar @ yahoo.fr

### **RESUME DE LA COMMUNICATION :**

Dans le cadre de la libéralisation et de l'ouverture de l'économie algérienne vers l'extérieur, devant la nécessité accrue en matière d'investissement alors que les capacités d'endettement au niveau interne et au plan externe présentèrent des limites, le marché financier a été créé pour mobiliser l'épargne, qui s'oriente davantage vers les circuits informels, et pour constituer une alternative au financement bancaire des entreprises.

Cependant, bien qu'il ait connu une phase de démarrage généralement jugée satisfaisante, le marché financier se trouve aujourd'hui dans une situation de léthargie presque totale alors que de l'argent cherche à être injecté. Quelques titres ont été émis ces derniers temps par des entreprises publiques nationales mais cela s'est effectué dans un cadre tout à fait restreint.

Aussi, pour dépasser le stade actuel dans lequel stagne le marché financier

algérien de se développer et pourquoi pas d'immerger dans un contexte financier favorable pour lui offrir une existence permanente et un rôle spatial actif.

## INTRODUCTION

Depuis sa création suite au décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, complété par l'ordonnance n° 96-10 du 10/01/96 et la loi n°03-04 du 17/02/2003, le marché financier en Algérie connaît une évolution caractérisée par un certain nombre de facteurs de succès mais aussi de facteurs d'incertitude.

**Son lancement s'est effectué dans des conditions jugées satisfaisantes : l'emprunt obligataire de SONATRACH a connu une réaction positive, puis les entrées d'ERAD Sétif, de Saïdal et de l'EGH El-Aurassi ont constitué des signes de démarrage définitif.**

Depuis cette étape, le marché financier se caractérise par un immobilisme presque permanent même si l'émission de quelques obligations (AIR ALGERIE, SONELGAZ, ENAFOR, SRH, ENTP, ALGERIE TELECOM, et l'entreprise privée CEVITAL) ont permis à partir de 2004 de le relancer mais cela se fait de manière ponctuelle et restreinte.

Aussi, pour dépasser le stade de démarrage et arriver à la phase de développement et peut être même celle d'émergence, une série de contraintes doit être levée et un travail considérable doit être effectué en profondeur de l'économie algérienne. Nous rejoignons à ce propos J. M. Dubois lorsqu'il écrit sur les marchés financiers maghrébins : « Pour dépasser ce stade actuel et arriver à une véritable place émergente, comparable à celles des pays d'Asie du sud ou d'Amérique du sud, une véritable «alchimie économique» reste toutefois indispensable. Certains éléments de cette alchimie sont classiques, d'autres spécifiques aux pays maghrébins»<sup>1</sup>.

Quels sont donc les éléments de cette alchimie qui permettent au marché financier

---

J. M. Dubois : « les bourses du Maghreb : 1 les contraintes de l'émergence », revue Economie Financière, n°29 été 1994, Le monde éditions, P169.

## 1. Les phases d'évolution du marché financier :

Le schéma de fonctionnement du marché financier prévu par les Pouvoirs Publics, est progressif. Il met en œuvre trois phases complémentaires : phase de démarrage, phase de développement et phase d'émergence.

### *Les phases d'évolution du marché financier algérien*

Marché de capitaux		Actions	Projets
(1) phase de démarrage		*Ouverture de la Bourse d'Alger: début de négociation sur titres à la SGBV *Intégrer la Bourse dans le paysage économique et financier Algérien= exercice missions par l'ensemble des intervenants *Valoriser le schéma de fonctionnement	*Lancer la dématérialisation des titres faisabilité et schéma de base de la chambre de compensation et de dépôt *Lancer le projet "automatisation et négociation et compensation" *Encourager les nouveaux acteurs sur le marché:IOB, SICAV, FCP et sociétés
	OBJ	*Maîtriser l'ensemble du dispositif	émétrices
(2) Phase de Développement		*Introduction de l'informatique dans la négociation (trading) et la Compensation *Dématérialisation des titres grâce à la mise en œuvre de la C.C.D (chambre de compensation et de dépôt)	*Elargir activités professionnelles sur marché vers: - l'analyse financière gestion/conseil entreprise *lancement de nouveaux produits financiers *informatisation traitement de l'information par IOB (back, front office)
	OBJ	*Augmentation de la capitalisation *Amélioration du tuna-over	*Création d'une société de rating: indicateur du risque
(3) Phase d'émergence		*Maîtrise de l'infrastructure technique et amélioration des performances *ancrage à l'économie mondiale	*Renforcer le développement et la spécialisation des IOB dans les services d'investissements
	OBJ	*Alignement sur les standards Internationaux *Augmentation de la liquidité et de la sécurité	*Délocalisation de la négociation en Algérie:ordre à distance *Réalisation de liens avec les places financières étrangères

Source : infos- Bourse, marché des capitaux en Algérie, démarrage et développement, SGBV mai/ juin 98, p31.



Les handicaps qui empêchent son activité de se développer peuvent brièvement être regroupés en deux grandes catégories :

- Les obstacles d'ordre généraux ;
- Les difficultés spécifiques au marché.

## 2.1 Les obstacles généraux :

- Le blocage du processus de privatisation ;
- Le risque pays décourage, certes à un degré moindre par rapport aux années antérieures, les investisseurs tant nationaux qu'étrangers à faire transiter des masses d'argent sur un marché financier encore jeune. Celui-ci découle de la situation politique du pays, qui n'est pas encore tout à fait stabilisée, et de la sécurité qui n'est pas suffisamment retrouvée. De ce fait, l'Algérie est classée au niveau B1 avec une note de 37 sur 70 pour le risque pays à court terme selon l'Agence internationale de rating Nord Sud Export. Cette agence soutient que « l'Algérie présente un risque politique modéré, soit 11,6 sur 28 et un risque de marché appréciable soit 17,6 sur 28 »
- L'insuffisance de l'épargne des ménages, qui résulte du pouvoir d'achat faible. Quand elle existe, elle s'oriente

Malgré un certain dynamisme marqué à ses débuts, à l'heure actuelle, le marché financier algérien est peu développé, les titres cotés sont rares. La capitalisation boursière est de l'ordre de 0,25% du PIB. Le montant des obligations émises depuis 2004 est de 130 milliards de dinars. Comparativement au Maroc et à la Tunisie où les marchés financiers contribuent réellement au financement de l'économie, en Algérie, il est à peine à la phase d'amorce et de gestation, il n'est pas à la mesure des objectifs qui lui ont été fixés, l'animation au sein de cette institution reste encore faible.

En Tunisie, la capitalisation boursière, qui est de 9% du PIB, a connu une reprise par rapport à 2005 particulièrement marquée par le regain d'activité du secteur privé. Cette situation est reflétée dans son indice de référence Tunindex, qui a connu une nette amélioration (+ 21,3%).

Au Maroc, la Bourse apparaît par rapport aux autres pays maghrébins, comme la structure la plus aboutie, qui présente des fonds d'investissement, des marchés dérivés en plein développement. Elle montre une capitalisation relativement importante de l'ordre de 50% du PIB.

La question que l'on se pose alors est la suivante : Qu'est-ce qui limite le fonctionnement du marché financier en Algérie ?

## 2. Les limites du fonctionnement normal du marché financier :

Les différents gouvernements<sup>1</sup>, qui passent, dressent des échéances au redéploiement du marché financier mais celles-ci ne sont pas encore réalisées, elles sont régulièrement reportées.

---

Monsieur Le Ministre des Finances 1  
Monsieur A. Benachenou avait espéré que l'année 2004 allait être celle de la Bourse.

- (hors hydrocarbures) à hauteur de 50%, les EURL représentent 31%, le reste 19% est partagé par les autres formes juridiques de sociétés dont la SPA. On relève l'absence dans la législation algérienne (code de commerce, code civil..) du statut de société anonyme qui, pourtant, est considérée de par le monde comme la forme d'organisation et de gestion la plus moderne des sociétés par actions.
- Le manque de performance et le déséquilibre financier chronique que connaissent les entreprises publiques. En l'état, l'acquisition de leurs actions n'intéressent ni les nationaux ni les étrangers.
  - Les difficultés que posent l'évaluation des entreprises à privatiser et donc de leurs titres (actions, obligations).
  - La règle de transparence, exigée par l'activité boursière, ne peut être facilement respectée par les entreprises à privatiser et ce, pour plusieurs raisons :
    - Leurs défaillances d'ordre comptable ;
    - La non maîtrise de leur situation patrimoniale ;
    - Le manque de clarté de leurs états financiers.

### 3. Les conditions nécessaires au développement du marché financier

Le marché financier en Algérie est né dans un contexte socio-économique particulier caractérisé par une crise à plusieurs dimensions : économique, politique, financière, organisationnelle... Il paraît évident que son épanouissement nécessite de meilleures conditions tant au niveau

davantage vers les circuits informels.

- A tous ces aspects négatifs se greffent des attitudes d'ordre culturel des divers agents économiques dont on note :
  - L'absence d'une culture managériale spécifique dans le domaine boursier chez les entreprises. Dans le contexte prévalant actuellement en Algérie, les entreprises tant publiques que privées n'ont pas d'expérience dans le domaine de stratégie financière dans la gestion de leur activité.
  - L'absence de pratiques boursières chez les particuliers quant au choix de leurs placements ;
  - Le manque de culture d'entreprise ;
  - Le manque de culture du risque.

### 2.2 Les difficultés spécifiques au marché financier lui-même :

- Le caractère rigoureux des conditions d'accès au marché financier auxquelles les entreprises, susceptibles d'être cotées, ne répondent pas notamment : le statut de «société par actions» (SPA), 2 années d'existence, le capital social minimum de cent quatre-vingt (180) millions de dinars intégralement libéré, justifier de trois (03) derniers exercices bénéficiaires, alors que :

- Les entreprises privées sont généralement à caractère familial et constituées sous forme de SARL et EURL, elles sont rarement SPA. Selon les statistiques du CNRC dans son rapport de 2005, les SARL dominant le paysage des entreprises

le premier semestre 2006, la Banque d'Algérie qualifie même de « remarquable » le taux de croissance du PIB hors hydrocarbure durant le premier semestre 2006 du au secteur des BTP et des programmes d'investissements publics engagés.

- Les réserves de change, suite à la conjoncture pétrolière favorable, ont atteint 68,4 milliards de dollar à fin juin 2006, ce qui renforce davantage la stabilité du taux de change effectif du dinar à son niveau d'équilibre.
- Une forte baisse de la dette extérieure, grâce aux remboursements anticipés opérés en 2006.
- *Une amélioration continue des finances publiques.*
- Une consolidation de la balance des paiements : en plus des hydrocarbures, les exportations des autres marchandises ont également enregistré une hausse qui se situe à 430 millions de DA pour le premier semestre 2006 contre 350 millions pour la même période en 2005. En revanche, les importations des biens ont connu une baisse de 5% liée au recul des importations

macro-économique qu'au niveau micro-économique.

### 3.1 Au niveau macro-économique :

A ce niveau, au moins quatre éléments fondamentaux nécessitent leur maîtrise pour le développement et l'émergence du marché financier.

- La stabilité macro-économique ;
- La disponibilité de l'épargne ;
- L'accélération du processus de privatisation ;
- L'instauration de la culture financière.

#### 3.1.1 La stabilité macro-économique:

La grandeur du marché financier et la diversification de ses produits, sont fonction de la taille, du degré de développement, et de la stabilité économique du pays donné. Cela passe nécessairement par l'évolution adéquate des grands agrégats macro-économiques.

L'Algérie est passée par une période d'ajustement structurel particulièrement difficile, mais aujourd'hui, les conditions macro-économiques<sup>1</sup> paraissent plus favorables :

- La croissance économique, qui constitue l'objectif cardinal de toute économie a vu son niveau s'améliorer et croître ces dernières années, alors qu'il a connu une baisse puis une stagnation dans les années 90.

Le taux de croissance est de 5,2% en 2004 et de 5% en 2005.

Dans son rapport sur la situation monétaire et financière de l'Algérie pour

sous-capitalisation des entreprises algériennes.

Par ailleurs, comme l'épargne est fonction croissante des revenus, leur augmentation s'avère impérative, notamment les revenus fixes, c'est-à-dire, les revenus moyens et faibles, car comme l'écrit M. Sari : « les effets patrimoniaux sont beaucoup plus prononcés lorsqu'il s'agit de revenus moyens. Dans ce cas, on a souligné qu'une politique de redistribution, au détriment de cette catégorie de revenus, risque d'atteindre la propension à épargner, en amputant la part que les titulaires des revenus moyens auraient pu affecter à l'épargne »<sup>1</sup>.

En bref, nous dirons que les couches moyennes, en disposant de revenus conséquents, peuvent injecter une partie au sein du marché financier.

### 3.1.2.2 Rentabiliser les fonds drainés par les banques

Depuis 2001, la disponibilité de ressources auprès des banques s'est largement améliorée puisque celles-ci sont en situation de surliquidité<sup>2</sup>, phénomène qui perdure alors qu'elles étaient en déficit ; situation héritée de l'économie administrée. Cet état des banques publiques est du à l'assainissement financier de leur portefeuille et à leur recapitalisation<sup>3</sup> ( les banques privées sont également concernées par la recapitalisation).

M. Sari : Revue perspective, n°4, décembre 1998, Université de Annaba.

La liquidité peut être définie comme 2 l'aptitude d'une banque à faire face à ses engagements à court terme, c'est-à-dire, répondre à une demande de retrait d'une partie des fonds déposés.

La recapitalisation consiste dans 3 l'augmentation du capital d'une banque (fonds propres) pour la rendre en respect avec le ratio de solvabilité (RS) inspiré du ratio de solvabilité international du comité de Bâle (ratio cooke)  $RS = \frac{\text{fonds propres}}{\text{engagements}} > 8\%$ .

des équipements industriels et agricoles.

- Le taux d'inflation a été maîtrisé depuis les années 2000 puisqu'il est ramené à moins de 5%, et connaît des baisses consécutives depuis lors pour se situer à 3,6 en 2004 puis à 1,5% en 2005 . Le taux affiche une légère remontée en 2006 à cause des prix des produits agricoles, il est à 2,6%.

Ces indicateurs macro-économiques, financiers et monétaires consacrent un renforcement significatif de la sécurité financière du pays, qui se conjugue avec un contexte d'ouverture de l'économie nationale, qui devient structurel avec l'entrée en vigueur de l'accord d'association avec l'Union européenne. Ils semblent aujourd'hui en faveur de la relance du marché financier d'autant plus que le dispositif d'investissement mis en œuvre présente des aspects attractifs.

#### 3.1.2 La disponibilité de l'épargne:

Un des objectifs du marché financier est de drainer l'épargne. Mais pour être drainée, l'épargne doit exister et être importante.

##### 3.1.2.1. Canaliser l'épargne des ménages

En Algérie, bien qu'elle fut érodée par l'inflation, l'épargne existe. Cependant, il n'y a pas de politique bien définie pour la canaliser vers les circuits officiels. L'épargne disponible s'oriente davantage vers les circuits informels, c'est-à-dire, les marchés noirs et spéculatifs, qui offrent des placements considérés comme sûrs et avantageux (rentables car moins taxés pour les ménages) tels que les achats de biens immobiliers, de terrains, de métaux précieux.... Cette habitude contribue malheureusement à la

Il est indiqué dans les rapports de la Banque d'Algérie que les ressources des banques proviennent aussi, ces dernières années, de l'effort de collecte de dépôts auprès des entreprises privées et des ménages, qui a connu un développement appréciable à en juger par les données ci-après :

Collecte des ressources des banques (en milliards de dinars ; fin de période)

	2000	2001	2002	2003	2004
Dépôts à vue	467,502	554,927	642,168	718,905	1127,916
Dépôts à terme	974,350	1235,006	1485,191	1724,043	1577,456
Total ressources Collectées	1441,852	2127,359	2442,948	2705,948	2705,372

Source : rapports 2003 et 2004, évolution économique et monétaire, Banque d'Algérie

Selon le rapport 2004 de la Banque d'Algérie, l'activité de croissance des ressources est caractérisée par l'importance des dépôts collectés auprès des entreprises privées et ménages, soit 60,6% à la fin 2004 contre 59,7% en 2003 et cela, malgré la poursuite de l'accroissement des dépôts des entreprises d'hydrocarbures en 2004.

### 3.1.2.3 Rentabiliser les fonds drainés par les assurances :

Les sociétés d'assurances peuvent être considérées comme les seuls investisseurs institutionnels actuels en Algérie. Elles ont un rôle important à assumer, non par le fait de leur valeur ajoutée, qui ne représente pas grande chose par rapport au PIB marchand, mais par les masses financières qu'elles mettent en jeu que ce soit en terme de flux ou de stock.

- En ce qui concerne les flux, elles collectent un encours global de primes annuelles important, elles versent aussi des indemnités qui peuvent

### 3.1.3 L'accélération du processus de privatisation :

Il est clair que le programme de privatisation et sa mise en application constitue un élément fondamental du développement et de l'émergence du marché financier, puisque le transfert des entreprises du secteur public au secteur privé peut se réaliser à son niveau. Or, la vague de privatisation s'effectue jusqu'à présent davantage par appel d'offres ou de gré à gré. Pourtant, dans nombre de pays en transition vers l'économie de marché, le marché financier constitue un des leviers du processus de privatisation (voir la Russie, l'Égypte...).

La procédure de transfert nécessite et oblige la publication d'informations sur les entreprises privatisables, qui doivent être préalablement auditées par des cabinets reconnus et évaluées de manière adéquate, pour que les investisseurs locaux et étrangers puissent appréhender le marché financier avec la confiance nécessaire.

Le marché financier doit constituer le cadre approprié pour réaliser les mutations du secteur industriel particulièrement celui des hors hydrocarbures. En fait, il devra servir tous les secteurs d'activité économique sans omettre le secteur agricole, qui manque de véritable politique de développement.

Pour donner plus de dynamisme à celui-ci, il serait important que non seulement le rythme du processus de privatisation s'accélère, mais que les sociétés privatisées procèdent également à des augmentations de capital par émission de nouveaux titres.

En ce qui concerne les entreprises privées, qui sont principalement à caractère familial et généralement réticentes à l'ouverture de leur capital et à l'émission de titres, il faut songer à des incitations fiscales

parfois dépasser celui des primes reçues car les compagnies peuvent disposer d'autres sources de revenus comme les provisions constituées.

- De plus, elles peuvent jouer un rôle majeur sur les marchés des capitaux grâce aux réserves techniques qu'elles sont dans l'obligation de se constituer.

Au 30 septembre 2006, le chiffre d'affaires<sup>1</sup> du secteur des assurances selon l'UAR a atteint la somme de 34,6 milliards de dinars (hors acceptation internationale de la CCR) contre 30,8 milliards de dinars en 2005 à la même période, soit un taux d'accroissement de 12,3. Néanmoins, le taux de pénétration des assurances en Algérie n'est que 0,56% alors qu'il est de 2,86% au Maroc et de 2,10% en Tunisie.

Il ressort que les fonds des compagnies d'assurance peuvent être rentabilisés :

- Par leur intervention sur le marché des valeurs du Trésor.
- Par une participation plus active dans les prises de participation au capital des entreprises ou d'achats de titres en Bourse.
- Elles peuvent effectuer des placements sur les marchés financiers internationaux et contribuer ainsi à l'équilibre de la balance des paiements par le biais de l'amélioration du commerce des «invisibles».

Ce sont les branches automobiles, l'IARD, les assurances de personnes et de crédit qui réalisent les meilleures performances avec des taux de croissance respectifs de 10,50%, 16,1%, 22%, et 135,8% en 2006. La branche transport arrive avec en dernière position avec 4,4% alors que la branche agricole a connu une forte chute durant le troisième trimestre 2006. La difficulté de collationner les données ne permet pas de chiffrer l'assurance obligatoire catastrophes naturelles CAT-NAT pour cette période.

ces interventions se sont élargies aux autres classes (moyennes et petits porteurs) en quête d'opportunités financières

Il s'agit en Algérie, d'étendre une culture financière active de sorte à permettre aux « petits porteurs » de pénétrer le marché financier.

- La disposition, la transparence de l'information :

L'information a une grande importance pour le bon fonctionnement du marché financier, elle conditionne son aptitude à répondre aux besoins des émetteurs et des souscripteurs. Il faut donc renforcer le système d'information pour éviter d'avoir un marché financier « artificiel ».

## 3.2 Les mesures micro-économiques :

Le marché financier ne doit pas rester hypertrophié et se limiter à quelques transactions ponctuelles. L'optimisation de son efficacité exige des conditions d'ordre micro-économique. Celles-ci concernent le marché lui-même et les entreprises.

### 3.2.1 Les mesures concernant le marché:

- Le marché financier algérien doit garantir à tous les opérateurs nationaux et étrangers des conditions d'intervention égales. En effet, s'ouvrir aux investisseurs étrangers avec la liberté d'investir et de répartir les dividendes est une condition inéluctable, d'autant plus que l'Algérie se trouve au cœur d'une zone qui commence à séduire les opérateurs étrangers : la Méditerranée, qui est à proximité de l'Europe. En effet, après être victime de l'effet d'éviction significatif au lendemain de la chute du mur de Berlin et l'entrée en scène financière des pays de l'Europe de l'Est, les pays du Maghreb ont aujourd'hui une nouvelle chance dans le cadre de l'accord d'association avec l'Europe.

par un système adapté aux mécanismes du marché.

### 3.1.4 L'instauration de la culture financière :

Tous les efforts déployés par les autorités financières en vue du bon fonctionnement du marché financier seraient vains, si un travail ne serait pas mené en direction de la société en vue de vulgariser la Bourse et ses produits.

A la mentalité fondée, sur « le culte de la thésaurisation » doit se substituer celle de « l'épargne active ». Il faut donc instaurer, enraciner et faire épanouir la culture financière pour faire en sorte que les agents économiques s'éloignent des placements improductifs pour se rapprocher, au contraire, de ceux qui offrent un revenu fixe ou variable en monnaie légale.

Grâce à des moyens différenciés : la publicité, les médias et les écoles, les Algériens doivent connaître le bien fondé du marché financier où chacun est susceptible d'être client. Ils doivent aussi savoir que les dinars hors circuit économique constituent une richesse de moins pour l'économie nationale,

Il faut cependant noter, que la connaissance du marché financier est liée à trois éléments :

- Le calcul économique :

La pratique du calcul économique permet aux agents d'opter pour telle ou telle catégorie d'investissement, et de choisir la source de financement (autofinancement, intermédiaires financiers ou marché financier) compte tenu de la faisabilité financière du projet et de sa rentabilité. Les épargnants, quant à eux, doivent effectuer des placements de la meilleure façon possible.

- L'aspect socio-financier :

Dans d'autres pays, il est historiquement admis, que les classes privilégiées ont été les premières à jouer alternativement les rôles de souscripteur et d'émetteur sur le marché financier. Ensuite,

### 3.2.2 L'adaptation des entreprises aux nouvelles techniques financières :

Les entreprises algériennes ont pris l'habitude de s'endetter presque systématiquement auprès des banques pour satisfaire leurs besoins de financement toutes catégories confondues (d'exploitation et d'investissement). Or, leurs managers doivent prendre en compte les privilèges que présente le recours à la finance directe et par conséquent ils doivent s'adapter aux mécanismes de financement du marché financier. Néanmoins, cela ne peut se faire, sans qu'ils aient confiance en la Bourse et en ses produits, qui doivent être diversifiés et permettre des gains.

Dans sa stratégie financière, l'entreprise prendra en considération les opérations d'émission de titres (actions, obligations ou autres) mais également les possibilités transactionnelles de ces actifs financiers dans un but spéculatif. M. Sari écrit : « à une opération financière, à finalité strictement économique : l'investissement, succède la spéculation, opération financière, à finalité strictement financière »<sup>2</sup>.

Pour l'heure, seules quelques entreprises connaissent le marché financier et ses techniques. Même les banques et les sociétés d'assurance sont à peine initiées aux techniques boursières.

Toute cette absence de connaissance en matière de stratégie financière, incite le lancement d'un programme de formation des cadres en matière de techniques boursières.

### 3.3 Peut-on mettre en place de nouveaux mécanismes ?

Dans d'autres pays de nombreux mécanismes entrent en jeu pour le développement du marché financier. Pour bénéficier de leurs bons effets, l'Algérie peut-elle les introduire ?

Dés lors que les capitaux étrangers viennent s'implanter, il faudra veiller à ce qu'ils n'arrivent pas de manière massive car ils risquent de former une bulle financière et le marché pourrait s'effondrer.

- Les contraintes imposées aux entreprises cotées devraient être progressives. Pour permettre une diffusion plus large de l'actionnariat, il faudra envisager la création d'un second marché dont les conditions allégées permettront l'entrée des P.M.E. et P.M.I., qui commencent à constituer un secteur stratégique. En effet, le nombre de P.M.E. et P.M.I. privées et publiques et entreprises artisanales et 362 112 dont 259 382 P.M.E. privées en 2006. Elles emploient 665 464 salariés, soit près d'un employeur pour 3 salariés. Notons que le secteur privé contribue peu à la fiscalité soit à peine 0,6% en 2005.
- Enfin, la réglementation ne doit pas être trop rigoureuse, autrement, les investisseurs continueront de négocier hors marché, c'est-à-dire, sur le marché informel.
- La commission de contrôle du marché devra être impérativement de nature indépendante pour assurer la réglementation. Elle doit apporter la confiance dans les procédures de négociation, de cotation des titres. Elle doit également traiter les délais d'initiés de fraude de négociations, d'informations erronées communiquées par les intervenants. Car, les expériences ont montré que non «seulement marché et réglementation ne s'opposent pas, mais qu'un marché est plus fort quand il est accompagné d'un organisme chargé de faire respecter ses règles de fonctionnement »<sup>1</sup>.

M. Sari : op. Citée, P31.2

P.F. Dubroeuq : Les marchés émergents 1 d'Europe Centrale, revue d'économie financière, n°29, été 94, P163.



En Algérie, la Caisse Nationale de chômage (CNAC) assume cette fonction. Néanmoins, compte tenu de sa création relativement récente et du chômage qui sévit en Algérie, il paraît difficile pour cette caisse de jouer un rôle quelconque sur le marché financier.

#### 3.3.4 Les caisses de garantie :

Les caisses de garantie ont pour mission de collecter des dépôts auprès des agents économiques qui désirent des garanties particulières nécessaires à la couverture des imprévus.

Il faut rappeler qu'un certain nombre de caisses de garantie a été mis en place en Algérie. Il s'agit de la caisse de garantie des crédits à l'investissement (CGCI), le fonds de garantie aux PME/ PMI (FGAR), le fonds de caution mutuelle de garanties de risques d'investissement, le fonds de garantie des crédits de micro entreprises, toutefois, leur naissance datant de ces dernières années ne leur permet pas, non plus, d'activer sur le marché financier.

#### 3.3.5 Les fondations :

Il est reconnu à travers le monde que les fondations sont des institutions à but non lucratif mais qui peuvent, en revanche, disposer de masses d'argent considérables. De ce fait, et dans beaucoup de pays, les fondations placent une partie de leurs fonds au niveau du marché financier pour financer des activités déterminées.

En réalité, malgré tous les efforts fournis dans le sens de la libéralisation financière, ces « investisseurs institutionnels » reste encore sous l'omniprésence de l'Etat et dans une situation de besoin de ressources financières et non le contraire.

Compte tenu des effets néfastes du programme d'ajustement structurel sur le plan social, il demeure difficile de les privatiser et, de leur demander de jouer le rôle d'investisseur sur le marché financier, du

#### 3.3.1 Les fonds de sécurité sociale :

De façon générale, les fonds de sécurité sociale sont destinés à offrir des services pour leurs adhérents afin de s'assurer une couverture des dépenses médicales. En plus de ce rôle, les fonds de sécurité sociale peuvent intervenir sur le marché financier en tant qu'investisseurs.

Dans la réalité algérienne, les organismes de sécurité sociale comme la CNAS, compte tenu de leurs difficultés financières, sont loin de pouvoir assurer cette fonction.

De toute façon, le secteur des assurances sociales, à l'opposé des autres secteurs, n'est pas libéralisé, il est considéré par les Pouvoirs Publics algériens comme moyen de lutte contre la pauvreté et comme base de solidarité nationale en dépit de son aspect plutôt coûteux.

#### 3.3.2 Les fonds de pension appelés fonds de retraite :

Les fonds de pension dits également fonds de retraite ont une fonction très importante dans les autres places boursières. Ce sont des organismes qui collectent l'épargne de leurs adhérents pour la leur reverser à l'âge de la retraite selon les termes convenus. Entre temps, les liquidités en surplus permettent d'effectuer des placements auprès du marché financier moyennant des gains considérables.

En Algérie, le système de retraite relève de la Caisse Nationale de Retraite (CNR). Or, cette caisse est totalement déficitaire dans la mesure où le ratio de cotisation peut aller au-delà de 1/8. Ce qui signifie qu'il y a un cotisant pour 8 bénéficiaires, chiffre largement en deçà des normes requises.

#### 3.3.3 Les fonds de chômage :

On peut également parler des fonds de chômage, qui constituent des fonds contre la perte éventuelle de l'emploi. Tout adhérent qui y injecte des liquidités, se voit reverser ses fonds en période de cessation d'emploi.

Pour cela, elle ne doit plus souffrir de lourdeurs dues au manque de culture financière du public, de l'état des entreprises appelées à être cotées, de l'absence de professionnalisme des divers intervenants et surtout du blocage du processus de privatisation.

Au total «si ces conditions ne sont pas plus ou moins bien remplies, les investisseurs étrangers mais surtout les acteurs locaux se désintéresseront du marché financier et ce dernier deviendra un pur marché d'allocation d'actifs et non un lieu de financement et d'épargne»<sup>2</sup>.

Nous dirons enfin, qu'il faut une politique volontariste de la part des autorités en matière d'introductions, d'augmentations de capital et de participations étrangères pour faire du marché financier un complément au financement du secteur bancaire, dont la réforme en cours pourrait sans doute constituer un préalable à la redynamisation de ce marché.

## BIBLIOGRAPHIE

- A. Aglietta : « Macro-économie financière » tome 1 et 2, la découverte collection Repères, N° 307 et 308, 2001;
- M. Belaïboud : « De la survie à la croissance de l'entreprise », OPU, 1995 ;
- C. de Boissieu : « Les Systèmes Financiers, Mutations, crises et régulation », éd. Economica 2004 ;
- M. Dif : « Mécanisme de mise en place d'un marché financier en Algérie », Revue Médiabank n° 12 juin/juillet 1994 ;
- P. F. Dubroeuq : « Les marchés émergents d'Europe Centrale », revue d'économie financière, n°29, été 94 ;

J.M. Dubois : op. citée, P 196.2

moins dans la phase actuelle, ce qui n'exclut pas des perspectives dans le futur.

### 3.3.6 Quelques formules envisageables

Par contre, il serait envisageable d'appeler les privés à constituer des « coopératives d'investissement »<sup>1</sup>, comme les « clubs d'investissement » qui se sont formés aux USA, après la seconde guerre mondiale, dans le cadre du plan Marshall. Ces organismes géraient de façon collective les fonds drainés et les dirigeraient vers le marché financier.

Par ailleurs, les Pouvoirs Publics pourrait réfléchir à l'implantation d'un mini-réseau de maisons de titres au niveau des grandes villes du pays. Ceci aboutirait à la formation d'un tissu d'agences en partenariat ayant les compétences techniques et humaines en matière financière.

Enfin, la société Algérie Clearing, dépositaire central des titres, mise en place pour un coût global de quelques 2 millions d'euros dont une partie provient de bailleurs de fonds européens, devrait permettre de juguler les difficultés, qui continuent d'entraver les opérations boursières et qui démotivent aussi bien les épargnants et les entreprises que les IOB.

## CONCLUSION

Maintenant que le cadre juridique et normatif s'est établi en conformité avec les standards internationaux, que les organes existent, que des milliards aient été dépensés à sa création, la Bourse d'Alger ne doit plus rester marginale quantitativement alors que des masses de liquidités existent au niveau des banques et des sociétés d'assurance

Mr H. Temmar Ministre de la Participation 1 et de la Coordination des Réformes

J. M. Dubois : « Les bourses du Maghreb : les contraintes de l'émergence », revue Economie Financière, n°29 été 1994, Le monde éditions ;

J. Peyard : « La Bourse » 3<sup>ème</sup> éd. Vuibert 1995 ;

M. Sari : « Le marché financier est-il viable en Algérie » Revue perspective, n°4, décembre 1998, Université de Annaba.

Bulletins officiels de la cote édités par la SGBV ;

Document interne de la COSOB, novembre 1997 ;

Infos-Bourse « Bourse, marchés des capitaux en Algérie, démarrage et développement » juin 1998 ;

Les guides de la COSOB, novembre 1997 ;

Rapport de la COSOB 2004 ;

Recueil des règlements et institutions, novembre 1997 ;

Revue Sonatrach n°8, octobre 1997 ;

Rapports de la Banque d'Algérie 2004, 2005, 2006.



## دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية

أ: شوقي بورقبة، أ: سليمة حشايشي

أستاذ مساعد كلية علوم التسيير جامعة جيجل، أستاذة مساعدة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سطيف.

Email :chawki62000@yahoo.fr

### ملخص

تتناول هذه الورقة موضوعا على درجة كبيرة من الأهمية وهو الدور التي تلعبه نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث نالت مشكلة كفاءة الأسواق المالية إهتماما واضحا من قبل الاتجاهات الفكرية المالية وذلك للوصول للحلول الممكنة والمثلى لتطوير الأسواق المالية وبالتالي تطوير دورها في تمويل الاقتصاد الوطني بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام، ولعل أهم الآليات الحديثة التي توصل إليها الفكر المالي هي نظرية الإشارة التي جاءت أساسا للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومة.

ومن خلال هذا البحث وجدنا أن الإشارات المالية تلعب دورا كبيرا في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات

من خلال توفير المعلومات من جهة ومحاولة تصحيح المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين في السوق المالي

وبالتالي تساهم بشكل مباشر في الرفع من كفاءة الأسواق المالية.

ولعل أهم المشاكل التي تواجهها المؤسسات على مستوى الأسواق المالية هو مشكل عدم تماثل المعلومة لدى كل المتعاملين في السوق المالية (Asymétrie d'information)

حيث أن المعلومات التي لدى المسيرين لا يمتلكها المساهمين والمستثمرين التي يمكن أن تؤدي إلى تقييم السهم بأقل من قيمته ، فعملت الهندسة المالية على التخفيف من هذه المشاكل بإنشاء نظرية جديدة تسمى نظرية الإشارة.

من خلال هذا الطرح تتضح إشكالية هذا البحث والتمثلة في:

كيف تساهم نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية؟

ولإجابة على هذا السؤال سنتطرق إلى النقاط التالية:

- ماهية كفاءة الأسواق المالية

- ماهية نظرية الإشارة

### I- ماهية كفاءة السوق المالي

تعتبر المعلومة بمثابة المادة الأولية في الأسواق المالية، كما أنها تمثل الأساس الذي تركز عليه نظرية كفاءة الأسواق المالية، التي ستكون محور اهتمامنا في هذا العنصر.

### I-1 مفهوم كفاءة السوق المالي

إنه ومن أجل الوصول إلى المفهوم الدقيق لكفاءة السوق المالي يجب أن نتعرض أولا إلى مفهوم الأسواق المالية الكاملة، باعتبارها التنظير الأول للأسواق المالية الكفاءة.

### I-1-1- الأسواق المالية الكاملة ( A perfect capital Market)

يعتبر مفهوم السوق المالي الكامل أحد أهم مقومات النظرية المالية، و تتحقق له هذه الصفة (الكمال) إذ توافرت فيه الشروط التالية!:

- لا توجد أي حواجز على دخول و خروج

المتعاملين ورؤوس الأموال في السوق المالي؛

- لا توجد تكاليف للمعاملات مرتبطة بالإقراض

و الإقتراض و لا قيود على البيع على المكشوف\*،

### تمهيد:

عرفت العديد من البورصات انهيارات كبيرة بسبب وجود العديد من المخاطر المرتبطة بالظروف الصناعية من المستوى التكنولوجي والابتكارات والمنافسة، لذلك جاءت الهندسة المالية للحد من هذه المشكلات والتمثلة أساسا في عدم كمال السوق وأيضا استجابة لقيود معينة سواء كانت اجتماعية أو قانونية أو تشريعية تعوق عن تحقيق الأهداف الاقتصادية كالربح والسيولة وتقليل المخاطر، لذلك تعتبر الهندسة المالية ذلك والتصميم والتنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة الحلول الإبداعية للمشاكل المالية.

1 - Douglas. R. Emery, John Finerty, Principles of finance with corporat Applications , West publishing company, USA, 1991, pp. 77-78.

\*- البيع على المكشوف هو عملية بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد وقت إبرام الصفقة على أن تسلم هذه

انطلاقاً من هذه المناقشة المختصرة والتي يتضح من خلالها عدم كمال الأسواق المالية، انتقل المفكرون إلى مفهوم آخر يمكن تحقيقه نسبياً على أرض الواقع، وهو كفاءة الأسواق المالية.

### I-1-2 - السوق المالي الكفاء (Efficient Capital Market)

بالمعنى العام نقول عن السوق المالي أنه كفاء إذا حقق الأهداف الآتية بصفة مرضية وهي<sup>2</sup>:

- توزيع أمثل للموارد؛
- تقييم عادل للمعاملات؛
- الخدمات مقدمة بأقل تكلفة ممكنة.

هذا التشخيص الأولي للأسواق المالية الكفئة يستبعد بعض الشروط التي تخص الأسواق المالية الكاملة، حيث يتبين أن هناك قيود على المعاملات (عمولات سمسرة، ضرائب على المعاملات، بعض القيود التشريعية...)، يتبين كذلك أن الحصول على المعلومات ليس مجانياً، لكن بشرط أن تكون عند حدها الأدنى<sup>3</sup>، إلا أن هذه القيود يجب أن لا تحد من التعامل على الأوراق المالية. وهذا ما جعل مفهوم الكفاءة محاطاً بمطلبين أساسيين هما: الكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية<sup>4</sup>، ويعتبر شرح هذين المطلبين ضروري من أجل الوصول إلى التعريف الدقيق لمفهوم الكفاءة.

أ- الكفاءة التشغيلية: وتعرف أيضاً بالكفاءة الداخلية. بما أن الأسواق المالية تأخذ مكانة جدهامة في إقتصاد كل دولة، وهذا من خلال دورها الأساسي المتمثل في توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية وتوفير السيولة، إلا أن هذا الدور لا يتحقق بفعالية إلا إذا توفر على كفاءة تشغيلية عالية<sup>5</sup>.

وتعرف الكفاءة التشغيلية على أنها " قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمختصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه"<sup>6</sup>.

Jaque Teulie, Patrik Topsacalion, Finance, -2  
2e édition, Vuibert, France, 1997, p. 78.

idem.-3

B. Jaquillat, B. Solnik, les Marchés - 4  
Financier et la gestion de porte feuille est des  
risques, op. cit, p. 78.

- Ibid, p. 50.5

6- عيد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، الدار  
الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 191.

كما لا توجد ضرائب على الأرباح و لا تكاليف للإفلاس؛

- المنافسة في السوق المالي تكون كاملة، حيث لا يستطيع المتعاملون فيه ومهما كان حجم الأموال المتعامل بها التأثير على الأسعار ومعدلات الفائدة؛

- وجود عدد غير محدود من الأصول المالية، و يمكن شراء أو بيع أي كمية منها مهما صغر حجمها؛

- كل المعلومات متوفرة و لجميع المتعاملين و بدون تكلفة؛

- جميع المستثمرين يتميزون بالرشد ويسعون إلى تعظيم منفعتهم.

من الملاحظ أن الأسواق المالية في الواقع العملي غير كاملة، فلو تمعنا شروط السابقة الذكر لوجدنا أنه من غير الممكن تطبيقها على أرض الواقع، حيث تشير الممارسات العملية إلى ما يلي<sup>1</sup>:

- من غير الممكن أن لا تكون هناك ضرائب أو تكاليف أو حواجز بجميع أشكالها على المعاملات، مما يعني أن بعض الصفقات لا تبرم بسبب هذه الحواجز؛

- يوجد حد أدنى من الأسهم التي يمكن تداولها (العدد غير الكسري)، و هذا العدد يقابل 100 سهم في السوق المالي الأمريكي و 25 سهم في السوق المالي المصري، وكل ما قلّ عن هذا العدد يعتبر عدد كسري و لا يمكن التعامل به إلا من طرف تجار الطلبات الصغيرة؛

- تقوم المؤسسات المالية المختصة بإبرام النسبة الأكبر من الصفقات، حيث تشير الإحصائيات إلى أنه من 70% إلى 75% من الصفقات المبرمة في السوق المالي الأمريكي في العشر السنوات الأخيرة كانت لأصالح مؤسسات مالية مختصة، مما يترك أثراً واضحاً على الأسعار؛

- في حال ما إذا توفرت للمستثمر المعلومات، فإنها عادة تفوق قدرته على التحليل مما يدفعه إلى اللجوء إلى محلل مالي من أجل تحليلها و هذا مقابل عمولة. وبالتالي يبقى الشرط الوحيد و المقبول عملياً هو رشد المستثمرين نحو تحقيق أكبر منفعة ممكنة.

الأوراق في فترة قادمة، بمعنى بيع أوراق مالية لا يمتلكها البائع وقت إبرام الصفقة، و هذا على أمل شراء هذه الأوراق بأقل من سعرها المحدد قبل تسليمها.

1 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 495 - 497، بتصرف.

الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية (l'efficience allocationnelle) لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة، لأنه انطلاقاً من القيمة الحقيقية يتمكن السوق المالي من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية<sup>4</sup>. باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها. وفي هذا الصدد يلعب السوق المالي دورين أساسيين هما<sup>5</sup>:

- **الدور المباشر:** فإذا أخذنا مؤسسات لها فرص استثمار واعدة، فإن أخبارها تصل إلي المتعاملين، وبالتالي يمكن لها أن تبيع أسهمها بسعر ملائم يؤدي إلى زيادة حصيلة الإصدار، ومنه انخفاض متوسط تكلفة الأموال و يحدث العكس إذا لم يكن للمؤسسة فرص استثمارية واعدة، حيث تنخفض حصيلة الإصدار لديها، عند تصريف أسهمها، ومنه ارتفاع متوسط تكلفة الأموال.

- **الدور غير المباشر:** إن إقبال المستثمرين علي شراء أسهم المنشآت الجيدة (الواعدة)، يعطي ضمان أكبر للمقرضين، ومنه تستطيع هذه المؤسسات الحصول على قروض، أو إصدار سندات، وأيضا بتكلفة منخفضة نسبياً، عكس المؤسسات التي لا تتوفر على فرص استثمار واعدة حيث أن تكلفة الإقراض أو إصدار سندات تكون مرتفعة، بسبب انخفاض الضمانات المقدمة للمقرضين.

تجدر الإشارة إلى أن هذين المطلبين لمفهوم كفاءة السوق المالي غير مستقلين عن بعضهما، فلكي يحقق السوق المالي كفاءة التسعير يجب أن تتحقق له كفاءة التشغيل، بمعنى أنه لكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المتعاملون للحصول على هذه المعلومات و إبرام الصفقات عند حدها الأدنى، كذلك فإن السوق المالي لا يمكنه تحقيق توزيع أمثل للموارد المالية المتاحة، إلا إذا كانت الأصول المالية المتداولة فيه مقيمة تقييماً عادلاً (بمعنى يعكس سعر الأصل المالي قيمته الحقيقية)، وهذا لن يتأتى إلا إذا كانت المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين بصورة عادلة و بأقل تكلفة ممكنة، وكذلك تكلفة إبرام الصفقات تكون عند حدها الأدنى<sup>6</sup>.

انطلاقاً من هذا التعريف يتبين أن كفاءة التشغيل هي جميع العوامل التي تنشأ وتحسن التعامل على الأوراق المالية في السوق المالي، وأهم هذه العوامل ما يلي:

- انخفاض القيود على المعاملات، وكذا تكاليف الحصول على المعلومات، مما يجعل أغلب المتعاملين يحصلون على المعلومات ويعقدون الصفقات؛

- وجود أسواق موازية للسوق الرسمية، كالسوق الثالث والرابع في الولايات المتحدة الأمريكية، و السوق غير الرسمية في فرنسا، حيث تساهم في رفع كفاءة التشغيل، لأنها تسهل على المؤسسات التي لا تتوفر على شروط الدخول إلى السوق الرسمية (المنظمة)، الحصول على تمويلها من هذه الأسواق، كذلك نتيجة لكثرة هذه الأسواق يزداد التنافس بين صناع السوق وبيوت السمسرة، مما يؤثر على تخفيض تكاليف المعاملات<sup>1</sup>؛

- التشريعات القانونية التي تدعم هذا المطلب من الكفاءة، وكمثال على هذه التشريعات تلك التي تخص تحرير عمولة السمسرة وجعلها محل للتفاوض بين صناع السوق وبيوت السمسرة ومختلف المتعاملين مما يؤدي إلى زيادة التنافس وبالتالي انخفاض هذه الأخيرة (عمولة السمسرة) بشكل محسوس. كذلك من التشريعات التي ساهمت في رفع كفاءة التشغيل، السماح للمؤسسات التسجيل في أكثر من بورصة<sup>2</sup>.

**2- الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية):** يطلق عليها أيضاً بعض المفكرين الكفاءة المعلوماتية (l'efficience informationnelle)، و يكون السوق المالي كفاء عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة و الملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق، منعكسة في الأسعار، و في اللحظة ذاتها التي تصل فيها، وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو معلومات حاضرة (تتوفر في وقت التقييم)، أو تعلق بتوقعات الأحداث في المستقبل، وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمه الحقيقية<sup>3</sup>. انطلاقاً من هنا يطلق بعض المفكرين في مجال

1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 502.

2- جبار محفوظ، البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 373

3- B. Solnick, op. cit, p. 47. B. Jaquillat, -

J. Teulie, P- 4. Topsacalian, op. cit, p. 78.

5- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 501.

6- Philippe Spieser, Information économique 6 et marchés financiers, Economica, Paris, France, 2000, p. 244.

النموذج مع التعريف السابق، والمقدمين من طرف Fama لوجدنا أنهما يحويان المطلبين السابقين من متطلبات الكفاءة حيث:

- يعتبر السوق المالي كفاً إذا كان يهدف إلى التسعير العادل للأوراق المالية، بمعنى أن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وهذا ما يثبت مطلب الكفاءة التسعيرية؛
- يعتبر السوق المالي كفاً إذا كانت تكلفة الحصول على المعلومات وتكلفة المعاملات عند حدها الأدنى، وهذا يظهر من خلال سرعة انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية مما يدل على أن العرض و الطلب على هذه الأخيرة تعدل بسرعة، وهذا ما يثبت مطلب الكفاءة التشغيلية<sup>3</sup>؛

### 2-2-1- مقومات كفاءة السوق المالي

تعتبر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل المطلبين الأساسيين والضروريين لكي يتصف السوق بدرجة ولو نسبية من الكفاءة. بالإضافة إلى هذين المطلبين هناك مجموعة أخرى من المقومات أجمع أغلب الاقتصاديين على توفرها حتى يتحقق للسوق الكفاءة المنشودة، كما أنها تعبر عن مدى تطور كفاءة السوق المالي والتي تتمثل في:

أ- **دقة و سرعة وصول المعلومات:** يقوم السوق المالي بتزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة و في الوقت المناسب، سواء تعلقت هذه المعلومات بالمستوى الجزئي (حول المنشآت المسجلة بالسوق)، أو المستوى الكلي (مستوى القطاعات الاقتصادية) بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية المحلية، و الدولية،... الخ. إن الهدف من توفير هذه المعلومات هو إعطاء فرصة لكافة المتعاملين من تقييم الأصول المالية التي تهمهم، و بالتالي كشف المنشآت التي تعمل بكفاءة و لديها فرص استثمارية واعدة في المستقبل، والأخرى التي تفتقد للكفاءة والفرص الاستثمارية المستقبلية، وبالتالي فإن دقة و سرعة وصول المعلومات تزيد من فعالية تخصيص الموارد إلى المنشآت والقطاعات ذات لمزايا النسبية<sup>4</sup>.

### 2-1- تعريف و مقومات كفاءة السوق المالي

لقد تطرقنا فيما سبق للمفهوم العام لكفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال تركيزنا على متطلباتها والتي تعتبر أساس نظرية كفاءة الأسواق المالية، لنصل إلى تعريف هذه الأخيرة ومحاولة إبراز أهم مقوماتها.

#### 1-2-1 تعريف نظرية كفاءة السوق المالي

إن أول من صاغ هذه النظرية هو المفكر الإنجليزي Eugène Fama سنة 1965 وجاء تعريفه لها كما يلي: " يكون السوق المالي كفاً إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره وفي اللحظة ذاتها"<sup>1</sup>. وبالموازاة مع هذا التعريف قدم Fama نموذجاً رياضياً ملخصاً فيه هذه النظرية و يعرف بنموذج اللعبة العادلة (Jeu Equitable)، ويعطى بالمعادلة الآتية<sup>2</sup>:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E \left( \frac{\bar{R}_{i,t+1}}{\Phi_t} \right)$$

مع العلم أن:

$Z_{i,t+1}$ : هو العائد غير العادي للأصل المالي i في الفترة t+1.

$R_{i,t+1}$ : هو العائد الحقيقي للأصل t في الفترة t+1.

$E(\bar{R}_{i,t+1})$ : هو العائد المتوقع للفترة t+1.

$\Phi$ : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة t.

انطلاقاً من هذا النموذج، فإن العوائد غير العادية تساوي إلى الفرق بين العوائد الحقيقية في الفترة t+1 و العوائد المتوقعة لنفس الفترة، وهذا بالاعتماد على مجموع المعلومات، وتكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادية تساوي صفر، بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ الصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي السعر الفعلي)، ومنه لا مجال لأي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات. مما يعني أن السوق كفء عند هذا المستوى. ولو تمعنا هذا

Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, -3 5ème, édition, Dalloz, Paris, France, 2002, p. 371.

4 - منير إبراهيم هندي, أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية, مرجع سابق, ص 411.

- Philippe Gillet, L'efficacité des Marchés 1 Financiers, Economica, Paris, France, 1999, p. 11.

J. Teulie, P. Topsacalian, op. cit, pp. 79 - - 2 80.



أو أكثر)، من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها<sup>3</sup>.

**د- حجم السوق:** يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين الآتيين<sup>4</sup>:

**- مؤشر رسملة السوق:** كما ذكرنا في الفصل الأول فإن هذا المؤشر يساوي قيمة الأسهم المقيدة / قيمة الناتج الداخلي الخام، ويؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على كفاءة السوق المالي لأن ارتفاعه يعني زيادة تعبئة الموارد ومنه اتساع القاعدة الاستثمارية، وهذا يؤدي إلى التنافس بين أعوان العجز من أجل الحصول على موارد مالية، مما يسهم في نشر المعلومات التي تمنح فرصة لأعوان الفائض اختيار ما يناسبهم من أصول مالية.

**- عدد الشركات المسجلة:** حيث يعبر هذا المؤشر عن مدى اتساع حجم السوق من حيث القطاعات الاقتصادية و الأحجام المختلفة للشركات المسجلة مما يعني تنوع الفرص الاستثمارية أمام المتعاملين.

**هـ درجة التركيز:** يعني هذا المؤشر نسبة مساهمة الشركات العشرة الأوائل في رسملة السوق، وكلما انخفضت هذه النسبة، كلما دل ذلك على كثرة الشركات المقيدة وتنوعها، ومنه اتساع وتنوع القاعدة الاستثمارية، وهذا ما يدعم تطور كفاءة هذا السوق المالي<sup>5</sup>.

**و- الهيكل المؤسسي التنظيمي:** من المقومات الأساسية للحكم على مدى تطور كفاءة السوق المالي وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي يساعد على رفع الأداء وتحقيق الكفاءة، وتشير مؤسسة التمويل الدولية إلى وجود عدد من المؤشرات يمكن من خلالها الحكم على مدى ملائمة الهيكل المؤسسي و التنظيمي هي<sup>6</sup>:

**- مدى نشر المعلومات:** إن من أهم محددات ملائمة الهيكل التشريعي و التنظيمي وجود قوانين تجبر الشركات الإفصاح عن المعلومات الضرورية المتعلقة بها، لأنه كلما زادت ونظمت عملية الإفصاح زاد ذلك من كفاءة السوق المالي.

**ب- السيولة:** كما ذكرنا سابقا، يقصد بالسيولة إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة، من خلال كثرة التعاملات عليها، عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة، حيث أن أسعارها تعكس ببطء (بتأخر) المعلومات المتاحة نظرا لقلّة حجم التعاملات عليها<sup>1</sup>. كذلك فإن سمة السيولة تسهم بشكل كبير في زيادة الكفاءة التخصيصية للموارد. بسبب أن الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة يكون سعرها أكبر من الأوراق المالية التي لا تتاح لها هذه الميزة، نتيجة لانخفاض درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها (الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة)، مما يجعل أغلب المستثمرين يقدمون على شراء هذا النوع من الأوراق المالية و منه تتأثر القيمة السوقية للمنشأة\* المصدرة لها كما يلي<sup>2</sup>:

- بطريقة مباشرة، من خلال ارتفاع القيمة السوقية للسهم نتيجة سيولته ومنه ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة؛

- بطريقة غير مباشرة، من خلال بيع الأسهم بقيمة مرتفعة نتيجة سيولتها، وبالتالي زيادة حصيلة الإصدار، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال و منه ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة.

**ج- عدالة السوق:** تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث أنه في جميع الأسواق المالية، تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض و الطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة (ساعة

3 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص.412.

4 - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 39 - 40.

5 - المرجع السابق، ص 40.

6 - المرجع السابق، ص 41.

1 - cit, p. Pierre Vernimen, op- 371 .

\*- القيمة السوقية للمنشأة = عدد الأسهم المصدرة × القيمة الاسمية للسهم.

2 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 525.

وبالتالي لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح على حساب الآخرين<sup>2</sup>، على اعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية، وأي معلومة جديدة تصل السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر، وحتى توقعات المستثمرين بشأن بعض المؤسسات ونتائجها تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة، وبالتالي فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، و تبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي و تعكس في السعر بالشكل التالي<sup>3</sup>:

$$E [ P_{(t+1)} / I_t ]$$

حيث :

$$P_t =$$

$P_t$  : سعر الورقة المالية في الزمن  $t$ .

$P_{(t+1)}$ : سعر الورقة المالية في الزمن  $t+1$ .

$I_t$  : تمثل المعلومات المتاحة (سواء كانت حقيقية أو توقعات) في الزمن  $t$ .

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل، هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة، و بمفهوم كفاءة السوق المالي، أن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر في فترة مستقبلية فإنه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة، مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية أيضا في تلك الفترة، وبالتالي فلن يكون هذا السعر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي. ومنه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كان فقط:

$$P_t - P_{t+1} = \varepsilon_t \quad 4$$

حيث أن  $\varepsilon_t$  تمثل ضوضاء بيضاء (Bruit Blanc)، ناتجة عن التغير في السعر والعوائد مرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق المالي، أي تمس الأسعار وعوائدها فعلا.

### I-3-2- الأشكال المختلفة لكفاءة السوق المالي

تتباين درجة كفاءة السوق المالي وفقا لنوعية المعلومات المتاحة، و حسب Fama، يمكن

- **المعايير المحاسبية:** نظرا لاتساع ظاهرة الانفتاح المالي أمام الاستثمارات الأجنبية المختلفة، أصبحت القوانين والتشريعات المتعلقة بالأسواق المالية تلزم الشركات بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة من أجل توحيد الطرق التي تحسب من خلالها النتائج، و بالتالي فكلما زاد السوق المالي من إجبارية القوانين المتعلقة بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة كلما دل ذلك على تطور الكفاءة به.

- **قوانين حماية المستثمر:** كلما زادت قدرة قوانين السوق المالي على حماية المستثمرين، كلما دل ذلك على تطور كفاءة هذا السوق.

- **العوائق على الاستثمار الأجنبي و تحويل الرساميل:** كلما انخفضت العوائق على دخول وخروج المستثمرين الأجانب وتحويل رؤوس الأموال من وإلى السوق المالي، كلما دل ذلك على زيادة كفاءته، نظرا لإتاحته الفرصة أمام جميع المتعاملين والمستثمرين دون تمييز.

### I-3- الحركة العشوائية للأسعار والأشكال المختلفة لكفاءة السوق المالي:

تعتبر ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار الأساس الذي يمكن من خلاله الحكم على كفاءة السوق المالي، لذا خصصنا هذا العنصر للإمام بهذا المفهوم، من أجل تعميق فهم نظرية كفاءة السوق المالي.

#### I-3-1- مفهوم الحركة العشوائية للأسعار (Randomwalk)

إن اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار سبقت بزمن اكتشاف نظرية كفاءة الأسواق المالية ففي سنة 1900 طرح الرياضي الفرنسي Louis Bachoulier هذه الفكرة في دراسة أقامها على سوق السلع. ووجد أنها تفتقد إلى أي ترابط بينها مما يعني أنها تتبع حركة عشوائية، وعلق على ذلك بالقول: " أن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة Fair game، حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق أرباح على حساب غيره<sup>1</sup>، و نفس هذه النتيجة تم التوصل إليها انطلاقا من العديد من الدراسات الميدانية التي قام بها الباحثون في المجال المالي (Kendal 1953, Robert & Osborn 1959)، حيث أثبتوا أن أسعار الأوراق المالية في السوق المالي تتبع حركة عشوائية

2- جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 360.

3- Philippe Spieser, op. cit, p. 252.3

- ibid, p. 253.4

1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 515.

في ظل هذا الشكل لكفاءة السوق المالي، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية والعامّة المتاحة للجميع، المعلومات الخاصة والتي تتوفر عليها فقط مجموعة من المستثمرين (يطلق عليهم بالداخليين)، كأعضاء مجلس الإدارة، مسيرو الحوافظ المالية... الخ. ومنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات<sup>2</sup>، لقد اختبر هذا الشكل من خلال المقارنة بين أداء أفراد ومؤسسات لديهم القدرة على الحصول على مثل هذه المعلومات الخاصة، مع أشخاص عاديين ليس لديهم القدرة على الحصول على مثل هذه المعلومات الخاصة،

يبقى أن نقول في هذا الصدد أن الشكل القوي هو أعلى درجات الكفاءة للأسواق المالية، ويمكن أن نؤكد أنه غير محقق في الواقع العملي، ما دامت هناك فئة من المستثمرين تتفوق على غيرها في الحصول على المعلومات وتحليلها، وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين لا تتاح لهم هذه المعلومات، وعليه فإن حركة الأسعار في ظل هذا الشكل من أشكال التعامل تكون غير عشوائية باعتبار أن فئة من المستثمرين يمكن لهم التنبؤ بالأسعار في الفترة القريبة المستقبلية. وعلى هذا الأساس هل يمكن لنظرية الإشارة أن تعالج ولو نسبياً هذه الفجوة لعدم كفاءة السوق المالي؟ وهذا ما سنحاول التطرق له في العنصر الموالي.

## - ماهية نظرية الإشارة II

### 1- تعريف نظرية الإشارة: II

نستطيع أن نفهم معنى النظرية من اسمها أي "الإشارة" المستمدة من الفعل أشار، يشير، بمعنى دل على شيء، أي بمعرفة شيء ما فهو يدلنا بالضرورة على شيء أو عدة أشياء أخرى، ولتوضيح ذلك نستعين بمثال Akerlof في سوق السيارات المستعملة، حيث إذا قرر شخص ما بيع سيارته يكون السؤال المطروح لماذا سيبيع هذا الشخص سيارته؟ وتكون لدينا عدة إجابات من بينها:

لم تصبح سيارته تعمل بشكل جيد، صاحب السيارة بحاجة إلى أموال، يريد شراء سيارة أخرى أكثر

تقسيم هذه المعلومات المتاحة في السوق المالي إلى ثلاثة مستويات؛ معلومات تاريخية تتعلق بالماضي، معلومات جديدة متعلقة بالوقت الحاضر ومعلومات تتاح فقط لمجموعة من المتعاملين (معلومات داخلية)، وانطلاقاً من هذه المستويات الثلاثة، نميز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق المالي نتناولها في النقاط التالية:

### أ- الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي ( la

**forme faible de l'effecience**) يعني الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالي، أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بتغيرات أسعارها، حجم التعاملات في الماضي، الإيرادات والخسائر... الخ، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات لأنها معكوسة في الأسعار، ومنه فإن الشكل الضعيف يعترف بظاهرة الحركة العشوائية للأسعار، لأن تحركات أسعار الأوراق المالية في المستقبل مستقلة تماماً عنها في الماضي.

### ب- الشكل شبه القوي لكفاءة السوق المالي (La

#### **Forme Semi Forte de l'efficiency)**

عند هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، كافة المعلومات العامة المتاحة كتوزيعات الأرباح، توزيعات الأسهم المجانية، النتائج الدورية للمؤسسة، دخول منتجات جديدة، الظروف الاقتصادية المحلية والدولية... الخ. ففي ظل هذا الشكل لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات<sup>1</sup>.

تعتبر سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار هي أساس معرفة مدي كفاءة السوق المالي عند هذا الشكل، فإذا كان تعدل الأسعار فوري (L'ajustement immédiat)، فإن السوق المالي كامل الكفاءة في شكله شبه القوي. إلا أنها تبقى حالة نادرة التحقق على أرض الواقع، لأن التعديل التام للأسعار يستلزم وجود وقت معين يختلف بين بضع دقائق إلى أيام. لكن يبقى أنه كلما زادت سرعة انعكاس المعلومات على الأسعار كلما زادت درجة كفاءة السوق المالي عند هذا الشكل.

### ج- الشكل القوي لكفاءة السوق المالي (la

#### **forme forte de L'efficiency)**

المسيرين على إثبات العكس وذلك مثلا بإعادة استثمار أموالهم الخاصة في المؤسسة.

## II-2-2- صورة الفريق المسير وسياسة إتصاله.

## II-2-3- المراقبة والعقوبات من طرف سلطات البورصة:

وذلك في حالة إنتشار المعلومات الخاطئة ، حيث إذا علم المستثمر وخاصة الأجنبي بأن المراقبة فعالة فسوف يدمجها ضمن ملاحظاته، وتعتبر من الإشارات التي تدل على كفاءة السوق المالية، إلا أن بعض المسيرين يحاولون إرسال إشارات خاطئة للحصول على ميزات مشجعة، مثلا أن مسيرو مؤسسة ما بالغوا في تقاولهم للأفاق المستقبلية لمؤسستهم الشيء الذي يمكنهم من بيع الأسهم بسعر جد مرتفع ، ولكن السوق المالي سيدارك هذا التضليل ،بالإضافة إلى فرض غرامات مالية يسبب الإشارات الخاطئة، وبالتالي فإن دور سلطات البورصة يعتبر جد ضروري ومهم إذا أردنا أن نطلع إلى سوق مالي كفاء ومن ثم تمويل الإقتصاد بأقل تكلفة ممكنة.

من خلال ماسبق يتضح أن نظرية الإشارة لا تعمل فقط على تحليل القرارات المالية للمؤسسة (سياسة التمويل التوزيع... إلخ) ،ولكن تسمح أيضا بدراسة نظم الحث التي تدفع أو تشجع مسيري المؤسسات الجيدة لإيصال الإشارات الصحيحة وفي نفس الوقت تردع مسيري المؤسسات غير الجيدة لاستعمال نفس الإشارات لتحريف القيمة الحقيقية لمؤسستهم.

## 3- أهم أدوات نظرية الإشارة: II

يعتبر الهيكل التمويلي وتوزيعات الأرباح من أهم المحددات لقيمة المنشأة التي تتم دراستها باحتراس كبير في النظرية المالية، وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيه وإتخاذ القرارات لمختلف الأعوان.

## 3-1- هيكل رأس المال كأداة للإشارة: II

يعتبر "S.Ross" الرائد في هذه المقاربة أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة وبالتالي تكون لدينا إشارة مرسل إلى السوق المالي ويمكن التطرق لهيكل

فعالية وأكثر تطورا... إلخ، فيعمل صاحب السيارة بإقناع المشتري بسبب بيعه لسيارته ، أي يقوم بإرسال إشارة للمشتري<sup>1</sup>.

وبإسقاطنا لهذا المثال على السوق المالي، حيث المسير في المؤسسة بمثابة البائع والمستثمر بمثابة المشتري، يفهم سبب نشوء نظرية الإشارة والتمثل في معالجة عدم تماثل المعلومة لدى كل المعنيين في المؤسسة من مسيرين ومساهمين ومقرضين... إلخ، أي بعبارة أخرى أن المعلومة ليست مقسمة بشكل متماثل أو متناظر، بحيث نجد أن المسيرين لديهم معلومات أكثر من الأطراف الأخرى<sup>2</sup>.

## 2- نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات II

من خلال تعريف نظرية الإشارة نجد أن هناك فكرتان رئيسيتان تعتمد عليهما هذه النظرية:

✓ أن نفس المعلومة لا يمتلكها كل الأطراف ،حيث يمكن أن يتوفر المسيرين على معلومات ليست بحوزة المستثمرين.

✓ حتى وإن كانت المعلومة متوفرة عند كل الأطراف، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة

وبالتالي فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيرين لا تتوقف في حد أنها قرارات صحيحة فقط بل لا بد أن يعمل هؤلاء المسيرين على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة و في فائدة المؤسسة ومن ثم في فائدة المستثمرين، كما تعتبر الإشارة المرسل من طرف المسيرين للمستثمرين الوحدة الأساسية لسياسة الإتصال المالية، حيث أن هذه الإشارات ليست بسر أو بتصريح يتحمل نتائجه المتدخلون الأوائل في السوق المالي، ولذا فإن المستثمر بعيدا أن يكون ساذجا لإستقبال كل الإشارات بنفس درجة الشك ، وبالتالي توجد ثلاث نقاط يجب على المستثمر معرفتها:<sup>3</sup>

## II-2-1- الفائدة التي يتحصل عليها مرسل الإشارة:

حيث يسأل المستثمر حول الفائدة التي يتحصل عليها المرسل وما إذا كانت هذه الفائدة تتعارض مع فائدته ، وإذا تأكد ذلك فإن هذه الإشارة ستستقبل بشكل سلبي من طرف المستثمرين ، وبالتالي يعمل

- Vernimen, op. cit, p :6281

Idem.2

Hutin.H, Toute la finance d'entreprise en 3 pratique ,Organisation, 3ème éd, 2003 :p :285.

وخاصة إذا تم ذلك عن طرق الإستدانة الخاصة ،  
أي أنها إشارة جد إيجابية بالنسبة للسوق المالي.

**ج- نظرية الإشارة وتخفيض رأس المال (بإعادة شراء الأسهم):**

إن إعادة شراء الأسهم تتضمن تفاسير متعددة نذكر من بينها:

- غياب فرص الإستثمار بنسبة المردودية المطلوبة ، فالمسيرين يقومون بإرجاع الأموال للمساهمين لإستثمارها في مجالات تعود عليهم بمردودية أعلى.  
- إشارة الخبر الجيد بحيث يعتبر المسيرين بأن سعر السهم مقيم بأقل من قيمته.

- الحافز الضريبي ، لأنه في حالة إعادة شراء الأسهم تكون الضريبة أقل تكلفة من توزيع الأرباح لنفس النتيجة.

أي أن تخفيض رأس المال لا يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة ولا يؤدي إلى زيادة قيمة السهم ولكن يسمح بتجنب إستثمار الأموال في مشاريع تكون مردوديتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة ، ولا يتحقق هذا إلا إذا نجحت المؤسسة في شراء أسهمها بسعر أقل من القيمة المتوقعة ، وبالتالي فإن تخفيض رأس المال يعتبر عملية تشير بأن المسيرين يعملون لفائدة وصالح المساهمين.

### -3-1- سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة: II

لقد واجهت النظرية المالية صعوبة كبيرة في إيجاد مبررات مقنعة لتوزيع الأرباح وبالأخذ في الحسبان الوضع الحقيقي الذي يجبرنا إلى إيجاد تفسيرات جديدة لمشكل التوزيع ، فقترح نظرية الإشارة تفسير مميز بحيث تعتبر القسائم وسيلة من وسائل الإتصال بين المؤسسة والسوق المالي الذي تتعامل معه.

رأس المال كأداة للإشارة من خلال العوامل الثلاثة التي تؤثر فيه:<sup>1</sup>

**أ- نظرية الإشارة وسياسة الاستدانة:**

من البديهي أن الزيادة في الإستدانة تزيد من خطر الأموال الخاصة ، وبالتالي فإن مسيري المؤسسة يبررون هذه الزيادة بإرسال إشارة للسوق بأن المؤسسة لديها القدرة على تسديد حجم الديون بدون أي صعوبة وهذا مايدل على كفاءة المؤسسة، وفي حالة ما إذا كانت هذه الإشارة خاطئة أي أن المؤسسة ليست لديها القدرة على تسديد ديونها فإنها ستعرض لعقوبات مالية، ودائما وفي ظل إفتراض أن المسيرين لديهم معلومات مميزة في المستقبل ، أثبت S.Ross

أن المسيرين سيقومون بإيصال إشارة دقيقة يشرط أن يكون هامش الربح المحتمل تحصيله من إشارة خاطئة أقل من العقوبة المسلطة.

**ب- نظرية الإشارة وزيادة رأس المال:**

إذا إفترضنا أن المسيرين يدافعون على فوائد المساهمين القدامى فالسؤال المطروح هو ،كيف يقوم هؤلاء المسيرين بإقتراح زيادة رأس المال إذا كان السهم مقيم بأقل من قيمته؟

وإذا نظرنا من وجهة عدم تماثل المعلومة فإن الزيادة في رأس المال هو إشارة على أن السهم مقيم بأعلى من قيمته السوقية وأن المسيرين يتوقعون بأن التدفقات المستقبلية للمؤسسة ستكون أقل مما يعكسه سعر السهم في البورصة.

وبالتالي فإن فريق المسيرين يغتنمون فرصة التقييم المرتفع للسهم لرفع رأس المال وتوجيه الأموال المحصلة إلى تغطية عجز الخزينة الحاصل من تدفقات الإستغلال الضعيفة مقارنة بالمتوقعة.

ومن جهة أخرى أثبتت البحوث بأن الإعلان في الزيادة في رأس المال يقودنا في غالب الأحيان إلى تخفيض سعر السهم بنسبة 3-5% بسبب آلية السوق أو الإشارة السلبية المستقبلية من طرف المستثمرين، ومن البديهي أن بيع المسيرين لمساهماتهم في المؤسسة هو إشارة سلبية، بمعنى أن لديهم معلومات داخلية تدل على أن قيمة التدفقات المستقبلية في ظل مخاطرة معينة ستكون أقل مما هو متوقع، والعكس في حالة ما إذا قام المسيرين بالزيادة في مساهماتهم

Mourgues.N ,Financement et coût du capital I de l'entreprise,Economica,paris,1993,P :276-280.

إجراء أي تقديرات، ومنه استنتج "R.Merton" أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون أكبر في حالة ما إذا كان عدد المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات معتبرة كبير والعكس صحيح وأن القيمة السوقية للمؤسسة تحت فرضية عدم تماثل المعلومات هي أقل من القيمة السوقية في حالة سوق مالي كفاء.<sup>2</sup>

3-2- الوسائل المساعدة على تخفيض عدم تماثل المعلومات II

يمكن التطرق إلى مضمون النظرية المالية فيما يخص تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال نوعين من النماذج نماذج بإشارات مالية و نماذج بمكنزمات محرصة:

#### أ- نماذج بإشارات مالية:

تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها، وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان، للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامّة عن معلومات تسمح للأعوان (مساهمين ودائنين) بالتفريق بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية.<sup>3</sup>

وهناك من يقترح استعمال الخيارات أو المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو استعمال السندان القابلة للتحويل إلى أسهم.

#### ب- نماذج بمكنزمات محرصة:

ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان، يشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء.

ولعل أهم النماذج التي طورت في هذا المجالات كانت من قبل "Wett" في 1983، "Bensanko" و "Thakor" في 1987، "chan" و "Kamatas" في 1985، "Stiglitz" و "weiss" في 1981، "Bester" في 1987. حيث أبرزت حقيقة الدور الذي تلعبه الضمانات

فيعمل المسيريون على إعطاء الصورة الحسنة للمؤسسة، فالمؤسسات القوية أو ذات المردودية العالية تبحث عن كل الوسائل والسياسات التي تحسن من صورتها مقارنة بتلك المؤسسات التي تفتقد إلى تلك الوسائل، ومن بين أهم هذه الوسائل نجد سياسة توزيع الأرباح، حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح، وإذا ما وإن حدث لإنخفاض في نسبة الأرباح الموزعة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول في الأجل القريب.

وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تشكل عامل معلوماتي مميز يستعمله المسيريون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.<sup>1</sup>

4- النظرية المالية وتخفيض عدم تماثل المعلومات II

#### 3-1- مكنزمات الحصول على المعلومة II

كانت هذه المكنزمات محور بحوث جادة ذكر منها بحوث "D.Dianond" في 1985، الذي اهتم بالاتصال المالي الأمثل للمؤسسات، ويفترض هذا الباحث أولا وقبل كل شيء إن إعداد المعلومات من طرف المؤسسة، يكون أقل تكلفة مقارنة بإعدادها من طرف المستثمرين، وتخفيض حجم الأرباح الناتجة عن المضاربة.

كما عولجت إشكالية تحديد سياسة اتصال مالي من طرف "R.Merton" في عام 1987 في مقال اهتم فيه بتحديد سعر الأصول المالية في ظل عدم تماثل المعلومات بالنسبة لمختلف المساهمين، وبالتالي تم تقسيمهم إلى مجموعتين الأولى تتمثل في المساهمين الذين تتوفر لديهم معلومات كافية تمكنهم من وضع تقديرات كافية ومرضية عن المردودية المنتظر من الورقة المالية، والثانية تتمثل في المساهمين الذين لديهم نقص في المعلومات وبالتالي لا يمكنهم

Raimbourg.P ;Asymétrie d'information, 2 théorie de l'agence et gestion de l'entreprise , Encyclopédie de gestion,T :1 ;p :193. Ibid ;P :196.3

Bancel.F, la gouvernance des 1 entreprises,Economica ,Paris,1997 ;p :33-35.

كما يشجع المحيط القانوني في الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة.

وبصفة عامة لا يمكن تطوير السوق المالي والرفع من كفاءته إلا بتوفر معلومات كافية وملائمة وفي الوقت المناسب التي تسمح باتخاذ القرارات، لهذا يعتبر تشجيع وإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات وتحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.

### الخاتمة:

من خلال هذا البحث نستنتج أن الإشارة هي ليست ذلك التصريح أو السر الذي يصرح به كما يعتقد غالبية المديرين الماليين ورؤساء المؤسسات، ولكن هي قرار مالي يتخذه المدير المالي يحمل معه نتائج سلبية للمتدخلين الأوائل في السوق في حالة ما إذا كانت هذه الإشارات خاطئة.

وأن المسيرين لا يعملون فقط على إتخاذ قرارات مالية ولكن يعملون على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة وهذا ما يتطلب سياسة إتصال كفاءة.

كما أن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يعكس كل المعلومات المتوفرة ولكن لا يعكس في بعض الأحيان القيمة الحقيقية للسهم ومن المؤسسة، وبالتالي لإعطاء القيمة الحقيقية للسهم يعمل مسيرو المؤسسة توفير معلومات لا تتوفر لدى المستثمرين في السوق المالي عن طريق إرسال إشارات تؤدي إلى تقييم عادل لقيمة السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.

لذا تعتبر نظرية الإشارة أداة مهمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية، حيث تساهم بشكل مباشر في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين من خلال توفير المعلومات أو تصحيح بعض التفسيرات السلبية لبعض المعلومات الموجودة في السوق المالي.

بصفتها سلطة مقنعة تحد من الخطر المعنوي من جهة، ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة باعتبارهما سلطة تفريرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء.<sup>1</sup>

1 Wamba.H, l'impact de l'asymétrie d'information dans l'optimisation de la valeur de l'entreprise, article à l'université de yaoundi, cameroun, 2004.

### المراجع المعتمدة في البحث:

1-Douglas. R. Emery, John Finerty, Principles of finance with corporat Applications, West publishing company, USA, 1991.

2-Jaque Teulie, Patrik Topsacalion, Finance, 2e édition, Vuibert, France, 1997, p. 78.

3-B. Jaquillat, B. Solnik, les Marchés Financier et la gestion de porte feuille est des risques,..

4-Phillipe Spieser, Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, France, 2000.

5-Philippe Gillet, L'effecience des Marchés Financiers, Economica, Paris, France, 1999.

6-Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, 5ème, édition, Dalloz, Paris, France, 2002.

7-Heneri Bourguinat, op. cit. p. 388.

8-Hutin.H, Toute la finance d'entreprise en pratique, Organisation, 3ème éd, 2003.

9-Mourgues.N, Financement et coût du capital de l'entreprise, Economica, paris, 1993.

10-Bancel.F, la gouvernance des entreprises, Economica, Paris, 1997.

11-Raimbourg.P; Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise, Encyclopédie de gestion, T :1.

12-Wamba.H, l'impact de l'asymétrie d'information dans l'optimisation de la valeur de l'entreprise, article à l'université de yaoundi, cameroun, 2004.

13- منير إبراهيم هندي, الأوراق المالية و أسواق رأس المال, منشأة المعارف, الإسكندرية, مصر, 1997.

14- عبد الغفار حنفي, بورصات الأوراق المالية, الدار الجامعية الجديدة للنشر, الإسكندرية, 2002.

15- جبار محفوظ, البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية, دكتوراه في العلوم الاقتصادية, جامعة فرحات عباس, سطيف.

16- منير إبراهيم هندي, أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية, منشأة المعارف, مصر, 1999.

17- إيهاب الدسوقي, اقتصاديات كفاءة البورصة, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر, 2000.

## التنظيم القانوني للبورصة ومدى فعاليته في أدائها لدورها التمويلي

الباحث: بن زيطة عبد الهادي  
ولاية أدرار

### مقدمة:

تعد البورصة في الدول النامية ركيزة اقتصادية هامة ، وأداة أساسية من أدوات الإقلاع الاقتصادي ، باعتبارها ذات أثر ايجابي في ترقية الاستثمار ، من خلال توفير بيئة ملائمة لخلق السيولة النقدية اللازمة وتوظيف هذه الأموال ، مما يجعل مقاربات النمو الاقتصادي تتحقق ويعزز مستقبل التنمية العامة على المدى البعيد .

وتعتبر بورصة الجزائر سوقا مالية حديثة النشأة مقارنة بنظيراتها العربية أو حتى المغاربية ، ولعل هذه الحادثة قد تكون عاملا مساهما في بطء مسيرتها ، وعجزها عن اللحاق بركب بعض البورصات العربية الفاعلة .

غير أن هذه الحادثة أيضا قد لا تكون هي السبب الرئيس فيما ذكر ، لأن البورصة وإذ تعتمد في ازدهارها على توفر بيئة اقتصادية من شركات تجارية ورؤوس أموال ووجود مؤشرات نمو اقتصادي حقيقي ومشجع ، فإنها ولا ريب تحتاج في سبيل الوصول للزدهار المنشود إلى منظومة قانونية قوية وفعالة ، تسمح بانتعاش سوق الأوراق المالية وأدائها لدورها المنوط بها ، من خلال توفير الضمانات القانونية لقيام مناخ استثماري مستقر ، والقائم بدوره على مبدأ الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة ، معتمدا في ذلك على وجود منظومة وسائل مالية متكاملة . هذه العوامل الأخيرة يتوقف سبب وجودها ونجاحها على مدى توفر الإطار القانوني الملئم ، الذي يضم لنا أسباب الاستقرار الاقتصادي ونمو الأسواق المالية.

وفي الجزائر فإن البورصة – وبالرغم من عمرها القصير نسبيا- تخضع لمجموعة من قوانين تنظيم الاستثمار والمجال التجاري ، وكذا عدد هام من الأنظمة التي أوكل اختصاص إصدارها إلى هيئة قانونية تسمى « لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة » ، أنشئت بمقتضى أحكام المرسوم التشريعي رقم (10-93) المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم .

وانطلاقا من هذا البعد التنظيمي ، أسعى من خلال هذه المشاركة –وفي إطار نظري بحت- إلى معرفة أبعاد التنظيم القانوني للبورصة أولا ، ثم تحديد مدى نجاعة وملائمة النصوص القانونية المنظمة لبورصة القيم المنقولة من جهة ، ومدى فعاليتها ومساهمتها في إنعاش الدور التمويلي لهذه السوق من جهة أخرى ، مع الأخذ بعين الاعتبار مقتضيات الإصلاح المالي والاقتصادي الذي باشرت فيه الجزائر منذ سنوات.

وأقسم مداخلتني هذه إلى مبحثين : أتعرض في الأول منهما إلى التنظيم القانوني لبورصة الجزائر، وأخصص المبحث الثاني لمدى مساهمة هذا التنظيم في أداء البورصة لوظائفها.

### المبحث الأول: التنظيم القانوني لبورصة

#### الجزائر

عرفت الجزائر –كغيرها من الدول التي يعتمد اقتصادها على المحروقات- أزمة اقتصادية خانقة ، بعد انهيار أسعار البترول سنة 1986 ، هذه الأزمة دفعت بالسلطات العمومية إلى التفكير في مدى جدوى النظام الاقتصادي القائم والسياسة المتبعة .

غير أن الأحداث الداخلية التي عرفتها الجزائر على الصعيدين الاجتماعي والسياسي سنة 1988 ، أعادت طرح هذه المقاربة الإصلاحية كعامل ضروري لمراجعة التنظيم الاقتصادي للدولة كلية ، وتوفير مقتضيات الإقلاع الاقتصادي. وهو ما عجل بظهور سلسلة من النصوص القانونية والتنظيمية التي رسمت معالم السياسة الاقتصادية الجديدة للدولة الجزائرية، وأعطت نفسا جديدا للاقتصاد الجزائري<sup>(1)</sup>.

وإثر انسحاب الخزينة العمومية من تمويل النشاطات المنتجة نتيجة الإصلاحات السالفة الذكر، ظهرت ضرورة اللجوء إلى سوق رؤوس الأموال لتعبئة الادخار، وتلبية احتياجات التمويل التي كانت تغطي أليا<sup>(2)</sup>.

(1) – أذكر من بين هذه النصوص : القانون رقم (01-88) المؤرخ في 1988/01/12 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية ؛ والقانون رقم (03-88) المؤرخ في 1988/01/12 المتعلق بصناديق المساهمة .

(2) - Debboub Yacine : le nouveau mécanisme économique en Algérie, Opu, 2eme ed, Alger, 2000, P.158.



القانونية لممارسة مهامها، بعيدا عن ضغوطات المتعاملين الاقتصاديين. ولعل هذا يبرز أكثر حينما نطلع على مضمون القانون رقم (04-03) المعدل والمتم للمرسوم التشريعي رقم (10-93) الذي بين الطبيعة الإدارية لهذه اللجنة كسلطة ضبط مستقلة<sup>(6)</sup>، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي<sup>(7)</sup>.

إن هذا الأسلوب الفرنسي لإدارة وتسيير المرافق الاقتصادية يستند إلى مبررات قوية، تتمثل في تقديم ضمانات لحياد تدخلات الإدارة، والسماح بتدخل المهنيين (les professionnels) في ضبط قطاع نشاطهم، إلى جانب تكليف تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بما يلاءم احتياجات السوق<sup>(8)</sup>.

ولما كانت لجنة تنظيم عمليات البورصة سلطة ضبط، فقد أوكلت لها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، وذلك بالسهر على: أ- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار. ب- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها<sup>(9)</sup>.

يتشكل الجهاز الإداري للجنة من رئيس وستة أعضاء<sup>(10)</sup>. يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات<sup>(11)</sup>، كما يمارس مهامه كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية<sup>(12)</sup>.

(6) - تعرف سلطات الضبط المستقلة في الفقه القانوني بأنها: « هيئات عمومية غير قضائية، لا تتمتع بالشخصية المعنوية، تستمد من القانون مهمة ضمان ضبط قطاعات حساسة، والسهر على احترام بعض حقوق المرتفقين، زودت بضمانات تنظيمية، وسلطات تسمح لها بممارسة مهامها دون أن تخضع لتأثير الحكومة ».

- Michel Géntot : les autorités administratives indépendantes, Montchrestein, France, 2eme Ed, 1992, P.16.

(7) - المادة (20) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة بالمادة (12) من القانون رقم (04-03).

(8) - حفيظة زوار : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، كلية الحقوق، 2003-2004، ص 06.

(9) - المادة (30) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة والمتممة بالمادة (14) من القانون رقم (04-03).

(10) - المادة (20) من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

(11) - المادة (21) من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

(12) - المادة (24) من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

كما أن تطبيق الإصلاح جعل البنوك العمومية بدورها عاجزة عن تمويل الاستثمارات، الشيء الذي مهد لإقرار سوق الأوراق المالية كمساهمة حيوية في تمويل الاقتصاد والتنمية على العموم.

أنشئت بورصة الجزائر سنة 1993، بمقتضى أحكام المرسوم التشريعي رقم (10-93) المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتم<sup>(3)</sup>.

وقد عرّف هذا المرسوم التشريعي البورصة بأنها: « إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم »<sup>(4)</sup>.

وقد نص المرسوم كذلك على هيئات بورصة القيم المنقولة وهي:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2- شركة تسيير بورصة القيم.

3- المؤتمر المركزي على السندات<sup>(5)</sup>.

وأستعرض في المطالب الموالية هذه الهيئات.

### المطلب الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

Comité d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (C.O.S.O.B)

أنشئت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بمقتضى المادة (20) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المتعلق ببورصة القيم المنقولة، انطلاقا من حرص المشرع الجزائري على تزويد البورصة بكافة الآليات والوسائل

- أمغار سمير : نجاعة تمويل المؤسسة العمومية عن طريق البورصة، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004، ص 101.

(3) - الصادر في الجريدة الرسمية رقم (34) سنة 1993. وقد عدل هذا المرسوم بالأمر رقم (10-96) المؤرخ في 10/01/1996، الصادر في الجريدة الرسمية رقم (03) سنة 1996؛ وبالقانون رقم (04-03) المؤرخ في 17/02/2003، الصادر في الجريدة الرسمية رقم (11) سنة 2003.

(4) - المادة (01) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتم.

(5) - المادة (03) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة بالمادة (02) من القانون رقم (04-03) المؤرخ في 17/12/2003.

- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم .
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته .
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات .
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات<sup>(15)</sup> .
- كما أجاز القانون للجنة أن تقدم للحكومة مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص إعلام حاملي القيم المنقولة والجمهور ، وتنظيم بورصة القيم المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة<sup>(16)</sup> .
- كما أخضع القانون الأنظمة التي تصدرها اللجنة إلى مصادقة الوزير المكلف بالمالية ، ثم نشرها في الجريدة الرسمية مشفوعة بنص الموافقة<sup>(17)</sup> .

### ثانيا : الوظيفة التنظيمية الفردية

وأقصد بالوظيفة التنظيمية الفردية تلك الصلاحيات التنظيمية التي تتخذها اللجنة وتخص شخصا قانونيا -طبيعيًا أو معنويًا- لذاته وهي متعددة بتعدد الوظيفة التنظيمية العامة ، وأذكر منها على سبيل المثال :

- اعتماد الوسطاء في البورصة<sup>(18)</sup> .
- تقدير الضمانات المقدمة في ملف اعتماد الوسيط<sup>(19)</sup> .
- اعتماد القوانين الأساسية لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير<sup>(20)</sup> .
- اعتماد مشاريع أنظمة الصناديق المشتركة للتوظيف من أجل تأسيسها<sup>(21)</sup> .

كما يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي ، لمدة أربع سنوات وهم :

- قاضي يقترحه وزير العدل .
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي .
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين<sup>(13)</sup> .

وما يمكن ملاحظته على تشكيلة هذه اللجنة أنها تتضمن خبراء، مهنيين، إداريين وقضائين، أي أن لجنة تنظيم عمليات البورصة هي لجنة جامعة تعتمد نظام التعدد في التركيبة، وهو ما يعود بالفائدة على عملها ، كما سنقف على حقيقة ذلك بمعاينة صلاحياتها واختصاصاتها.

كما زودت اللجنة في سبيل القيام بعملها بأمانة ذات مصالح إدارية وتقنية<sup>(14)</sup> .

إن هذه التشكيلة الإدارية أوكل لها القانون القيام بالصلاحيات الآتية:

- الوظيفة التنظيمية.
- وظيفة المراقبة والرقابة.
- الوظيفة التأديبية والتحكيمية.

### الفرع الأول : الوظيفة التنظيمية

لقد منح التشريع البورصي للجنة سلطات قانونية وتنظيمية واسعة ، تندرج في إطار كل المسائل المتعلقة بالسير الحسن للبورصة وفي مجال الاختصاص الوظيفي للجنة .

ويمكن تقسيم الوظيفة التنظيمية للبورصة إلى نوعين : وظيفة تنظيمية عامة ، ووظيفة تنظيمية فردية .

### أولا : الوظيفة التنظيمية العامة

حيث اعتبر القانون اللجنة قائمة على تنظيم سير سوق القيم المنقولة ، بسن تقنيات لهم:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة .
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم .

(15) - المادة (31) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة بالمادة (15) من القانون رقم (04-03) .

(16) - المادة(34)من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

(17) - المادة(32)من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

(18) - المادة(09)من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

(19) - المادة (03) من التعليم رقم (01-97) مؤرخة في 1997/11/30 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة .

(20) - المادة (01/06) من الأمر رقم (08-96) المؤرخ في 1996/01/10 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

(21) - المادة (18) من الأمر رقم (08-96) .

(13) - المادة (22) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة بالمادة (13) من القانون رقم (04-03) .

(14) - المادة(29)من المرسوم التشريعي رقم (10-93).

**الفرع الثالث: الوظيفة التأديبية والتحكيمية**

وتختص بهذه الوظيفة « الغرفة التأديبية والتحكيمية » التي تنشأ ضمن اللجنة ، وتتدخل هذه الغرف بين الوسطاء وغيرهم من المتدخلين في البورصة .

وتقوم هذه الغرفة في المجال التحكيمي بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح<sup>(30)</sup> .

أما في المجال التأديبي : فتختص بدراسة الإخلال بالواجبات المهنية ، وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة ، ومخالفة التشريع والتنظيم<sup>(31)</sup> .

والأمر سيان لمسيري هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة<sup>(32)</sup> . والملاحظ أن التشريع البورصي اعترف لهذه اللجنة بسلطة تأديبية من خلال هذه الغرفة، بإيقاع عقوبات تأديبية كالإنذار، وسحب الاعتماد، وفرض الغرامات<sup>(33)</sup> .

**المطلب الثاني: شركة تسيير بورصة القيم**

أوكل التشريع البورصي مهمة ضمان تسيير القيم المنقولة المقبولة في البورصة لمؤسسة مستقلة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ، وهي « شركة تسيير بورصة القيم » .

وقد أوجب أن تأخذ هذه الشركة شكل شركة مساهمة<sup>(34)</sup> ، يكون رأسمالها أسهم مخصصة للوسطاء، ولهذا الغرض فقد ألزم الوسطاء بإثبات حيازة حصة من رأسمال شركة تسيير البورصة حتى يصبح اعتمادهم نهائيا<sup>(35)</sup> .

ويتمثل في اختصاص الشركة في الآتي :

- 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 .

- إصدار مقررات قبول القيم المنقولة في عمليات التداول<sup>(22)</sup> .

- إصدار مقررات شطب القيم المنقولة من جدول الأسعار<sup>(23)</sup> .

**الفرع الثاني : وظيفة الرقابة والمراقبة**

تعد هذه الوظيفة على قدر من الأهمية ، نظرا لأنها تكمل الوظيفة التنظيمية . فالأولى تسن القانون ، والثانية تسهر على مراقبة مدى احترامه وتطبيقه .

ومن أهم صلاحيات اللجنة في المجال الرقابي :

-السهر على توفير الإعلام للجمهور بالنسبة للشركات التي تلجأ للإدخار العلني ، حيث تفرض عليها نشر مذكرات موجهة تتضمن بيانات إجبارية من شأنه توضيح كل ما يخص الوضع المالي للشركة ، وقيمة القيم المقبولة للتداول ، وهو ما يعرف بالإعلام القبلي . كما تفرض على الشركات نشر بيانات دورية بمجرد قبول قيمها في البورصة تتعلق بالنشاط والوضع المالي للشركة وهو ما يعرف بالإعلام البعدي<sup>(24)</sup> .

-كما تختص اللجنة بنشر الملاحظات التي قد تسجلها أو أي إعلام آخر قد يهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة ، وهو ما يعرف بالإعلام الرقابي<sup>(25)</sup> .

-التأكد من تقييد الشركات المقبولة بالأحكام التشريعية والتنظيمية<sup>(26)</sup> .

-التحقق في وضعية المتدخلين في البورصة<sup>(27)</sup> .

-تنتدب اللجنة مراقبا لاجتماعات البورصة يتولى مهمة السهر على مراعاة أحكام النظام العام<sup>(28)</sup> .

-يمكنها أن تعلق عمل البورصة لطارئ لمدة لا تتجاوز (05) أيام<sup>(29)</sup> .

(22) - المادة (01/22) من النظام رقم (97-03) المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة ، الجريدة الرسمية العدد (87) ، سنة 1997 .

(23) - المادة (69) من النظام رقم (97-03) .

(24) - المادة (41) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(25) - المادة (36) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(26) - المادة (01/35) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(27) - المادة (37) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(28) - المادة (86) من النظام رقم (97-03) .

(29) - المادة (1/48) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(30) - المادة (52) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(31) - المادة (53) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(32) - المادة (53) من الأمر رقم (96-08) .

(33) - المادة (55) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(34) - المادة (15) من المرسوم التشريعي رقم (93-10) .

(35) - المادة (08) من التعليم رقم (97-01) المؤرخة في 1997/11/30 المحددة لكيفية اعتماد وسطاء البورصة .

حيث اعتبر المقررات التي تتخذها شركة تسيير بورصة القيم بخصوص تنظيم السوق وسيره نافذة بمجرد وضعها تحت تصرف الجمهور أو المعنيين حسب الحالة<sup>(42)</sup> ، وهذا حرص منه على ضرورة الإسراع في تطبيق القرارات نظرا لحاجة السوق لها .

كما قرر أن تتم مجموع الأعمال المرتبطة بسير السوق في عجلة ، وبزاهة وحياد وعدم تحيز<sup>(43)</sup> ، وهذه الصفات إذا تحققت فإنها تدعم وتحمي وتقوي الائتمان التجاري الذي يسعى المشرع لحمايته أيما حماية في هذا الوسط الاقتصادي الحساس .

### المطلب الثالث : المؤتمن المركزي على السندات le dépositaire centrale des titres

المؤتمن المركزي على السندات هو عبارة عن شركة ذات أسهم تختص بعرض السندات المطروحة للتداول في البورصة ، من أجل توحيد أنماط العرض العمومي للجمهور ومصادره وتمثل مهامه والتي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي على وجه الخصوص في الآتي :

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها
- التقييم القانوني للسندات .
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق<sup>(44)</sup> .

ويتبين من التشريع البورصي أن مؤسسي المؤتمن المركزي على السندات هم : خمسة بنوك عمومية وهي : بنك الجزائر الخارجي ، القرص الشعبي الجزائري ، البنك الوطني الجزائري ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/بنك ؛ إضافة إلى ثلاثة شركات مقيدة في

- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها .
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة .
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة<sup>(36)</sup> .

والملاحظ أن القانون قد خول الشركة بالتدخل في كل ما يتعلق بعمليات التداول وسيرها ، أو قطع حصص التداول إذا رأت أن أحداثا خطيرة من شأنها الإضرار بالسوق أو بسعر قيمة منقولة<sup>(37)</sup> .

كما اعترف لها ببعض الصلاحيات ذات الطابع الرقابي ومنها :

- أن تسهر الشركة على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء<sup>(38)</sup> .
- إمكانية اتخاذ تدابير تضع حدا للتصرفات المخالفة لمصلحة السوق ، باتفاق مع المراقب الذي تؤهله لجنة مراقبة عمليات البورصة لهذا الغرض<sup>(39)</sup> .

وقد جعل الإعلام الإجمالي للجمهور تحت رقابة لجنة مراقبة عمليات البورصة ، وبمساعدة شركة تسيير بورصة القيم التي ألزمها بالتأكد من أن الشركة التي قدمت طلبا لقبول قيمها المنقولة في البورصة تكون قد نشرت بشأنها مذكرة إعلامية مؤشرة من طرف اللجنة<sup>(40)</sup> .

كما كلفها بنشر مقرراتها وآرائها في نشرة تدعى « النشرة الرسمية لجدول التسعيرة » ، ويتعلق بمعلومات السوق ، وحسن سيرها ، والقيم ذات السعر القار<sup>(41)</sup> .

وبالنظر لكون القائم على إدارة البورصة شركة خاضعة لأحكام القانون التجاري ، فقد فرض عليها الالتزام بأهم خاصيتين من خصائص القانون التجاري وهما : السرعة والائتمان .

(36) - المادة (18) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) .

(37) - المادة (05) من النظام رقم (97-03) .

(38) - المادة (03) من النظام رقم (97-03) .

(39) - المادة (04) من النظام رقم (97-03) .

(40) - المادة (2/41) من النظام رقم (97-03) .

(41) - المادة (13) من النظام رقم (97-03) .

(42) - المادة (02) من النظام رقم (97-03) .

(43) - المادة (06) من النظام رقم (97-03) .

(44) - المادة (19 مكرر 2/4) من المرسوم التشريعي رقم

(10-93) المعدل والمتمم .

- يسمح بمزامنة عمليات دفع وتسليم السندات بمفاوضة واحدة على مستوى سوق منظم .
- يجنب مخاطر ضياع أو سرقة الشهادات المادية للسندات .
- يقلل من مدد نتائج التحويلات(51) .

### المبحث الثاني : مدى مساهمة التنظيم القانوني للبورصة في أدائها لوظائفها

بعد أن عرضت في المبحث الأول من هذه الورقة أبعاد التنظيم القانوني للبورصة ، أقف الآن على دور وفعالية هذا التنظيم في تنشيط البورصة ، مبينا ذلك من وجهتين : الوجهة الأولى من حيث هيكل البورصة ، والثانية من حيث نشاطها .

#### المطلب الأول : من حيث هيكل البورصة

إن التنظيم الهيكلي للبورصة يعتمد على وجود ثلاثة هيئات هي : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، شركة تسيير بورصة القيم ، والمؤتمن المركزي على السندات . إن اضطلاع اللجنة بمهمة التنظيم والرقابة، والشركة بمهمة التسيير والإدارة للقيم المنقولة، وانفراد المؤتمن المركزي بتوفير السندات ينبئ عن وجود تنسيق وظيفي بين هذه الهيئات يجنبها تداخل الصلاحيات والاختصاصات. هذا التوزيع الجيد للصلاحيات يكون له أثره العام في تنشيط البورصة .

أما بالنسبة للتنظيم القانوني فالملاحظ أن المشرع قد رفع درجته من مستوى التنظيم إلى التشريع ، وهذا ما يظهر من خلال صدور المرسوم التشريعي رقم (10-93) المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، والذي يعتبر بمثابة القانون وبقيّة القوانين المعدلة له ، والذي ألغى ضمنا النصوص السابقة المنظمة للبورصة ، وهي المرسوم التنفيذي رقم (91-169) المؤرخ في 28/05/1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة ، والرسوم التنفيذية رقم (170-91) المؤرخ في 28/05/1991 المحدد لأنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها .

البورصة وهي : مجمع صيدال ، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ، ومؤسسة الرياض سطيف(45) .

- كما يمكن أن يساهم في تكوين رأسماله :
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة .
- الشركات المصدرة للسندات .
- الوسطاء في عمليات البورصة(46) ، وفي هذه الحالة يجب ألا تقل مساهمتهم في رأسمال المؤتمن المركزي عن مليوني دينار(47) .

ويندرج ضمن القيم المقبولة الأسهم، السندات، وحصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة(48) . كما يكون الشخص المعنوي المصدر للسندات مقبولا في المؤتمن المركزي بعد اتفاقية يبرمها مع الشركة(49) .

وتمارس لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة رقابتها على المؤتمن المركزي بخصوص أدائه لمهامه(50) .

وتظهر أهمية وجود المؤتمن المركزي كهيئة وظيفية في البورصة من خلال مساهمته الفعالة في تنشيطها وفق الآتي :

- يسمح بموافقة تسيير السندات للقواعد الدولية .
- يسمح بوجود مفاوض وحيد يتعامل مع الوسطاء الماليين للسندات المقيدة أو غير المقيدة .
- يمكن مصدري السندات من تخفيض مصاريف الدعوة العلنية للاذخار .

(45) - المادة (19 مكرر 1/3) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدل والمتمم .

(46) - المادة (19 مكرر 2/3) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدل والمتمم .

(47) - المادة (02) من النظام رقم (03-05) المؤرخ في 18/03/2003 المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات ، الجريدة الرسمية العدد (73) ، صادرة بتاريخ 30/11/2003 .

(48) - المادة (06) من النظام رقم (03-01) المؤرخ في 18/03/2003 ، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات ، الجريدة الرسمية العدد (73) ، صادرة بتاريخ 30/11/2003 .

(49) - المادة (03) من النظام رقم (03-01) .

(50) - المادة (19 مكرر 4) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدل والمتمم .

(51) - المصدر : الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz)

وسير السوق ، وهذا ينعكس إيجاباً على نشاط البورصة .

إن هذه الاستقلالية تتأكد عندما نعلم أن المشرع لم يفسح مجالاً للطعن في قرارات اللجنة إلا أمام الغرفة الإدارية للمجلس القضائي (55) أي أن الرقابة على أعمال اللجنة ذات طابع قضائي .

### الفرع الثاني : بالنسبة لشركة تسيير

#### بورصة القيم

خص التشريع البورصي شركة تسيير بورصة القيم بوظيفة تنظيم معاملات إدخال وتداول أو التفاوض حول القيم المنقولة . وفرض على هذه الهيئة شكل شركة مساهمة ، وهذا يتوافق مع الأحكام العامة الواردة في القانون التجاري والنصوص القانونية المنظمة للقيم المنقولة ، باعتبار أن شركة المساهمة تعد النموذج الأمثل لإجراء هذه المعاملات : من الناحية التنظيمية بالنظر للضمانات المقدمة ، ومن الناحية العملية لأن رأسمالها يتكون من مجموع القيم المنقولة المطروحة للتداول .

### الفرع الثالث : بالنسبة للمؤتمن المركزي

#### على السندات

إن المؤتمن المركزي على السندات شركة مساهمة أنيطت بوظيفة توفير السندات والأسهم في متناول الجمهور الراغبين في اقتنائها ، فهو بمثابة معرض لهذه القيم المنقولة ، يجنب الراغبين في الاكتتاب عناء البحث عنها .

إن ظهور هذه الهيئة الجديدة في البورصة نتج عنه بروز وسطاء جدد في التعاملات ويتعلق الأمر بماسكي الحسابات وحافظي السندات (56) ؛ إضافة إلى الوسطاء العاديين الذين يقومون بالتفاوض حول التداول لصالح زبائنهم .

كما أن الشكل القانوني لهيئة المؤتمن المركزي « شركة مساهمة » يمكن من الاستفادة من هذا النموذج التجاري على النحو الذي بينت سابقاً .

كما أن طبيعة تكوين مساهماته تسمح بفتح جزء من رساميل البنوك العمومية وبعض المؤسسات العمومية للادخار العلني ، وهو ما يتفق مع مبادئ الإصلاح الاقتصادي الذي انتهجته الجزائر القاضي بفتح البنوك العمومية من أجل تمكينها من التنافسية وتوسيع نشاطاتها .

### المطلب الثاني: من حيث نشاط البورصة

(55) – المادة (57) من المرسوم التشريعي (10-93) المعدل والمتمم .

(56) – المادة (19 مكرر 1) من المرسوم التشريعي (93-10) المعدل والمتمم .

وهذا ينبئ كذلك عن الاهتمام التشريعي البالغ بالبورصة ووظيفتها وسيرها .

ويمكن تحليل مدى نجاعة تنظيم البورصة حسب هيئاتها الثلاثة .

### الفرع الأول: بالنسبة للجنة تنظيم ومراقبة

#### عمليات البورصة

1-تعتبر اللجنة سلطة ضبط مستقلة ، وهذا الأسلوب الحديث في إدارة المرافق الاقتصادية العامة يعد الأكثر ملاءمة ، لأنه يوازن بين حاجات خضوع المرفق لضوابط اقتصاد السوق ، وبين متطلبات نشاط الضبط الاقتصادي ، وخضوع المرفق لوصاية الدولة من أجل حمايته وحماية الاقتصاد الوطني من خلاله .

2-إن تشكيلة اللجنة تشكيلة متنوعة بين قضاة وخبراء وأكاديميين ومهنيين ، وهذا يوفر استقلالية وظيفية حقيقية للجنة من أجل ممارستها لمهامها بعيداً عن أي ضغوطات محتملة .

3-ومن ناحية التنظيم الإداري فإن رئيس اللجنة يعين بمرسوم تنفيذي بناء على اقتراح من الوزير المكلف بالمالية (52) ، وقد تم تصنيف وظيفة رئيس اللجنة كوظيفة عليا . غير أنه وطبقاً لما عهد العمل به بعد صدور المرسوم الرئاسي رقم (99-240) المؤرخ في 27/10/1999 فإن سلطة التعيين في الوظائف العليا المدنية والعسكرية للدولة باتت من اختصاص رئيس الجمهورية ، وبذلك تكون الاستقلالية النسبية لرئيس اللجنة باعتباره لا يخضع لوصاية وزير معين .

كما منح القانون للجنة سلطة وضع نظامها الداخلي والمصادقة عليه في أول اجتماع لها (53) .

4-أما بالنسبة للجانب المالي فهي تتلقى إعانة تسيير من ميزانية الدولة ، وتقبض أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها (54) .

ومن خلال ما سبق يتبين لنا أن اللجنة تتمتع بقدر من الاستقلالية يمكنها من أداء وظيفتها تهيئة منظمة ومراقبة للبورصة ، وبذلك فهي لا تخضع لأي سلطة أو ضغط إلا ما تتطلبه قواعد المهنية

(52) – المادة (02) من المرسوم التنفيذي رقم (175-94) المؤرخ في 13/06/1994 المتضمن تطبيق المواد 21، 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة .

(53) – المادة (26) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) .

(54) – المادتين (27) و(28) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) .

الانفتاح التعاقدى الذي قد يضر بمصالح صغار المدخرين ويهدد الائتمان المفترض في البورصة .

#### 4-الإصلاح الاقتصادي والمالي: إن الإطار

العام للإصلاح الاقتصادي والمالي يساهم مباشرة في تطوير البورصة ، ذلك أن من أبرز المعنيين بالإصلاح هم البنوك العمومية والمؤسسات المالية الأخرى ، هذه الأخيرة تسعى السلطات العمومية إلى إعادة تأهيلها وفتح رساميلها أمام المتدخلين والمتعاملين بغية تطويرها وعصرنتها .

ويعتبر البعض أن مرجعية الإصلاح المالي تقتضي تعزيز استقرار ومردودية القطاع المصرفي ، إلى جانب عصرنة أنظمة الدفع والإعلام ، كما تعد طريقة تسيير البنوك العمومية محط اهتمام ، بإنشاء علاقة تعاقدية بين الدولة ومسيري هذه البنوك<sup>(61)</sup> .

إن هذه النظرة الشاملة للإصلاح من شأنها أن تدعم موقف البنوك العمومية كطرف متدخل في البورصة ومساهم فيها ، وهو ما ينعكس بالضرورة على أدائها ونشاطها .

#### الفرع الثاني : بالنسبة للمتدخلين

يهتم التنظيم البورصي اهتماما بالغا بطبيعة العلاقة التي تجمع البورصة بالمتدخلين فيها ، ومن بين أهم التوجيهات الفاعلة في هذا الشأن :

1-الاهتمام القانوني بالوسطاء والالتزامات المفروضة عليهم ، باعتبارهم محرك المعاملات حول القيم المنقولة .

حيث حصر القانون ممارسة هذا النشاط في الشركات المؤهلة لهذا الغرض فقط<sup>(62)</sup> ، بعدما كان الأشخاص الطبيعيون مؤهلون لهذا كذلك .

وهذا الحصر يندرج في إطار حماية معاملات البورصة إذ أن الشركة بحكم طبيعتها وتنظيمها توفر ائمانا أكبر من الشخص الطبيعي الذي وإن كان يتمتع بخبرة ميدانية ، إلا أنها تنصهر أمام مقتضيات حماية الادخار والمتعاملين في البورصة .

2-إخضاع الوسطاء لنظام التجار فالزمهم بضرورة مسك سجلات يدونون فيها كل ما يتعلق بمعاملاتهم في البورصة ، هذه السجلات يبلغ عددها

إن التنظيم القانوني للبورصة له أثر هام وجلي على نشاطها ، هذا الأثر يتعلق بمدى فاعلية هذه النصوص القانونية في تطوير وتنشيط البورصة ، كما سأوضحه وفق الأسس التالية :

#### الفرع الأول: بالنسبة للإطار العام

##### والقانونى للنشاط

حيث يتميز التنظيم القانوني للبورصة من هذا المنظور بفاعلية ونجاعة إلى حد ما ، تظهر من خلال العناصر الآتية :

#### 1-التشجيع على الاستثمار: وهذا يظهر من

خلال وجود آليات قانونية تشجع على الاستثمار سواء بالنسبة للقطاع العام أو القطاع الخاص ، ومنها تعديل القوانين المنظمة للاستثمار لتتنجم مع مقتضيات اقتصاد السوق ، وصدور النصوص المتعلقة بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والاعتماد الإيجاري<sup>(57)</sup> .

#### 2-تشجيع الادخار: وذلك من خلال

الاعتناء بالإعلام الموجه للجمهور ؛ إلى جانب إمكانية تجزئة الأسهم إلى قيمة اسمية أقل حتى يتمكن الجمهور العريض من المساهمة ، وهذا بغرض تفضيل تطور السوق المالية والسماح بمساهمة عريضة للأجراء والجمهور في الرأسمال الاجتماعي بالنسبة للمؤسسات المخصصة<sup>(58)</sup> .

وأقر نفس القانون استفادة إجراء المؤسسة المرشحة للخصخصة الكاملة من ما نسبته 10% على الأكثر من الأسهم مجانا من رأسمال المؤسسة<sup>(59)</sup> ، وهذا يعد تشجيعا كذلك لصغار المدخرين على الولوج إلى البورصة .

#### 3-الطبيعة اللابحائية للعلاقات: إن أغلب

المعاملات والعلاقات التي تتم داخل البورصة هي ذات طبيعة لائحية<sup>(60)</sup> ، وهذا يتفق مع مقتضيات حماية الادخار العام ، والمتعاملين في البورصة من

(57) - وهي الأمر رقم (03-01) المؤرخ في 20/08/2001 ، المتعلق بتطوير الاستثمار المعدل والمتمم بالأمر رقم (08-06) المؤرخ في 15/07/2006 ، الجريدة الرسمية رقم (47) سنة 2001 و (47) سنة 2006 ؛ والأمر رقم (08-96) المؤرخ في 10/01/1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ؛ والأمر رقم (09-96) المؤرخ في 10/01/1996 المتعلق بالاعتماد الإيجاري ، الجريدة الرسمية رقم (03) سنة 1996 .

(58) - المادة (27) من الأمر رقم (04-01) المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية وتسييرها وخصصتها .

(59) - المادة (28) من الأمر رقم (04-01) .

(60) - المادة (31) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) .

(61) - مصطفى تملغاغت (مدير الشؤون النقدية والمالية بالمديرية العامة للخزينة بوزارة المالية) : الإصلاح المالي وأثره على قطاع العدالة ، مقال منشور في الموقع الإلكتروني لوزارة العدل : [www.mjjustice.dz](http://www.mjjustice.dz)

(62) - المادة (06) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة بالمادة (01) من القانون رقم (04-03) .

عند الاكتتاب، أثناء التداول وما بعده. وقد أصدرت اللجنة في ذلك النظام رقم (02-2000) المؤرخ في 20/01/2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة<sup>(66)</sup>.

فتوافر الإفصاح والعلانية، بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية وإصدار النشرات المكتوبة، ونشر الميزانيات ونتائج الأعمال يجعل المساهم على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وبما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم، ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول للسعر الحقيقي لها، بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق<sup>(67)</sup>.

### 3- مرونة العمليات في البورصة :

إن خاصية المرونة - وإن كانت نسبية- تتجلى في بعض المظاهر نذكر منها اعتبار القانون لخاصيتي السرعة والائتمان يفرضه انجاز العمليات بعجلة<sup>(68)</sup>.

وتظهر خاصية المرونة كذلك في إلغاء المشرع لشرط التحويل المصرفي للنقد، بالنسبة لحركة رؤوس الأموال التي يودعها الزبائن لدى الوسطاء في عمليات البورصة، لاستثمارها في شكل قيم منقولة<sup>(69)</sup>.

كما أقر التشريع البورصي إمكانية إجراء تداول السندات خارج البورصة وفق التراضي بين المتدخلين في السوق<sup>(70)</sup>.

### خاتمة

وبعد هذه الجولة التشريعية والتنظيمية في أحكام البورصة، نستنتج أن للتنظيم القانوني دور فعال وفعال جدا في تنشيط سوق الأوراق المالية، لأنه يشكل الإطار القانوني لها، ويبين الإطار المؤسساتي لسيرها، ويضمن لها أسباب التوافق مع

أحد عشر سجلا، وتخضع للرقابة الدائمة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويحتفظ بها الوسيط لمدة خمس سنوات بعد حفظها<sup>(63)</sup>.

3- الخصوصية: إن البورصة تساهم مساهمة فعالة في خصوصية المؤسسات العمومية، هذه العملية التي عرفت فشلا ذريعا في مراحلها الأخيرة. فقد اعتبرت البورصة عنصرا فعالا في مسار خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية، وهذا ما يظهر من خلال أحكام الأمر رقم (04-01) المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية، الذي قرر أنه يمكن اللجوء إلى آليات السوق المالية لتنفيذ عمليات الخصوصية<sup>(64)</sup>.

### الفرع الثالث : بالنسبة لعمليات البورصة.

وتبدو فاعلية النصوص المنظمة للبورصة في العمليات على القيم المنقولة فيما يلي :

#### 1- حماية وتقوية الائتمان:

ويتجلى ذلك من خلال ملاحظة الطابع الحمائي والوقائي للكثير من الأحكام القانونية والتنظيمية للبورصة، ويتجلى كذلك في معاينة الضمانات المفروضة على المتعاملين بالقيم المنقولة : كالضمانات المفروضة على الوسطاء من شروط التأهيل والاعتماد، وحياسة حصة من رأسمال الشركة، واعتبارهم تجارا.

كما يظهر مسعى حماية الائتمان البورصي من خلال اقتضاء القبول المفروض على الشركات الراغبة في تقييد قيمها المنقولة في البورصة<sup>(65)</sup>.

#### 2- الالتزام بالإعلام :

يعد الإفصاح عن البيانات عملية مهمة في دورة حياة تداول القيم المنقولة، ونظرا لأهمية هذه العملية فقد انفردت بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، من خلال اقتضائها إلزامية توفر النشرات والمذكرات الإعلامية الموجهة للجمهور وذلك في مختلف مراحل المعاملات: قبل الإصدار،

(66) - الجريدة الرسمية رقم (50) سنة 2000 .

(67) - صلاح الدين حسن السبسي : بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، القاهرة : عالم الكتب، ط1، 2003، ص 22 .

(68) - المادة (06) من النظام رقم (03-97) المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة .

(69) - المادة (07) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) التي كانت تنص على هذا الشرط، وقد ألغي بموجب آخر تعديل للمرسوم التشريعي رقم (10-93) بالقانون رقم (03-04) .

(70) - المادة (05) من المرسوم التشريعي رقم (10-93) المعدلة بالمادة (01) من الأمر رقم (10-96) .

(63) - التعليم رقم (02-99) المؤرخة في 03/03/1999 المتعلقة بالسجلات التي يجب مسكها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة .

(64) - المادة (26) من هذا الأمر .

(65) - أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول، مع ملاحظة أن للجنة أن تقرر خلاف ذلك . المادة

(31) من النظام رقم (03-97) المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم (87) سنة 1997 .



النهج العام للمنظومة القانونية الاقتصادية والمالية في الدولة.

وهذا التنظيم يعرف تطورا مهما خلال مسيرة البورصة النظرية على امتداد أربع عشرة سنة ، كما أن اللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة دور بالغ في تكملة المسيرة التنظيمية . لكن هذه المقاربة تبقى نظرية ونظرية بحتة ، تحتاج إلى دراسة مثلها ذات بعد تطبيقي وعملي يتم بين جدران مبنى البورصة لمعرفة الأسباب الحقيقية لفشلها ومعوقاتها ، وأسباب عزوف المؤسسات عن ولوجها في ظل وجود أرقام تتحدث عن خسارة البورصة لـ : 80 مليار دج ، وضعف مساهمتها في الناتج الداخلي الخام بنسبة لا تتجاوز 1 % .

## الاختصاص الجزائري اللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الجزائر

- مزاوولى محمد

...Il est nécessaire que les intervenants boursier soient surveillés et que la transparence soit assurée,...

la COSOB, est une autorité administrative indépendante, peut prononcer, sans être à proprement parler des sanctions pénales, présentent un caractère répressif très marqué, pour lui permettre de faire face à des mission sans cesse plus étendue. Les recours contre les décisions de la C.S.O.B relèvent du juge judiciaire...

### مقدمة:

مادام مناط التجريم هو حماية المصلحة العامة، فقد اقتصت الدولة بتحديدده، وتنظيم هياكله، واقتصار شرعية العقاب على شرعية الجريمة كمبدأ عام، فلا يجوز تجريم فعل أو معاقبة شخص إلا بناء على نص قانوني مكتوب.

و يثور الإشكال في ما يتعلق بالنصوص التجريبية للأعمال الاقتصادية، التي تتميز بالسرعة والتداخل، والتي لا يمكن للمشرع إن يفرض لها عقوبات مستقبلية ولا يمكنه حصرها وتجريمها، مما يعطي طابعا خاصا لمبدأ الشرعية في جرائم الأعمال، حيث وسع المشرع من سلطات السلطة التنفيذية تحقيقا للمصلحة العامة الاقتصادية، وأضفى عليها نوعا من المرونة.

فالطابع المرن والمتغير للنظام الاقتصادي، وعدم وجود نصوص واضحة قد يخلق ذريعة للمخرفين بالمساس بالمصالح المحمية، مما يقتضي السرعة في معالجة ما يستجد من المسائل الاقتصادية، وهو ما يتلاءم مع طبيعة السلطة التنفيذية المناط بها معالجة هذه الأوضاع بصورة متوازنة.

بناء على ذلك، خول القانون في الكثير من الأحيان في المجالات الاقتصادية لبعض

اللجان، الاختصاص في القيام بأعمال إجرائية جزائية، كاللجنة المصرفية، ومجلس المنافسة، والمجلس الأعلى للإعلام.. الخ .

وسنأخذ كموضوع للدراسة، اللجنة البورصية أو ما يعرف في القانون الجزائري، بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (Commission d'organisation et contrôle des opérations des bourses).

فما لمقصود بلجنة مراقبة البورصة؟ وما هي طبيعتها القانونية؟ وما هي طبيعة وحجية الإجراءات الجزائية التي تختص بالقيام بها؟ وهل تصدر أحكاما؟ وكيف يمكن الطعن في أحكامها؟ وما هي علاقتها بالقضاء التقليدي؟ وللإجابة على هذه الإشكالية حاولنا دراستها على الشكل التالي:

**الفصل الأول: ماهية لجنة مراقبة البورصة**  
**المبحث الأول: مفهوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.**

**المبحث الثاني: الجرائم التي تختص بها لجنة مراقبة البورصة.**

**الفصل الثاني: الإجراءات الجزائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.**

**المبحث الأول: مراحل سير الإجراءات أمام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.**

**المبحث الثاني: النظام الردعي المزدوج.**

**المبحث الثالث: ضمانات و حقوق الدفاع.**

**الخاتمة:**

### الفصل الأول: ماهية اللجنة عمليات البورصة

شهدت السوق المالية في الآونة الأخيرة تقدما ملموسا، نظرا للتطور الذي أدخلته العوامل الصناعية والتكنولوجية، مما ساهم في زيادة كفاءة أداء البنوك والمؤسسات المالية<sup>(1)</sup>.

وعلى هذا الأساس نتطرق إلى مفهوم هذه اللجنة وطبيعة الوظائف التي تقوم بها، بالإضافة إلى الجرائم التي تختص بها.

1 - الضوابط الرقابية للعمليات المصرفية، بحث إعداد مجلس إدارة البنك المركزي المصري، بجلسته المنعقدة بتاريخ: 2002/02/26.

تصدرها الدولة وأشخاص القانون العام وشركات الأسهم.<sup>(4)</sup>

وتنص المادة الرابعة من هذا القانون بأن بورصة القيم المنقولة تتكون من لجنتين:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة، مراقبة شركة تسيير بورصة سوق القيم المنقولة وشفافيتها.<sup>(5)</sup>

**المطلب الأول: تعريف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.**

لجنة تنظيم عمليات البورصة أو ما يعرف باللجنة البورصية، تنظم عمليات البورصة ومراقبتها كما تعتبر سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تتكون من رئيس وستة أعضاء يعينون لمدة أربع سنوات:

- قاض يقترحه وزير العدل.  
- عضو يقترحه محافظ البنك المركزي.

- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنيين المصدرين للقيم المنقولة.

- عضوان يختاران لما لهما من خبرة في المحال المالي أو المصرفي، أو البورصة.

تتكون هذه اللجنة وفقا للقانون الفرنسي من 12 عضوا، عضوا مستشاري دولة يتم تعيينهم من طرف نائب رئيس مجلس الدولة، ومستشاران لدى محكمة النقض، يتم تعيينهم من طرف رئيس محكمة النقض، (06) أعضاء يتم تعيينهم بالنظر إلى اختصاصهم ومؤهلاتهم في الجانب المالي، عن طريق الوزير المكلف بالاقتصاد بعد استشارة المنظمات التمثيلية للشركات التجارية والصناعية، عضوان يمثلان عمال المؤسسات وهيئات تقديم خدمات الاستثمار يعينهم الوزير المكلف بالاقتصاد بعد استشارة المنظمات التمثيلية.<sup>(6)</sup>

4 - المادة الأولى من القانون رقم 03-04، المؤرخ في 17/02/2003 والمتعلقة ببورصة القيم المنقولة.

5 - ناصر لباد: السلطات الإدارية المستقلة، مجلة إدارة، المجلد 11، العدد 1- 2001، ص 14.

6 - La Procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers, site Internet, www.c.o.b.fr

**المبحث الأول: مفهوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.**

عرفها المرسوم التشريعي رقم 93-10،<sup>1</sup> في مادته (20): (( تنشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ))، وما يلاحظ أن هذا النص المنشئ لا يحدد صفتها القانونية، مما يستوجب ضرورة الوقوف على المقصود ببورصة القيم المنقولة.

**أولا: القيم المنقولة:**

كما عرفتها المادة 718 مكرر 30 من القانون التجاري،<sup>(2)</sup> هي السندات القابلة للتداول، والتي تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعّر وتمنح حقوق مماثلة، حسب الصنف وتسمح بالدخول مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها.<sup>3</sup>

وبالرجوع إلى المادة 315 مكرر 33 فإن شركات المساهمة يمكن أن تصدر ثلاثة أنواع من السندات:

- سندات كتمثيل لرأسمالها،  
- سندات كتمثيل الديون التي في ذمتها،

- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر.

**ثانيا: بورصة القيم المنقولة:**

تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي

1 - مرسوم تشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، ج.ج. ص 04، 1993، العدد 34 الصادر بتاريخ 23 مايو 1993، ص 04، وعدل هذا المرسوم التشريعي بموجب الأمر رقم 96-31 المؤرخ في 10 يناير 1996، ج.ج. ص 04، العدد 3، بتاريخ 14 يناير 1996، ص 34. يتعلق ببورصة القيم المنقولة.

2 - القانون التجاري الجزائري.  
3 - نوال فنينخ: مزايا القرض السندي والحقوق المخولة لحملة سندات الاستحقاق، مجلة المؤسسة و التجارة - جامعة وهران، ابن خلدون للنشر والتوزيع، العدد الأول، سنة 2005، ص 09 وما يليها

### الفرع الثالث: الوظيفة التأديبية والتحكيمية.

تتولى لجنة مراقبة عمليات البورصة وظيفية التأديب والتحكيم من خلال القانون الذي نص على إنشائها لذا وضع غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة أي مدة انتخابها.

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

- تختص هذه الغرفة في المجال التحكيمي بدراسة نزاع تقني نتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة.

وتكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة، من جانب الوسطاء في عمليات البورصة، ولكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.(4)

وفي هذا الإطار وسّع المشرع الجزائري من الاختصاص التأديبي للجنة البورصة فألزمها بإخطار الهيئات المختصة كاللجنة المصرفية بنتائج الإجراءات التي اتخذتها في ما يتعلق بالكشف عن تبييض الأموال وتمويل الإرهاب، وكل أموال يشتبه أنها متحصلة من جناية أو جنحة، لا سيما الجريمة المنظمة أو المتاجرة بالمخدرات أو المؤثرات العقلية.(5)

### المبحث الثاني: الجرائم التي تختص بها لجنة مراقبة البورصة.

نظمت الجرائم التي تختص بها لجنة البورصة في فرنسا، بموجب الامر رقم 883-67 المؤرخ في 28-09-1967. والقانون المؤرخ في 02-08-1989.(6)

يُنْتَخَب رئيس اللجنة من بين مستشاري الدولة أو مستشاري محكمة النقض الأعضاء في هذه اللجنة، لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة يجدد نصفها كل ستة أشهر.

### المطلب الثاني: وظائف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تتمثل مهمة اللجنة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية الادخار والاستثمار في القيم المنقولة، وللقيام بذلك تتمتع اللجنة بممارسة السلطة التنظيمية، وتعتبر السلطة الإدارية المستقلة الثانية بعد مجلس النقد والقرض التي خولها القانون مثل هذه الاختصاصات بحيث يمكنها اتخاذ لوائح أو تنظيمات تنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، تكون قابلة للطعن أمام الهيئات القضائية المختصة.(1)

### الفرع الأول: الوظيفة القانونية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تقوم اللجنة بتنظيم سير السوق المالي، بسن اللوائح المتعلقة بحركة رؤوس الأموال والاستثمار في عمليات البورصة، اعتماد الوسطاء في العمليات المالية والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.(2)

### الفرع الثاني: وظيفة المراقبة والرقابة.

تجري تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو المنتجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة سندات مالية.(3)

وفي حالة وقوع ما يخالف الأحكام التشريعية، يطلب رئيس اللجنة من المحكمة إقرار الامتثال للأحكام ووضع حد للمخالفة، وعلى ذلك يمكن أن تعلق اللجنة عمليات البورصة لخمس أيام.

4 - أحسن بوسقيعة، المرجع السابق، ص138.  
5 - المادتين 12 و 20 من القانون رقم 05-01 مؤرخ في 27 ذي الحجة عام 1425 الموافق 6 فبراير سنة 2005، ج.ل.ج. لسنة 2005، عدد 11، للسنة الثانية والأربعون، ص 5 و 6، يتعلق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتها.

6 - Dominique Miellet et Bertrand Richard, Dirigeant de Société: un métier à risques, édition d'organisation, deuxième tirage 1996, p246

1 - ناصر لباد: المرجع السابق، ص 14.

2 Jean-Louis Rives -Large, et, Monique Contamine -Raynaud : Droit Bancaire, 6ème édition, 1995, p80.

وانظر كذلك، أحسن بوسقيعة، المرجع السابق، ص137.

3 - Jean-Louis Rives-Large, et, Monique Contamine-Raynaud, Droit Bancaire, Op.cit, p81.

وانظر كذلك، أحسن بوسقيعة، المرجع السابق، ص138.

وقد عرفت لجنة البورصة الفرنسية المعلومات: "(( بأنها المعلومات الغير معلنة، والتي قد تأثر على السير العام لقيم السوق)).<sup>(5)</sup> ومن هذا القبيل مدير المؤسسة التي تتوفر لديه معلومات بأن المؤسسة مقبلة على تحقيق عملية جيدة من شأنها أن تؤدي إلى رفع قيمة سنداتنا فيدفعون غيرهم إلى شراء أسهم قبل ارتفاع قيمتها، ونفس الشيء بالنسبة لمن يدفعون غيرهم لبيع أسهم قبل انخفاض قيمتها وذلك بعد نشر بيان ختامي سيئ.<sup>(6)</sup>

### الفرع الأول: أركان جريمة العالم بأسرار الشركة.

يتطلب لقيام هذه الجريمة عناصر معينة، هي صفة العالم بأسرار الشركة والحيازة على معلومات محددة غير مشاعة يمكن أن يكون لها انعكاس على السوق المالي واستغلال المعلومات المحفوظة ولا يشترط القانون الفائدة الناتجة عن العمليات ولا سوء نية الجاني، بل يكفي أن يكون الجاني عالما وواعيا بأنه يحوز معلومات امتيازية.<sup>7</sup>

### البند الأول: صفة الجاني في جريمة العالم بأسرار الشركة.

الغالب أن يكون الجاني من الأشخاص المطلعون بمناسبة وظائفهم أو مهنتهم على أسرار الأعمال المالية المتعلقة بالشركة، ويميز عادة بين المطلعين بقرينة وهم العالمون الأولون، أو العالمون بحكم القانون، وبين المطلعون الثانويين، أو العالمون الفعليين.<sup>(8)</sup>

- ينتمي إلى المجموعة الأولى مديرو الشركات، كالرئيس المدير العام، والقائمون

أما في الجزائر، فقد نص عليها في المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة،<sup>(1)</sup> وبالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17-02-2003 وتأخذ هذه الجرائم صور ثلاث، جنحة العلم بأسرار الشركة،<sup>2</sup> جنحة القيام بأعمال غير شرعية في السوق المالي، نشر معلومات خاطئة.

### المطلب الأول: جنحة العالم بأسرار الشركة.

تعتبر هذه الجريمة الصورة المنصوص عليها في الفقرة الأولى من المادة 60 المذكورة أعلاه، بقولها "(( يعاقب كل شخص تتوفر له بمناسبة ممارسة مهنته أو وظيفته معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو بتعمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك إن يطلع الجمهور على تلك المعلومات))."<sup>(3)</sup> والمقصود بهذه الجريمة، أن من يستغل معلومات صحيحة وممتازة وسريّة، في إطار ممارسته لوظيفته، يجهلها الجمهور، لإنجاز عمليات في سوق البورصة.<sup>(4)</sup>

- 1 - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 14-01-1996.
- 2 - استعمل هذه التسمية الاستاذ أحسن بوسقيعة، المرجع السابق، ص 139. ومن الفقه من استعمل مصطلح (جرائم التعامل مع المعلومة - جرائم العالمين ببواطن الأمور)، انظر منير بوريشة: المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002، ص 135.
- 3 - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- 4 - قرار مؤرخ في 23 ربيع الاول عام 1412 الموافق 26 يونيو سنة 2000، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000 المؤرخ في 14 شوال عام 1420 الموافق 20 يناير سنة 2000، ج.ج.رقم 50 لسنة 2000، السنة السابعة والثلاثون، والمتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمتها مسخرة في البورصة، ص 16.

5 - Dominique Miellet et Bertrand Richard, Dirigeant de Société: un métier à risques, Op. cit, p247.

6 - أحسن بوسقيعة: الرجوع السابق، ص 140.

7 - مزاولي محمد: نطاق المسؤولية الجنائية لمسيري المؤسسات الاقتصادية في القانون الجزائري، دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، المركز الجامعي بشار، 2005-2006، (غير منشورة) ص 176 وما بعدها.

8 - المادة 04 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02-2000.

البورصة في فرنسا، إلى إصدار التنظيم رقم 08-90، لسد هذا الفراغ بنص المادة 05 على معاينة كل شخص تتوفر له معلومات امتيازيه وهو يعلم بذلك.

### المعلومات المتوفرة لدى الجاني:

ويجب أن تنصب هذه المعلومات وفقا للمادة 60 السالفة الذكر:

- أما على منظور مصدر سندات أو وضعيته.

- وإما على منظور تطور قيمة منقولة في السوق.

كما يجب أن تكون هذه المعلومات امتيازية،<sup>(4)</sup> ويعرفها القضاء بأنها معلومات لها طابع الدقة والتأكيد والخصوصية والسرية.<sup>(5)</sup>

### البند الثاني: الركن المادي لجريمة العالم بأسرار الشركة.

#### أولا: النشاط الإجرامي:

يتمثل النشاط الإجرامي في إنجاز عمليات في السوق عن طريق البيع أو الشراء، لأي أسهم أو قيم منقولة يمكن تداولها في السوق المالي،<sup>(6)</sup> أو بالتدليس أو السماح للغير بإنجاز عملية في السوق.

#### أ- إنجاز عملية في السوق:

إن التفسير الضيق لنص المادة 465-1 فرنسي، يتضح أن التجريم لا يسري إلا إذا ارتكب السلوك الإجرامي في السوق وأيد ذلك بالقرار القضائي، رقم 297 الصادر في 16/03/1994.<sup>(7)</sup> اعتبر القضاء الفرنسي، أن إعطاء أمر لأحد البنوك لبيع أو شراء أسهم يكفي لقيام الجريمة، ويؤخذ بتاريخ إعطاء الأمر وليس بتاريخ تنفيذه، ويشير الفقه والقضاء إلى إن العالم بأسرار الشركة يقع عليه واجب الامتناع، وهذا لا يقبل عذر أو عدم الاحتياط.<sup>8</sup>

بالإدارة، والمديرون العامين، أعضاء مجلس المراقبة، أعضاء مجلس المديرين وأزواجهم.<sup>(1)</sup> في حين لا يوجد ضمن العالمين الأولين الشركاء حتى وإن كانوا يحوزون على الأغلبية، ولا محافظ الحسابات.

- وتشمل المجموعة الثانية، أي العالمون الثانويين كل أولئك الذين تسمح لهم وظيفتهم أو مهنتهم الحصول على سر الأعمال.

- ولا يوجد ضمن هؤلاء، الصحفيون أو المحللون الاقتصاديون والماليون الذين يصعب بشأنهم إثبات ما إذا كانت المعلومات التي يحوزونها ذات طابع ممتاز أو لا.

ومع ذلك فقد أدين في فرنسا صحفي مختص في المسائل المالية الذي استغل معلومات لم تنشر بعد، تحصل عليها من طرف مديري شركة، فقام بشراء السندات الشركة عن طريق شخص مسخر لذلك بعدما علم بتقليص ديون تلك الشركة وحصولها على أرباح ثم قام ببيع السندات محققا بذلك أرباح.<sup>(2)</sup>

كما اعتبر القانون الفرنسي الرؤساء، المديرين العامين، أعضاء مجلس المديرين، ممثلو الأشخاص المعنوية، والأشخاص المعنوية، كما وسع القانون، ليشمل كل من تسهل له وظيفته الحصول على معلومات ممتازة وسرية، كعمال المؤسسات المالية، والقائمين بالأعمال في الشركات والمؤسسات المالية، ووسع القضاء الفرنسي هذا المجال ليشمل المستشارين الماليين، المحامين و الخبراء المحاسبين.<sup>(3)</sup>

#### المستفيدون من أسرار الشركة:

لا يجرم القانون القيام بعمليات غير شرعية بناء على المعلومات التي تلقاها خارج أي نشاط مهني، وإنما يعاقب العالم بالسر الذي سمح لغيره القيام بعمليات غير شرعية، غير إن إقامة البرهان على مصدر المعلومات أمر صعب الإثبات، مما حدا بلجنة عمليات

4 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص142.

5 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit, p279

6- P.Dupont-Delestraint : Droit pénal des affaires et des sociétés commerciales, Dalloz, 2ème édition, p340.

7 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit, p284.

8 - انظر المادة 04 من القرار المؤرخ في 23 ربيع الأول عام 1412 الموافق 26 يونيو سنة 2000، يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ج/ر.ج رقم 50 لسنة 2000، السنة السابعة والثلاثون، والمتعلق

1 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, édition Armand

Colin, 2001, p276et277.

2 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص141.

3 - Jean-Paul Antona, Philippe colin et François Lengart: La Responsabilité Pénale des cadres et des dirigeants dans le monde des Affaires, édition Dalloz, 1996, p61.

سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط.

ويمكن رفع مبلغ الغرامة إلى أكثر من المبلغ المذكور حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، ودون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه.<sup>(4)</sup>

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القانون الجزائري لم يكن يعترف بالمسؤولية الجزائية للأشخاص المعنوية عن الجرائم البورصية عند إصداره المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 14-01-1996 .

أما وأنه قد أقرها، بات من الضروري تحديد مسؤولية الأشخاص المعنوية عن هذا النوع من الجرائم، وخاصة وان علمنا أن معظم العمليات في السوق المالية تتم من طرف أشخاص معنوية.<sup>5</sup>

أما القانون الفرنسي فقد فرق بين عقوبة الشخص الطبيعي، والشخص المعنوي.

#### **الشخص الطبيعي:**

وعقوبته الحبس لسنتين، وغرامة حدها الأدنى 10.000.000 فرنك فرنسي.

#### **الشخص المعنوي:**

فإلى جانب العقوبات المالية، يمكن للقضاء الحكم بالمنع المؤقت أو الحل والمنع من ممارسة النشاط.<sup>(6)</sup>

#### **المطلب الثاني: جريمة القيام بأعمال غير شرعية في سوق البورصة.**

وتتمثل في إعطاء معلومات خاطئة و التأثير على سلم القيم، ويجرمها في فرنسا نص المادة 1-465 من قانون النقد والمالية الفرنسي، الذي يعرف الفاعل، "بأنه كل شخص يقوم بأعمال غير شرعية"، وبالتالي فقد وسع من دائرة التجريم، خلافا لجريمة العالم بالأسرار

#### **ب- السماح بإنجاز عمليات في السوق:**

إذا كان القانون قد فرض واجب الامتناع فإنه فرض أيضا واجب كتمان السر. وعليه جرم المشرع العالم بأسرار الشركة الذي يسمح لغيره بإنجاز عملية في السوق بصورة متعمدة، أما الغير المستفيد يبقى خارج دائرة التجريم والعقاب ولا عذر في نقل المعلومات إلا إذا كان للضرورة المهنية.<sup>(1)</sup>

ج- الأصل هو سوق بورصة القيم وهو المكان الذي ترتكب فيه الجريمة، غير انه أمام تصاعد عدد المفاوضات التي تجري خارج سوق البورصة، اضطر المشرع الفرنسي إلى استبدال عبارة سوق البورصة بعبارة "السوق".

#### **ثانيا: وقت ارتكاب الجريمة.**

يكون وقت ارتكاب الجريمة مزامنا للفترة التي كان فيها واجب الامتناع أو كتمان السر ساريا على الجاني، وسريان هذه الفترة يبدأ حينما تصبح فيها المعلومات امتيازية دقيقة ومؤكدة، وذلك يرجع للسلطة التقديرية غير أنه ليس من اليسير معرفة متى تكون المعلومات مجرد إشاعة أو تكهن إلى اليقين.<sup>(2)</sup>

وقد قضت محكمة النقض الفرنسية، أن إعطاء أخبار مخيفة عن عجز الشركة يعتبر تكهن، ولا يشكل معلومات امتيازية.<sup>(3)</sup>

#### **البند الثالث: الركن المعنوي لجريمة العالم**

##### **بأسرار الشركة.**

ولكي يتوافر القصد الجنائي، يجب أن يكون الفاعل عالما بأن المعلومات التي في حوزته دقيقة وسرية، ومن شأنها التأثير على قيم السوق، وأن تتجه إرادته في استعمال هذه المعلومات إلى تحقيق الربح.

#### **الفرع الثاني: عقوبة جريمة العالم بأسرار**

##### **الشركة.**

إلى جانب الجزاءات الإدارية، يتعرض مرتكب الجريمة إلى العقوبات الجزائية، حيث تعاقب المادة 60 من المرسوم السلف الذكر، على أن الجريمة بالحبس عن 06 اشهر إلى 5

4 - نفس المرجع والصفحة.

5 - بموجب القانون رقم 04-15 المؤرخ في 27 رمضان عام 1425 الموافق 10 نوفمبر سنة 2004، المعدل والمتمم للأمر رقم 66-156 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون العقوبات، ج/ر رقم 71 لسنة 2004.

6 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit, p286

بالملغوات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمتها مسجلة في البورصة، ص 16.

1 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص143.

2 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit, p282

3 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص145.

جدا من مستوى الصفقات التي تعرف انخفاضا وذلك من أجل التعجيل في الانخفاض.<sup>(4)</sup>

3- العمليات التي تتمثل في إنجاز نفس النوع من العمليات بطريقة تسمح بالاستفادة من المواقع التي سبقت شغلها في سوق مفتوح على عدة اختيارات.

4- العمليات التي تتمثل في دفع أسعار سند نحو الارتفاع و ذلك قبل إصدار سندات رأس المال عن طريق إعادة الشراء أو بأية طريقة مقابلة.

5- إن كلمة المناورة لا تعني ضرورة إقامة الرابطة السببية بين العمل المجرم، ونتائجه بخلاف لو استعمل كلمة (( المناورة من شأنها)) وبالتالي تقع الجريمة إذا كانت تحمل غرضا مشبوها.

ت- المناورة التي تظلل الغير.

يسمح هذا الشرط بإبعاد من مجال الجريمة، الممارسات الضرورية لتثبيت الأسعار لفائدة المدخرين الصغار، وهذا التثبيت خلال الأيام أو الأسباب التي تسبق العملية.

ج- السوق:

تستفيد الصفقات المتعلقة بالقيم المنقولة من سوق خاص بها وهي البورصة، وعلى ذلك خص المشرع الجزائري بالذكر سوق القيم المنقولة، محتذيا في ذلك حذو القانون الفرنسي، غير أن القانون الفرنسي، لم يعد يشير لسوق البورصة بتخليه عن لفظ البورصة موسعا بذلك مجال تطبيق الجريمة، كالأعمال التي تنجز خارج البورصة.<sup>(5)</sup>

البند الثاني: الركن المعنوي لجريمة القيام

بأعمال غير شرعية في سوق البورصة.

خلافًا للقانون الفرنسي الذي اشترط علم وتعمد الفعل من الجاني الإخلال بالسير العادي للأسعار في السوق،<sup>(6)</sup> جاء النص الجزائري خال من مثل هذه الإشارة إذ لم يشترط المشرع التعمد ولا سوء نية الجاني.

الفرع الثاني: عقوبة القيام بأعمال غير

مشروعة في سوق البورصة.

التي حددت الفئات التي يمكنها القيام بالفعل المجرم.<sup>(1)</sup>

لقد أدرجت هذه الصورة في القانون الجزائري المتعلق ببورصة القيم المنقولة، إثر تعديل نص المادة 60 من المرسوم التشريعي المذكور بإضافة فقرتين أحدهما جاءت بهذه الصورة، وهي منقولة من المادة 10-3 من الأمر الفرنسي المؤرخ في 28-09-1967 المعدل والمتمم.

وفي هذا الصدد، تنص المادة 60 المعدلة في فقرتها الثانية، على تطبيق الجزاءات المقررة لجنة العلم بأسرار الشركة، على ((كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر، مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير)).<sup>(2)</sup>

الفرع الأول: أركان جريمة القيام بأعمال

غير شرعية في سوق البورصة.

تقوم هذه الجريمة على ركن مادي ومعنوي،

البند الأول: الركن المادي لجريمة القيام

بأعمال غير شرعية في سوق البورصة.

ويتحقق هذا الركن بالتصريح للجمهور بأي وسيلة من وسائل الاتصال، معلومات خاطئة، من شأنها أن تؤثر على مصداقية العمليات المصرفية.<sup>(3)</sup>

ويتكون من ثلاثة عناصر هي:

أ- مناورات بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة:

بالرجوع إلى القانون الفرنسي، يمكن أن تتجسد هذه المناورات في أربعة أنواع من العمليات وهي:

1- العمليات التي تتمثل في إحداث عن طريق البيع على المكشوف، حركات خفض معتبر في سعر أسهم شركة لا يبرره وضع الشركة، متبوعة بإعادة شراء كمية أكبر من السندات بسعر منخفض جدا.

2- العمليات التي تتمثل في القيام بنفس العملية، عن طريق إذاعة أخبار أو شائعات أو عن طريق عروض بيع يكون مستواها قريبا

4 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص148.

5 - نفس المرجع والصفحة.

6 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit, p291

1 - Ibid, p290

2 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص147.

3 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit, p290



تقتضي هذه الجريمة قصدا عاما يتمثل في التعمد كما يتجلى ذلك من النص الذي أشار إلى تعمد نشر المعلومات ولم يشترط المشرع الجزائري قصدا خاصا فلا يشترط إن يكون النشر من أجل التأثير على السندات<sup>3</sup> (2) أما القضاء الفرنسي فقد اشترط قصدا خاصا بحيث يجب أن يقوم الفاعل بأعمال تدليسية ، بنية الإضرار بالغير.

### الفرع الثاني: عقوبات جريمة نشر معلومات خاطئة.

بالنسبة للعقوبات الجزائية والإدارية فقد نصت المادة 60 على نفس العقوبات المقررة لجريمة العالم بالأسرار أو القائم بالمنافسة. أما العقوبات المقررة في قانون العقوبات فقد نصت المادة 1/172 منه "((كل من أحدث بطريق مباشر أو عن طريق وسيط رفعا أو خفضا مصطنعا في أسعار الأوراق المالية الخاصة أو شرع في ذلك))".

1- بترويج أخبار كاذبة أو مغرضة عمدا بين الجمهور.  
وتعاقب هذه المادة بالحبس من 6 أشهر إلى 05 سنوات وبغرامة من 5.000 إلى 100.000 دج.

وعلى القاضي الأمر بنشر الحكم وتعليقه في الأماكن التي يبينها، كما يمكن القضاء على الجاني بالمنع من الإقامة من سنتين إلى 5 سنوات وبالمنع من ممارسة حق أو أكثر من الحقوق الوطنية، فضلا عن المنع من مزاوله مهنة أو نشاط له صلة بالجريمة المرتكبة، كما يجوز لجهة الحكم أن تأمر بمصادرة القيم المنقولة محل الجريمة.

وقد عاقب المشرع الفرنسي على الشروع بقوله في المادة 465-2 كل " من قام بأعمال أو حاول القيام...".

وعليه فإن الرأي الذي تبديه لجنة البورصة أمام الجهات القضائية، وفي أي مرحلة من مراحل الدعوى، يجب إن يؤسس على هذا النص<sup>(4)</sup>.

### الفصل الثاني: الإجراءات الجزائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

تعاقب المادة 60 بنفس العقوبة المقررة للعالم بأسرار الشركة، بالحبس من 06 أشهر إلى 50 سنوات والغرامة قدرها 300.000 دج أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط ويمكن أن يصل المبلغ إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح دون أن تقل عن مبلغ الربح نفسه.

وهناك عقوبات إدارية تصدرها الغرفة التأديبية التابعة للجنة تنظم عمليات البورصة وتتمثل في الإنذار والتوبيخ، وحضر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد أو فرض غرامات بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتدفع لصندوق الضمان<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: جريمة نشر معلومات خاطئة.

أدرجت هذه الجريمة في قانون بورصة القيم المنقولة، اثر تعديل المادة 60 من لمرسوم التشريعي، رقم 93-10 بالقانون 03-04 ويعاقب عليها المشرع بنفس عقوبة العالم بأسرار الشركة.

### الفرع الأول: أركان جريمة نشر معلومات خاطئة.

#### البند الأول: الركن المادي لجريمة نشر معلومات خاطئة.

يتمثل الركن المادي للجريمة في نشر معلومات غير صحيحة بطرق ووسائل شتى، وقد وسع المشرع الفرنسي من هذا النص عند قوله "بطرق شتى" ليشمل كل الأعمال التي يمكن إن يبتدعها العقل الإنساني بغرض غير شرعي<sup>(2)</sup>.

فيجب أن تكون المعلومات خاطئة تنطوي على غش ومحل الغش يشمل كل السندات محل التداول والبورصة وذلك للتأثير على الأسعار ولا يهتم الوصول إلى نتيجة أما وسائل نشر المعلومات فلم يشترط المشرع وسيلة محددة فيكفي أن تؤدي إلى نشر وإشاعة الخبر عند الجمهور.

#### البند الثاني: الركن المعنوي لجريمة نشر معلومات خاطئة.

3 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص153.

1 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص150.

4 - Michel Véron, Droit pénal des Affaires, Op.cit,p293

2 - Michel Véron : Droit pénal des Affaires, Op.cit,p292.

يتم إرسال رسالة إلى مرتكب المخالفة، موسى عليها مع العلم بالوصول، تسلّم باليد إلى الشخص موضوع المتابعة عن طريق المحضر القضائي مرفقة بنسخة تقرير المراقبة والتحريات.

للشخص المتابع مهلة شهر لإرسال ملاحظاته الكتابية، إلى رئيس لجنة التنظيم، وفي حالة ما إذا كان الشخص يقيم خار المنطقة الاقتصادية الأوروبية تمتد المهلة إلى شهرين، وتحدد في هذه الرسالة طبيعة الجريمة بشكل دقيق مع إخطاره بأن له الحق في الحصول على نسخة من ملف الموضوع لدى اللجنة.

### المطلب الثاني: مرحلة التحقيق.

#### الفرع الأول: السلطات العامة للتحقيق.

اللجنة البورصة إمكانية العلم والاستعلام عن طريق تحقيقات يقوم بها أعوانها.

وفي الجزائر تجري اللجنة تحقيقات لدى الشركات التي تلجا إلى الادخار العلني والبنوك، والمؤسسات المالية، والوسطاء،<sup>(4)</sup> وعمليات البورصة، ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظرا لنشاطهم المهني، مساهمتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة، أو في المنتجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات أو سندات مالية.

ويعاقب القانون الفرنسي في المادة 642، كل شخص عرقل مهام المحققين، أثناء تأديتهم لأعمالهم طبقا لأحكام المادة 621-10، وتقرر هذه المادة أنه حتى يمكن للجنة أن تمارس أعمالها، أن تقوم بتعيين محققين معتمدين من طرف رئيسهم طبقا للشروط المنصوص عليها في المرسوم، ولهم سلطات واسعة تمكنهم من أداء عملهم كالاتصال بالوثائق وأخذ نسخ منها، كما يمكن لهم استدعاء وسماع أقوال أي شخص يمكنه تزويدهم بمعلومات، وحق دخول المحلات والأماكن المعينة.<sup>(5)</sup>

#### الفرع الثاني: السلطات الاستثنائية

##### للمحققين.

لا يمكن اتخاذ هذا إجراءات الجز والتفتيش، إلا عند البحث عن الجرائم المحددة

ففي فرنسا إن سلطات التحقيق، أو الجانب القانوني الردعي لهذه اللجنة لقي تدعيما بموجب القانون الصادر في أوت 1989، الخاص بالأمن والشفافية في الأسواق المالية، فبذلك أنشأ نظام ردعي ناتج عن ازدواجية تنظيمية عقابية، عن طريق المشرع أو عن طريق لجنة عمليات البورصة، غير أن هذه اللجنة كانت معفية من اتخاذ إجراءات عقابية بسبب قرارات محكمة النقض، التي ترى أن إجراءات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تتناقض المبادئ العامة لحقوق الإنسان كقرينة البراءة الأصلية، وضمان حقوق الدفاع، وفصل وظيفة التحقيق عن وظيفة العقاب، وفي التقرير السنوي لعام 2000، أعيدت هيكلتها، بما يتوافق مع متطلبات الاتفاقية الأوروبية لحقوق الإنسان، وتجميع التنظيمات عن طريق التقنين، بموجب الأمر 2000-2223 المؤرخ في 14-12-2000، الذي دخل حيز التنفيذ في أول جانفي 2001، الذي أدرجت أعماله، في قانون النقد والمال.<sup>1</sup>

أما في الجزائر فقد عرف المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، بالأمر 96-10 وبالقانون 03-04 المؤرخ في 17-02-2003.<sup>2</sup>

#### المبحث الأول: مراحل سير الإجراءات أمام

##### لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

إن الإجراءات المتبعة أمام هذه اللجنة تتمثل في إجراءات المراقبة والتحريات، وتتلوا هذه المرحلة، مرحلة التحقيق عن طريق سلطات عامة للمحققين وسلطات خاصة أو استثنائية للمحققين، و سير الجلسات والنطق بالحكم.<sup>(3)</sup>

#### المطلب الأول: إجراءات المراقبة

##### والتحري.

1 - DELMAS-MARTY et G. GIUDICELLI-DELAGE : Droit pénal des affaires 4ème édition, thémis. P.u.f, 2000, p471

2 - القانون 03-04 المؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فبراير سنة 2003، جز.ج.ج، عدد 11 للسنة الأربعة المعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10، المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، ص 20.

3 - La Procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers,site Internet,www.c.o.b.fr

4 - منير بوريشة: المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، المرجع السابق، ص 14 وما يليها.

5 - Michel Véron, Op.Cit, p266.

في المواد 565-01. من القانون الفرنسي، وتتعلق بجرائم العالم بأسرار الشركة، والمادة 460-02 والمتعلقة بأفعال غير شرعية في سوق البورصة أو السوق.<sup>(1)</sup>

#### البند الأول: التفتيش.

بعد صدور ترخيص بموجب أمر مسبب، من طرف المحكمة الجزائية التي تقع في دائرة اختصاصها المحلات المقرر تفتيشها وذلك بموجب طلب يقدمه رئيس اللجنة، وهذا الأمر غير قابل للطعن فيه إلا بالنقض، وهو غير موقوف التنفيذ إذ ترخص للمحققين،<sup>(2)</sup> القيام بزيارات في جميع المحلات سواء كانت خاصة أو مهنية، وذلك وفقا لما تنص عليه المادة 621-12 التي تشترط حضور ضباط الشرطة القضائية، ومراقبة القاضي الذي منحها الترخيص.<sup>(3)</sup>

#### البند الثاني: الحجز.

وهي عملية مرادفة لعملية التفتيش وبنفس الشروط المتعلقة بنوعية الجرائم وبصدور ترخيص بناء على أمر مسبب من طرف الجهة الجزائرية.

وبالإضافة إلى ذلك يشترط في الحجز كما في التفتيش الضوابط التي نصت عليها المادة 621-12، التي تحدد إجراءات معاينات تقرر بأن تتم هذه المعاينات، والحجوز تحت سلطة ومراقبة القاضي الذي منحها الترخيص وبحضور ضباط الشرطة القضائية، وبالتالي عرقلة مهام المحققين يكون عندما تكون هذه التحقيقات مرخصة وموافقة للشروط، وبالتالي يعاقب القانون على مجرد عرقلة مهام المحققين.<sup>(4)</sup>

1 - Ibid, p265.

2 - منير بوريشة: المرجع السابق، ص 210.

3 - المصدر كشف لجنة عمليات البورصة الفرنسية، رقم 350 أكتوبر 2000

(Bulletin COB n°350 Octobre 2000)

4 - Jean-Louis Rives-Large, et, Monique Contamine-Raynaud, Droit Bancaire, 6ème édition, 1995, p77.

فالمشرع منحها سلطات مهمة بموجب القانون (2 أوت 1989) الخاص بالأمن والشفافية في الأسواق المالية هذا القانون ساهم بشكل كبير في وضع نظام ردعي مزدوج وقد عدلت هذه الأحكام بالقانون رقم 2 جويلية 2000 المتعلق بتحديث النشاط المالي.(4)

وعلى هذا الأساس نتعرض إلى فكرتين أساسيتين هما الجمع بين المتابعات و الجمع بين العقوبات.

### المطلب الأول: الجمع بين متابعات اللجنة

#### و القضاء التقليدي

تتدخل اللجنة في حالة متابعة الجرائم الجنائية في البورصة على مستويين من ناحية تأسيسها كطرف مدني، وللجنة أن تبين للنائب العام الوقائع التي وصلت إلى علمها، والتي يمكن أن تشكل جريمة معاقب عليها، ومن ناحية أخرى للسلطة القضائية أن تطلب من رئيس اللجنة، الحضور لإبداء ملاحظاته لإثراء المرافعات، كما يمكن للجنة إجراء تحقیقات وأن تطلب من رئيس المحكمة الابتدائية القيام بالإجراءات التحفظية.(5)

### المطلب الثاني: طبيعة العقوبات التي

#### تتخذها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

إن سلطات لجنة مراقبة عمليات البورصة، تتمثل بشكل خاص في وضع تنظيمات، وفرض عقوبات في مواجهة المساس بالمسار العادي للسوق المالية، فتستطيع فرض عقوبات مالية، مثلا في فرنسا تقدر بـ 10.000.000 فرنك فرنسي، كما يمكن أن تشمل هذه العقوبات نشر قراراتها في الجرائد المعتمدة قانونا، أو عبر شبكات الانترنت .

ويكون الطعن في قرارات اللجنة، أمام محكمة استئناف باريس، وعلى سبيل المثال، فقد قامت اللجنة في فرنسا بإصدار مابين 1991 و 1999 مايقارب 70 قرارا عقابيا.

ومن خلال دراسة هذه العقوبات، نلاحظ أن 60 بالمائة من الحالات تتعلق بجرائم

### المطلب الثالث: سير جلسات لجنة تنظيم

#### ومراقبة عمليات البورصة.

تتم جلسات المتابعة طبقا لوجاهية الإجراءات، فالجلسة علنية، ما لم يقر رئيس الجلسة سريتها، ويناظر برئيس الجلسة تسييرها. يتولى المقرر أثناء الجلسة، عرض القضية والوقائع، يبدي ممثل الحكومة ملاحظاته للشخص المتابع، لإبداء دفاعه ويمكن لرئيس المحكمة سماع أي شخص يرى فائدة في سماعه.

وإن كان التحقيق غير كاف يمكن أن يطلب من المقرر إضافة تحقيق تكميلي، وبعد نهاية الجلسات، لأعضاء الجلسة التداول، وفي حالة تعادل الأصوات يرجح صوت الرئيس.(1) ويصدر القرار من طرف اللجنة، ويتم إمضاء رئيس هذه اللجنة ومن طرف العضو المقرر، وكاتب الجلسة ويتم إرسال القرار إلى جميع أعضاء اللجنة والى ممثل الحكومة.(2)

يشمل القرار أسماء أعضاء الجلسة، ويذكر من أن الشخص المتابع قد تم إبلاغه أو إعلامه برسالة موصى عليها مع العلم بالوصول عن طريق المحضر القضائي، ويرسل القرار كذلك، إلى رئيس سلطة السوق المالي و ممثل الحكومة، وإذا كانت القضية تتعلق بمؤسسة تقديم خدمات استثمارية، يتم إرسال نسخة من القرار إلى هيئة مؤسسات القرض ومؤسسات الاستثمار والى لجنة البنوك، ويذكر في القرار أن مصاريف المتابعة تقع على عاتق المتابع ويمكن للجنة نشر القرار في الجرائد المعتمدة لتلقي مثل هذه الإعلانات.(3)

### المبحث الثاني: النظام الردعي المزدوج

#### بين القضاء التقليدي والاختصاص الجزائي

#### لجنة مراقبة البورصة

عند إنشاء لجنة عمليات البورصة في فرنسا سنة 1967، ثم اللجوء إلى توسيع اختصاصها ومضاعفة سلطاتها، من أجل السماح لها بالقيام بمهامها بالشكل المطلوب،

4 - Michel Véron, Droit pénal des Affaires, Op.cit, p264. Voir en se sanse M. DELMAS-MARTY et G. GIUDICELLI-DELAGE : Droit pénal des affaires 4ème édition, thémis. P.u.f, 2000, p474.

5 - Michel Véron, Droit pénal des Affaires, Op.cit, p264

1 - Michel Véron, Droit pénal des Affaires, Op.cit, p265

2 - La Procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers, site Internet, www.c.o.b.fr

3 - La Procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers, site Internet, www.c.o.b.fr .

لرئيس الجلسة سماع أي شخص يرى فائدة في سماعه، وفي كل الحالات تبقى للمتهم الكلمة الأخيرة.<sup>(4)</sup>

### المطلب الثاني: قرينة البراءة الأصلية أمام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

يستلزم مبدأ البراءة عدم المساس بالحرية الفردية في أي مرحلة من مراحل الدعوى، وعدم توقيع الجزاء ما لم يصدر حكم من جهة قضائية مختصة، وصيرورة ذلك الحكم نهائيا.

ومن خلال التطور الذي مرت به لجنة عمليات البورصة في فرنسا، حيث لم تكن تراعي حقوق الدفاع أو أي ضمانات للأشخاص المتابعين من قبلها، مما وجه لها نقدا لاذعا من طرف المفوضية الأوروبية لحقوق الإنسان، التي ألزمتها بضرورة احترام المبادئ العامة للتقاضي، وفصل وظيفة التحقيق عن وظيفة الحكم. وبصفة عامة، ضرورة التوافق مع اتفاقية حقوق الإنسان الأوروبية.

والثابت في القضاء الفرنسي، أن أي عضوا من اللجنة عين بصفته مقررًا ومكلفًا بالتحقيق في قضية ما، لا يمكنه أن يشارك في المداولة، كما تلزم محكمة النقض الفرنسية للجنة، بضرورة احترام مبدأ البراءة الأصلية.<sup>(5)</sup>

وتتميز الإجراءات أمام اللجنة البورصية بالسرعة في التنفيذ من ناحية، ومن ناحية أخرى السرية المهنية، مراعاة خصوصية قطاع الأعمال.<sup>(6)</sup>

### المطلب الثالث: الطعن في القرارات الصادرة عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

المعلومات السرية، سواء جنح العالم بأسرار الشركة، أو جنحة إعطاء معلومات خاطئة، يكون القائم بها شخص طبيعي له علاقة بالسوق المالية أما الأشخاص المعنوية فيعتبر عددها ضئيلا، بالمقارنة مع الأشخاص الطبيعيين.<sup>(1)</sup>

### المبحث الثالث: الضمانات و حقوق الدفاع أمام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

إن ما يجعل للجنة البورصة أهمية كبيرة وفعالية، هو حفاظها على ما نصت عليه المواثيق الدولية والقوانين، من حقوق و ضمانات المتهم، المتمثلة في وجاهية الإجراءات، وعلانية الجلسات، وقرينة البراءة الأصلية، والطعن في قرارات اللجنة.<sup>2</sup>

### المطلب الأول: وجاهية الإجراءات أمام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ومبدأ الوجاهية في الإجراءات من أهم مبادئ النظام الاتهامي، إذ تتميز إجراءات المحاكمة بعلانيتها بالنسبة للجمهور، وشفاهيتها بالنسبة للخصوم، ضمانا لحيادة القاضي والمساواة بين الخصوم، و ضمان حقوق الدفاع.<sup>(3)</sup>

وذلك ما نلتمسه بشكل جلي، في سير جلسات اللجنة، إذ تتم بمواجهة الأطراف، وعلانية جلساتها، ما لم يقرر الرئيس سريتها، سواء شملت تلك السرية كل أو بعض فترات الجلسة إذا اقتضت ذلك المصلحة العامة، أو من شأن ذلك المساس بسرية عالم الأعمال، بالإضافة إلى أن الشخص المتابع بعد إبداء ممثل الحكومة ملاحظاته لإيداع دفاعه، ويمكن

1 - المصدر كشف لجنة عمليات البورصة الفرنسية، رقم 350 أكتوبر 2000

Bulletin COB n°350 Octobre 2000)

2 - Regards sur la responsabilité du chef d'entreprise – Six champs d'investigations et propositions d'améliorations, Février 1999 – Rapport commun à l'assemblée des chambres françaises de commerce et d'industrie (ACFCI) et à la chambre de commerce et d'industrie de Paris (CCIP).

3 احمد شوقي الشلقاني: مبادئ الإجراءات الجزائية في التشريع الجزائري، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 1999، ص 10.

وانظر في نفس الاتجاه عبد الله اوهابيه: شرح قانون الإجراءات الجزائية الجزائري، التحري والتحقيق، دار هومة، الجزائري، 2003، ص 32.

4 - La Procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers, site Internet, www.c.o.b.fr .

5 - Michel Véron: Droit pénal des Affaires, Op.cit, p264

6 - Regards sur la responsabilité du chef d'entreprise – Six champs d'investigations et propositions d'améliorations, Février 1999 – Rapport précité.

- DEFFAINS Bruno, STASIAK Frédéric: Organisation des disposition de la lutte contre la criminalité économique et financière En Europe, CREDES - Université de Nancy II, 2001, p06.

القضاء التقليدي، إضافة إلى فعالية القرارات التي تتخذها.

- وعليه، وإن كانت السوق المالية الجزائرية لا تزال في بداية تكوينها وأن هذا النوع من الجرائم، لم يعرف بعد طريقه إلى القضاء جزائري، كان من الواجب علينا أن نضع أيدينا على ما استقر عليه الفقه والقضاء الفرنسي، لسببين نخالهما وجيهين؛

- أولهما انتهاج السياسة الوقائية من هذه الجرائم لضمان الاستقرار المالي وتدعيم الثقة في المعاملات التجارية والاقتصادية، ومنه ضمان القدرة على جلب الاستثمارات الأجنبية في المجالات المالية.

- ومن الوجهة الثانية، تفريد النظرة القانونية الجزائرية بالانطلاق مما استقر عليه الفقه والقانون المقارن.

ويختص في فرنسا قسم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التابع لمحكمة استئناف باريس، بالنظر في الطعون ضد قرارات هذه اللجنة بالنسبة لطلبات الإلغاء والتعويض التي قد تترتب عليها مسؤولية الدولة، في حالة عدم مشروعية القرارات التي تصدرها اللجنة.<sup>(1)</sup>

في الجزائر يختص مجلس الدولة بالنظر في طعون طلبات اعتماد الوسطاء الماليين،<sup>(2)</sup> وكذا القرارات المتعلقة بالجزاءات التأديبية.<sup>(3)</sup>

أما الجزاءات الجزائية، فلم يحدد القانون الجزائري محكمة معينة للنظر فيها، وإنما أخضعها للقواعد العامة للاختصاص القضائي.

ونصت المادة 57 من القانون 03-04 على ما يلي: "يكون الحكم الصادر غير قابل للطعن كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة".<sup>(4)</sup>

### خلاصة البحث :

من خلال ما سبق، يمكن استخلاص النتائج

التالية:

إن النظام القانوني الجزائري الذي يقوم عليه السوق المالي من الأهمية بمكان، فقد دأب التشريع والقضاء على تدعيم السوق بنظام ردعي مزدوج، يتمثل في النظام القانوني العام المتمثل في قانون العقوبات، ونظام قانوني خاص، يتمثل في اختصاص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يراعي خصوصية عالم الأعمال، ويعمل على تدعيم الثقة في المؤسسات المالية، باعتبارها الشريان الأساسي للحياة الاقتصادية.

- ولقد راعى النظام الجزائري للجنة مراقبة عمليات البورصة، كافة القواعد الضرورية لإقامة عدالة تراعي النظام العام الاقتصادي، كاحترام حقوق الدفاع، وضمانات الأفراد واحترام الحقوق والحريات العامة.

- كما راعى مبدأ الشرعية، فهو لا يجرم الأفعال إلا بناء على نص القانون، مع مراعاة الخصوصية التي يقتضيها عالم الأعمال.

- كما تتميز الإجراءات أمام اللجنة البورصية بالسرعة الضرورية، التي يتطلبها قانون الأعمال، عكس الإجراءات القضائية المتبعة أمام

1 - Michel Véron, Droit pénal des Affaires, Op.cit,p262.

2 - المادة 09 من القانون 03-04.

3 - المادة 37 من القانون 03-04.

4 - أحسن بوسقيعة: المرجع السابق، ص139.

وإن كانت الروايتين متفقتين على الإطلاق من حيث المكان.

وانطلاقاً مما تقدم فإنه يمكن أن نعرف البورصة اصطلاحاً: بأنها سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية، وبالمثلثات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات الضابطة لذلك (7)

#### الفرع الثاني: البورصة والسوق:

بين البورصة والسوق علاقة عموم وخصوص مطلقين، فكل بورصة سوق وليست كل سوق بورصة. وذلك باعتبار أن كل منهما يعد مجالاً للعرض والطلب ولذلك حصر الاقتصاديون أوجه الفرق فيما يلي:

1. يتم التعامل في السوق بسلع متنوعة أما السلع المتعامل بها في البورصة فيجب أن تتوفر على شروط معينة منها(8)

◆ قابلية السلعة للتخزين.  
◆ كون السلعة مثلية تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد.

◆ أن يكون التعامل بالسلعة متكرراً  
◆ كون العرض والطلب على السلعة خاضعين لظروف متغيرة ومتقلبة وتكون أسعارها عرضة للتقلبات والتغيرات حتى تغري المتعاملين.

2. يترتب على المتعاملين في الأسواق تسليم السلعة موضوع التعامل سواء دفع الثمن فوراً أو بعد أجل معين أما في البورصة فقد يتم التسليم في المستقبل وقد لا يتم تسليم البضاعة على الإطلاق وتنتهي العملية بقبض فوارق الأسعار(10)

3. يجتمع في السوق البائع والمشتري والسلع موجودة ومنظورة أمام المتعاملين، أما في البورصة فإن التعاقد يتم عن طريق السماسرة والوسطاء(11)

4. السوق مفتوحة لكل طوائف التجار بينما تقتصر البورصة على طائفة معينة من التجار(12)

الفرع الثالث: أنواع البورصات

هناك ثلاثة أنواع من البورصات(13) وهي:

1. بورصة الأوراق المالية: ويتم التعامل فيها بالأسهم والسندات.

2. بورصة البضائع: وهي التي يتم فيها التعاقد بين البائع والمشتري على تسليم البضاعة في المستقبل.

3. بورصة القطع والمعادن النفيسة كالذهب والفضة(14).

### الأحكام الفقهية لمعاملات سوق البضائع الآجلة (بورصة العقود)

الدكتور: محمد دباغ

أستاذ محاضر جامعة أدرار

#### تمهيد:

قرر الفقه الإسلامي أن الأصل في المعاملات الإباحة (1) وهذا تسهيلاً على المتعاملين ومراعاة لحوائجهم المتجددة وكذا تشعب ضروب المعاملات المالية وأنواعها، غير أن الأصل المتقدم مقيد بمراعاة كون المعاملة لا تؤدي إلى الغبن أو الضرر لأن المعاملات المالية في الإسلام تتصف بالصبغة الإنسانية(2).

ومن أجل هذا وجدنا الفقه الإسلامي يتتبع مختلف التصرفات المالية قصد وضعها في إطارها الموضوعي وتكييفها تكييفاً صحيحاً قبل الحكم عليها.

وإذا كانت معاملات الأسواق قد تشعبت وتعددت فإن الفقه الإسلامي استطاع استيعاب هذا التنوع والتعدد ووضع كل ما أفرزه تطور الأسواق من معاملات وعقود، وضبط كل معاملة خارجة عن الأصل بشروط وقيود تجعلها مشمولة بأصل صحيح وإلا حكم عليها بالمنع والبطالان(3)

وفي ظل ما تقدم من قيود نحاول دراسة معاملات بورصة العقود المعروفة بسوق البضائع الآجلة وذلك وفق العناصر الآتية:

- تعريف البورصة وبيان أنواعها

-بورصة البضائع، مفهومها وفعاليتها الاقتصادية -نماذج من معاملات بورصة العقود وأحكامها الشرعية.

**المطلب الأول: تعريف البورصة وبيان أنواعها.**

**الفرع الأول: تعريف البورصة**

إن كلمة " بورصة " ليست عربية ولا معربة، وأصل نشأة هذا اللفظ هو أن التجار في القرن 16م كانوا يفتدون إلى مدينة بروج ببلجيكا وينزلون بفندق لعائلة تحترف الصرافة وكان منقوشاً على واجهة منزلهم الخارجية ثلاثة أكياس نقود Bourses رمزا لحرفتهم (4).

هذا ما ذكره الباحث أحمد الدرويش في كتابه أحكام السوق(5)، إلا أن الأستاذ الدكتور شمعون ذكر أن أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Anvers في بلجيكا عام 1460م(6)

وهكذا نلاحظ بين الروايتين نوع اختلاف مؤداه أن إطلاق مسمى البورصة قبل القرن 16م

## المطلب الثاني: بورصة البضائع: مفهومها، وفعاليتها الاقتصادية

### الفرع الأول: مفهوم بورصة البضائع

تعرف بورصة البضائع بالبورصة التجارية وهي أقدم عهداً من بورصة الأوراق المالية<sup>(15)</sup> وفكرة إنشاء هذه البورصة مبنية على حاجة الناس حيث إنهم كانوا يجتمعون في أماكن معينة لتبادل محاصيلهم الزراعية المختلفة.

وكانت هذه التبادلات تؤمن حاجات المتعاملين في مرحلة مختلفة من مراحل التطور الاقتصادي إلا أن تطور الحياة الاقتصادية وتتنوع الصناعات جعل من الأسواق أسواقاً مجردة يجري فيها التعامل على مثليات نموذجية محددة مسبقاً<sup>(16)</sup>

وجدير بالذكر أن سوق البضائع تنقسم بدورها إلى سوق عاجلة وسوق آجلة<sup>(17)</sup>

أ. السوق العاجلة: وهي سوق البضائع الحاضرة الجاهزة والموجودة فعلياً في المخازن والمستودعات بحيث يلتزم البائع بتسليمها مباشرة بعد تمام العقد<sup>(18)</sup>

ب. السوق الآجلة وموضوعها عقود ثنائية تتضمن التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً ويمكن التخلص منها بدفع فرق السعر لدى تصفية العملية<sup>(19)</sup>

الفرع الثاني: الفعالية الاقتصادية لبورصة البضائع إن التجار المتعاملين في سوق البضائع يأخذون بعين الاعتبار مختلف العوامل المؤثرة على الأسعار لذلك يقومون بعدة عمليات يحافظون بها على توازن السوق ويتفادون بها الخسارة وتتمثل الأهمية الاقتصادية لتعاملات البورصة إجمالاً فيما يلي: <sup>(20)</sup>

1. تيسير تموين بالمواد الضرورية للصناعة بأسعار مناسبة.
2. العمل على استقرار الأسعار ولذلك يقوم المضارب في سوق البضائع بالمراهنة على العوامل المؤثرة في الأسعار فإذا رأى مؤشرها في تزايد أقدم على الشراء بقصد البيع وإذا رأى المؤشر في هبوط فإنه يبرم عقوداً على أن يعيد شراءها بسعر أقل.
3. إيجاد سعر عالمي للبضائع التي تجري عليها المعاملات.
4. إيجاد سوق دائمة للسلعة<sup>(21)</sup>

5. تنظيم تصريف المحصولات والمنتجات<sup>(22)</sup>

**مثال تطبيقي:** تاجر له مخزن بضاعة معينة فإنه إذا هبط السعر يتكبد خسارة الاحتفاظ بالبضاعة، وإذا زاد السعر أمكنه أن يجني ربحاً عظيماً، فهو

يلجأ إلى سوق العقود لبيع كمية مماثلة من العقود في البورصة<sup>(23)</sup>

الفرع الثالث: الأحكام الشرعية لتعاملات بورصة البضائع

1. **التعامل العاجل:** ويسمى هذا النوع بالتعامل النقدي وهو الذي يقتضي تسليم الثمن للبائع والمثمن للمشتري حين التعاقد وكيفيته عرض عينات من البضاعة المعينة فيقوم المشتري بفحص العينة ويناقش السعر ويقوم بالتعاقد<sup>(24)</sup>

فهذا البيع لا ترى الشريعة مانعاً يقتضي تحريمه لأن البيع قد استوفى شروطه وأركانها<sup>(25)</sup>

2. **التعامل الآجل:** وتسمى البورصة التي يجري فيها هذا التعامل بورصة العقود فهي تبرم عقوداً دون حصول التسليم<sup>(26)</sup>

والعقود المذكورة هنا منها ما يشملها أصل صحيح كبيع السلم (( وهو بيع موصوف في الذمة إلى أجل ))<sup>(26)</sup> فالتعاقد إذا وقع على هذه الصفة لا شيء فيه لكن ثبت أن بورصة العقود لا تتم عقودها على هذه الصفة غالباً<sup>(27)</sup>

وإلى جانب ذلك نلاحظ عقوداً أخرى لا يشملها أصل صحيح، وهي مختلف فيها حسب ما يتضح في المطلب القادم.

### المطلب الثالث : نماذج من معاملات بورصة العقود وأحكامها الشرعية الفرع الأول : حكم بيع الإنسان مالا يملكه ( بيع المعدوم - والغرر )

من شروط المعقود عليه في البيع أن يكون موجوداً عند العقد فلا يصح التعاقد على معدوم ولا على ماله خطر العدم أي احتمال عدم الوجود كبيع الحمل في بطن أمه لاحتمال ولادته ميتاً وكبيع اللبن في الضرع لاحتمال عدمه إذ قد يكون انتفاخاً<sup>(29)</sup>

وتفصيل المذاهب في ذلك على نحو ما يلي :

1. مذهب الحنفية<sup>(30)</sup> والشافعية<sup>(31)</sup> اشترط عدم الجهالة والغرر سواء كان العقد من عقود المعارضات أو التبرعات وبناء عليه يكون التصرف بالمعدوم عندهم باطلاً سواء بالبيع أو الهبة أو الرهن لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع حبل الحبلية<sup>(32)</sup>

2. مذهب المالكية اشترط امتناع الغرر في المعاوضات المالية دون التبرعات كالوقف والهبة والرهن<sup>(33)</sup>



وسلم (( من ابتاع طعاما فلا يبيعه حتى يقبض ثمنه ))  
(41)

ولأنه قد يتخذ ذريعة إلى الربا فهو شبيه  
ببيع الطعام بالطعام نسيئة(42)

4. مذهب الحنابلة: قالوا لا يجوز بيع الشيء  
قبل قبضه إذا كان مكيلا أو موزونا أو معدوداً  
لسهولة قبض هذه الأنواع عادة، واستدلوا بمفهوم  
حديث الطعام الذي استدل به المالكية، ولأن المكيل  
أو الموزون لا يخرج من ضمان البائع إلا بالكيل أو  
الوزن، وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع  
ما لم يضمن فالعلة إذا هي الغرر كالحنفية(43)

فالحنابلة استثنوا الطعام لورود الحديث فيه  
واستثنوا المكيل والموزون والمعدود للغرر وعدم  
دخوله في ضمان المشتري إلا بالقبض

5. مذهب الظاهرية: جوز بيع الشيء قبل قبضه  
إلا القمح خاصة سواء بيع كيلا أو وزنا أو جزافا  
عملا بظاهر النهي في الحديث، والطعام عندهم لا  
يكون إلا قمحا.

وهكذا يتلخص أن الشافعية والحنفية يمنعون عقود  
بورصة البضائع الأجلة باعتبارها جارية على  
مقدرات مثلية وليست عقارات فالغرر في العقد واقع  
وعليه يكون البيع فاسداً عند الحنفية وباطلا عند  
الشافعية.

أما المالكية والحنابلة فيخرج على مقتضى  
تعليلهم للمنع جواز بيع الأعيان قبل قبضها إلا  
الطعام عند المالكية، وكل مكيل أو موزون أو  
معدود عند الحنابلة وقد رجح الزحيلي رأي  
الشافعية لعموم النهي عن بيع الشيء قبل قبضه(45)

### الفرع الثالث : البيع دون تحديد السعر

اتفق العلماء على عدم جواز البيع دون  
تحديد السعر لما في ذلك من الجهل وبناء على ذلك  
لا يصح البيع بما ينقطع عليه السعر أو بسعر السوق  
في يوم معين أو فترة محددة(46)

وهناك رواية عند الحنابلة رجحها شيخ  
الإسلام ابن تيمية وتلميذه ابن القيم تجيز البيع بما  
ينقطع عليه السعر في المستقبل نظراً لحاجة الناس  
لكن المقصود بذلك- كما بينه الزحيلي(47) - سعر  
السوق وقت البيع لا أي سعر يتحدد في المستقبل.

حيث قال (( وبه يتبين أن جميع المذاهب لا  
تجيز البيع الحالي في البورصة حيث تباع السلع  
الحاضرة بثمن السوق في يوم محدد أو في خلال  
فترة محددة هي فترة التصفية حتى عند ابن تيمية  
وابن القيم ورواية عن أحمد الذين يجيزون البيع بما

3. مذهب الحنابلة امتناع الغرر وإجازة بيع  
المعدوم عند العقد إذا كان وجوده محققا بعده كبيع  
الدار على الهيكل أو الخريطة لأنه لم يثبت النهي  
عن بيع المعدوم في الكتاب ولا في السنة بل إن  
الشرع صحح بيع المعدوم كبيع الثمر بعد بدو  
صلاحه، والعقد في هذه الحالة ورد على الموجود  
والمعدوم(34)

واستثنى العلماء من بيع المعدوم بيع السلم  
وذلك لحاجة الناس واشترطوا فيه شروطا وضوابط.  
وبناء على ما تقدم فإن تعامل بورصة  
البضائع الأجلة يتفق في بعض صورته مع بيع السلم  
فإذا روعيت فيه هذه الشروط بأن وصف المبيع  
وصفا دقيقاً وكان الأجل معلوما والثمن معجلاً وقت  
العقد ولو كان المبيع معدوما أثناء التعاقد لكن يغلب  
وجوده عند الأجل صح ذلك وإلا فلا(35)

### الفرع الثاني: بيع الشيء المملوك قبل قبضه

اتفق الفقهاء من حيث المبدأ على عدم جواز  
بيع الشيء قبل قبضه من مالك آخر ولكنهم اختلفوا  
في مدى عموم الحكم وإطلاقه وتقييده، لاختلاف  
روايات الأحاديث المانعة منه أو بسبب تأويل معنى  
الحديث أو للعمل بظاهر الحديث فقط(36)  
وإليك تفاصيل المذاهب في ذلك:

1. ذهب الحنفية في المعتمد عندهم إلى التفريق  
بين العقار والمنقول وبنوا هذا التفريق على أن  
الغرر معتبر في المنقول دون العقار وعليه فإنه لا  
يجوز عندهم التصرف في المبيع المنقول قبل  
القبض لأن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع  
ما لم يقبض والنهي يوجب فساد المنهي عنه(37)  
وأما العقار فأجازوا بيعه قبل القبض استحسانا  
واستدلوا بعمومات البيع من غير تخصيص ولا  
يجوز تخصيص عموم الكتاب بخبر الواحد ولا  
غرر في العقار لأنه لا يتوهم هلاكه ولا يخاف  
تغيره غالباً(38)

2. مذهب الشافعية، ومحمد بن الحسن وزفر من  
الحنفية فقالوا لا يجوز بيع ما لم يستقر ملكه عليه  
مطلقاً لعموم النهي عن بيع ما لم يقبض، ولأن  
السلعة قبل قبضها ليست في ضمان المشتري،  
ولعدم القدرة على التسليم، ولأنه ربما هلك فانفسخ  
العقد فلم يجز لأجل الغرر(39)

3. مذهب المالكية وقد قصروا المنع في بيع  
الشيء قبل قبضه على بيع الطعام خاصة إذا بيع  
بالكيل أو الوزن أو العد، أما غير الطعام أو الطعام  
المبيع جزافاً(40) فيجوز بيعه قبل قبضه، لغلبة تغير  
الطعام بخلاف ما سواه ولمفهوم قوله صلى الله عليه

- (12) م ن 566.
- (13) ينظر الزحيلي المعاملات المالية المعاصرة، ط دار الفكر المعاصر بيروت دار الفكر سوريا ص 488.
- (14) بورصة الجزائر ص 11
- (15) م ن 101.
- (16) م ن 101.
- (17) م ن 103
- (18) أحكام السوق 573.
- (19) م ن 573.
- (20) بورصة الجزائر 106.
- (21) أحكام السوق 572.
- (22) م ن 572.
- (23) بورصة الجزائر 107.
- (24) أحكام السوق 574.
- (25) عبد الرحمان جلال يوسف- المعاملات المستحدثة وحكم الشرع فيها، دار التأليف بمصر، 1388هـ، ص 37.
- (26) أحكام السوق 575.
- (27) ابن مفلح - المبدع 177/4.
- (28) أحكام السوق 575.
- (29) الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة، 488.
- (30) المبسوط 194/12، بدائع الصنائع 138/5.
- (31) المهذب 262/1، منغي المحتاج 30/2.
- (32) رواه مسلم والترمذي.
- (33) الشرح الصغير 305/3، القوانين الفقهية 367.
- (34) المغني 200/4- أعلام الموقعين 80/2.
- (35) أحكام السوق 578.
- (36) الزحيلي، المعاملات المالية 491.
- (37) فتح النذير 193/4.
- (38) م ن : 193/4.
- (39) منغي المحتاج 68/2 ، المهذب 264/1.
- (40) بيع الجراف هو بيع ما يكال أو يوزن من غير كيل ولا وزن وهو مستثنى من بيع المجهول لحاجة الناس، الكواكب الدرية 11.
- (41) رواه الستة إلا ابن ماجه.
- (42) بداية المجتهد 142/2.
- (43) المغني 110/4.
- (44) المحلى 292/1.
- (45) المعاملات المالية 494.
- (46) المبسوط 49/13 ، البدائع 158/5.
- (47) الشرح الكبير 15/3 القوانين الفقهية 257.

ينقطع عليه السعر، فإنهم أرادوا كما بينا سعر السوق وقت البيع، لا أي سعر في المستقبل كمن يشتري شيئاً من خباز أو لحام أو سمان أو غيرهم، بسعر يومه، ثم يحاسبه في نهاية الشهر ويعطيه ثمنه وهذا ما يسمى ببيع الاستجرار<sup>(47)</sup>

### الخاتمة:

تبين لنا من دراسة تكيف معاملات بورصة العقود ما يلي:

1. امكانية تصحيح بعض أنواع العقود الجارية في هذا السوق بناء على الاستحسان وحاجة الناس استنادا إلى بعض العقود المستثناة من الجهالة والغرر.
2. إلحاق بعض العقود ببيع السلم الذي هو عقد جائز شرعا بشرط انضباطها بضوابطه.
3. اختلاف العلماء بشأن بيع الشيء قبل قبضه بين مجيز ومانع، وكون الأولى المنع دفعا للتنازع..
4. الأقرب إلى تصحيح البيع بما ينقطع عليه السعر أن يكون من صوره الوعد بالبيع وهو في هذه الحالة جائز أما مختلف الصور الواردة في البورصات فيتوقف فيها إلى حين صدور تكييفات أخرى مبنية على اجتهادات دقيقة والله أعلم.

### الهوامش

- (1) جعل الأصل في المعاملات الإباحة لأنها مغللة بخلاف العبادات فهي توقفة فالأصل فيها المنع.
- (2) وهذا انطلاقا من ربانية الشريعة وشموليتها وحرصها على حاجة الناس عبر الزمان والمكان.
- (3) ينظر بداية المجتهد لابن زيد ج 2/ 140
- (4) لا يمكن الرجوع إلى المعاجم العربية في هذه الكلمة لأن أصلها غير عربي فاكثفينا بالمراجع الناقلة للأصل اللاتيني، ينظر أحكام السوق 505.
- (5) أحمد الدريوش، أحكام السوق، دار الكتاب للنشر والتوزيع 1989م ص 505.
- (6) دشمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، تقديم السيد عبد الرزاق موري مدير بورصة الجزائر، دار هومة، ط 2 1999 ص 08.
- (7) أحكام السوق 564.
- (8) م ن ص 565.
- (9) بورصة الجزائر، ص 10.
- (10) م ن، ص 10.
- (11) أحكام السوق 566.

- (48) المهذب 266/1، المغنى 187/4، المحلى  
19/9  
(49) المعاملات المالية 495

وإن كانت الروايتين متفقتين على الإطلاق من حيث المكان.

وانطلاقاً مما تقدم فإنه يمكن أن نعرف البورصة اصطلاحاً: بأنها سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية، وبالمثلثات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات الضابطة لذلك (7)

#### الفرع الثاني: البورصة والسوق:

بين البورصة والسوق علاقة عموم وخصوص مطلقين، فكل بورصة سوق وليست كل سوق بورصة. وذلك باعتبار أن كل منهما يعد مجالاً للعرض والطلب ولذلك حصر الاقتصاديون أوجه الفرق فيما يلي:

1. يتم التعامل في السوق بسلع متنوعة أما السلع المتعامل بها في البورصة فيجب أن تتوفر على شروط معينة منها(8)

◆ قابلية السلعة للتخزين.  
◆ كون السلعة مثلية تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد.

◆ أن يكون التعامل بالسلعة متكرراً  
◆ كون العرض والطلب على السلعة خاضعين لظروف متغيرة ومتقلبة وتكون أسعارها عرضة للتقلبات والتغيرات حتى تغري المتعاملين.

2. يترتب على المتعاملين في الأسواق تسليم السلعة موضوع التعامل سواء دفع الثمن فوراً أو بعد أجل معين أما في البورصة فقد يتم التسليم في المستقبل وقد لا يتم تسليم البضاعة على الإطلاق وتنتهي العملية بقبض فوارق الأسعار(10)

3. يجتمع في السوق البائع والمشتري والسلع موجودة ومنظورة أمام المتعاملين، أما في البورصة فإن التعاقد يتم عن طريق السماسرة والوسطاء(11)

4. السوق مفتوحة لكل طوائف التجار بينما تقتصر البورصة على طائفة معينة من التجار(12)

الفرع الثالث: أنواع البورصات

هناك ثلاثة أنواع من البورصات(13) وهي:

1. بورصة الأوراق المالية: ويتم التعامل فيها بالأسهم والسندات.

2. بورصة البضائع: وهي التي يتم فيها التعاقد بين البائع والمشتري على تسليم البضاعة في المستقبل.

3. بورصة القطع والمعادن النفيسة كالذهب والفضة(14).

### الأحكام الفقهية لمعاملات سوق البضائع الآجلة (بورصة العقود)

الدكتور: محمد دباغ

أستاذ محاضر جامعة أدرار

#### تمهيد:

قرر الفقه الإسلامي أن الأصل في المعاملات الإباحة (1) وهذا تسهيلاً على المتعاملين ومراعاة لحوائجهم المتجددة وكذا تشعب ضروب المعاملات المالية وأنواعها، غير أن الأصل المتقدم مقيد بمراعاة كون المعاملة لا تؤدي إلى الغبن أو الضرر لأن المعاملات المالية في الإسلام تتصف بالصبغة الإنسانية(2).

ومن أجل هذا وجدنا الفقه الإسلامي يتتبع مختلف التصرفات المالية قصد وضعها في إطارها الموضوعي وتكييفها تكييفاً صحيحاً قبل الحكم عليها.

وإذا كانت معاملات الأسواق قد تشعبت وتعددت فإن الفقه الإسلامي استطاع استيعاب هذا التنوع والتعدد ووضع كل ما أفرزه تطور الأسواق من معاملات وعقود، وضبط كل معاملة خارجة عن الأصل بشروط وقيود تجعلها مشمولة بأصل صحيح وإلا حكم عليها بالمنع والبطالان(3)

وفي ظل ما تقدم من قيود نحاول دراسة معاملات بورصة العقود المعروفة بسوق البضائع الآجلة وذلك وفق العناصر الآتية:

- تعريف البورصة وبيان أنواعها

-بورصة البضائع، مفهومها وفعاليتها الاقتصادية -نماذج من معاملات بورصة العقود وأحكامها الشرعية.

#### المطلب الأول: تعريف البورصة وبيان أنواعها.

##### الفرع الأول: تعريف البورصة

إن كلمة " بورصة " ليست عربية ولا معربة، وأصل نشأة هذا اللفظ هو أن التجار في القرن 16م كانوا يفتدون إلى مدينة بروج ببلجيكا وينزلون بفندق لعائلة تحترف الصرافة وكان منقوشاً على واجهة منزلهم الخارجية ثلاثة أكياس نقود Bourses رمزا لحرفتهم (4).

هذا ما ذكره الباحث أحمد الدرويش في كتابه أحكام السوق(5)، إلا أن الأستاذ الدكتور شمعون ذكر أن أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Anvers في بلجيكا عام 1460م(6)

وهكذا نلاحظ بين الروايتين نوع اختلاف مؤداه أن إطلاق مسمى البورصة قبل القرن 16م

يلجأ إلى سوق العقود لبيع كمية مماثلة من العقود في البورصة<sup>(23)</sup>

الفرع الثالث: الأحكام الشرعية لتعاملات بورصة البضائع

1. **التعامل العاجل:** ويسمى هذا النوع بالتعامل النقدي وهو الذي يقتضي تسليم الثمن للبائع والمثمن للمشتري حين التعاقد وكيفيته عرض عينات من البضاعة المعينة فيقوم المشتري بفحص العينة ويناقش السعر ويقوم بالتعاقد<sup>(24)</sup>

فهذا البيع لا ترى الشريعة مانعا يقتضي تحريمه لأن البيع قد استوفى شروطه وأركانه<sup>(25)</sup>

2. **التعامل الآجل:** وتسمى البورصة التي يجري فيها هذا التعامل بورصة العقود فهي تبرم عقوداً دون حصول التسليم<sup>(26)</sup>

والعقود المذكورة هنا منها ما يشملها أصل صحيح كبيع السلم (( وهو بيع موصوف في الذمة إلى أجل ))<sup>(26)</sup> فالتعاقد إذا وقع على هذه الصفة لا شيء فيه لكن ثبت أن بورصة العقود لا تتم عقودها على هذه الصفة غالباً<sup>(27)</sup>

وإلى جانب ذلك نلاحظ عقوداً أخرى لا يشملها أصل صحيح، وهي مختلف فيها حسب ما يتضح في المطلب القادم.

**المطلب الثالث : نماذج من معاملات بورصة العقود وأحكامها الشرعية**  
**الفرع الأول : حكم بيع الإنسان مالا يملكه ( بيع المعدوم – والغرر )**

من شروط المعقود عليه في البيع أن يكون موجوداً عند العقد فلا يصح التعاقد على معدوم ولا على ماله خطر العدم أي احتمال عدم الوجود كبيع الحمل في بطن أمه لاحتمال ولادته ميتاً وكبيع اللبن في الضرع لاحتمال عدمه إذ قد يكون انتفاخاً<sup>(29)</sup>

وتفصيل المذاهب في ذلك على نحو ما يلي :

1. مذهب الحنفية<sup>(30)</sup> والشافعية<sup>(31)</sup> اشترط عدم الجهالة والغرر سواء كان العقد من عقود المعارضات أو التبرعات وبناء عليه يكون التصرف بالمعدوم عندهم باطلا سواء بالبيع أو الهبة أو الرهن لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع حبل الحبلية<sup>(32)</sup>

2. مذهب المالكية اشترط امتناع الغرر في المعاوضات المالية دون التبرعات كالوقف والهبة والرهن<sup>(33)</sup>

**المطلب الثاني: بورصة البضائع: مفهومها، وفعاليتها الاقتصادية**

**الفرع الأول: مفهوم بورصة البضائع**

تعرف بورصة البضائع بالبورصة التجارية وهي أقدم عهداً من بورصة الأوراق المالية<sup>(15)</sup> وفكرة إنشاء هذه البورصة مبنية على حاجة الناس حيث إنهم كانوا يجتمعون في أماكن معينة لتبادل محاصيلهم الزراعية المختلفة.

وكانت هذه التبادلات تؤمن حاجات المتعاملين في مرحلة مختلفة من مراحل التطور الاقتصادي إلا أن تطور الحياة الاقتصادية وتنوع الصناعات جعل من الأسواق أسواقاً مجردة يجري فيها التعامل على مثليات نموذجية محددة مسبقاً<sup>(16)</sup>

وجدير بالذكر أن سوق البضائع تنقسم بدورها إلى سوق عاجلة وسوق آجلة<sup>(17)</sup>

أ. **السوق العاجلة:** وهي سوق البضائع الحاضرة الجاهزة والموجودة فعلياً في المخازن والمستودعات بحيث يلتزم البائع بتسليمها مباشرة بعد تمام العقد<sup>(18)</sup>  
ب. **السوق الآجلة** وموضوعها عقود ثنائية تتضمن التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً ويمكن التخلص منها بدفع فرق السعر لدى تصفية العملية<sup>(19)</sup>

الفرع الثاني: الفعالية الاقتصادية لبورصة البضائع إن التجار المتعاملين في سوق البضائع يأخذون بعين الاعتبار مختلف العوامل المؤثرة على الأسعار لذلك يقومون بعدة عمليات يحافظون بها على توازن السوق ويتفادون بها الخسارة وتتمثل الأهمية الاقتصادية لتعاملات البورصة إجمالاً فيما يلي:<sup>(20)</sup>

1. تيسير تموين المواد الضرورية للصناعة بأسعار مناسبة.  
2. العمل على استقرار الأسعار ولذلك يقوم المضارب في سوق البضائع بالمراهنة على العوامل المؤثرة في الأسعار فإذا رأى مؤشرها في تزايد أقدم على الشراء بقصد البيع وإذا رأى المؤشر في هبوط فإنه يبرم عقوداً على أن يعيد شراءها بسعر أقل.  
3. إيجاد سعر عالمي للبضائع التي تجري عليها المعاملات.  
4. إيجاد سوق دائمة للسلعة<sup>(21)</sup>

5. تنظيم تصريف المحصولات والمنتجات<sup>(22)</sup>  
**مثال تطبيقي :** تاجر له مخزن بضاعة معينة فإنه إذا هبط السعر يتكبد خسارة الاحتفاظ بالبضاعة، وإذا زاد السعر أمكنه أن يجني ربحاً عظيماً، فهو

وسلم (( من ابتاع طعاما فلا يبيعه حتى يقبض ثمنه ))  
(41)

ولأنه قد يتخذ ذريعة إلى الربا فهو شبيه  
ببيع الطعام بالطعام نسيئة(42)

4. مذهب الحنابلة: قالوا لا يجوز بيع الشيء  
قبل قبضه إذا كان مكيلا أو موزونا أو معدوداً  
لسهولة قبض هذه الأنواع عادة، واستدلوا بمفهوم  
حديث الطعام الذي استدل به المالكية، ولأن المكيل  
أو الموزون لا يخرج من ضمان البائع إلا بالكيل أو  
الوزن، وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع  
ما لم يضمن فالعلة إذا هي الغرر كالحنفية(43)

فالحنابلة استثنوا الطعام لورود الحديث فيه  
واستثنوا المكيل والموزون والمعدود للغرر وعدم  
دخوله في ضمان المشتري إلا بالقبض

5. مذهب الظاهرية: جوز بيع الشيء قبل قبضه  
إلا القمح خاصة سواء بيع كيلا أو وزنا أو جزافا  
عملا بظاهر النهي في الحديث، والطعام عندهم لا  
يكون إلا قمحا.

وهكذا يتلخص أن الشافعية والحنفية يمنعون عقود  
بورصة البضائع الأجلة باعتبارها جارية على  
مقدرات مثلية وليست عقارات فالغرر في العقد واقع  
وعليه يكون البيع فاسداً عند الحنفية وباطلا عند  
الشافعية.

أما المالكية والحنابلة فيخرج على مقتضى  
تعليلهم للمنع جواز بيع الأعيان قبل قبضها إلا  
الطعام عند المالكية، وكل مكيل أو موزون أو  
معدود عند الحنابلة وقد رجح الزحيلي رأي  
الشافعية لعموم النهي عن بيع الشيء قبل قبضه(45)

### الفرع الثالث : البيع دون تحديد السعر

اتفق العلماء على عدم جواز البيع دون  
تحديد السعر لما في ذلك من الجهل وبناء على ذلك  
لا يصح البيع بما ينقطع عليه السعر أو بسعر السوق  
في يوم معين أو فترة محددة(46)

وهناك رواية عند الحنابلة رجحها شيخ  
الإسلام ابن تيمية وتلميذه ابن القيم تجيز البيع بما  
ينقطع عليه السعر في المستقبل نظراً لحاجة الناس  
لكن المقصود بذلك- كما بينه الزحيلي(47) - سعر  
السوق وقت البيع لا أي سعر يتحدد في المستقبل.

حيث قال (( وبه يتبين أن جميع المذاهب لا  
تجيز البيع الحالي في البورصة حيث تباع السلع  
الحاضرة بثمن السوق في يوم محدد أو في خلال  
فترة محددة هي فترة التصفية حتى عند ابن تيمية  
وابن القيم ورواية عن أحمد الذين يجيزون البيع بما

3. مذهب الحنابلة امتناع الغرر وإجازة بيع  
المعدوم عند العقد إذا كان وجوده محققا بعده كبيع  
الدار على الهيكل أو الخريطة لأنه لم يثبت النهي  
عن بيع المعدوم في الكتاب ولا في السنة بل إن  
الشرع صحح بيع المعدوم كبيع الثمر بعد بدو  
صلاحه، والعقد في هذه الحالة ورد على الموجود  
والمعدوم(34)

واستثنى العلماء من بيع المعدوم بيع السلم  
وذلك لحاجة الناس واشترطوا فيه شروطا وضوابط.  
وبناء على ما تقدم فإن تعامل بورصة  
البضائع الأجلة يتفق في بعض صورته مع بيع السلم  
فإذا روعيت فيه هذه الشروط بأن وصف المبيع  
وصفا دقيقاً وكان الأجل معلوما والثمن معجلاً وقت  
العقد ولو كان المبيع معدوما أثناء التعاقد لكن يغلب  
وجوده عند الأجل صح ذلك وإلا فلا(35)

### الفرع الثاني: بيع الشيء المملوك قبل قبضه

اتفق الفقهاء من حيث المبدأ على عدم جواز  
بيع الشيء قبل قبضه من مالك آخر ولكنهم اختلفوا  
في مدى عموم الحكم وإطلاقه وتقييده، لاختلاف  
روايات الأحاديث المانعة منه أو بسبب تأويل معنى  
الحديث أو للعمل بظاهر الحديث فقط(36)  
وإليك تفاصيل المذاهب في ذلك:

1. ذهب الحنفية في المعتمد عندهم إلى التفريق  
بين العقار والمنقول وبنوا هذا التفريق على أن  
الغرر معتبر في المنقول دون العقار وعليه فإنه لا  
يجوز عندهم التصرف في المبيع المنقول قبل  
القبض لأن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع  
ما لم يقبض والنهي يوجب فساد المنهي عنه(37)  
وأما العقار فأجازوا بيعه قبل القبض استحسانا  
واستدلوا بعمومات البيع من غير تخصيص ولا  
يجوز تخصيص عموم الكتاب بخبر الواحد ولا  
غرر في العقار لأنه لا يتوهم هلاكه ولا يخاف  
تغيره غالباً(38)

2. مذهب الشافعية، ومحمد بن الحسن وزفر من  
الحنفية فقالوا لا يجوز بيع ما لم يستقر ملكه عليه  
مطلقاً لعموم النهي عن بيع ما لم يقبض، ولأن  
السلعة قبل قبضها ليست في ضمان المشتري،  
ولعدم القدرة على التسليم، ولأنه ربما هلك فانفسخ  
العقد فلم يجز لأجل الغرر(39)

3. مذهب المالكية وقد قصروا المنع في بيع  
الشيء قبل قبضه على بيع الطعام خاصة إذا بيع  
بالكيل أو الوزن أو العد، أما غير الطعام أو الطعام  
المبيع جزافاً(40) فيجوز بيعه قبل قبضه، لغلبة تغير  
الطعام بخلاف ما سواه ولمفهوم قوله صلى الله عليه

- (12) م ن 566.
- (13) ينظر الزحيلي المعاملات المالية المعاصرة، ط دار الفكر المعاصر ببيروت دار الفكر سوريا ص 488.
- (14) بورصة الجزائر ص 11
- (15) م ن 101.
- (16) م ن 101.
- (17) م ن 103
- (18) أحكام السوق 573.
- (19) م ن 573.
- (20) بورصة الجزائر 106.
- (21) أحكام السوق 572.
- (22) م ن 572.
- (23) بورصة الجزائر 107.
- (24) أحكام السوق 574.
- (25) عبد الرحمان جلال يوسف- المعاملات المستحدثة وحكم الشرع فيها، دار التأليف بمصر، 1388هـ، ص 37.
- (26) أحكام السوق 575.
- (27) ابن مفلح - المبدع 177/4.
- (28) أحكام السوق 575.
- (29) الزحيلي: المعاملات المالية المعاصرة، 488.
- (30) المبسوط 194/12، بدائع الصنائع 138/5.
- (31) المهذب 262/1، منغي المحتاج 30/2.
- (32) رواه مسلم والترمذي.
- (33) الشرح الصغير 305/3، القوانين الفقهية 367.
- (34) المغني 200/4- أعلام الموقعين 80/2.
- (35) أحكام السوق 578.
- (36) الزحيلي، المعاملات المالية 491.
- (37) فتح النذير 193/4.
- (38) م ن : 193/4.
- (39) منغي المحتاج 68/2 ، المهذب 264/1.
- (40) بيع الجراف هو بيع ما يكال أو يوزن من غير كيل ولا وزن وهو مستثنى من بيع المجهول لحاجة الناس، الكواكب الدرية 11.
- (41) رواه الستة إلا ابن ماجه.
- (42) بداية المجتهد 142/2.
- (43) المغني 110/4.
- (44) المحلى 292/1.
- (45) المعاملات المالية 494.
- (46) المبسوط 49/13 ، البدائع 158/5.
- (47) الشرح الكبير 15/3 القوانين الفقهية 257.

ينقطع عليه السعر، فإنهم أرادوا كما بينا سعر السوق وقت البيع، لا أي سعر في المستقبل كمن يشتري شيئاً من خباز أو لحام أو سمان أو غيرهم، بسعر يومه، ثم يحاسبه في نهاية الشهر ويعطيه ثمنه وهذا ما يسمى ببيع الاستجرار<sup>(47)</sup>

### الخاتمة:

تبين لنا من دراسة تكيف تعاملات بورصة العقود ما يلي:

1. امكانية تصحيح بعض أنواع العقود الجارية في هذا السوق بناء على الاستحسان وحاجة الناس استنادا إلى بعض العقود المستثناة من الجهالة والغرر.
2. إلحاق بعض العقود ببيع السلم الذي هو عقد جائز شرعا بشرط انضباطها بضوابطه.
3. اختلاف العلماء بشأن بيع الشيء قبل قبضه بين مجيز ومانع، وكون الأولى المنع دفعا للتنازع..
4. الأقرب إلى تصحيح البيع بما ينقطع عليه السعر أن يكون من صوره الوعد بالبيع وهو في هذه الحالة جائز أما مختلف الصور الواردة في البورصات فيتوقف فيها إلى حين صدور تكييفات أخرى مبنية على اجتهادات دقيقة والله أعلم.

### الهوامش

- (1) جعل الأصل في المعاملات الإباحة لأنها مغللة بخلاف العبادات فهي توقفة فالأصل فيها المنع.
- (2) وهذا انطلاقا من ربانية الشريعة وشموليتها وحرصها على حاجة الناس عبر الزمان والمكان.
- (3) ينظر بداية المجتهد لابن زيد ج 2/ 140
- (4) لا يمكن الرجوع إلى المعاجم العربية في هذه الكلمة لأن أصلها غير عربي فاكثفينا بالمراجع الناقلة للأصل اللاتيني، ينظر أحكام السوق 505.
- (5) أحمد الدريوش، أحكام السوق، دار الكتاب للنشر والتوزيع 1989م ص 505.
- (6) دشمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، تقديم السيد عبد الرزاق موري مدير بورصة الجزائر، دار هومة، ط 2 1999 ص 08.
- (7) أحكام السوق 564.
- (8) م ن ص 565.
- (9) بورصة الجزائر، ص 10.
- (10) م ن، ص 10.
- (11) أحكام السوق 566.

- (48) المهذب 266/1، المغنى 187/4، المحلى  
19/9  
(49) المعاملات المالية 495



## تطورات أداء البورصات العربية في ظل العولمة المالية – رؤية مستقبلية-

### 1- الإطار المفاهيمي لتحليل سوق الأوراق المالية :

#### 1-1 تعريف بهيكل سوق المال :

تعتبر عملية تعبئة الموارد (المحلية منها والخارجية) من أهم التحديات التي تواجه الدول النامية، وذلك لتمويل الإستثمارات الإنتاجية ولتحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي ولهذا يعمل صانعو السياسات الاقتصادية في هذه الدول على تكوين أسواقهم المالية وإعطائها مزيدا من الاهتمام وذلك لما لهذه الأسواق من أهمية في تعبئة المدخرات المحلية وجذب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية<sup>1</sup>.

ويقصد بسوق المال جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة إستثمارها بشكل مباشر وغير مباشر.

والأسواق المالية هي جزء من النظام المالي وتندرج في إطار سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل والتي تعتبر قاعدة التكوين الرأسمالي في أي مجتمع وتنقسم السوق المالية إلى سوق أسهم وسوق سندات، ومن خلالهما تتمكن المؤسسات من التمويل بالأموال الدائمة، نميز بين مستويين من الأسواق المالية: أولية وثانوية<sup>2</sup>.

وسوق المال بهذا المفهوم عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية (المدخرون) - وهم يشكلون جانب العرض على الأموال- وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون)- وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال-، حيث تعمل سوق المال على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد، مؤسسات، شركات) إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (أفراد، مؤسسات، شركات)<sup>3</sup>.

1 حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية (البورصة المصرية)، سلسلة رسائل البنك الصناعي، الكويت، 2004، ص:12.

2 رحيم حسين، دور الأسواق المالية في خصوصية في البلدان العربية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، العدد09، 2003، ص:160-161.

3 Ohpson.j.a, the theory of financial market and information(N.Y: clsovier scince pub.co.inc.1987),p:10.

د. عبيرات مقدم، أ.عجيلة محمد، أ.بن نوي مصطفى  
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة  
الأغواط

#### مقدمة:

يشهد الاقتصاد العالمي تطورات عميقة وتغيرات سريعة في جميع المجالات مواكبة للعولمة الاقتصادية، في حين لازالت الاقتصاديات والمؤسسات تعاني مشاكل وصعوبات في التمويل، مما لاشك هو فيه ارتباط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، كما تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال في شكل مدخرات إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتتبع رغبات وحاجات المتعاملين مع مراعاة سياساتها التمويلية، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين المستثمرين والمؤسسات والشركات.

في الواقع انتقل الاهتمام بمفهوم الأسواق المالية لكل دولة على حده إلى مفهوم عولمة الأسواق المالية خاصة مع ظهور الشركات متعددة الجنسيات وتداول أوراقها المالية في مختلف أسواق المال العالمية. ومحاولة الربط بين هذه الأسواق والرفع من كفاءتها، الأمر الذي أدى بالدول النامية إلى التفكير في تدويل أسواقها وكيفية تفعيلها. ومن هنا تطرح الإشكالية الأساسية لهذه الورقة البحثية في: ماهي الآثار التي تحدثها العولمة المالية على أداء البورصات العربية في آلية تستهدف تحقيق التكامل المالي العربي وزيادة التدفقات المالية العربية؟

ولدراسة هذه الاشكالية قمنا بالتطرق في هذه المداخلة للنقاط التالية:

#### 1- الإطار المفاهيمي لتحليل سوق الأوراق

المالية

#### 2- مميزات أسواق الأوراق المالية العربية

#### 3- تفعيل وآفاق تطوير أسواق الأوراق

المالية العربية.

#### 4- دور الأسواق المالية العربية في النشاط

الاقتصادي

و سندات الشركات المساهمة، اسهم الشركات العامة ، أذون الخزانة، السندات الحكومية طويلة الأجل وغيرها، كما تنقسم سوق المال بصفة عامة الى قسمين رئيسيين<sup>4</sup>:

**أولهما : سوق النقود MONEY MARKET** (سوق التعاملات قصيرة الأجل) وهي تلك السوق التي يتم فيها اصدار وتداول الأصول النقدية قصيرة الأجل ، ويتولى الجهاز المصرفي ممثلا في البنك المركزي و البنوك التجارية ، القيام بهذه العمليات .

**وثانيهما : سوق رأس المال CAPITAL MARKET** وهي تلك السوق التي يتم فيها إصدار و تداول الأصول المالية متوسطة الأجل وهذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسيين هما :

أ- **سوق راس المال غير المالي NON CAPITALSECURITIES MARKET** وتشمل هذه السوق على الأجهزة التي تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل .

ب- **سوق الأوراق المالية SECURITIES MARKET** ويتعلق الإستثمار في هذه السوق بتوظيف الأموال في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات وتنقسم بدورها إلى سوقين إحداهما تختص بإصدار الأوراق المالية وتسمى سوق الإصدار والأخرى تختص بتداول الأوراق المالية وتسمى سوق التداول .

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق ، من حيث ماهيتها أو من حيث إستحقاقها أو من حيث الأسواق التي يتم فيها التداول ، فمن حيث ماهيتها يمكن تصنيفها إلى أوراق مالية تمثل ملكية ( الأسهم العادية ) وأوراق مالية تمثل مديونية ( السندات أو ماشابهها ) وهناك الأسهم الممتازة التي تعتبر هجينا - من الأسهم العادية والسندات ، وإن كانت تصنف غالبا ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية . كما يمكن تصنيفها من حيث تاريخ إستحقاقها إلى قصيرة الأجل متوسطة الأجل وطويلة الأجل<sup>5</sup> .

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الإستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية ( الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك .

نجد من يعرف أن سوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه لجميع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال ، إما داخل السوق أو خارجها بإستخدام شبكات ووسائل الإتصال<sup>1</sup> .

وعليه فالسوق المالية تعبر عن شبكة من القنوات التي يتم من خلالها تدفق رؤوس الأموال . وبسبب الإنفتاح الواسع النطاق الذي عرفته الأسواق المالية ، والتطور الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والإتصال ، أعطيا الأسواق المالية بعدا عالميا ، حيث أصبحت التدفقات المالية تتم عبر مختلف نقاط العالم في زمن حقيقي<sup>2</sup> .

إن الهدف من السوق المالية هو استقطاب الموارد المالية وتقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار. من البيههي أن المدخرات إذا لم تجد منفذا إلى قطاع الاستثمار ستتحول إلى قطاع الاستهلاك، إن لم تبق في صورة سيولة جامدة .

وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولية أو سوق الإصدار حيث يكون البائع للورقة المالية ( السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي ، وسوق ثانوية وهي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها . وتنقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق ، الأولى تتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنظمة والثانية تشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية وسوق ثالثة تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق وسوق رابعة يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى ويكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الكبرى.

أما الأوراق المالية فتعرف<sup>3</sup> بأنها الأسهم و السندات التي تقوم الشركات و منشآت الأعمال و الحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها و تعتبر صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معا، بمعنى اخر تمثل الأوراق المالية مستند ملكية او دين يبين بموجبه حقوق و مطالب المستثمر وتشمل تلك الأوراق اسهم

1 حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، جسر التنمية ، العدد27، 2004، ص:02.

2 رحيم حسين، مرجع سابق، ص:161.

3 حسان خضر، مرجع سابق، ص:3.

4 حسين عيد المطلب الأسرج ، مرجع سابق ، ص:13.

5 حسان خضر، مرجع سابق، ص:3.

الوسطاء يتبادلون المعلومات فيها بينهم و يحددون الاسعار وفقا لحجم العرض والطلب . ومن هنا يتم تناول كل من هاتين السوقين بإختصار<sup>4</sup> :

● **السوق المنظمة** : تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع او الشراء (البورصات ) و يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط التعامل في الأوراق المالية ان تكون تلك الأوراق المسجلة في تلك السوق .

● **السوق غير المنظمة** : يستخدم هذا الإصطلاح للدلالة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة ، حيث لا يوجد مكان محدد للتداول . ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين ، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر ان يختار افضل الأسعار .

ونجد هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الاصدار و سوق التداول ، فاذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل ، و الاقتصاد في النفقات و سرعة تحويل الأوراق الى نقد سائل، فان ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الاصدار عن طريق القيام باصدارات جديدة تؤدي الى زيادة الاستثمارات و ما سيتبع ذلك من دفع عجلة التنمية والتطور .

**2- مميزات أسواق الأوراق المالية العربية:**

بعد تشخيص وتوضيح الإطار المفاهيمي للبورصات (الأسواق المالية)، أنه على الرغم من إختلاف ظروف نشأة البورصات العربية ، ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتطور البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها، ومدى انفتاحها على بعضها البعض وعلى الأسواق الخارجية، فإن لهذه البورصات خصائص ومميزات مشتركة ويمكن حصرها فيما يلي<sup>5</sup>:

**أولاً- ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية:** ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة، ونسبة الإصدارات الجديدة للنتاج المحلي وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فنقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى

وبهذا التفسير والتوضيح حول مفهوم سوق الاوراق المالية نجدها تنقسم إلى شقين رئيسيين هما<sup>1</sup>:

- أ- سوق الإصدار ( السوق الأولية )
  - ب- سوق التداول ( السوق الثانوية )
- 1- سوق الإصدار ( السوق الأولية )

### PRIMARY MARKET

سوق الإصدار أو السوق الأولية هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الإكتتاب العام في الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات ، وقد يتعلق الإكتتاب بالأسهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، كما يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار .

كما أن السوق الأولية تتيح فرصا متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية والتي تمثل بدورها اشكالا مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ومن ناحية أخرى فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصا للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعنية<sup>2</sup> .

**2- سوق التداول ( السوق الثانوية )**

**SECONDARY MARKET** سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء ، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري ، طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، وسواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة<sup>3</sup> .

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من

1 حسين عبد المطلب الأسرج ، مرجع سابق ، ص:15.

2 French.D,security and portfolio analysis : concepts and management(o.h:merrillpub,1989,pp:16-17).

3 محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال ، القاهرة، دار النهضة العربية، 1993، ص:52.

4 حسان خضر، مرجع سابق، ص:3.

5 حسين عبد المطلب الأسرج ، مرجع سابق ، ص ص:36-38.

الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية بالتالي. علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

**سادسا- درجة تركيز التداول:** ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشيطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لهما ارتفاع درجة التركيز هما:

1- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

2- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، ولاسيما أسهم شركات القطاع العام.

**3- تفعيل وآفاق تطوير أسواق الأوراق المالية العربية:**

ثمة دعائم أساسية يجب توافرها لتطوير وتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية، وتتمثل أهمها فيما يلي:

- توسيع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وذلك بتوفير مشاريع إنتاجية وخدمية ذات ربحية مجزية.

- إفساح المجال أمام المبادرات الفردية والقطاع الخاص والمؤسسات وتهيئة المناخ اللازم لتشجيعهم للمشاركة في النشاط الاستثماري.

- ضرورة العمل على إيجاد الأطر التشريعية والتنظيمية المرنة والتي تتلاءم مع المستجدات والمتغيرات العالمية والاقليمية وبما يضمن الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.

- تنوع أدوات الاستثمار المالي مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم وبما يغري المدخرين بالتعامل في السوق المالية، وبالتالي تنويع الأسواق الثانوية بما يساعد على توفير السيولة بسوق المال باستمرار.

- تطوير وتحديث البنية الأساسية والعمل على استخدام التطورات الحديثة في مجال الاتصالات وخاصة شبكة الإنترنت، والعمل على تحديث المكاتب المتخصصة في مجال السمسرة

الناجح المحلي، تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء.

كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ويؤدي انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، ولاسيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

**ثانيا- تدني مقدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة:** يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها. ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي.

**ثالثا- انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية:** ويعني به مدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي.

**رابعا- ضعف الفرص المتاحة للتنوع:** تؤدي هذه الصفات الرئيسية السابقة إلى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم احتلت أسهم المحمول والاتصالات نسبة عالية من حجم التداول، ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصات العربية أصبحت تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

**خامسا- التقلبات الشديدة في الأسعار:** ينتج أيضا عن الخصائص الأساسية السابقة صفة أساسية تميز بورصات الأوراق المالية العربية وهي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في

الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية العاملة في أسواق رأس المال العربية وقصور الأطر القانونية والتنظيمية.

- تهيئة المناخ الملائم للإستثمار وتحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الإستثمارية من أجل تشجيع وجذب الإستثمارات ، حيث إنه ليس من المتصور نشأة وتطوير سوق الأوراق المالية في ظل أوضاع إستثمارية غير مواتية وانغلاق السوق أمام المستثمر الأجنبي.

- وضع نظام تداول آلي تنفذ من خلاله الصفقات ، ووضع نظام للإفصاح المالي والالتزام به والعمل على تبادل طرح الإصدارات في أسواق الأوراق المالية العربية وفق ضوابط معينة.

- إلزام شركات الوساطة بضممان الصفقات التي تتم من خلالها حتى ولو أخفق عملاؤها.

- العمل المستمر على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية ودراسة امكانية تقديم بعض المزايا والإعفاءات الصريبية لأدوات الإستثمار المالي لمدد محددة من تاريخ النشاط.

• عمل خطة اعلامية لنشر الوعي الإستثماري والتعريف الاعلامي بفرص وامكانيات مزايا الإستثمار المالي بين الدول العربية.

• زيادة مستوى التدفقات المالية العربية البيئية من خلال:<sup>1</sup>

- العمل على اشراك مستثمرين في عدة أقطار عربية في مشاريع إنتاجية قطرية اقليمية ومشاركة عن طريق اصدار أسهم وسندات.

- إدراج أسهم وسندات الشركات العربية في أكثر من سوق مالية عربية كوسيلة لتنشيط حركة رؤوس الأموال العربية.

- المساهمة بدور صانع السوق للأسهم market maker والسندات في عدد من البورصات العربية بهدف تأمين توافر السيولة اللازمة.

- الترويج للشركات المتعددة الأقطار على طريقة الشركات المتعددة الجنسية.

والمحاسبة والمراجعة والقانون، بالإضافة إلى استخدام المعايير الدولية الحديثة فيما يختص بحوكمة الشركات لضمان حقوق المساهمين.

ويمكن بلورة عدد من المقترحات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية كما يلي:

• العمل على تعميق العلاقات الثنائية بين الدول العربية وتفعيل اتفاقية التجارة الحرة العربية سعيا إلى تحقيق التكامل الاقتصادي العربي.

• أهمية التعاون مع اتحاد أسواق المال العربية لتفعيل إنشاء بورصة عربية موحدة ذات نظام تداول ومقاصة وتسوية موحد ويقيد بها الشركات الأكثر نشاطا في أسواق المال العربية، وفي هذا الاطار يجب العمل على:

- ضرورة إجراء دراسة تفصيلية ومقارنة لموقف القطاع المالي في الدول العربية وما يميز هذا القطاع في كل دولة، كما يجب أن تشمل أيضا على دور المؤسسات المالية غير المصرفية والتي تعمل لجذب الإستثمارات المحلية والأجنبية، مدى تنوع الأدوات المالية في تلك الأسواق مقارنة ببعضها البعض ومدى تطورها.

- دراسة امكانية اقامة مركز مالي اقليمي وإزالة العوائق السياسية والاقتصادية التي تحول دون الوصول بالمركز المالي الإقليمي دون الأهداف المرجوة منها.

• ولكي يتحقق الهدف النهائي من التعاون والربط بين الأسواق المالية العربية فإنه يلزم:

- إزالة المعوقات والعقبات التي تعترض هذا التعاون: فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات ولم يزد حجم التعاملات كما أظهرت هذه المرحلة من الربط ضرورة الحاجة إلى وجود شركة مقاصة لسرعة تسوية المعاملات بين هذه البورصات وتقليل الانتقال الفعلي للأوراق المالية أو النقود ولذلك كان لابد من دعم عملية الربط بأدوات أخرى.

- خلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة في الأسواق العربية، وأيضا التعاون في مجال تبادل الخبرات المستحدثة وخاصة في مجال تنشيط الأدوات المالية والإستثمارية الحديثة.

- ضرورة العمل على معالجة أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وتحد من امكانيات تطوير وربط هذه الأسواق سواء في مجال نقص المعلومات وعناصر

1 ناجي التوني، برنامج التدفقات الآلية وإشكالاتها، المعهد العربي للتخطيط، الشهادة القطرية المنعقدة بجمهورية مصر العربية، 10-14 يناير 2004، ص: 135-136.

## 4- دور الأسواق المالية في النشاط

## الاقتصادي :

وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر و المؤسسات و الشركات وتعمل تلك الاسواق على تحقيق موازنة فعالة متكاملة ما بين قوى الطلب و العرض و تتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات و المبادلات .وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد وتفعيل الأنشطة والتعاملات ، والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية<sup>1</sup> .

ومن هذا المنطلق يأتي دور الدولة ، وذلك

من ناحيتين<sup>2</sup>:

فمن ناحية ، يتعين عليها وضع سياسات اقتصادية قادرة على توجيه هذه الأسواق المالية فيما يخدم التنمية الاقتصادية ، وذلك باعتماد أساليب شتى كمنح الامتيازات والتفضيلات والإعفاءات الضريبية ...، ومن ناحية أخرى ، يتوجب على الدولة توفير مناخ استثماري ملائم و الذي يعد بمثابة العمود الفقري لكل نشاط اقتصادي استثماري.

فبالأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها

و من دورها المتعدد الأوجه ، فهي اداة فعل غير محدودة في الاقتصاد الوطني تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي و مجالاته ، وفي الوقت عينه تتأثر به<sup>3</sup> .

وتلعب اسواق الاوراق المالية دور بالغ

الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير معبأ في الاقتصاد الوطني ، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية ، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في اسواق الأوراق المالية فضلا عن ذلك، تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم او السندات او إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات .

وتوفر أسواق الاوراق المالية قنوات ومداخل سلمية أمام الافراد ولا سيما صغار المستثمرين كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها الحيابة والتملك والإنتفاع والعائد الإستثماري المناسب. وتمثل أسواق الأوراق المالية حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أسعار أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار هذه الاسهم .

وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها في دعم وتوطيد الإستقرار الإقتصادي للدولة وذلك من خلال<sup>4</sup>:

- توفير الحافز للمستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة .
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ودعم الإستثمارات ذات الأجل المختلفة .
- رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الإقتصاد الوطني .

## الخاتمة :

بعد دراسة موضوع أسواق الأوراق المالية وارتباطها بالتطور الاقتصادي والصناعي، اتخذت العديد من الدول العربية خلال السنوات الأخيرة مجموعة من التدابير والإجراءات (السياسات) التي تسعى لتطوير الأسواق المالية المحلية ، ورسمت هاته السياسات بشكل واضح خلق وتوفير وتحسين مناخ الإستثمار والحوافز، وترتيب وتوضيح الإطار التشريعي القانوني لحركة ونشاط تلك الاسواق من قوانين موحدة ومنسجمة مع الدول العربية الأخرى ، وقد ركزت أهداف تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية وتوجيهها للإستفادة من فرص الإستثمار بالأسهم والسندات على مستوى الأنشطة الاقتصادية والصناعية ( القطاع العام والخاص ) ، وتسهيل عملية وآلية التمويل للمشاريع الإستثمارية، فضلا عن توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع الصريح لتملك وتداول الأسهم مع الجمهور .

1 حسان خضر، مرجع سابق، ص ص:8-9 -بتصرف-.

2 رحيم حسين، مرجع سابق، ص:162.

3حسان خضر، مرجع سابق، ص ص:8-9.

4 نفس المرجع السابق.

أما فما يخص الدول العربية لم تتمكن من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير أسواق رأس المال لكونها مازالت تعاني وتتخبط من مشاكل عدم الإستقرار في نوعية الإستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هيكلها الاقتصادية والإستثمارية وإطارها التشريعي والقانوني .  
وتعد أسواق الأوراق المالية العربية صغيرة للغاية مقارنة بما هو عليه الحال في بقية دول العالم ولا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم بشكل يؤهلها لأن تنافس الأسواق الإقليمية في جذب الاستثمارات .

وشرَاء. و يتوفر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتجدد بناءً عليها الأسعار سواءً صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً. كما يتم خلالها رصد ومتابعة المتغيرات و المستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة و يسر، و بالتالي يمكن قياس أثرها و معرفة اتجاهاتها، و تحليل هذه الاتجاهات، و التنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل، ثم في النهاية يمكن إتمام حركات المعاملات بجوانبها: المالية، القانونية و الاقتصادية، من حيث تيسير إتمام عملية التبادل ما بين طرفي المبادلة: البائع و المشتري. و تيسير إتمام عملية نقل الملكية و التسجيل القانوني لعملية البيع أو للشيء المباع. و تيسير إتمام عملية نقل الحيازة و تحقيق الانتفاع في الأصل الذي تم بيعه".<sup>2</sup>. ويمكن أن نميز بين نوعين من السوق المالي هما:

1. السوق الأولي (سوق الإصدار): هو السوق الذي يتم فيه بيع إصدارات الأسهم والسندات الجديدة، حيث تقوم شركات قطاع الأعمال بطرح سندات أو بيع أسهم للحصول على موارد مالية لتمويل الاستثمار الثابت، وهنا تقوم المؤسسات المالية ولاسيما البنوك كمتعهد لطرح هذه الأوراق.<sup>3</sup>
  2. السوق الثانوي (سوق التداول): هي السوق التي يجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها من خلال السوق الأولية. و يطلق عليها أيضاً سوق التداول.<sup>4</sup>
- تتميز السوق الثانوية بكونها أكبر الحجم عن السوق الأولية، كما أن التداول فيها يتم دورياً وباستمرار. تحتوي السوق الثانوية على عدد أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولية، ذلك لأن المتعاملين في السوق الثانوية يتمكنون من مضاعفة معاملاتهم أكثر من مرة واحدة خلال اليوم، بينما في السوق الأولية يتم التعامل مرة واحدة فقط عند بداية الطرح

2 د. محسن أحمد الخضير، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، دار إيتراك، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996، ص 10.

3 د. محمد أبو الفتوح علي الناقة، " نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعار الفنية، الطبعة الأولى، 2000، ص 14.

4 د. سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 29.

## السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية وإمكانية الاستفادة منها

أ.د. بن علي بلعزوز، أ. عبد الكريم قندوز  
نائب رئيس الجامعة المكلف بالبيداغوجيا ورئيس  
المجلس العلمي بكلية العلوم الاقتصادية، ماجستير في  
العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية.  
جامعة حسينية بن بو علي - الشلف.

### مستخلص البحث:

تعتبر السوق المالية الإسلامية عامة و سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محافظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

لا شك أن هذه السوق بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية كالصكوك الإسلامية و الأسهم على اختلاف أنواعها بالإضافة إلى الأدوات الأخرى المستحدثة أو حتى الممكن تطويرها مستقبلاً مثل عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الأجلة الإسلامية، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي و المالي الإسلامي وبناء على ما سبق سوف تشتمل هذه الدراسة على المحاور التالية:

- المحور الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
- المحور الثاني: السوق المالية الإسلامية: ماهيتها، أهميتها و ضوابطها.
- المحور الثالث: السوق المالية الإسلامية بماليزيا وإمكانات الاستفادة منها بالجزائر

### المحور الأول: أساسيات حول الأسواق المالية أولاً: مفهوم السوق المالي، و أهميته.

هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق.<sup>1</sup> أو هي: "مكان معلوم و محدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل: بيعاً

1 د. عبد الغفار حنفي " الاستثمار في الأوراق المالية " الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 37.



- ✓ تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار و السيولة.
- ✓ بيع الحقوق و شرائها.
- ✓ توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.
- ✓ التأمين ضد أخطار تقلبات الأسعار، بفضل التحوط أو التغطية...<sup>3</sup>
- ✓ إيجاد مجال للمضاربة، و هي لازمة لاستمرار عمل البورصة.

إن زيادة لجوء الاقتصاد الإسلامي إلى التمويل بالمشاركة يجعل من الضروري إيجاد تنظيم أكثر كفاءة لكل من الأسواق المالية الأولية و الثانوية لمساعدة المنشآت التجارية على الوصول إلى المال دون صعوبة، وتقديم السيولة للمستثمرين الذين لا يستطيعون الاحتفاظ بأسهم المشاركة التي اشتروها، أو لا يرغبون في ذلك. و من الصعب تطوير سوق أولية فعالة بدون تطوير سوق ثانوية في الوقت نفسه.<sup>4</sup>

### ثالثاً: أهمية إيجاد سوق مالية إسلامية و دعمها بالأدوات الاستثمارية الشرعية:

إن وجود سوق مالية إسلامية تتمتع بكافة العناصر و الأدوات الاستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة حيوية هامة في الحديث عن الآفاق المستقبلية للعمل المصرفي و المالي الإسلامي. حيث أن توافر أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال و سد الفجوات في السوق المالية الإسلامية قد أصبح ضرورة ملحة. يكمن نجاح أي سوق من أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات. ولهذا السبب تلعب أسواق المال النشطة دوراً مهماً في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي. ولما كانت المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق المال التقليدي وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط

لأول مرة. و من أهم ميزات السوق الثانوية بأنها أداة تتبع ورصد للمتغيرات والمستجدات التي تطرأ على الورقة المالية، ومن ثم فإن المتتبع لحركة التعامل يستطيع أن يكون كما هائلاً من البيانات والمعلومات المختلفة عن الورقة المالية المتداولة في السوق.<sup>1</sup>

**ثانياً: أهمية السوق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي و الجزئي.** يتضح أهمية السوق المالية بالنسبة للمؤسسات المالية عامة من خلال الدور الذي تلعبه الأسواق المالية على المستويين الجزئي و الكلي على حد سواء.

تؤدي البورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- ✓ إيجاد سوق مستمرة وحررة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر.
- ✓ إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار.
- ✓ تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات.
- ✓ تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات.
- ✓ الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية.
- ✓ جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.
- ✓ إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل.<sup>2</sup>
- ✓ التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي.
- كما تؤدي البورصة عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:
- ✓ التعرف على المراكز المالية للشركات من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

3 شعبان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، ص 48.

4 د. محمد عمر شابر، "نحو نظام نقدي عادل"، ترجمة سيد محمد سكر، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 1989، ص 132.

1 د. محسن أحمد الخضيرى " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة " إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999، ص 40.

2 د. أحمد محبي الدين، "عمل شركات الاستثمار الإسلامية في السوق العالمية"، بنك البركة الإسلامي، البحرين، 1986، ص 148-150.

من آليات وأدوات وتعديل ما ينبغي تعديله في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية.

4- إن أهمية الأسواق المالية لا تقتصر على السوق الأولية (سوق الإصدارات) بل تشمل الأسواق الثانوية أيضا، لأنها تتيح للمستثمرين المتعاملين فيها أن يعاودوا دخول السوق الأولية، كما أن وجودها يشكل فرصة للحصول على السيولة وهو بدوره يشجع على الإقدام على توظيف المال في الأسواق الأولية ثقة بإمكان الخروج منها عند الحاجة.

5- إن أسس الاستثمار الإسلامي تقوم على المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ونظام المشاركة لا تنتج عنه مديونية، وإن المديونية العالمية التي تعاني منها الشعوب والأفراد هي نتيجة ما هو غالب في التعامل المالي والأسواق المالية من نظام الاقتراض الربوي للحصول على المال. وإن الحل البديل لمشكلة المديونية العالمية يقدمه الإسلام من خلال نظام المشاركة في تحمل المخاطر، وإلغاء فوائد الديون (الربا) لأن الالتزام بتحريم الفوائد يوجه المدخرات كلها إلى أوراق مالية تمثل حقوق ملكية مشتركة.<sup>2</sup>

المحور الثاني: السوق المالية الإسلامية: ماهيتها، أهميتها و ضوابطها.

**أولاً: مفهوم السوق المالية الإسلامية، وأهميتها.**  
يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراد ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.<sup>3</sup>

الشرعية، فإن وجود سوق مالي خاص بها يصبح في غاية الأهمية. والمحاولات القليلة نسبياً لإصدار صكوك (سندات) إسلامية، رغم نجاحها، فإنها واجهت معضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول تلك الأوراق المالية.<sup>1</sup>

ومما يؤكد أهمية الأسواق المالية ما انتهى إليه المشاركون من قرارات و توصيات في الندوة الأولى للسوق المالية المنعقد بالرباط سنة 1986 بين البنك الإسلامي للتنمية و مجمع الفقه الإسلامي:

1- في ضوء ما هو مقرر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما للأسواق المالية من دور في تداول الأموال وتنشيط استثمارها فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة، وباعتبار ما يستتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية.

2- إن الاهتمام بدراسة الأسواق المالية في عصرنا الحاضر والبحث في أحكامها يلبي حاجة ماسة لتعريف الناس بفقه دينهم في المستجدات العصرية، ويتلاقى مع الجهود الأصلية لفقهاء الشريعة الإسلامية في بيان أحكام المعاملات المالية وبخاصة أحكام السوق ونظام الحسبة على الأسواق.

3- بعد استعراض المشاركين في الندوة لما تناولته البحوث المقدمة والمناقشات المستفيضة في قوانين الأسواق المالية القائمة وأنظمتها وآلياتها وأدواتها، تبين بوضوح أن هذه الأسواق - مع الحاجة إلى أصل فكرتها - هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، وهذا الوضع يتطلب بذل جهود علمية مشتركة من الاقتصاديين والفقهاء لمراجعة ما تقوم عليه من أنظمة وما تعتمده

2 مجمع الفقه الإسلامي، "الندوة الأولى للأسواق المالية"، 1989/10،

<http://www.fiqhacademy.org.sa/ndwat/3.htm>

3 د. كمال توفيق خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم

1 د. بشير عمر محمد فضل الله، "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، 11 أبريل 2006م، ص22.

([http://www.fiqhacademy.org.sa/fislami\\_cg/10.doc](http://www.fiqhacademy.org.sa/fislami_cg/10.doc))23/04/2006

حسابات المصارف التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض، ونتيجة لذلك تشهد أسواق الأسهم معدلات مرتفعة من النمو.. إن التحدي الذي تمثله هذه التطورات للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية يقتضي منها إعداد نفسها بسرعة للدخول في أسواق الأسهم التي يتزايد نشاطها وينمو بسرعة.

### ثانياً: أسس تطوير أدوات السوق المالية الإسلامية.

لا بد من الإشارة إلى أنه لا يمكننا اعتبار الأداة التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي إسلامية إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي:<sup>1</sup>

- الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل و ذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة و الشركات. و هذا الشرط يعتبر ضرورياً لكنه غير كافٍ، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، و لكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق.

- أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق و الأدوات المالية(التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية) إلى مؤسسات تعمل وفق الشريعة الإسلامية، شركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها. كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق و الأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدماً على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد و إن سميت أرباحاً.

- ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

### ثالثاً: الضوابط الشرعية للأسواق المالية.

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، ومصرف مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها.. وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على المصرف المركزي والمصارف التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون السوق المالية إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والمصارف للضوابط الشرعية، و ترجع أهمية السوق المالية الإسلامية إلى أنها تمثل فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن سوق المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

إن عدد مؤسسات الأسهم المتخصصة، والمؤسسات التي تقوم بتقديم أسهم رأسمالية من خلال البورصة قليل جداً في الدول الإسلامية، وتوجه كثير من المؤسسات المالية في الدول الإسلامية جزءاً كبيراً من مواردها إلى الأسواق المالية في البلدان الصناعية... ونظراً لأهمية رأس المال في المدى الطويل لتحقيق النمو الاقتصادي فإن إنشاء مؤسسات توفر أسهما - رأسمالية- يعتبر شرطاً أساسياً لنجاح التمويل الإسلامية.. إن على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية. ففي جميع أرجاء العالم يهجر آلاف المدخرين

1 د. عبد الرحمان يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود و البنوك و التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص426. (بتصرف)

القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2003، ص6.

العملة المطلوب تسليمها آجلاً، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا، كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء في هذه السوق بالاقتراض من المصارف، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي، فإذا كان الهامش المطلوب للاقتراض على الأوراق المالية 70%، فإن المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقرض 30% من سعر الشراء، والمشتري يدفع نقداً 70% من هذا السعر، والمستثمر هنا يتوقع أن ترتفع سوق الأوراق المالية، حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققاً من وراء ذلك ربحاً، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة.

5. **تحریم النجش**، ويقع النجش عند مواطأة البائع ممن يزايد على السلعة غير قاصد الشراء، لدفع الغير لشرائها بثمن مرتفع، أو يدخل فيه من يخبر أنه اشترى السلعة بأكثر مما اشتراه ليضر غيره، ويظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق.

6. **تحریم الاحتكار**، فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملًا آجلاً للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك.

7. **تحریم الغرر**، فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوى على جهالة وخداع، والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن.

#### رابعاً: وظائف السوق المالية الإسلامية.

يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تؤدي الوظائف التالية:

1. **حرية المنافسة**، وتظهر هذه الحرية في أسواق المال من خلال التقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام مبناه على الحرية، وصحة ما يتراضي عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق، فضلاً عن الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات.

2. **الإفصاح**، فنظراً لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي، ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية، ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق، ومشاكل التسويق، وكذلك بيان هيكل الإدارة وصلاحياتها، وأساليب اتخاذ القرار وملاءمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي.

3. **تحریم القمار (الميسر)**، فالنشاط الرئيس لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين، على ارتفاع أو هبوط الأسعار من الاستثمار الحقيقي، إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعوضة وهي الثمن والسلعة، سعياً وراء انتهاء الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وان لم تصح انتكسوا، وبالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتماداً على حساسية السوق تجاه هذه الإشاعات، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان ومكايده.

4. **تحریم الربا**، فيظهر الربا واضحاً في سوق القطع (العملات والمعادن النفيسة)، حين يعمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون

مع الإشارة أخيراً إلى أن السوق المالية الإسلامية بما يمكن أن تشمل عليه من أدوات مالية إسلامية ستبقى دوماً بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها.. وهذا يعني ضمناً أن يبقى الدور الأساسي للهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي والذي يمكن أن يسهم في ضمان فعالية الأسواق المالية الإسلامية و منافستها للأسواق المالية في الدول الغربية.

### المحور الثالث: السوق المالية الإسلامية بماليزيا و

#### إمكانيات الاستفاد منها بالجزائر

تعتبر ماليزيا من أوائل وأكبر الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية، حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي، إذ تبلغ حوالي 802 مليار دولار، وبدأت الإصدارات فيها منذ عام 1990 م بإصدار صكوك إسلامية من قبل شركة بترول بمبلغ 5000 مليون دولار.<sup>3</sup>

لكن قبل تناول السوق الإسلامية المالية بماليزيا، نرى أنه من الضروري التعرف على التجربة التنموية لماليزيا و بشكل مختصر، بعدها نتناول النظام المالي، موضحين دوره فيما حققته ماليزيا إلى الآن، و أخيراً دور لسوق المالية الإسلامية ضمن النظام المالي ككل.

استطاعت تجربة التنمية في ماليزيا خلال العقود الثلاثة الماضية أن تجمع بين معدلات نمو مرتفعة ومعدلات تضخم منخفضة نسبياً، و أن تحقق تحولاً هيكلياً مع عدالة في التوزيع، وذلك في دولة تتميز بتعدد في الأديان والثقافات والقوميات. فبدأً بعام 1971 وصولاً إلى عام 1990م تحولت ماليزيا من بلد متوسط الدخل ومنتج للمواد الخام إلى

3 كذلك حكومة البحرين فهي تتعامل بالصكوك الإسلامية من عام 2001م، حيث أصدرت منذ ذلك التاريخ وحتى الآن، عشرة إصدارات لصكوك إجارة بلغ مجموعها 750 مليون دولار، بجانب إصدار صكوك سلم بمبلغ 250 مليون دولار. البنك الإسلامي للتنمية، وهو بنك دولي يشارك في عضويته الدول الإسلامية أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي، فقد أصدر صكوك إسلامية بلغت حوالي 400 مليون دولار عام 2003م، إلى جانب مشاركته كمدير في إصدار صكوك لدولة قطر بمبلغ 6000 مليون دولار، ويأتي ثاني إصدار له عام 2005 م بمبلغ 500 مليون دولار.

1. تدعيم الاستثمار طويل الأجل عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار و سوق التداول في أسواق رأس المال.

2. من خلال سوق الإصدار تسعى السوق المالية الإسلامية إلى الاستثمار المادي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في: شهادات الاستثمار القابلة للتداول، و وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، أسهم شركات رأس المال المخاطر.

3. من خلال سوق التداول يسعى السوق الإسلامية إلى:

- تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار.
- الاستثمار المالي من خلال:
- إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة.
- إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.

4. تنويع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وبما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

5. تنويع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية و بالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية، مما يمكنها من استثمار أموالها استثماراً طويلاً الأجل، وبما يساهم في تحقيق أهدافها لتنموية، ورغبتها في المواءمة بين الربحية والسيولة والأمان.<sup>1</sup>

6. الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الأجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات...<sup>2</sup>

1 د. أشرف دوايبة، " دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، مجلة المستثمر، العدد 49، تاريخ: 14 ماي 2006.

(<http://www.mosgcc.com/topics/current/index.php?catid=172&issue=24>)

2 د. كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص 31.

المصرفي، و يمكن عرض بعض هذه الإجراءات كالاتي:

1- تزايد الاعتماد على سوق الأوراق المالية من خلال رفع وزنه النسبي بداخل القطاع المالي الماليزي في مواجهة نخفي الاعتماد الكبير على الجهاز المصرفي.

2- تطوير سوق السندات الحكومية و السندات الخاصة.

3- إعادة النظر في اللوائح و الإجراءات التحوطية في أسواق المال الماليزية بصفة عامة و سوق الأوراق المالية بصفة خاصة في ضوء التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية و المالية المحلية و الإقليمية و الدولية.

و قد انعكس هذا التوجه الجديد على هيكل النظام المالي الماليزي الراهن و تشكلت بنيته المؤسسية و التشريعية و التنظيمية الراهنة في ضوء عمليات التطوير المستمرة التي خضع لها.

**ثالثاً: تجربة سوق الأوراق المالية في ماليزيا، و مكانة السوق المالية الإسلامية ضمنها.**

بالرغم من أن إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في ماليزيا يعتبر نسبياً حديثاً، إلا أن جذور صناعة الأوراق المالية ترجع إلى نهايات القرن التاسع عشر كامتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصاً في صناعة المطاط و القصدير، و قد بدأ الاتجاه نحو إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزية منذ عم 1930 حينما تم إنشاء اتحاد لحائزين الأوراق المالية، غير أن تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، حينما تم تأسيس بورصة المالايو و بدأ تداول الأوراق المالية بها في نفس العام، وقد تشكلت غرفتان للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا و الأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق وحدة تم ربطهما باستخدام خطوط الهاتف و تسجل و تتداول فيها نفس الأسهم، و في عام 1964 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية و مع خروج سنغافورة من الاتحاد الماليزي استمرت البورصة في أداء وظائفها و لكن كبورصة مشتركة لكل من دولتي ماليزيا و سنغافورة و في عام 1973 انقسمت البورصة إلى كيانين مستقلين: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية Klsce، و بورصة

دولة اقتصادية صاعدة متعددة القطاعات. ونموها في معظمه اعتمد بشكل استثنائي على الصادرات وبالذات على الالكترونية منها...و مما لا شك فيه أن الدور الذي لعبته الأسواق المالية بهذه الدولة معتبر، و بشكل خاص السوق المالية الإسلامية...لكن بداية لا بد من التعرف على النظام المالي الماليزي... إن هدفنا من التعرف على النظام المالي الماليزي هو معرفة مدى مساهمة الأسواق المالية بشكل عام في تكوينه، و بشكل خاص مساهمة السوق المالية الإسلامية في تكوينه.

عموماً يتكون هيكل النظام المالي الماليزي من النظام المصرفي (يشمل البنوك الإسلامية، البنوك التجارية، بنوك التاجر)، المؤسسات المالية غير المصرفية (كالبنك الوطني للادخار و صناديق المعاشات، و شركات التأمين...)، هذا بالإضافة إلى السوق المالية (بورصة كوالالمبور و سوق المال الإسلامي لما بين المصارف)، و فيما يلي تفصيل ما سبق:

**أولاً: النظام المالي الماليزي و تطوره.** اتصف النظام المالي الماليزي بطبيعة خاصة يعكسها تعدد أدواته و تنوع مؤسساته و خضوعه دائماً وبشكل مستمر للتطوير، كما اتسم بسياسته الحذرة و المتروية التي ظهرت بوضوح في تعامله مع الأزمات المالية التي صادفت الاقتصاد الماليزي خلال حقبة الثمانينات و التسعينيات من القرن الماضي حيث اتخذت ماليزيا نهجا أساسيا كأساس للإصلاح، التزم بالتدرج السليم، و نتيجة لذلك كان الاقتصاد الماليزي هو الأقل تضرراً في الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات دول شرق آسيا و آخرها عام 1997، كما كان أكثر الاقتصاديات قدرة في التعامل مع تداعيات الأزمة و اتخاذ الإجراءات التعويضية لإزالتها أو الحد منها. و مما لا شك أن التطور الذي حققته التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي ما هو إلا ثمرة من ثمار التطور العام الذي حققته ماليزيا في العديد من المجالات، بما أهلها للانضمام بجدارة إلى فريق النور الآسيوية، الذي نجح في تحقيق ما اصطلاح على تسميته بالمعجزة الآسيوية.

**ثانياً: السوق المالية الماليزية.**

لقد وجدت الحكومة الماليزية نفسها خلال الأزمة المالية التي واجهتها وما بعدها مطالبة بتحقيق مجموعة من الإجراءات تصب في مجملها في زيادة الاعتماد على الأسواق المالية و ذلك لتجنب الإخفاقات التي يمكن أن يتسبب فيها النظام

التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطوراً، وبالفعل بدأت صناعة لمشتقات تتبلور في ماليزيا في يوليو 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق راسيا، وقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلات المالية في نهاية عام 1996، وفي عام 1998 تم إدماج بورصة KICSE مع بورصة mme لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود، وفي عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات ككيان جديدي نشأ من اندماج بورصة CLOFFE وبورصة COMDEX يعمل على توفير أدوات دارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية، وتعمل بورصة MEDX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية، ويحكمها قانون المستقبلات الصادر في عام 1993، وتتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية.

(3) مركز لابوان: قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي بحيث تشكل الخدمات المالية نسبة اكبر من الناتج القومي الإجمالي في عام 1990 إنشاء مركز مالي دولي خارجي هو Labouan International Offshore Financial Centre، وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة سوق المال المحلي، وأخضع لإشراف هيئة متخصصة عملت على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها المركز يتمتع فيها بمعاملة ضريبية تفضيلية، و بإعفاء من القيود على الصرف الأجنبي، وبتكلفة تشغيل منخفضة، وقد تركزت إستراتيجية المركز على جذب اكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية التي تتمتع بسمعة حسنة ويمكنها أن توفر أفضل الخدمات والمنتجات المالية للمستثمرين الراغبين في العمل بالمنطقة، وقد نجح المركز في جذب العديد من المؤسسات المالية التي بلغت نحو 60 بنكا عالمياً، 78 شركة تأمين أو شركات مرتبطة بأعمال التأمين، 20 شركة أمانات وودائع، وقد شكلت هذه المؤسسات جوهر نشاط المركز، واتصفت بالتنوع الجغرافي تبعاً لمنشئها، ولأن المركز يعمل في إطار بيئة دولية متغيرة وتحت

سنغافورة للأوراق المالية Ses، بيد أن الارتباط بين البورصتين ظل قائماً، حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية و أسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين و استمر هذا الارتباط قائماً حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة، وإلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور KICSE.

وتعتبر بورصة كوالالمبور للأسهم في الوقت الراهن أساس سوق الأوراق المالية في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية، و يتحقق من استيفاء أسس ومتطلبات القيد و معايير الإفصاح و أخيراً مراقبة أداء السوق. وتجدر الإشارة إلى أنه مع التطور المستمر في سوق الأوراق المالية في ماليزيا يوجد إلى جانب سوق كوالالمبور الأسواق التالية:

- الأسواق المالية التقليدية: تشمل

(1) سوق (MESDAQ) Malaysian

Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation and تهدف هذه السوق إلى توفير الأموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا، و الشركات ذات فرص النمو المرتفعة، و رأس المال المخاطر. و قد أنشئت هذه السوق في مارس 2002 ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسة مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى كسوق ناسداك (Nasdaq) في الولايات المتحدة الأمريكية، و سوق (Jasdaq) باليابان، و سوق لاستثمار البديل في المملكة المتحدة، و شبكة التعامل في كندا، و التي كرسست جميعها لخدمة هدف تمويل صناعة التكنولوجيا و تمويل رأس المال المخاطر. و يتوقع أن يلعب سوق (MESDAQ) دوراً فاعلاً في تنمية قطاع تكنولوجيا المعلومات و على وجه الخصوص صناعة البرمجيات.

(2) البورصة الماليزية للمشتقات: في إطار

النهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار

والاستثمارات المشتركة بين المصارف تعمل على السماح للبنوك ذات الفائض بتحويل بعض من رصيدها المالي إلى البنوك التي تعاني من العجز في السيولة النقدية، مما يؤدي بالضرورة إلى الحفاظ على آلية التمويل والسيولة سعياً لتعزيز الاستقرار في النظام المصرفي.<sup>2</sup>

و قد طرحت فكرة إنشاء سوق المال الإسلامي بين المصارف في 3 يناير عام 1994 كحل قصير الأجل يهدف إلى توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. ومن المتوقع أن تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الإسلامي على تلبية متطلبات التمويل على نحو إيجابي وفعال. ومن ناحية أخرى، فقد أصدر بنك نيجارا ماليزيا (البنك الماليزي المركزي) بعض المبادئ التوجيهية التي تتعلق بسوق المال الإسلامي بين المصارف في 18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق على نحو لائق وصحيح.<sup>3</sup>

**النتائج التي يمكن الخروج منها بعد عرض النظام المالي بماليزيا(بشكل خاص ما تعلق بالسوق المالية و السوق المالية الإسلامية):**

- ✓ تعتبر الأسواق المالية الماليزية قديمة النشأة، لكنها لم تكن تساهم منذ نشأتها إلى غاية الأزمة المالية 1997 بنسبة كبيرة في النظام المالي.
- ✓ اعتمد النظام المالي الماليزي بشكل كبير على النظام المصرفي.
- ✓ هياً النظام المصرفي و الذي كان الطاغي كما أشرنا على النظام المالي بماليزيا الجو

2 سوق المال الإسلامي بين المصارف، 2006/08/10.

<http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>

3 قرأت لأحد وزراء المالية بأمريكا اللاتينية ما معناه: "إن النظام المصرفي لن يأخذك إلى الجنة أبداً، لكنه يستطيع خلال لحظة واحدة أن يرمي بك في الجحيم"... و معنى العبارة أنه على الرغم من كل ما تقوم به الدولة تجاه النظام المصرفي و ما تصرفه من وقت و مال و جهد من أجل النظام المصرفي سواء لحمايته أو الرقابة عليه...فإن لن يؤدي أبداً إلى التنمية أو قد يؤدي لكن تأثيره منخفض، بينما يمكن أن يتسبب خلال لحظات في أزمة مالية تهوي بالاقتصاد بأكمله...؟؟؟

ظروف تنافسية متزايدة، فقد خضعت سياسته بصفة عامة لعمليات تطوير مستمرة لتنمية قدرته التنافسية بشكل جعله دائماً قادراً على المنافسة

- **الأسواق المالية و النقدية الإسلامية:**

(1) **السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال:**

تلعب هذه السوق دوراً هاماً شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلبي هذه السوق احتياجات الأغلبية الملايوية الإسلامية في الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي، وقد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، غير أن تطور هذه السوق ظل مرهوناً بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها، وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هي إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، أنيط بها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث الأزمة في ذلك المجال، وتتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق وأهمها أدوات الدين الإسلامية، و أسهم الشركات التي تستثمر وفقاً للأسس ولقواعد الإسلامية، وقد تم تكوين مؤشرات لهذه السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون في العمل بهذه السوق.

(2) **السوق النقدية أو سوق المال الإسلامي**

**بين المصارف<sup>1</sup>** سوق المال الإسلامي ما بين المصارف (أو السوق النقدية) هو نظام متكامل مع أهداف النظام المصرفي الإسلامي والتي تتمثل في المقام الأول في توفير التسهيلات للمؤسسات المالية الإسلامية لتقدم التمويل اللازم للمشروعات وتسوية استثمارات الأوراق المالية قصيرة الأجل، إلى جانب القيام بدور القناة التي يجري من خلالها تنفيذ السياسة النقدية. ومن المعروف أن المعاملات المالية

1 هكذا أطلق عليه الماليزيون: سوق المال لما بين المصارف، و هو الذي نصلح عليه بالسوق النقدية، و كما هو معروف فإن ما يميزها عن السوق المالية هو آجال التعامل ضمن هذه السوق و التي تكون قصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة...



الجزائري، حيث و كما هو معروف يعتمد أساساً على النظام المصرفي، و هو نفس ما عرفته ماليزيا في مراحل سابقة...فليس من الضروري أن تمر الجزائر بأزمة تهز النظام المصرفي لتدرك أهمية الانتقال من اقتصاد يعتمد على التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية...كما أن الذين يحذرون من أن الأسواق المالية (بورصة الأوراق المالية) قد تكون أخطر على الاقتصاد من النظام المصرفي، يدركون تماماً أن السبب هو عدم الالتزام بالقواعد التنظيمية التي تمنع المقامرات و المضاربات الوهمية...و إذا أضفنا إلى ذلك أن السوق المالية الإسلامية أكثر انضباطاً من الأسواق المالية التقليدية (بسبب انضباط أحكام فقه المعاملات المالية) فإن الاستفادة من السوق المالية الإسلامية تبدو مطلباً ملحاً. و يضاف إلى كل ما سبق ضرورة الاستجابة لرغبات فئات كبيرة من المستثمرين و حتى الأفراد الراغبين في الحصول على تمويل من السوق المالية (أي تمويل مباشر) من جهة، و يتماشى مع قواعد الشريعة الإسلامية من جهة أخرى...علماً أنه و في التجربة الماليزية كان سبب إنشاء السوق المالية الإسلامية تلبية لرغبات واحتياجات الأغلبية الملايوية المسلمة، بينما حالة الجزائر الدافع يبدو أقوى

الملائم لانتقال عدوى الأزمة المالية، و زيادة أثرها (و كانت النتائج وخيمة على النظام المالي نفسه حيث أفلست معظم البنوك).

✓ انتهجت ماليزيا إستراتيجية جديدة في بناء النظام المالي تركز بشكل أساسي على السوق المالية، على اعتبارها أقدر على مواجهة الأزمات إذا انضبطت بالقواعد التنظيمية.

✓ أثبتت الأزمة المالية لسنة 1997، نجاعة النظام المالي الإسلامي في مواجهة الأزمات، من خلال تزايد عدد المصارف الإسلامية، و زيادة التوجه نحو الصيرفة الإسلامية حتى بالمؤسسات المالية التقليدية.

✓ يؤكد العرض السابق حقيقة التطور المستمر لسوق الأوراق لمالية في ماليزيا وتميزها بخصائص التنوع والاستجابة لرغبات الأطراف العاملة في السوق فضلا عن التعدد في تحقيق الأهداف، فإشياء سوق المشتقات فرضته ضرورة وجود آلية لتغطية المخاطر لتشجيع الاستثمار الأجنبي،

✓ جاء إنشاء السوق المالية الإسلامية بمثابة تقوية لدعائم النظام المالي الإسلامي لتلبية رغبات واحتياجات الأغلبية الملايوية الإسلامية في ماليزيا ويساهم في تحقيق احد الأهداف السياسية والاجتماعية المتمثل في إعادة توزيع لثروة في صالح الأغلبية في مواجهة الأقليات الصينية والهندية.

✓ جاء إنشاء سوق لتنمية الصناعات المكثفة لاستخدام التكنولوجيا، وأخيرا تأسس مركز لتحقيق هدف تعظيم مساهمة القطاع المالي في الاقتصاد الماليزي وتأكيداً لهدف الحكومة الماليزية نحو إنشاء مركز هذه المنظومة وأساسها المتمثل في بورصة كوالالمبور للتطوير المستمر إلى أن أصبحت بوضعها الراهن احد أكثر ببورصات الأسهم تطورا ونموا علو المستوى الإقليمي والعالمي...

و ختاماً، و دون التطرق لجوانب أخرى، تجعل النموذج الماليزي أقرب إلى التطبيق بالجزائر، كعدد السكان، و تاريخ الاستقلال، و الموارد الطبيعية...فإن ما يمكن أن يربط بين التجريبتين (الجزائرية و الماليزية) هو طبيعة النظام المالي

## واقع البورصات العربية الناشئة

الأستاذ بوكار عبد العزيز

أستاذ مساعد مكلف بالدروس – قسم العلوم التجارية-  
الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية – أدرار-

التجارية فضلاً عن كونه بنكاً للحكومة، إضافة إلى ما يقوم به من مهام لإدارة العرض النقدي، ومن تنظيمه للسوق النقدية في الاقتصاد الوطني<sup>(3)</sup>.

**ثانياً: البنوك التجارية:** وتقوم بدور المقرض والمقرض في سوق النقد من خلال تلقيها لودائع العملاء وإقراضها لعملاء آخرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات قروضاً قصيرة الأجل.

### 2-1 أسواق رأس المال: Capital Markets

في هذه السوق يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل والتي تزيد مدة استحقاقها أكثر من سنة (الأسهم، والقروض المصرفية طويلة الأجل) وفي إطار هذه السوق يتم تمويل المتعاملين الاقتصاديين (المؤسسات، الأفراد) بما يحتاجونه من أموال لتمويل استثماراتهم.

أنشأت العديد من الدول العربية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي أسواق لتداول الأوراق المالية (الجزائر، السودان، الكويت، الإمارات العربية المتحدة وسوريا في الفترة الأخيرة) حيث جاءت هذه الخطوة في إطار الإصلاحات التي عرفها القطاع المالي بهذه الدول، إضافة إلى الأهمية التي يمكن أن تلعبها البورصة في الحياة الاقتصادية بشكل عام في التخصيص الأمثل للموارد.

وفي هذا الإطار تسعى هذه الورقة إلى التعرض إلى واقع أسواق المال في الوطن العربي مع الإشارة إلى بورصة القاهرة باعتبارها من أعرق البورصات في المنطقة العربية هذا من جهة، ولكونها عرفت إستقراراً في المدة الأخيرة عكس أسواق المال في منطقة الخليج التي مرت بأزمة ألحقت أضراراً بالمتعاملين في هذه الأسواق جراء عمليات المضاربة، فما هي الإجراءات الواجب اتخاذها لتفادي مثل هذه الأزمات مستقبلاً؟ وقبل التعرض إلى واقع أسواق المال العربية وأهم التحديات التي تواجه هذه الأخيرة، سنحاول التعريف بهذه السوق (سوق الأوراق المالية) وظهار أهميتها في الحياة الاقتصادية بشكل عام.

**1- ماهية البورصة:** البورصة هي مكان التقاء عرض الأموال من طرف المدخرين بالطلب عليها من طرف المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية<sup>(1)</sup>، حيث يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى نوعين رئيسيين:

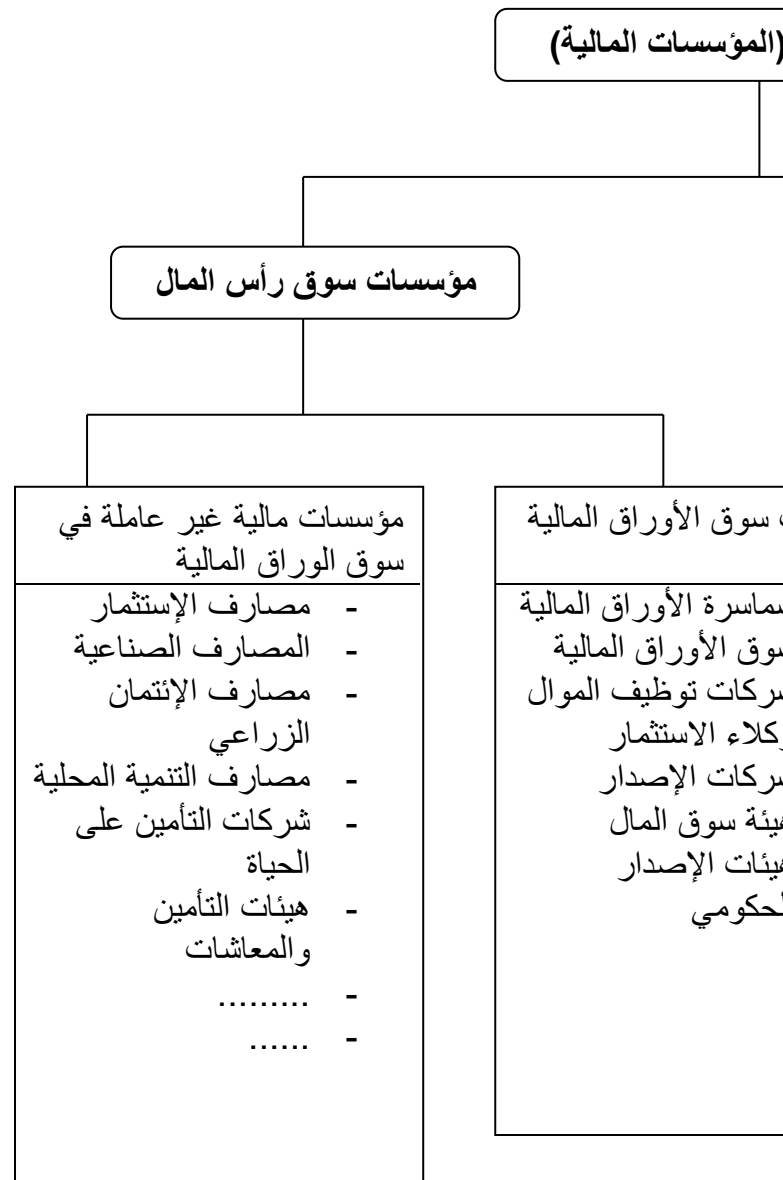
### 1-1 سوق النقد: Money Markets

هي سوق يتم فيها التعامل بالأصول النقدية (سندات، مخزونات، منازل، والأشكال الأخرى للثروة) في سوق الأرصدة، ودراسة هذه الأخيرة يعني تحليل حركات هذه الأصول بين حائزي النقود (السيولة النقدية) والطالبيين لها، عن طريق المؤسسات المالية والنقدية الوسيطة<sup>(2)</sup> والمتمثلة في:

**أولاً: البنك المركزي:** وهو بنك البنوك، إذ يقوم هذا الأخير بعدة وظائف رئيسية، فهو بنك البنوك

وينقسم سوق رأس المال بدوره الى عدة أسواق، فنجد سوق الإصدار (Primary Markets) التي تهتم بكل ما يتعلق بإصدار الأدوات المالية الجديدة، والأسواق الثانوية (Secondary Markets) والتي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها<sup>(4)</sup> والشكل التالي يوضح هيكل السوق المالي:

### 1 : هيكل السوق المالي.



صادية معاصرة، مصر، مكتبة دار الأدب، 1998، ص: 122.

- تمكن أسواق رأس المال في الفصل بين الملكية والمسيرين كما أنها تساهم في تقليل الأضرار التي قد تنجم عن تغيير مستمر في المالكين لحصص الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية للمشاريع المدرجة، وذلك من خلال إعلان الشركات لنتائجها المالية بصفة دورية، حيث تكون محل متابعة وتقييم من طرف المساهمين،

تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً أو يريد سيولة سريعة، مما يساهم في تضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل.

- تتيح سوق المال إمكانية تحويل الإستثمارات الى سيولة، كما أنها توسع دائرة الخيارات أمام المدخرين، كما أنها تعتبر وسيلة من وسائل تغطية المخاطر.

- تعد الحقل الذي تعمل فيه الدول لتحقيق الإستقرار النقدي عن طريق أداة السوق المفتوحة من خلال بيع وشراء الأوراق المالية من طرف البنك المركزي للتأثير على كتلة النقود في الاقتصاد توسعاً أو انكماشاً.

### 3- خصائص أسواق المال في المنطقة العربية

تتميز أسواق رأس المال في المنطقة العربية بحدائتها نشأتها نسبياً رغم أن بعض الدول مثل مصر ولبنان ورثت أسواق من هذا النوع من الفترة الاستعمارية، تبقى هذه الأخيرة تعاني من مشاكل بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها وتعرفها فيما يخص الأطر القانونية والتنظيمية ومجال الوساطة المالية وعمليات الخصخصة<sup>(6)</sup>.

### 3-1 ضيق السوق:

ويعود سبب ضيق سوق الأوراق المالية في الوطن العربي الى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضالة الطلب عليه في هذه الأسواق<sup>(7)</sup>، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة الى أن عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لا يتجاوز 58 باستثناء مصر، مقابل 330 شركة في البورصات الناشئة و 750 شركة في البورصات المتقدمة، إذ بلغت رسملة البورصة في سنة 1990 في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تتميز أسواقها المالية بالعمق والاتساع 172 % من الناتج الداخلي الخام، في حين تبلغ 68 % في الدول الأوروبية<sup>(8)</sup>، حيث يبقى هذا العدد قليل رغم عمليات الخصخصة

وتأتي أهمية سوق المال من كونها أداة لدعم التنمية الاقتصادية من خلال وظيفتها الأساسية والمتمثلة في تجميع رأس المال المعتمد أساساً على معدل الإدخار، من خلال تعبئة الإدخار والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات على الإستثمارات المتنوعة. فوجد نظام مالي باستطاعته حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لتمويل الإستثمارات المنتجة من المتطلبات الرئيسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار<sup>(5)</sup>، وهذه النقطة تطرح بالحاح خاصة بالنسبة للدول العربية التي تعاني تركيز شديدة في صادراتها الى العالم الخارجي، وتزايد أهمية هذا القطاع على باقي القطاعات، فضلاً عن تعميق اندماجها في الاقتصاد العالمي.

### 2- أهمية أسواق رأس المال: تلعب أسواق المال

دور مهم في الحياة الاقتصادية حيث يمكن أن تساهم في:

- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار،  
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية،

- لا يترتب عليها آثار تضخمية، بخلاف ما يترتب على منح الائتمان من طرف البنوك التجارية،

- إن السماح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملة القابلة للتمويل، وقبول إدراج طرح أسهم ومستندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملة الأجنبية قد يؤدي الى تمويل هذه السوق الى سوق إقليمية أو دولية، كما أنها تنمي الوعي لدى المدخرين لأهمية التمويل من خلال سوق الأوراق المالية،

- تعطي عمليات سوق المال مؤشراً عاماً لاتجاهات الأسعار والإدخار والاستثمار،

- من خلال المؤشرات التي يمكن أن تعطيها سوق رأس المال عن وضعية الاقتصاد، يمكن الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، كما أنها توفر قاعدة للبيانات لما تنتجه من شفافية في هذا الإطار لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

- إن رواج نشاط سوق الأوراق المالية المستند الى الحقائق الإنتاجية يدفع الأفراد الى توجيه مدخراتهم الى هذه الشركات المقيدة في البورصة عن طريق شراء أسهمها، كما أن تجديد أسعار أسهم المشاريع المدرجة في البورصة وفقاً لمبدأ العرض والطلب في سوق تنافسية يؤدي الى تحسين تخصيص الموارد.

(الرياض، الكويت، دبي) درجة عالية من الارتباك في معاملاتها اليومية إلى مستويات غير مسبوقة، حيث أثبتت اقتصاديات المنطقة مرة أخرى مدى التباين بين مؤشرات السوق المالي المبنية على التوقعات والواقع الاقتصادي لدول الخليج المبني على الحقائق.

وفي ختام هذه الورقة سنحاول إعطاء بعض التوصيات نراها ضرورية للرفع من مستوى أداء أسواق المال في المنطقة العربية نوردتها في النقاط التالية:

- الاستفادة من التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي لتسهيل عمل البورصة،
- رفع مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة بهذه الأسواق، وتبسيطها وبصفة خاصة الميزانيات السنوية وتقارير مجالس الإدارة، وحسابي الأرباح والخسائر،
- العمل على زيادة الوعي في هذا الإطار من خلال نشر الوعي الادخاري والتوظيفي لدى الأفراد من خلال مختلف وسائل الإعلام،
- الإسراع في عمليات الخوصصة في إطار دعم سوق الوراق المالية (زيادة العرض)،
- العمل على تطوير الأسواق الناشئة في المنطقة العربية فيما يخص الأطر القانونية والتنظيمية لمراقبة السوق وفيما يخص عمليات البورصة ومهام لجنة (هيئة) عمليات البورصة وعلى سلوك المدخرين،
- عدم المبالغة في قيمة الأسهم المطروحة في السوق من قبل الشركات القابضة، بحيث تكون هذه القيمة تمثل القيمة الحقيقية لأصول وأداء الشركات التي طرحت هذه الأسهم.

التي باشرت العديد من الدول العربية، وفي هذا الإطار قامت قطر في عام 2003 مثلاً بخصخصة شركة الأسمدة الوطنية بنسبة 30 % وشركة الحديد بنسبة 45 % وأقسام من مصانع البتروكيماوية بنسبة 35 % بهدف تنويع وتوسيع قاعدة الملكية<sup>(9)</sup>.

## 2- تركيز عمليات التداول وضعف التنوع في الأوراق المالية:

حيث تعاني جل البورصات العربية تركيز معظم عملياتها في عدد محدود من الأسهم (الأسهم القيادية)، ويعود هذا التركيز إلى عدة أسباب أهمها عدم جودة غالبية الأسهم المدرجة، وخاصة تلك العائدة إلى القطاع العام الذي يسيطر على حصة كبيرة في هذه الأسواق، رغم عمليات الخصخصة التي باشرت هذه الدول، كما أن هذه الأسواق تعاني من عدم التنوع والذي إن وجد سيتيح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية للتقليل من درجة الخطر.

فعلى سبيل المثال تشكل السندات 70% من حجم التعامل في أغلب أسواق المال في العالم، فسوق السندات في مصر مثلاً محدودة بالنسبة لهذه الورقة، حيث تمثل 14% من الإصدارات الجديدة على أقصى تقدير خلال الفترة (96/97-2002-2003) إذ تستحوذ إصدارات الأسهم العادية على نحو 86%<sup>(10)</sup>.

## 3- ضعف السيولة:

إن توفر السيولة أحد أهم الوظائف التي يمكن أن تقوم بها سوق الأوراق المالية، غير أن البورصات العربية تعاني من ضعف في السيولة ويظهر ذلك جلياً في انخفاض عمليات التداول اليومية والسنوية، فضلاً عن انخفاض معدل دوران الأسهم الذي يتراوح بين 0.03 % في بورصة الجزائر و 12.56 في بورصة عمان خلال الربع الأول من عام 2004<sup>(11)</sup>.

## 4- التقلبات الشديدة في الأسعار:

تتميز أسواق المال في الدول العربية بتقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة بها، ويعود ذلك بدرجة كبيرة إلى الاعتماد على القروض التي تمنحها البنوك في تمويل السوق، والمبالغة في تحديد أسعار الأسهم، حيث شهدت الأشهر الأخيرة من سنة 2006 أسواق المال في دول الخليج

## المراجع:

- (1)- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة قدمت لندوة التجارة العربية البنينية والتكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، الجزء الثاني، عمان، سبتمبر 2004، ص: 454.
- (2)- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، لبنان، الدار الجامعية، 1989، ص: 284.
- (3)- أسامة بشير الدباغ، أثيل عبد الجبار الجومرد، المقدمة في الاقتصاد الكلي، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2003، ص: 276.
- (4) في هذا الإطار أنظر:
- صلاح الدين حسن السيسي، قضايا إقتصادية معاصرة، مصر، مكتبة دار الأدب، 1998، ص: 122.
- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 456-457.
- (5)- محمد الفنيش، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة القضايا الرئيسية، ورقة مقدمة الى ندوة القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، الصندوق العربي للإنماء الإقتصادي والإجتماعي، الإمارات العربية المتحدة، أفريل 2000، ص: 19.
- (6)- في هذا الإطار أنظر:
- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2004، ص ص: 133-134.
- (7)- يقاس العرض بعدد الشركات المدرجة بالسوق، بينما يقاس الطلب بعدد أوامر الشراء.
- (8)- أنظر، LOURO, Problèmes Economiques, le premier pas de l'euro comme monnaie internationale, n°02-635, 13 octobre, 1999.
- (9)- صندوق النقد العربي، تقرير الإقتصاد العربي الموحد، سبتمبر 2004، ص: 135.
- (10)- حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد 477/478، أبريل 2005، ص: 561.
- (11)- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص: 470.

## واقع البورصات العربية الناشئة

الأستاذ بوكار عبد العزيز

أستاذ مساعد مكلف بالدروس – قسم العلوم التجارية-  
الجامعة الإفريقية العقيد أحمد دراية – أدرار-

التجارية فضلاً عن كونه بنكاً للحكومة، إضافة إلى ما يقوم به من مهام لإدارة العرض النقدي، ومن تنظيمه للسوق النقدية في الاقتصاد الوطني<sup>(3)</sup>.

**ثانياً: البنوك التجارية:** وتقوم بدور المقرض والمقرض في سوق النقد من خلال تلقيها لودائع العملاء وإقراضها لعملاء آخرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات قروضاً قصيرة الأجل.

### 2-1 أسواق رأس المال: Capital Markets

في هذه السوق يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل والتي تزيد مدة استحقاقها أكثر من سنة (الأسهم، والقروض المصرفية طويلة الأجل) وفي إطار هذه السوق يتم تمويل المتعاملين الاقتصاديين (المؤسسات، الأفراد) بما يحتاجونه من أموال لتمويل استثماراتهم.

أنشأت العديد من الدول العربية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي أسواق لتداول الأوراق المالية (الجزائر، السودان، الكويت، الإمارات العربية المتحدة وسوريا في الفترة الأخيرة) حيث جاءت هذه الخطوة في إطار الإصلاحات التي عرفها القطاع المالي بهذه الدول، إضافة إلى الأهمية التي يمكن أن تلعبها البورصة في الحياة الاقتصادية بشكل عام في التخصيص الأمثل للموارد.

وفي هذا الإطار تسعى هذه الورقة إلى التعرض إلى واقع أسواق المال في الوطن العربي مع الإشارة إلى بورصة القاهرة باعتبارها من أعرق البورصات في المنطقة العربية هذا من جهة، ولكونها عرفت إستقراراً في المدة الأخيرة عكس أسواق المال في منطقة الخليج التي مرت بأزمة ألحقت أضراراً بالمتعاملين في هذه الأسواق جراء عمليات المضاربة، فما هي الإجراءات الواجب اتخاذها لتفادي مثل هذه الأزمات مستقبلاً؟ وقبل التعرض إلى واقع أسواق المال العربية وأهم التحديات التي تواجه هذه الأخيرة، سنحاول التعريف بهذه السوق (سوق الأوراق المالية) وظهار أهميتها في الحياة الاقتصادية بشكل عام.

**1- ماهية البورصة:** البورصة هي مكان التقاء عرض الأموال من طرف المدخرين بالطلب عليها من طرف المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية<sup>(1)</sup>، حيث يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى نوعين رئيسيين:

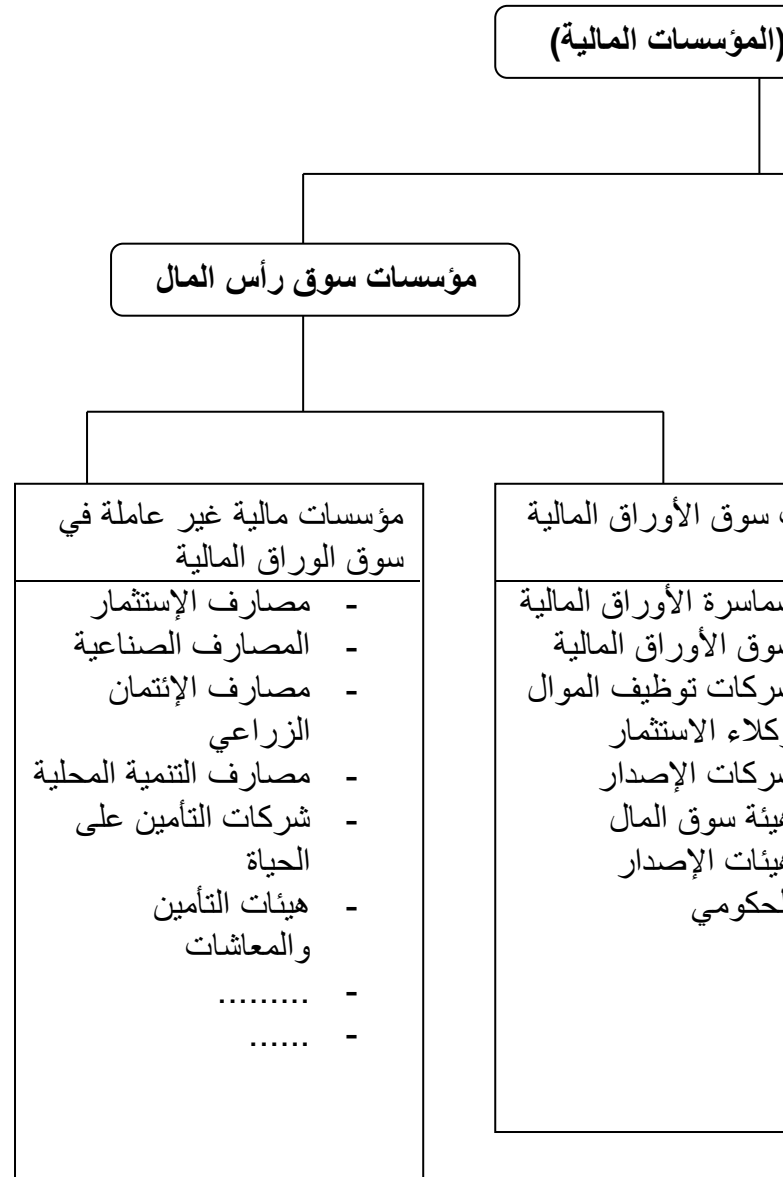
### 1-1 سوق النقد: Money Markets

هي سوق يتم فيها التعامل بالأصول النقدية (سندات، مخزونات، منازل، والأشكال الأخرى للثروة) في سوق الأرصدة، ودراسة هذه الأخيرة يعني تحليل حركات هذه الأصول بين حائزي النقود (السيولة النقدية) والطالبيين لها، عن طريق المؤسسات المالية والنقدية الوسيطة<sup>(2)</sup> والمتمثلة في:

**أولاً: البنك المركزي:** وهو بنك البنوك، إذ يقوم هذا الأخير بعدة وظائف رئيسية، فهو بنك البنوك

وينقسم سوق رأس المال بدوره الى عدة أسواق، فنجد سوق الإصدار (Primary Markets) التي تهتم بكل ما يتعلق بإصدار الأدوات المالية الجديدة، والأسواق الثانوية (Secondary Markets) والتي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها<sup>(4)</sup> والشكل التالي يوضح هيكل السوق المالي:

### 1 : هيكل السوق المالي.



صادية معاصرة، مصر، مكتبة دار الأدب، 1998، ص: 122.



- تمكن أسواق رأس المال في الفصل بين الملكية والمسيرين كما أنها تساهم في تقليل الأضرار التي قد تنجم عن تغيير مستمر في المالكين لحصص الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية للمشاريع المدرجة، وذلك من خلال إعلان الشركات لنتائجها المالية بصفة دورية، حيث تكون محل متابعة وتقييم من طرف المساهمين،

تيسر تداول الأوراق المالية لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً أو يريد سيولة سريعة، مما يساهم في تضيق الفجوة بين الاستثمار قصير وطويل الأجل.

- تتيح سوق المال إمكانية تحويل الإستثمارات الى سيولة، كما أنها توسع دائرة الخيارات أمام المدخرين، كما أنها تعتبر وسيلة من وسائل تغطية المخاطر.

- تعد الحقل الذي تعمل فيه الدول لتحقيق الإستقرار النقدي عن طريق أداة السوق المفتوحة من خلال بيع وشراء الأوراق المالية من طرف البنك المركزي للتأثير على كتلة النقود في الاقتصاد توسعاً أو انكماشاً.

### 3- خصائص أسواق المال في المنطقة العربية

تتميز أسواق رأس المال في المنطقة العربية بحدائهم نشأتها نسبياً رغم أن بعض الدول مثل مصر ولبنان ورثت أسواق من هذا النوع من الفترة الاستعمارية، تبقى هذه الأخيرة تعاني من مشاكل بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها وتعرفها فيما يخص الأطر القانونية والتنظيمية ومجال الوساطة المالية وعمليات الخصخصة<sup>(6)</sup>.

### 3-1 ضيق السوق:

ويعود سبب ضيق سوق الأوراق المالية في الوطن العربي الى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضالة الطلب عليه في هذه الأسواق<sup>(7)</sup>، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة الى أن عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية لا يتجاوز 58 باستثناء مصر، مقابل 330 شركة في البورصات الناشئة و 750 شركة في البورصات المتقدمة، إذ بلغت رسملة البورصة في سنة 1990 في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تتميز أسواقها المالية بالعمق والاتساع 172 % من الناتج الداخلي الخام، في حين تبلغ 68 % في الدول الأوروبية<sup>(8)</sup>، حيث يبقى هذا العدد قليل رغم عمليات الخصخصة

وتأتي أهمية سوق المال من كونها أداة لدعم التنمية الاقتصادية من خلال وظيفتها الأساسية والمتمثلة في تجميع رأس المال المعتمد أساساً على معدل الإدخار، من خلال تعبئة الإدخار والتوزيع الكفاء لهذه المدخرات على الإستثمارات المتنوعة. فوجد نظام مالي باستطاعته حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لتمويل الإستثمارات المنتجة من المتطلبات الرئيسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار<sup>(5)</sup>، وهذه النقطة تطرح بالحاح خاصة بالنسبة للدول العربية التي تعاني تركيز شديدة في صادراتها الى العالم الخارجي، وتزايد أهمية هذا القطاع على باقي القطاعات، فضلاً عن تعميق اندماجها في الاقتصاد العالمي.

### 2- أهمية أسواق رأس المال: تلعب أسواق المال

دور مهم في الحياة الاقتصادية حيث يمكن أن تساهم في:

- تعبئة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار،  
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية،

- لا يترتب عليها آثار تضخمية، بخلاف ما يترتب على منح الائتمان من طرف البنوك التجارية،

- إن السماح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملة القابلة للتمويل، وقبول إدراج طرح أسهم ومستندات الشركات والحكومات المختلفة بالعملة الأجنبية قد يؤدي الى تمويل هذه السوق الى سوق إقليمية أو دولية، كما أنها تنمي الوعي لدى المدخرين لأهمية التمويل من خلال سوق الأوراق المالية،

- تعطي عمليات سوق المال مؤشراً عاماً لاتجاهات الأسعار والإدخار والاستثمار،

- من خلال المؤشرات التي يمكن أن تعطيها سوق رأس المال عن وضعية الاقتصاد، يمكن الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، كما أنها توفر قاعدة للبيانات لما تنتجه من شفافية في هذا الإطار لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

- إن رواج نشاط سوق الأوراق المالية المستند الى الحقائق الإنتاجية يدفع الأفراد الى توجيه مدخراتهم الى هذه الشركات المقيدة في البورصة عن طريق شراء أسهمها، كما أن تجديد أسعار أسهم المشاريع المدرجة في البورصة وفقاً لمبدأ العرض والطلب في سوق تنافسية يؤدي الى تحسين تخصيص الموارد.

(الرياض، الكويت، دبي) درجة عالية من الارتباك في معاملاتها اليومية إلى مستويات غير مسبوقة، حيث أثبتت اقتصاديات المنطقة مرة أخرى مدى التباين بين مؤشرات السوق المالي المبنية على التوقعات والواقع الاقتصادي لدول الخليج المبنى على الحقائق.

وفي ختام هذه الورقة سنحاول إعطاء بعض التوصيات نراها ضرورية للرفع من مستوى أداء أسواق المال في المنطقة العربية نوردتها في النقاط التالية:

- الاستفادة من التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي لتسهيل عمل البورصة،
- رفع مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة بهذه الأسواق، وتبسيطها وبصفة خاصة الميزانيات السنوية وتقارير مجالس الإدارة، وحسابي الأرباح والخسائر،
- العمل على زيادة الوعي في هذا الإطار من خلال نشر الوعي الادخاري والتوظيفي لدى الأفراد من خلال مختلف وسائل الإعلام،
- الإسراع في عمليات الخوصصة في إطار دعم سوق الوراق المالية (زيادة العرض)،
- العمل على تطوير الأسواق الناشئة في المنطقة العربية فيما يخص الأطر القانونية والتنظيمية لمراقبة السوق وفيما يخص عمليات البورصة ومهام لجنة (هيئة) عمليات البورصة وعلى سلوك المدخرين،
- عدم المبالغة في قيمة الأسهم المطروحة في السوق من قبل الشركات القابضة، بحيث تكون هذه القيمة تمثل القيمة الحقيقية لأصول وأداء الشركات التي طرحت هذه الأسهم.

التي باشرت العديد من الدول العربية، وفي هذا الإطار قامت قطر في عام 2003 مثلاً بخصخصة شركة الأسمدة الوطنية بنسبة 30 % وشركة الحديد بنسبة 45 % وأقسام من مصانع البتروكيماوية بنسبة 35 % بهدف تنويع وتوسيع قاعدة الملكية<sup>(9)</sup>.

## 2- تركيز عمليات التداول وضعف التنوع في الأوراق المالية:

حيث تعاني جل البورصات العربية تركيز معظم عملياتها في عدد محدود من الأسهم (الأسهم القيادية)، ويعود هذا التركيز إلى عدة أسباب أهمها عدم جودة غالبية الأسهم المدرجة، وخاصة تلك العائدة إلى القطاع العام الذي يسيطر على حصة كبيرة في هذه الأسواق، رغم عمليات الخصخصة التي باشرت هذه الدول، كما أن هذه الأسواق تعاني من عدم التنوع والذي إن وجد سيتيح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية للتقليل من درجة الخطر.

فعلى سبيل المثال تشكل السندات 70% من حجم التعامل في أغلب أسواق المال في العالم، فسوق السندات في مصر مثلاً محدودة بالنسبة لهذه الورقة، حيث تمثل 14% من الإصدارات الجديدة على أقصى تقدير خلال الفترة (96/97-2002-2003) إذ تستحوذ إصدارات الأسهم العادية على نحو 86%<sup>(10)</sup>.

## 3- ضعف السيولة:

إن توفر السيولة أحد أهم الوظائف التي يمكن أن تقوم بها سوق الأوراق المالية، غير أن البورصات العربية تعاني من ضعف في السيولة ويظهر ذلك جلياً في انخفاض عمليات التداول اليومية والسنوية، فضلاً عن انخفاض معدل دوران الأسهم الذي يتراوح بين 0.03 % في بورصة الجزائر و 12.56 في بورصة عمان خلال الربع الأول من عام 2004<sup>(11)</sup>.

## 4- التقلبات الشديدة في الأسعار:

تتميز أسواق المال في الدول العربية بتقلبات أسعار أسهم الشركات المدرجة بها، ويعود ذلك بدرجة كبيرة إلى الاعتماد على القروض التي تمنحها البنوك في تمويل السوق، والمبالغة في تحديد أسعار الأسهم، حيث شهدت الأشهر الأخيرة من سنة 2006 أسواق المال في دول الخليج

## المراجع:

- (1)- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، ورقة قدمت لندوة التجارة العربية البنينية والتكامل الاقتصادي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الجامعة الأردنية، الجزء الثاني، عمان، سبتمبر 2004، ص: 454.
- (2)- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، لبنان، الدار الجامعية، 1989، ص: 284.
- (3)- أسامة بشير الدباغ، أثيل عبد الجبار الجومرد، المقدمة في الاقتصاد الكلي، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2003، ص: 276.
- (4) في هذا الإطار أنظر:
- صلاح الدين حسن السيسي، قضايا إقتصادية معاصرة، مصر، مكتبة دار الأدب، 1998، ص: 122.
- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 456-457.
- (5)- محمد الفنيش، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة القضايا الرئيسية، ورقة مقدمة الى ندوة القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، الصندوق العربي للإنماء الإقتصادي والإجتماعي، الإمارات العربية المتحدة، أفريل 2000، ص: 19.
- (6)- في هذا الإطار أنظر:
- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2004، ص ص: 133-134.
- (7)- يقاس العرض بعدد الشركات المدرجة بالسوق ، بينما يقاس الطلب بعدد أوامر الشراء.
- (8)- أنظر ، LOURO, Problèmes Economiques, le premier pas de l'euro comme monnaie internationale, n°02-635, 13 octobre, 1999.
- (9)- صندوق النقد العربي، تقرير الإقتصاد العربي الموحد، سبتمبر 2004، ص: 135.
- (10)- حسين عبد المطلب الأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، مجلة مصر المعاصرة، العدد 477/478، أبريل 2005، ص: 561.
- (11)- أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية عربية، مرجع سبق ذكره، ص: 470.

**انهيار السوق المالي السعودي عام 2006 -**

دورس وعبر-

مع الإشارة إلى حالة "شركة بيشة لتنمية الزراعية

"

أ. يوسفات علي  
مساعد - الجامعة الإفريقية-أدرار**المقدمة:**

يعد انهيار السوق المالي السعودي من أهم أحداث عام 2006 ، إذ تجرعت سوق الأسهم المحلية خسائر فادحة ، تجاوزت - 52.5% ، فيما بلغت مقارنة بأعلى قيمة و أدنى قيمة للمؤشر نحو - 63% ، كما خسرت من قيمتها السوقية أكثر من 1.9 تريليون ريال ، ولذا يحاول هذا البحث دراسة مكونات الأزمة لاستخلاص الدروس والعبر.

إشكالية البحث:

من خلال هذه الورقة البحثية نحاول الإجابة

على التساؤلات التالية:

1 ما هي مظاهر و أسباب و نتائج انهيار

السوق المالي السعودي 2006 ؟.

2- ما هي الدروس التي يمكن استخلاصها

من الأزمة السعودية لتفعيل وتنشيط البورصة الجزائرية؟

أهمية البحث:

تتشترك كل من السعودية والجزائر في عدة قواسم مشتركة، والتي من أبرزها أن كونهما من الدول النفطية، وتعتمدان بدرجة الأولى على الربيع البترولي، وهذا يعني أن للنفط دور كبير في تنشيط اقتصادياتهما، بإضافة إلى قلة الأوعية الاستثمارية التي تستوعب الفوائض المالية المتأتية من الطفرة النفطية الأخيرة، مما يزيد من إمكانية تكرار سيناريو الأزمة السعودية في الجزائر لو كانت البورصة الجزائرية بمستوى أداء البورصة السعودية، ولذا جاء هذا البحث للوقوف على أزمة السوق المالي السعودي وصفاً وتحليلاً لاستخلاص جملة من الدروس والعبر تساهم في رفع أداء البورصة السعودية، وحتى تكون البورصة أداة للاستثمار الطويل الأجل، لا أداة لتدمير المدخرات والفوائض المالية.

أهداف البحث:

1- معرفة مظاهر وأسباب تكون الأزمات

الأسواق المالية الناشئة.

2- الخروج بجملة من التصورات نستفيد منها في تفعيل البورصة الجزائرية.

أولاً: ماهية أزمة الأسواق المالية

1- تعريف أزمة الأسواق المالية:

يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة و في أسعار الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل و الثروات فيها وبين الأسواق المالية الدولية<sup>1</sup>.

2- أسباب أزمة الأسواق المالية (الفقاعة

The bubble):<sup>2</sup>

1- غيات الأوعية الاستثمارية.

2- ارتفاع مفاجأة للسيولة بحيث لا

يستوعبها الاقتصاد.

3- الاستعداد الكبير لتقديم الاقراض (منح

القرض).

4- مشاركة الشعبية الكبيرة.

ثانياً: أزمة السوق المالي السعودي 2006

1- تعريف سوق المال السعودي : يعتبر

السوق السعودي الأكبر و الأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية، إلا أنه تم تطوير آلية فريدة للتداول من خلال المصارف و بإشراف مؤسسة النقد العربي و وزارة التجارة السعودية.

تم تأسيس البورصة السعودية في عام

1984 و تتميز بنظام تعاملها الإلكتروني المتطور ، وبالتسوية التي تتم بعد إتمام الصفقة بيوم واحد فقط ، فإنها لا تخلو من المشاكل حيث تفتقر إلى مقاييس و معايير محاسبية دولية، كما أن قائمة الشركات المسجلة محدودة إذ يبلغ 77 شركة فقط<sup>3</sup>، و شهد

- عرفات تقي الحسني ، " التمويل الدولي "، دار مجلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص 200. 1.

2- عبد الرحمن بن فهد الحارثي ، نائب سيتي غروب - الشرق الاوسط ، مداخلة في ندوة " أسواق الخليجية ، حصاد عام 2006 و تطلعات المستقبل "، قناة الجزيرة مباشر ، يوم 2007/01/25.

- صلاح الدين السيبي ، " قضايا إقتصادية معاصرة "، دار الوسام للطباعة والنشر ، بيروت ، لبنان ، 1998 ، ص 161 بتصرف. 3.

1- المغالات في أسعار اكتتاب الأسهم (سعر الاكتتاب أعلى من سعر الحقيقي أو السعر العادل) ، وإنعدام الرقابة على شركات المساهمة مثلا سهم شركة صافولا تم إصداره بـ 140 ريال لسهم في نهاية عام 2006 أصبحت قيمة السهم 30 ريالا<sup>2</sup>.

2- انتشار حمى المضاربة أو ما يعرف بالسيولة الساخنة مما أدى إلى الصعود الغير مبرر للمؤشر ، و سيادة سلوك القطيع (Herd Behaviour) بين التشاؤم " الخوف (fear) " و التفاؤل " الطمع (greed) " ، ففي مستهل 2003 لم يتجاوز عدد الأسهم المصدرة في السوق أكثر من 2.3 مليار سهم، لتنمو بصورةٍ متندة جداً طوال الفترة 2003 - 2005 لم يتجاوز نموها 52 % مستقرةً عند 2.98 مليار سهم، أي زيادةٍ إجمالية في عدد الأسهم المصدرة تجاوزت بقليل 1.0 مليار سهم مصدر، في مقابل ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة نفسها بنحو 3000 % ، و ارتفع معدل دوران الأسهم (قيمة و كمية ) خلال فترة قياسية ، من 88.5% بنهاية 2002 ليستقر فوق 411.8 % مع نهاية 2005<sup>3</sup>.

3- 90% من الاستثمارات هي استثمارات أفراد ، و الذين يمتاز سلوكهم بالعاطفية و هذا خطر استراتيجي ، بل يجب أن يكون بل يجب تكون استثماراتهم يمثل 10% فقط من مجمل الاستثمارات في السوق أما الباقي فهو استثمار مؤسساتي<sup>4</sup>.

3 - استعمال التحليل الفني و التحليل الأساسي معاً ، بدل الاقتصار على التحليل الفني الذي يصعد من وتيرة المضاربة.

4- يوصف مستشار بنك أبوظبي الوطني زياد دباس بأن السوق المالي السعودي يكاد ينعدم فيه الاستثمار الطويل الأجل ، بل الأموال التي فيه أموال ساخنة " Hot Money " (أموال مضاربة).

1 ، 2007/01/27

[www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php).

2 - ندوة " أسواق الخليجية ، حصاد عام 2006 و تطلعات المستقبل " ، قناة الجزيرة مباشر ، يوم 2007/01/25.

3- عبد الحميد العمري " الأسهم السعودية .. نقطة الخروج من الأزمة الراهنة تبدأ من 9 منافذ " ، صحيفة > الاقتصادية < الالكترونية ، العدد 4856 ، السبت 2007/01/27 ،

[www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php).

4 - زياد دباس مستشار بنك أبوظبي الوطني مداخلة في ندوة " أسواق الخليجية ، حصاد عام 2006 و تطلعات المستقبل " ، قناة الجزيرة مباشر ، يوم 2007/01/25.

السوق المالي السعودي تطوراً نوعياً في سنوات القليلة الماضية انعكس بشكل مباشر على حجمه و أدائه بسبب رجوع المعتبر للرساميل السعودية بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 ، و طفرة النفطية الأخيرة.

## 2 - مظاهر الأزمة :



## 1- بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة

خلال عام 2006م نحو 5.26 تريليون ريال أي ما يعادل 1.40 تريليون دولار أمريكي مقابل 4.14 تريليون ريال 1.10 تريليون دولار أمريكي للعام السابق محققة بذلك ارتفاعاً بلغت نسبته 27.14 في المائة.

و بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة لعام 2006م 54.44 مليار سهم مقابل 12.28 مليار سهم تم تداولها في العام السابق محققة بذلك ارتفاعاً بنسبة 343.27 في المائة.

أما إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2006م فقد بلغ 96.10 مليون صفقة مقابل 46.61 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام السابق بنسبة ارتفاع بلغت 106.2 في المائة. وفيما بلغ المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2006م نحو 19.86 مليار ريال مقابل 13.84 مليار ريال كمتوسط يومي للعام السابق بنسبة ارتفاع بلغت 43.45 في المائة، ناهز المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة خلال عام 2006م نحو 205.43 مليون سهم مقابل 41.07 مليون سهم كمتوسط يومي خلال العام السابق بنسبة ارتفاع بلغت 400.14 في المائة، وبلغ المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة خلال عام 2006م نحو 362.63 ألف صفقة مقابل 155.88 ألف صفقة كمتوسط يومي خلال العام السابق بنسبة ارتفاع بلغت 132.63 في المائة<sup>1</sup>.

عام الانهيار و تجزئة الاسهم و تغيير التداول، صحيفة > الاقتصادية < الالكترونية ، العدد 4856 ، السبت

الأولويات بالدرجة الأولى والسرعة والدقة في التعامل مع المستجدات أو لتجاوز تطورات السوق حدود وقدرة تلك السياسات والإجراءات أو جميع ما تقدّم حسب نوع وحجم تلك المعطيات التي مرّت على السوق. لعل من أهم كواشف هذا القصور الخطير في تلك السياسات وما ترتب عليها فيما بعد، عدم أخذها في الاعتبار تسارع تدفق المستثمرين على السوق مع مطلع 2003.

6 - مساهمة الأسباب الخمسة السابقة مجتمعةً في تهيئة الأجواء لطابع تعاملات المضاربة الشرسية داخل أروقة السوق، التي اندفعت في غير هدى للتسبب في انحراف كثير من أهداف السوق المالية التي تخدم الاقتصاد الوطني عن تلك المقاصد، إلى أهداف ضيقة المصالح لا تخدم إلا أهداف المتورطين فيها، حتى وإن كانت على حساب الاقتصاد الوطني أو استقرار السوق أو حتى مصالح بقية المستثمرين في السوق.

7 - انخفاض مستوى التنسيق والتعاون بين الجهات الرسمية ذات العلاقة، وقد أثبت الانهيار فيما بعد ضعفه التام بعدم وجود ما يسمّى بإدارة الأزمات، حتى في أبسط صورها، أو ما يسمى بحوكمة الأسواق المالية.

#### 4- نتائج الأزمة:

1- انهيار السوق يوم 2006/02/25 كبد سوق خسائر تعدت 1.9 تريليون ريال (أي حوالي 317 مليار دولار).

2- إقالة رئيس هيئة السوق المالي من طرف العاهل السعودي.

3- إيقاف عدة شركات عن التداول كـ " شركة بيشة الزراعية " و " شركة أنعام " وغيرها.

4- سن مجموعة جديدة من الشروط والقوانين لتسيير السوق ، تفعيل تطبيق أنظمة الشفافية و الإفصاح المالي (لوائح الحوكمة) .

5- تبخر مدخرات و استثمارات صغار المساهمين الذين يمثلون 80% من عدد المساهمين في السوق ، مما انعكس على الحياة الاجتماعية في السعودية كارتفاع الأمراض ضغط الدم ، الطلاق .. وغير ذلك.

6- تأثير الدومينو<sup>4</sup>: تأثر البورصات العربية كالأردن ومصر و الأسواق الخليجية بانهيار سوق المال السعودي لأن أغلبية المستثمرين

5- قرار هيئة السوق المالي تخفيض نسبة التذبذب من 10% إلى 5% في نهاية فبراير 2006<sup>1</sup>، و كان من أبرز مؤشرات الأزمة.

6- تجزئة أسهم أو رفع رأسمال العديد من الشركات مع التوزيع المجاني لأسهم ( بيشة، شركة سابك ، مجموعة صافولا ، شركة الزامل ، البنك السعودي للاستثمار، اتصالات السعودية...الخ)<sup>2</sup>.

#### 3 - أسباب الأزمة<sup>3</sup>:

1 - تأخر معالجة الاختلالات الهيكلية الكامنة في جسد السوق منذ تأسيسها، واستفحال خطرهما فيما بعد مطلع 2003 تحت ضغط التطورات المتسارعة والمتعاضمة التي مرّت على السوق.

2- التدفق السريع لملايين المستثمرين بمدخراتهم المقدرة بمليارات الريالات باتجاه سوق محدودة في عدد شركاتها المدرجة (77 شركة مدرجة 2005)، وشحيحة جداً في خياراتها الاستثمارية البديلة، تفتقد تماماً إلى الكفاءة والعمق والتطور. إلى جانب أن الأغلبية الغالبة من ملايين المستثمرين الجدد يفتقرون إلى أبسط أجديات الثقافة المالية والاستثمارية.

3 - الإفراط غير المدروس من قبل البنوك التجارية في منح التسهيلات المالية الضخمة للمستثمرين، ضاعف من خطورته افتقاد أغلبية المستثمرين الجدد لأبسط درجات الوعي المالي والاستثماري.

4 - انعدام الفرص الاستثمارية البديلة في الاقتصاد الوطني، في مقابل اكتظاظه بالفوائض المالية الضخمة المتأتية من الارتفاعات المتتالية لأسعار النفط، وعودة جزء كبير من المدخرات الوطنية المهاجرة بعد (سبتمبر) 2001.

5 - قصور السياسات والإجراءات التنظيمية والإشرافية والرقابية عن المستوى المطلوب للتعامل الكفاء مع معطيات السوق؛ وذلك إما لنقص الخبرة أو لافتقاد الأدوات الفاعلة أو لعدم وجود خطة تطوير للسوق تتسم بالشمولية؛ و تستند إلى

- عبد الحميد العمري " الأسهم السعودية .. نقطة الخروج من الأزمة الراهنة تبدأ من 9 منافذ" ، نفس المصدر السابق.

1

- عام الانهيار و تجزئة الاسهم و تغيير التداول، صحيفة > الاقتصادية < الالكترونية ، مصدر سبق ذكره. 2

3- عبد الحميد العمري " الأسهم السعودية .. نقطة الخروج من الأزمة الراهنة تبدأ من 9 منافذ" ، نفس المصدر السابق، يتصرف .

4- أحمد دياب " هل كان 2006 عام حزن على بورصات الخليج " ، <http://news.bbc.co.uk/business/>

4- أن تقوم الهيئة بتعليق تداول أسهم الشركات التي ترتفع بطريقة غير مبررة ودون وجود أسباب جوهرية تفسر تلك الارتفاعات الغريبة، وألا تكفي بنشر رد الشركات المساهمة بعدم وجود أية معلومات جوهرية حول نشاطها ببرر صعود سعر سهمها أثناء التداول اليومي.

5 - إيجاد "صندوق استقرار السوق" ولا نعني به صانع السوق؛ إذ إن شروط نجاح عمله غير متوافرة حتى الآن في سوقنا الناشئة، يظلم هذا الصندوق بمهمة أساسية وحيدة، تتلخص في امتصاص الصدمات المفاجئة التي تصعق السوق من وقت إلى آخر، كما أنه ليس الهدف من إيجاده أن يرفع المؤشر العام أو يخفضه، إذ ينحصر دوره في كبح جماح الارتفاعات غير المبررة، وكذا الحال بالنسبة للانخفاضات غير المبررة في قيم أسهم الشركات ذات العوائد.

6 - يجب أن تستبعد هيئة السوق المالية من سلة الحلول المفكر فيها السماح للشركات المساهمة بإعادة شراء أسهمها؛ إذ إن هذا الخيار لا يتعدى كونه مسكناً لألم السوق والشركة في الوقت الراهن، فيما يمكن أن يتحول مستقبلاً إلى "فخ" يصعب على الشركة أن تخرج منه.

7 - إلزام شركات الوساطة المالية الجديدة (41 شركة وساطة) ببدء العمل خلال فترة وجيزة من منحها التراخيص (يجب ألا تتعدى شهر) أو سحب التراخيص من الشركة أو المكتب المتأخر. إذ إن مجرد وجودها على الورق لا يخدم إطلاقاً الأهداف النهائية التي لأجلها منحت تراخيص بممارسة أعمال الوساطة المالية.

8 - أن تضع مؤسسة النقد العربي السعودي سياسات وضوابط صارمة على البنوك التجارية فيما يتعلق بمنح التسهيلات المالية للمستثمرين، ولعل أهم تلك الضوابط ربط منح التسهيل من عدمه بجدوى الاستثمار الذي سيقدم عليه المستثمر، والهدف هنا؛ تحفيز الإقبال على أسهم الشركات ذات العوائد، وإقبال الأبواب أمام السيولة الراغبة في خوض غمار المضاربات العشوائية.

9 - أن يقوم المستثمرون بترشيد قراراتهم الاستثمارية، وبناء قواعد عقلانية متزنة لقرارات البيع والشراء أثناء التعامل، ما يعني في اتجاه آخر الابتعاد عن خوض مغامرات المضاربات العشوائية، والاعتماد في بناء القرارات على المعلومات الأساسية في قوائم الشركات المالية. كما أن الاعتماد على الخيارات الاستثمارية المتوقع اتساعها مع

الأجانب سعوديين ( السوق المالي المصري 50% من الاجانب سعوديين ).

7- تغيير أوقات التداول<sup>1</sup>:

أ- تم إلغاء التداول في أيام الخميس وذلك اعتباراً من يوم الخميس الموافق 15 حزيران (يونيو) 2006م.

ب - أصدرت هيئة السوق المالية قراراً بتعديل فترة التداول في السوق لتصبح فترة واحدة من الساعة 11 صباحاً وحتى الساعة 3:30 ظهراً، وبدأ العمل بهذا القرار ابتداءً من 2006/10/28م.

5- توصيات لمعالجة الأزمة<sup>2</sup>:

1 - استمرار هيئة السوق المالية في إصلاحاتها الهيكلية للسوق، والإسراع في إصدار بقية اللوائح التنفيذية التي تحكم سيطرتها على السوق، ووضعها موضع التنفيذ، إضافة إلى البدء في تشغيل أنظمة التداول الحديثة التي تم توقيع عقودها في منتصف العام الماضي؛ وضرورة دعم وزارة المالية ومؤسسة النقد العربي السعودي ووزارة التجارة والصناعة لجهود الهيئة على هذا الطريق.

2 - أن تهدئ هيئة السوق المالية من وتيرة الاكتتابات الجديدة، التي زادت وتيرتها بصورة مستغربة بعد انهيار السوق المالية بصورة لا تخدم استقرار السوق. ورغم أن زيادتها أمرٌ مرغوب فيه سينعكس إيجاباً على عمق السوق، ويمكن الوصول إلى منطقة حل وسطي حول هذه النقطة بالاكتمال بطرح الاكتتابات الجديدة دون علاوة إصدار، مع أهمية أن تباعد بين مواعيدها الزمنية بفترة كافية لا تضر بالسوق المتضررة أصلاً.

3 - أن توقع الهيئة أشد العقوبات النظامية على المتورطين في عمليات التدوير والغش في السوق، خاصةً أن تلك العمليات الإجرامية قد زادت وتيرتها بصورة لافتة بعد انهيار شباط (فبراير) الماضي، وأن تتقدم خطوات ملموسة على هذا الطريق الذي بدا خالياً من الأمان وذهب ضحيته الكثير من المستثمرين.

1- عام الانهيار و تجزئة الاسهم و تغيير التداول، صحيفة > الاقتصادية < الالكترونية ، العدد 4856 ، السبت 2007/01/27 [www.aletqisadiyah.com/news.php](http://www.aletqisadiyah.com/news.php).  
- عبد الحميد العمري " الأسهم السعودية .. نقطة الخروج من الأزمة الراهنة تبدأ من 9 منافذ"، مصدر سبق ذكره، بتصرف.2

منها و ارتفاع تكاليف الإنتاج ، بإضافة إلى سوء التسيير .

وحسب د. محمد فداء بهجت (عضو مجلس إدارة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين - جدة) مشكلة الشركة الحقيقية بدأت في الفترة الأخيرة ، عند حدث نوع من الإدارة الانتهازية، إذ انتهز مجلس الإدارة توفر سيولة ضخمة عندهم نتيجة بيع الأسهم في المزاد، و كانت قيمة الاسمية للأسهم حوالي ما يقرب من ثلاثة مليون، ووصلت قيمتها عند البيع 46 مليون، فوجدوا أنفسهم أمام كمية كبيرة من الأموال وخسائر متراكمة (أي خسائر النشاط) و عندها ظنوا أنهم يستطيعون تخفيض هذه الخسائر المتراكمة باستخدام الأموال في شراء أسهم، و لسوء حظهم اشتروها عندما كان السوق في القمة بمستوى قريب من 20 ألف نقطة والآن السوق كما هو ملاحظ في القاع و التداول ضعيف...

2- كرونولوجية و أسباب أزمة الشركة<sup>3</sup>:

1- لم تستطيع الشركة عقد أي جمعية عمومية غير عادية طوال الفترة بين 1998 إلى 2005 بسبب عدم اكتمال النصاب القانوني لانعقاد الجمعية ، والتي كان الهدف من خلالها تقسيم القيمة الاسمية للسهم من 100 ريال إلى 50 ريالاً (بعد التجزئة).

2- انعقاد الجمعية العمومية في 18 (يناير)

2006م بعد اكتمال النصاب أخيراً و تم إقرار تقسيم القيمة الاسمية للسهم من 100 ريال إلى 50 ريالاً ليصبح عدد أسهم الشركة مليون سهم ، كما تمكنت الشركة في ذلك اليوم أيضاً من إقامة المزاد العلني لبيع الأسهم غير المسددة للقسط الثاني عن طريق المزايدة.

3- في تاريخ 19 (يناير) 2006م أصبح رأس المال المصرح به مساوياً لرأس المال المدفوع بقيمة 50 مليون ريال، علماً أن سعر السهم المباع في المزاد تم تحديده من قبل الشركة على أساس سعر إغلاق يوم 17 (يناير) بقيمة 1461 ريالاً للسهم (ما يعادل 730 ريالاً للسهم بعد تجزئة القيمة الاسمية إلى 50 ريالاً). بعد أخذ 50 ريالاً لكل سهم مباع لإكمال رأس المال المدفوع، فإن مبلغ 680 ريالاً لكل سهم مباع (730

3- محمد بن فهد العمران، " شركة بيشة الزراعية والحلول الصعبة"، صحيفة < الاقتصادية > الالكترونية ، العدد 4852، يوم 2007/01/23  
www.aleqtisadiah.com/news.php بتصرف.

البدء الفعلي لشركات الوساطة بممارسة أعمالها، إذ تتوفر لتلك الشركات والمؤسسات خيارات وخبرات أفضل بكثير مما هو متوافر لدى المستثمرين الأفراد، مع عدم إغفال ولو إضافة إلى بدء مؤسسات الوساطة المالية العائدة للبنوك التجارية بعد اكتمال انفصالها عن البنوك بحلول منتصف 2007.

10- زيادة تفعيل دور حوكمة الاسواق المالية من خلال زيادة الإفصاح المالي للشركات وشفافية المعلومات والقضاء على إحتكار المعلومات، بإضافة إلى ضرورة التذكير بالمضاعفات السعيرية للسهم (95 ضعف رقم مبالغ فيه)، بإضافة إلى أن العائد المنطقي للأسهم 20%<sup>10</sup>.

ثالثاً : عنوان الأزمة " شركة بيشة لتنمية الزراعية " أو إنرون السعودية.

رغم أن شركة بيشة ليست من الشركات القيادية في السوق السعودي ، إلا أنها تأثير كانت بالغاً على السوق ، إذ تضرب لنا المثل في ضعف قوانين هيئة الإشراف و الرقابة على السوق المالي، وكذا الاحتيال و التلاعب ببيانات الشركة و تضليل المساهمين ، حتى أضحت و بجدارة إنرون السعودية.

1- التعريف بالشركة و نشاطاتها<sup>2</sup>:

تأسست شركة بيشة لتنمية الزراعية في 1991/10/1 بمنطقة بيشة السعودية، يرأس مجلس إدارة الشركة نجم الدين ظافر ، و الشركة متخصصة في الإنتاج الزراعي كإنتاج التمور و العنب بإضافة إلى تربية الاغنام ، الدواجن ، بعد استثمارات كبيرة لم تحقق الشركة نجاحاً ملموساً طيلة 17 عاماً من العمل ، رغم أن منطقة بيشة منطقة معروفة بإنتاج التمور و هي صناعة ذات قيمة مضافة عالية ينتج عنها العديد من الصناعات، إلا أن الشركة كانت معرضة لإفلاس بسبب خسائرها متراكمة في مشاريعها الزراعية ، و يعزى سبب ذلك إلى قلة المياه ، و ملوحة المتوفر

1 - زياد الدباس مستشار بنك أبوظبي الوطني و بدر السميث نائب رئيس بيت الاستثمار العالمي غوبل مداخلة في ندوة " أسواق الخليجية ، حصاد عام 2006 و تطلعات المستقبل "، قناة الجزيرة مباشر ، يوم 2007/01/25.

2- التقرير مع حسن شبكشي، " قصة سقوط بيشة "، يوم 2007/01/16 ، www.alarabiya.net ، بتصرف.



الخارجي بإصدار تقريرين، حيث إنه ذكر في التقرير الأول الصادر بتاريخ 18 تشرين الأول (أكتوبر) 2006م نفس الملاحظات السابقة في الوقت الذي تظهر فيه الشركة تحقيق أرباح بقيمة 51 ألف ريال وأن حقوق المساهمين بلغت 39.9 مليون ريال. في التقرير الثاني الصادر بتاريخ 6 كانون الثاني (يناير) 2007م ذكر مراجع الحسابات الخارجي "أنه في حالة تحقق الخسائر غير المحققة الواردة في القوائم المالية وإضافتها للخسائر المرحلة من السابق فإن إجمالي الخسارة ستصبح أكثر من رأس المال" حيث إن الشركة اعترفت بأن الخسائر في الربع الثالث بلغت 22.2 مليون ريال

8- إيقاف الشركة عن التداول في السوق السعودي يوم 2007/01/13 .  
2- آثار أزمة الشركة على أداء السوق :

1- قدرت خسائر الشركة بـ 98 % من رأسمال الشركة الكلي ( أي تعدت الحد القانوني 75% من رأسمال) ، حيث بلغت الخسائر في الربع الثالث من 2006 ، قيمة 22.2 مليون ريال ، في حين بلغت الخسائر المتراكمة 25.9 مليون ريال وبلغت الخسائر غير المحققة 4.9 مليون ريال.

2- تعليق تداول أسهم شركة بيشة يوم 2007/01/13 و هو أول إيقاف لشركة بعد انهيار السوق 2006/02/25 ، و ثاني تدخل لهيئة الرقابة في السوق المالي السعودي ( أول تدخل و إيقاف لشركة الباحة عام 2005 لمدة 3 أشهر) <sup>1</sup>.

3- استمرار خسائر السوق بعد التوقيف بسبب أن شقيقاتها في المضاربة هي التي تقود السوق ، مما أفقد الثقة في السوق و في تعافيه <sup>2</sup>.

4- كانت هيئة السوق المالية طلبت إعادة إعلان النتائج الفعلية للربع الثالث لشركة بيشة، والتي أعلنت في حينها بتحقيق أرباح بلغت 51 ألف ريال (13.6 ألف دولار) قبل أن تعود نزولا عند قرار الهيئة، لتعلن خسائرها للربع الثالث متضمنة كشف خسائرها في محفظتها الاستثمارية في سوق الأسهم. ووصف رئيس مجلس إدارة الشركة، أن شركته «بعد الايقاف، في موقف لا تحسد عليه، حيث ان الشركة كانت تحس بذلك منذ انهيار السوق

ريالا ناقصا القيمة الاسمية 50 ريالا لعدد 65639 سهم) تم تسجيلها في قائمة المركز المالي كالتزامات على الشركة لصالح المساهمين المتخلفين عن سداد القسط الثاني تحت اسم "دائني الأسهم المباعة" بقيمة 44.6 مليون ريال تمثل أكثر من 45 في المائة من إجمالي الأصول .

4- في تاريخ 31 (مارس) 2006م (لاحظ أن الرصيد الفعلي لدائني الأسهم المباعة أعلى قليلا من الرصيد المتوقع لهذا البند لأن البيع تم بسعر أعلى من مستوى 730 ريالاً للسهم). اللافت للنظر أن الشركة لم توجه أي دعوة لهؤلاء المساهمين لتسليم حقوقهم، بل قامت بدلا من ذلك باستثمار هذه الالتزامات بالمضاربة في سوق الأسهم السعودية من خلال محفظة استثمارية خاصة وصندوق استثمار للأسهم السعودية في مخالفة واضحة لتعليمات هيئة السوق المالية المتعلقة باستثمار الشركات المساهمة في الأوراق المالية المعلن عنها بتاريخ 23 (يناير) 2006م.

5- بدراسة نتائج الشركة للربع الأول المنتهي في 31 (مارس) 2006م، تبين لنا أن الشركة لم تقم بإعادة تقييم استثماراتها قصيرة الأجل لإظهار الخسائر نتيجة لهبوط السوق بشكل حاد اعتبارا من (فبراير) الماضي (وهي مخالفة واضحة للمعايير المحاسبية) وأظهرت أن قيمة حقوق المساهمين بلغت 39.9 مليون ريال في حين قام مراجع الحسابات الخارجي بوضع ملاحظات مهمة توضح عدم التزام الشركة بإظهار نتائج استثماراتها كما ذكر أن الشركة لم تزوده بعدد الأسهم وأسماء الشركات المستثمر بها.

6- في نتائج الشركة للربع الثاني المنتهي في 30 (يونيو) 2006م، استمرت الشركة في النهج نفسه بتجاهل إعادة تقييم استثماراتها نتيجة للانخفاض الحاد في اسعار الأسهم وأظهرت أن حقوق المساهمين بلغت 39.9 مليون ريال في حين قام مراجع الحسابات الخارجي بتكرار وضع الملاحظات السابقة نفسها. هذا يدل على أن الشركة كانت تصر على أن الخسائر المتراكمة لا تزيد على 11 مليون ريال على أن تتم إعادة التقييم في نهاية العام المالي إلا أن الواقع يوضح أن الخسائر المتراكمة تفاقمت بشكل متسارع وخطير.

7- في نتائج الشركة للربع الثالث المنتهي في 30 أيلول (سبتمبر) 2006م، قام مراجع الحسابات

1- هيئة السوق المال تعلق تداول أسهم «بيشة الزراعية» وسط مخاوف من إعلان إفلاسها، جريدة الشرق الأوسط، العدد 10274، يوم 14 يناير 2007.  
2 - راشد الفوزان "إصلاح السوق يبدأ بإيقاف بيشة"، صحيفة < الاقتصادية > الإلكترونية، العدد 4852، يوم 2007/01/23 [www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php)

(السماسرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع و المشتري.

7- المنافسة الحرة ليكون سوق متوازن.

8- السرعة والدقة ، حيث يجب سرعة إتمام الصفقات ، و عرض أوامر العملاء و تنفيذها خلال المدة و بالشروط المحددة بأوامرهم.

9- المرونة ، حيث يجب أن تتسم الأوراق المالية الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، و إنشاء قسم للاستعلامات يزود بالأخصائيين والاحصائيات للرد على استفسارات جمهور المستثمرين، لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليماً.

10- ضمان سلامة الادخار و تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم ، و ذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب ، أو إعفاء العائد من الضرائب.

11- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.

12- وجود نظام ضريبي مقبول و غير مغالي في أسعاره و معدلاته.

13- وجود إطار قانوني و قواعد خاصة لتنظيم و رقابة المعاملات التي تجري في البورصة، و لحماية المتعاملين من المخاطر ، ومحاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني<sup>5</sup>.

14- النمطية (Standardization) وذلك جعل جميع العقود و المعاملات في السوق بنمط محدد ، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، و من توفير عنصر السيولة للمستثمر<sup>6</sup>.

2- الاقتراحات و التوصيات الخاصة بالبورصة الجزائرية:

1- حوكمة السوق المالية، من خلال زيادة دقة الإفصاح المالي و الشفافية، و الابتعاد عن كافة أشكال التدليس و الغش و احتكار المعلومات.

5 - شعبان محمد اسلام البروراري، " بورصة الأوراق المالية - من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر ، دمشق ، سوريا، 2002، ص43.

- شعبان محمد اسلام البروراري، نفس المصدر السابق، ص43.

في فبراير 2006»، متطرقاً في ذلك للخسائر التي تكبدتها شركته من خلال محفظتها الاستثمارية في سوق الأسهم<sup>1</sup>.

5- إيقاف شركات أخرى عن التداول كشركة " الانعام" يوم ( 2007/1/20م )<sup>2</sup>.

6- إمكانية تعرض شركة بيشة للمسألة القضائية ( المادة 76 ) ، إذا لم تجد حلاً سريعاً لأزمة و خصوصاً أن عدد المساهمين فيه يتراوح عددهم بين 6 آلاف مساهم إلى 10 آلاف مساهم<sup>3</sup>.

#### رابعاً: السوق المالي المنشود

1- شروط قيام سوق فعال لأوراق المالية<sup>4</sup>:  
2- توافر مناخ استثماري مستقر.  
2- توافر الحرية الاقتصادية و الوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق المالي من القيام بدورها .

3- توافر الهياكل متكامل من المؤسسات التي تستخدم أساليب فنية متقدمة .

4- توافر التقنية المناسبة لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة .

5- توافر الإفصاح و العلانية ، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة ، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها و نتائج أعمالها و بيانات كافية عن مشروعاتها حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط و تطور هذه الشركات.

6- أوراق مالية سليمة قابلة للتداول ، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول ، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو احتيال أو مضاربات وهمية ، ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين

- هيئة السوق المال تعلق تداول أسهم «ببشة الزراعية» وسط مخاوف من إعلان إفلاسها، نفس المصدر السابق. 1  
2- عبد الله البصلي " سوق الأسهم.. الإصلاح مستمر و"أنعام" تتبع "ببشة" في التعليق" صحيفة الاقتصادية الإلكترونية - أسواق المال السعودية - ، 2007/01/23 م - العدد 4852

3- [www.al-jazirah.com](http://www.al-jazirah.com) ، يوم 2007/01/18 ، العدد 12530 ، جناية ومدنية بالحق العام والخاص" صحيفة الوطن، العدد 12530 ، يوم 2007/01/18 ، بتصرف.

- صلاح الدين السيبي ، " قضايا إقتصادية معاصرة "، مصدر سبق ذكره، ص134 ، بتصرف. 4

Salomon Brothers Holding Co,  
Merrill Lynch, First Boston  
Corporation, Morgan Stanley Co<sup>2</sup>.

9- التأكيد على أن الشركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فعالية البورصة يعني فتح الرأسمال للخواص على مختلف مواقعهم في الهرم الاجتماعي للمساهمة في تكوين رأسمال الشركة بواسطة امتلاكهم لأسهم في الشركة<sup>3</sup>.  
10- كفاءة سوق المال من خلال ما يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المؤسسة كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها ، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال وسائل وأجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية<sup>4</sup>.

#### الخاتمة:

رغم أن الأزمات جزء طبيعي من حركات الأسواق المالية، إلا أن لها آثار مدمرة للحياة الاجتماعية والاستقرار السياسي والاقتصادي، ولا يمكن التعافي منها إلا بعد عدة سنوات، لذا حاولنا من خلال هذا البحث الإلمام بكافة جوانب الأزمة السعودية للاستفادة منها في دعم مسيرة تطوير وتفعيل البورصة الوطنية.

#### المراجع :

- 1- صلاح الدين السيبي، " قضايا إقتصادية معاصرة"، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 1998.
- 2- شعبان محمد اسلام البرواري، " بورصة الأوراق المالية - من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
- 3- د. أسامة محمد أحمد الفولي، " تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي"، مجلة دراسات إقتصادية مركز البحوث والدراسات الانسانية البصيرة، دار الخلدونية، الجزائر، العدد الثاني، 2000.

- 2- إنشاء هيئة مستقلة للتدقيق (Audit) القوائم المالية للشركات المدرجة قبل الإعلان عنها.
- 3- ضبط السيولة في الاقتصاد من خلال التنسيق على مستوى القمة بين وزارة المالية الجهة المسؤولة عن عرض النقود و البنك المركزي الجهة المسؤولة على طلب النقود.
- 4- ضبط سياسة الاقراض بحيث تستخدم القروض لتحقيق التنمية، لا للمراهنات والمضاربات، بإضافة إلى عصرنه الجهاز المصرفي.
- 5- إحلال ثقافة الاستثمار الطويل الأجل على ثقافة المضاربات و الرهانات.
- 6- تنويع الأوعية الاستثمارية و زيادة وابتكار منتجات أو أدوات مالية جديدة باستخدام ما يسمى بالهندسة المالية ( Financial Engineering) والتي تعرف بمجموعة العمليات والفنون و الآليات الخاصة بخلق و ابتكار الأدوات المالية و التمويلية الجديدة استجابةً لحاجات المتعاملين في الأسواق المالية<sup>1</sup>.
- 7- الاستقلالية التامة لهيئة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB) من خلال انتخاب أعضاءها و ضبط و تطوير قوانين إدراج و إلغاء الإدراج للشركات ، وكذا قوانين المتعلقة بأدوات أو المنتجات المالية الجديدة.
- 8- تجانس المعلومات و حرية الوصول إليها عن طريق إنشاء مصادر موثقة للمعلومات المالية ، إما من منشورات أو هيئات مهنية ، فعلى سبيل المثال ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد مجموعة كبير من اليوميات و المنشورات التي كافة المعلومات عن أحوال السوق المالي مثل: Wall Street Journal, New York Times, Baron's, News Letters... ومن بيوت السماسرة المؤسساتية المرموقة ك:

2 - د. صالح فلاح، " بورصة الجزائر بين معوقات الاقتصادية و القانونية و إمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار"، بتصرف.  
3 - د. صالح فلاح، نفس المصدر.  
4 - صلاح الدين السيبي، " قضايا إقتصادية معاصرة"، مصدر سبق ذكره، ص 138، بتصرف.

1 - د. أسامة محمد أحمد الفولي، " تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي"، مجلة دراسات إقتصادية مركز البحوث و الدراسات الانسانية البصيرة، دار الخلدونية، الجزائر، العدد الثاني، 2000، ص 71، بتصرف.

-16

[www.ameinfo.com/financial\\_markets/Saudi\\_Arabia](http://www.ameinfo.com/financial_markets/Saudi_Arabia)

- 4- عرفات تقي الحسني، "التمويل الدولي"، دار مجلاوي للنشر، عمان، الاردن، 1999.
- 5- عام الانهيار و تجزئة الاسهم و تغيير التداول، صحيفة < الاقتصادية > الالكترونية ، العدد 4856 ، السبت 2007/01/27 [www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php).
- 6- عبد الحميد العمري " الأسهم السعودية .. نقطة الخروج من الأزمة الراهنة تبدأ من 9 منافذ" ، صحيفة < الاقتصادية > الالكترونية ، العدد 4856 ، السبت 2007/01/27 ، [www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php).
- 7- أحمد دياب " هل كان 2006 عام حزن على بورصات الخليج " ، <http://business/news.bbc.co.uk/>
- 8- التقرير مع حسن شبكشي، " قصة سقوط بيشة " ، يوم 2007/01/16 ، [www.alarabiya.net](http://www.alarabiya.net).
- 9- محمد بن فهد العمران، " شركة بيشة الزراعية و الحلول الصعبة "، صحيفة < الاقتصادية > الالكترونية ، العدد 4852 ، يوم 2007/01/23 [www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php).
- 10 - هيئة السوق المال تعلق تداول أسهم «بيشة الزراعية» وسط مخاوف من إعلان إفلاسها، جريدة الشرق الاوسط، العدد 10274، يوم 14 يناير 2007.
- 11 - راشد الفوزان "إصلاح السوق يبدأ بإيقاف بيشة "، صحيفة < الاقتصادية > الالكترونية ، العدد 4852 ، يوم 2007/01/23 [www.aleqtisadiah.com/news.php](http://www.aleqtisadiah.com/news.php).
- 12- عبد الله البصيلي " سوق الأسهم.. الإصلاح مستمر و"أنعام" تتبع "بيشة" في التعليق" صحيفة الاقتصادية الالكترونية - أسواق المال السعودية - ، 2007/01/23 م - العدد 4852
- 13- [www.al-jazirah.com](http://www.al-jazirah.com) . 2007/01/18 قد يواجه دعاوى جنائية ومدنية بالحق العام والخاص" صحيفة الوطن، العدد 12530، يوم
- 14- د.صالح فلاح، " بورصة الجزائر بين معوقات الاقتصادية و القانونية و إمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار " غير محدد.
- 15 - ندوة " أسواق الخليجية ، حصاد عام 2006 و تطلعات المستقبل "، قناة الجزيرة مباشر ، يوم 2007/01/25.

## فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة بين -الجزائر تونس والمغرب-

أ.حليمي وهيبية/أ.د.بلمقدم مصطفى/أ.بن العاربية  
حسين\*

كلية العلوم الاقتصادية-جامعة تلمسان/\*جامعة أدرار

[mbhmhoucine@yahoo.fr](mailto:mbhmhoucine@yahoo.fr)

[marjociel@yahoo.fr](mailto:marjociel@yahoo.fr)

### الملخص:

ما يمكن الخروج به من خلال الدراسة التي تمت هو أنه بالرغم من الأداء الضعيف للأسواق المالية لدول الدراسة على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد تلك الدول على النهوض بأسواقها المالية إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادياتها الوطنية. فإقبال هذه الدول على عمليات الخصخصة يجعل من الأسواق المالية قناة ضرورية لتحقيق تلك العمليات، كما أن التحرير الاقتصادي والمنافسة الدولية تلزم هذه الدول بتطوير أسواقها مواكبة لتطورات الاقتصاد العالمي. وبما أن دول الدراسة تعاني من ازدياد نشاط اقتصاد الظل نتيجة الضرائب المرتفعة في بعض القطاعات والإجراءات البيروقراطية التي طبعت ولا زالت تميز القطاع المالي فإن ازدهار السوق المالي من شأنه أن يخفف من هذه الظاهرة من خلال استقطاب تلك الفوائض غير المتحكم فيها عن طريق التوظيف في البورصات خاصة إذا قدمت هذه الأخيرة الضمانات لأصحاب رؤوس المال. ويعتبر الجانب الإعلامي حول الأسواق المالية، خاصة في الجزائر، العقبة الرئيسية لتحقيق التطور المنشود من الأسواق المحلية، ويستوجب على سلطات هذه الدول أن تعمل على ترقية هذا الجانب بشكل يجعل من المستثمر الصغير يدرك مدى أهمية الاستثمار المالي وما هي العوائد والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات.

### مقدمة:

عرفت الأسواق المالية في المغرب العربي العديد من التحولات نهاية القرن العشرين، ميزها سن المشرع للعديد من المراسيم والقوانين بغرض جعل إطار العمل في الأسواق المالية أكثر انفتاحا مواكبة لتحولات أملت ظروف اقتصاد السوق، حيث تعتبر

كل من المغرب وتونس من بين الدول العربية العشر التي وقعت على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS والتي نصت على تحرير الخدمات المالية التي لا تدخل ضمن وظائف الدولة. ومن بين الجهود الرامية لجعل الأسواق المالية أكثر انفتاحا على رأس المال الأجنبي نجد أن المغرب والجزائر لا تفرضان أي قيود على الاستثمار الأجنبي للاستثمار في الأوراق المالية، في حين تسمح تونس للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وعليه سعت هذه الدول إلى اعتماد الأسواق المالية كأداة لتحرير اقتصادياتها ولتخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، إلا أن المشكل المطروح بالنسبة لهذه الدول الثلاث هو كيفية جعل تلك الأسواق ذات فعالية في التوظيف الأمثل للاستثمارات.

### I/ التنظيم التشريعي والداخلي لأسواق المال- الجزائر تونس -المغرب-

**1.1/ السوق المالي التونسي:** تعتبر هذه الأسواق من بين أنشط الأسواق المالية العربية، غير أن هذا النشاط بقي دون تطلعات المستثمرين التونسيين والأجانب، ولتنشيط دور هذه السوق قامت السلطات بإصدار القانون 94-117 والذي أدى إلى تغييرات في تنظيم السوق المالي التونسي فأصبح توزيع المهام والسلطات على ثلاث هيئات هي(1):

- هيئة الأسواق المالية (CMF):  
Conseil des Marchés Financiers  
وهي هيئة تنظيمية
- بورصة القسيم المنقولة  
التونسية (BVMT): La Bourse des  
Valeurs Mobilières de Tunis وتتكفل  
بتسيير السوق
- الشركة التونسية للمقاصة وودائع القيم  
المالية (STICODEVAM) La Société  
Tunisienne Interprofessionnelle  
pour la Compensation et le Dépôt  
de Valeurs Mobilières مكلفة بعملية  
المقاصة وتسيير الودائع.

وبحسب هيكل السوق المالي التونسي الجديد، فإن عملية الاستثمار في البورصة تنطلق من تمرير أوامر البورصة عن طريق وسطاءها وتنتهي بتنفيذ المعاملات من تسليم للأوراق المالية وتسديد للقيم، ويضمن مختلف مراحل العملية الاستثمارية بين

مقارنة بمساهمة الدولة والبنوك في تمويل الاقتصاد. وتعزى هذه المحدودية إلى مايلي: سهولة اقتناء القروض البنكية ومساعدات الدولة، التعويضات المعتبرة الناجمة عن الودائع البنكية والتي تتميز بكونها منظمة ومحمية ومعفية من الضرائب، الجباية المرتفعة التي كانت تميز توظيف الأموال في البورصة.

وقد جعلت هذه العناصر من مساهمة رسملة البورصة في الناتج المحلي ضئيلة حيث كان رأسمال البورصة إلى غاية 1986 لا يتجاوز 1٪ من مجموع الناتج الداخلي الإجمالي (5). ولتجاوز الدور الضئيل التي كانت تضطلع به البورصة التونسية تم في إطار التعديل الهيكلي- الذي اهتم بتحديث تمويل الاقتصاد ودعم دور السوق المالي- إصلاح السوق المالي الذي انطلق سنة 1988، بإصدار ترسانة من القوانين كان الغرض منها السماح للسوق المالي بالمساهمة في تمويل الاقتصاد ومست هذه التعديلات الجوانب الآتية(6):

- قانون 88 بتاريخ 18 أوت 1988 المتعلق بقروض السندات التي هدفها انفتاح سوق السندات الذي كان محتكر من طرف المؤسسات المالية.

- قانون 92-88 بتاريخ 2 أوت 1992 المتعلق بتشجيع إنشاء شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطرة.

- قانون 107-92 بتاريخ 16 نوفمبر حول تأسيس منتوجات مالية والذي يسمح بخلق رؤوس أموال مشتركة للتوظيف ومنتوجات مالية مثل الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.

- ومن أجل بلوغ أعلى المعايير الدولية تم تبني إصلاح أساسي في أواخر سنة 1994 موازاة مع قانون نوفمبر 1994 حول إعادة تنظيم السوق المالي.

- قانون 1998 هذا القانون سمح بوضع السلطة التنظيمية الجديدة: مجلس السوق المالي وكذا البورصة الجديدة والمجتمع المركزي مجلس العلى للسوق المالي قد أسس كهيئة للسلطة إدارية مستقلة مكلفة بحماية ادخار المستثمر في القيم العقارية القابلة للتفاوض في البورصة.

وبحسب القانون التونسي فإن بورصة القيم المنقولة التونسية هي شركة مغفلة برأس مال مملوك بالحصص من وسطاء البورصة، وتتمثل مهامها في تسيير سوق الأوراق المالية، بما تتضمنه من

الهيئات الثلاث نظام إلكتروني متطور. ويخول لوسطاء البورصة، وبشكل حصري، إجراء التداول وتسجيل القيم المنقولة في البورصة لحساب وكلائهم أو لحسابهم الخاص، ويمثل وسطاء البورصة جمعية مكلفة بالدفاع عن مصالحهم هي جمعية وسطاء البورصة (AIB: Association des Intermédiaires en Bourse)، وفيما يلي عرض لمختلف هذه الهيئات.

1. **هيئة الأسواق المالية:** تم إنشاء هيئة الأسواق المالية في تونس بهدف إعادة تنظيم السوق المالي (2). وهي هيئة عامة مستقلة ماليا يقع مقرها في العاصمة التونسية، وتهدف هذه الهيئة إلى حماية المدخرات المستثمرة في القيم المالية، ولتحقيق هذا الغرض فهي تضمن تنظيم الأسواق والسهر على السير الحسن لها للاحتياط من الممارسات التي من شأنها أن تدخل بالبورصة، كما تعمل على مراقبة المعلومات المالية ومعاقبة التقصير والتجاوزات المحتملة.

ويندرج تحت سلطة هيئة الأسواق المالية كل من بورصة القيم المنقولة التونسية، ووسطاء البورصة وشركات الودائع، المقاصة وتسوية الأوراق المالية. وتضمن هيئة الأسواق المالية أيضا الوصاية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) [Organisation de Placement Collectif en Valeurs Mobilières]. وتسير هيئة الأسواق المالية من طرف رئيس وتسعة أعضاء. ولتحقيق مهام هيئة الأسواق المالية فقد خص القانون هذه الهيئة بالسلطات الآتية(3): السلطة على إجراء التسويات في مجالات اختصاصها، رقابة التطبيق الحسن للتسويات والسير المنتظم للأسواق، قبول صناديق التوظيف الجماعي ووسطاء البورصة، التأشير على المعلومات المقدمة من مصدري الأوراق المالية وتقديمها للمستثمرين، تقديم المقترحات للهيئة المختصة حول العقوبات وتمثل المصادر المالية لهيئة الأسواق المالية في الإتاوات والعلاوات المقدمة من المتعاملين في السوق المالية (بورصة القيم المنقولة، شركات الودائع والمقاصة وتسوية الأوراق المالية، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الإصدارات، القبول والعروض العامة).

2. **بورصة تونس للقيم المنقولة:** يعود إنشاؤها إلى سنة 1969، وعلى الرغم من قدم هذه البورصة، نسبيا، مقارنة بالعديد من البورصات الناشئة في العالم إلا أن دورها في تمويل الاقتصاد محدودا

للدولة، الجماعات المحلية وأوراق الدين للهيئات الخاصة.

**ب. سوق خارج التسعير Hors cote:** يتم تداول قيم الشركات المغفلة التي لا يقبل إدراجها في البورصة الرسمية، والتي تلجأ للاستدعاء العام للدخار لتجميع الأموال خارج السوق الرسمي. وتتميز هذه السوق بقلّة الضمانات مقارنة بالسوق الأولي، ولا يمثل نشاط هذه السوق من الإصدارات سوى 20٪ من مجمل الإصدارات مقارنة بالسوق الرسمي والتي تستحوذ النسبة الباقية 80٪ حسب إحصائيات سنة 2002 (14). وتعمل البورصة التونسية وفق نظام تداول معلوماتي informatisé ويتعلق الأمر بنظام سوبركاك يونيكس SUPERCAC UNIX المأخوذ من بورصة اليورونكست EURONEXT (11). وتعتبر بورصة تونس أول بورصة عربية وناشئة تعتمد على هذه التكنولوجيا.

**3. شركة الخبراء المكلفين بالودائع، المقاصة وتسوية الأوراق المالية:** يشكل ضمان الودائع من الأوراق المالية وتحقيق المقاصة بين المتعاملين في البورصة أبرز اهتمامات هذه الشركة حيث تتكفل ب(12): تلقي ودائع القيم المنقولة، مسك حسابات المصدرين، وسطاء البورصة وملاك القيم المنقولة، ضمان السير الحسن لعمليات المقاصة وتسوية العمليات وتسجيل المرهونات، الاعتراضات ومختلف الأعباء المرتبطة بالأوراق المالية. ويؤدي الدور الذي تقوم به هذه الهيئة إلى تحقيق الضمانات الضرورية للمستثمرين، كما تحقق التسوية لعمليات التداول بين المتعاملين وإجراء المقاصة بين شركات البورصة.

**4. وسطاء البورصة:** يكلف القانون وسطاء البورصة، بشكل حصري، بتداول وتسجيل القيم المنقولة في بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT. وحسب المرسوم 99-2478 الصادر بتاريخ الأول نوفمبر 1999 والذي يتعلق بتنظيم وسطاء البورصة والذي حدد العمليات المنوطة بوسطاء البورصة كالاتي (13): النصح والمشورة المالية. التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة. توظيف القيم المالية لصالح الجمهور سواء في عمليات الإصدار أو العروض العامة. ضمان الإصدار الجيد للأوراق المالية. وقد تم إنشاء جمعية لوسطاء البورصة تتكفل بالدفاع عن مصالح وسطاء البورصة، وتقديم المقترحات حول سبل تطوير السوق المالي، فضلا عن تسيير صندوق ضمان السوق le Fonds de Garantie de Marché والذي حدده القانون العام

عمليات التداول والتسجيل. وتتكفل بورصة القيم المنقولة ب (7):

- وضع التدابير الخاصة فيما يتعلق بصالة التداول.
  - اختيار أنظمة وطرق التسعير
  - إبداء رأيها حول قبول، إيقاف أو إلغاء القيم والمنتجات المالية من الأسواق المالية.
- وتعتمد بورصة القيم المنقولة في تونس على التسعير الإلكتروني، بحيث يتم الاعتماد على نظام إدارة البورصة SEMS (8) والذي يستخدم تكنولوجيا حديثة ويتم تقسيم الشركات المغفلة في البورصة إلى فئتين، تتمثل الفئة الأولى في شركات تقوم بالاستدعاء العام للدخار ويتعلق الأمر بالبنوك، شركات التأمين، والشركات التي يفوق عدد المساهمين بها 100 مساهم والشركات التي تلجأ إلى عموم المدخرين لرأس مالها، أما الفئة الثانية فهي الشركات التي لا تقوم بالاستدعاء العام للدخار (9). وتلتزم الشركات التي تلجأ إلى الاستدعاء العام للدخار بالتداول في البورصة وتنقسم إلى قسمين: الشركات المقيدة في البورصة أي السوق المنظمة بحيث تستوفي شروط القبول. أما الشركات الباقية فهي الشركات غير المقيدة والتي يتم تداول قيمها خارج التسعير Hors cote. ولكي تدرج قيم الشركات في التداول الرسمي في البورصة يجب أن تستوفي تلك الشركات جملة من الشروط تتعلق أساسا برأس المال، حيث حددت النسبة الأدنى من رأسمال الشركة الواجب طرحه للاكتتاب العام ب 10٪ (10). وتنقسم البورصة إلى سوق أولي وسوق ثانوي بالنسبة لأوراق رأس المال، وسوق السندات بالنسبة لأوراق الدين.

**أ. السوق الأولي والسوق الثانوي:** تستقطب السوق الأولي أوراق رأس المال الأكثر أهمية للشركات المغفلة التونسية والتي تستوفي شروط استدعاء رأس المال للاكتتاب العام، فضلا عن الأداء الاقتصادي المميز والسيولة والشفافية في المعلومات المصدرة. أما بالنسبة للسوق الثانوي فإن معايير القبول بها أقل تشددا من السوق الأولي خاصة في درجة فتح رأس مال الشركات للاكتتاب العام، وخلال مدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة يجب على هذه الشركات أن تحقق شروط الإدراج في السوق الأولي وإلا تم إلغائها تقييدها من السوق الثانوي وتوجيهها إلى التداول غير الرسمي، وإلى جانب السوق الثانوي التي تهتم بأوراق رأس المال هناك سوق للسندات مفتوحة على أوراق الدين

المالية، وزير العدل، حاكم البنك المركزي (بنك المغرب)، أو ممثليهم، كما يضم المجلس ثلاث شخصيات يعينهم الوزير المكلف بالمالية لكفاءتهم في المجال الاقتصادي والمالي، بعهددة تمتد إلى أربعة سنوات، قابلة للتجديد لعهددة إضافية واحدة. وبإمكان مجلس الإدارة تقرير إنشاء أي لجنة تكلف بجزء من سلطاته أو اختصاصاته بحيث تحدد تركيبيتها وطرق عملها (17). وهنا يتضح استيلاء أعوان الحكومة على أنشطة البورصة في الدار البيضاء وهو شبيه بالوضع في الجزائر في هذه النقطة تحديداً.

**2. بورصة الدار البيضاء:** منذ إنشائها سنة 1929 تحت تسمية ديوان مقاصة القيم المنقولة، شهدت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء بثلاث إصلاحات. إذ تم في سنة 1948 تحويل ديوان مقاصة القيم المنقولة إلى ديوان تسعير القيم المنقولة، ليتم في سنة 1967 إعطاء هذه الهيئة اسم مؤسسة القيم المنقولة كمؤسسة عامة ذات تنظيم قانوني وتقني (19).

وفي سنة 1993 أنشأت شركة بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء والتي أصبحت تسميتها "بورصة الدار البيضاء" منذ 2000 وهي شركة مغفلة توكل لها مهمة تسيير بورصة القيم المنقولة وفق دفتر أعباء مصادق عليه من الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة مجلس سوق القيم المنقولة، أما إصلاحات سنة 1998 شملت (20):

- تخفيض العمولة التي تدفع للبورصة على بيع وشراء الأسهم منذ مارس 1998 من 0.39% إلى معدل ثابت 0.24%.

- إنشاء نظام تسعيرة إلكتروني وإجراء كل العمليات عن طريقه.

- تعزيز الشفافية والسيولة.

- الخصخصة وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية.

- إنشاء وديع مركزي لتسريع العمليات وتعزيز الأمان في الأسواق.

وتتمثل مهام هذه البورصة فضلا عن تسيير وتطوير البورصة في قبول إدراج القيم المنقولة للتسعير في البورصة أو إلغائها حرصا منها على مصداقية المعاملات التي تنجز بين شركات البورصة وفق قواعد التعامل في هذه العمليات، ويجب على البورصة أن تعلم مجلس القيم المنقولة

للبورصة (المادة 12). ويتشكل هذا الصندوق من وسطاء البورصة، ويهتم بضمان السير الحسن لعمليات التداول في السوق، في حالة القصور في التسديد أو التسليم، وتتشكل مساهمات صندوق ضمان السوق من طرف وسطاء البورصة.

**2.I. السوق المالي المغربي:** تعتبر من أقدم الأسواق المالية العربية، حيث تم إنشاء بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1929. وكغيرها من الأسواق المالية المغربية شهدت السوق المالية المغربية جملة من الإصلاحات في العقد الأخير من القرن العشرين استهدفت تحديث الهيكل التنظيمي للسوق المالي. وفيما يلي الهيئات التي تنظم وتسير السوق المالي المغربي وفق الإصلاحات الجديدة.

### **1. مجلس القيم المنقولة Le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières**

مجلس القيم المنقولة (CDVM) هو هيئة عامة ذات شخصية معنوية واستقلالية مالية، وقد تم نصيب هذه الهيئة وفقا للظهير الشريف (14). وقد حدد هذا القانون مهام ووسائل عمل هذه الهيئة في النقاط الآتية (15):

- حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو أي توظيف يتم عن طريق الاستدعاء العام للادخار
- الحرص على عدم إغلام المستثمرين في القيم المنقولة، وذلك بضمان نشر الأشخاص الطبيعيين لجميع المعلومات القانونية والتنظيمية والمالية عند لجوئهم إلى الاستدعاء العام للادخار، للسماح للمستثمرين باتخاذ القرارات في سوق تتميز بالشفافية.
- ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة بتحقيق الشفافية والأمان للمستثمرين.
- العمل على احترام مختلف التدابير التنظيمية والقانونية للسوق المالي من طرف المتدخلين في السوق.

وتقدم هذه الهيئة رؤيتها حول مشاريع القوانين المتعلقة بسوق القيم المنقولة التي يقترحها الوزير المكلف بالمالية، فتقترح جميع التغييرات حول النصوص التشريعية المتعلقة بسوق القيم المنقولة، وتقوم بإعداد دورات تهدف إلى تحديد قواعد العمل حول نشاط سوق القيم المنقولة (16) ويقوم بتسيير هيئة الأسواق المالية مجلس إدارة يرأسه رئيس الوزراء أو سلطة حكومية مكلفة من طرفه لهذا الغرض. ويضم مجلس الإدارة كل من: وزير



- أوراق الدين وتتضمن السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات التي تسدد بالأسهم.

- أوراق الدين المتداولة (TCN) Titres de Créances Négociables وهي أوراق مالية ذات مدة محددة، يتم إصدارها بالتفاوض وتمثل حق دين ذات فوائد.

وعلى العكس من السندات، فإن أوراق الدين المتداولة لا تصدر بالكتل، فهي تسمح للمصدر بتلبية احتياجاته التمويلية بشكل منظم ومستمر، وتتضمن أوراق الدين المتداولة:

- شهادات الإيداع، وتصدر من طرف البنوك.
- أذونات الشركات للتمويل، وتصدر من شركات التمويل.
- أذونات الخزينة تصدر من شركات الأسهم، المؤسسات العمومية ذات صفة غير مالية والجمعيات.

**3. المودع المركزي:** المودع المركزي "ماروكليز Maroclear" هو شركة مغلقة، أنشأت في 1 يوليو 1997 وتتمثل مهامه الرئيسية في (25):

- ضمان المحافظة على القيم المنقولة المقبولة في عملياتها، بتسهيل التداول وتبسيط إدارتها.

- إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم فروعها .

- إجراء جميع التحويلات بين الحسابات الجارية وفق أوامر المنضمين إليها.

- وضع حيز التنفيذ كل الإجراءات بفرض تسهيل ممارسة الحقوق المرتبطة بأوراقهم المالية لأعضائها وتحصيل المنتجات التي يسيرونها.

- ممارسة الرقابة المحاسبية والتدقيق في التوازنات المحاسبية.

- ضمان تقنين القيم المقبولة في عملياتها.

ولتحقيق هذه المهام تم إنشاء مؤسسات إيداع فرعية تتمثل الخدمات التي توفرها في المحافظة وإدارة الأوراق المالية، تسليم الأوراق المالية المبيعة مقابل القيم، وتسوية الأوراق المالية التي تم شراؤها مقابل تسليمها، إلى جانب إجراء العمليات المرتبطة بالأوراق المالية. (26)

كما تضطلع مؤسسة الإيداع بمهمة تجميع الأوامر الواردة للبورصة، وفي هذه الحالة فإن مؤسسة الإيداع تقوم بتحويل الأوامر لشركات البورصة لتنفيذها، إن فتح حساب للأوراق المالية في مؤسسة الإيداع يمثل عقدا بين هذه المؤسسة وزبائنها،

حول التجاوزات التي لاحظتها خلال أداء مهامها. (21)

ويتكون رأس مال الشركة المسيرة للبورصة من مساهمات شركات البورصة المعتمدة، حيث يتم توزيع حصص المساهمين بالتساوي، وفي حالة خروج أحد تلك الشركات توزع حصتها بالتساوي على باقي المساهمين عن طريق شراء حصتها، ويتم شراء أسهم الشركة المسيرة للبورصة بسعر تحدده هيئة القيم المنقولة. وتسير بورصة القيم للدار البيضاء بالأوامر التي ينشطها شركات البورصة بشكل حصري، ويتم تحديد قواعد عمل البورصة بقانون عام معد من الشركة المسيرة للبورصة ومصادق عليه بأمر من الوزير المكلف بالمالية بعد الاطلاع على رأي هيئة أسواق القيم المنقولة وتتضمن بورصة الدار البيضاء سوقين.

**أ/ السوق المركزي:** يجب أن تمر جميع المعاملات حول الأوراق المالية المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالسوق المركزي، باستثناء تعاملات الكتل التي تتم على أساس التفاوض. ويجرى التعامل بجميع القيم المنقولة بنظام التسعير الإلكتروني انطلاقا من مراكز تجميع جهوية توضع تحت تصرف شركات البورصة. وقد حدد هامش التغير المسموح به سواء تعلق الأمر بالانخفاض أو الارتفاع خلال جلسة تداول واحدة لأسعار جميع القيم المنقولة بنسبة 6% مقارنة بالسعر المرجعي. وتصنف القيم المنقولة حسب سيولتها إلى ثلاث فئات: القيم الأقل سيولة يتم تسعيرها حسب التسعير الثابت، القيم الشديدة السيولة تسعر حسب التسعير المستمر، أما القيم الوسطية فتسعر وفق نظام التسعير الثابت المزدوج. (22)

**ب/ سوق الكتل:** يسمح هذا السوق بتنفيذ عدد معتبر من الأوامر من حيث الحجم أو الخصائص الإستراتيجية، ويتم التداول عن طريق التفاوض وتحدد البورصة الحجم الأدنى للكتل المقبولة من حيث القيم ومن حيث السيولة، ويرتبط سعر سوق الكتل بسعر السوق المركزي (23) وقد تم إنشاء هذه السوق لتفادي عدم تنفيذ بعض أوامر المستثمرين المؤسساتيين.

**ج/ الأوراق المالية المتداولة:** يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في بورصة الدار البيضاء إلى ثلاث فئات (24):

- أوراق رأس المال والتي تتضمن الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.

154 مؤسسة في نهاية 2001 تقوم حاليا بإدارة أصول صافية بقيمة 43.5 مليار درهم. (28)

**3.I/ السوق المالي الجزائري:** في إطار السعي لتطبيق الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر تم توسيع السوق المالي الجزائري من خلال إنشاء بورصة للقيم المنقولة، فتم سن مجموعة من القوانين تهدف إلى تسهيل إجراءات التعامل في السوق المالي بما يسمح بتحقيق استقطاب رؤوس الأموال الفائضة لدى بعض الأعوان الاقتصاديين واستخدامها من طرف أصحاب العجز في رؤوس الأموال. كما كان للتوجه المفروض على الجزائر بخصوصية المؤسسات العمومية الأثر البارز لخلق السوق المالي حيث يفترض أن تسمح هذه الأسواق بتقييم الشركات المراد خصصتها بشكل مقارب للواقع ووفق قوانين العرض والطلب.

وقد قام المشرع بتحديد هيكل السوق المالي الجزائري من خلال وضع القوانين المنشئة للهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي، مع تحديد الأدوات المالية المسموح بتداولها في السوق وفق الشروط والمعايير المتفق عليها.

**1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:** أنشأ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ ب 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة (COSOB) (29) والتي تعتبر بمثابة أعلى سلطة في تنظيم سوق القيم المنقولة الجزائرية، وقد تم تنصيب هذه الهيئة في شهر فبراير 1996، وتتمتع هذه اللجنة باستقلالية إدارية ومالية، وتتمثل مهامها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة عبر حماية المستثمرين في القيم المنقولة والعمل على السير الحسن للتعاملات، وتحقيق الشفافية في السوق. وتشكل هذه الهيئة من رئيس يتم تعيينه لمدة نيابية تدوم أربعة سنوات، وستة أعضاء غير دائمين بنفس المدة. ويتكون أعضاء هذه اللجنة حسب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 من (30)

- قاض يعين من طرف وزير العدل

- عضو مقترح من طرف محافظ بنك الجزائر.

- أسناذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- عضو يتم اختياره من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.

ويحدد هذا العقد الحقوق والواجبات للطرفين ويحدد كذلك طرق إعلام الزبائن حول العمليات المنجزة لحسابهم وشروط التسعير، ويمكن للمؤسسات المصرفية وشركات البورصة أن تتصرف كمؤسسات إيداع للأوراق المالية والسيولة النقدية لزبائنها، وبالتالي هي تلعب دور الوساطة والحفاظ على الأوراق المالية والسيولة النقدية.

**4. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:** تهتم هذه الهيئة بتجميع مدخرات الأعوان الاقتصاديين بإصدار الأسهم ويتم تكوين حافظة بالقيم المنقولة من تجميع تلك المدخرات، وتقوم هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المغربية التي أسست سنة 1995 بتوجيه المدخرات لتمويل المؤسسات، مساهمة بذلك في تنمية الاقتصاد. ولهذه الهيئات شكلين قانونيين: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف المشتركة. فالمستثمرين في أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هم مساهمون، أما المستثمرون في صناديق التوظيف الجماعي فيتم تحديدهم باسم حامل الحصص، فالأولى هي شركة مغلقة أما الثانية فليس لها أي شخصية معنوية ويضمن تسييرها مؤسسة تسيير صناديق التوظيف المشتركة التي تعمل باسم حاملها. وتمثل مهنة الوساطة في البورصة جمعية مهنيي شركات البورصة والتي تهدف إلى تنظيم هذه المهنة (27). وتتمثل مهامها في مراقبة أعضائها للقوانين والتدابير المتخذة لنشاطهم، والوساطة بين أعضائها والسلطات العامة أو الهيئات الوطنية والأجنبية، إلى جانب المساهمة في التحكم بين أعضائها وحماية المهنة، الترقية التقنية للبورصة، إدخال التكنولوجيات الجديدة وتكوين العاملين في البورصة. ما يمكن استخلاصه من دراسة الهيكل التنظيمي للسوق المالي المغربي هو التغيرات التي ميزته خلال العقد الأخير من القرن العشرين، حيث تم استحداث هيئة لإيداع الأوراق المالية تعرف بالمودع المركزي مهامه حفظ القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسجيل في الحساب وتسهيل تداول هذه القيم لفائدة المؤسسات المنخرطة في هذا النظام. وبغية التطابق مع المعايير الدولية انتقلت البورصة في سنة 1998 إلى نظام التسعير الإلكتروني، كما تم تقليص مدة إتمام التعاملات من 5 إلى 3 أيام، وإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي ساهمت بشكل واسع في تعبئة الادخار خاصة لدى الأسر، وتوجيهه نحو البورصة، فقد انتقل عدد هذه المؤسسات من 5 سنة 1995 إلى

التوظيف بالنسبة للوسطاء في البحث عن مكنتبين في الأوراق المالية لصالح مصدري تلك الأوراق عن طريق الاستدعاء العام للدخار. ويمكن لوسطاء عمليات البورصة أن يكونوا شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين، فبالنسبة للشركات ذات الأسهم يشترط أن يكون رأس مالها مليون دينار على الأقل، وأن يكون لها موقع محدد في الجزائر لضمان مصالح الزبائن فضلا عن مساهمتها في رأس مال الشركة المسيرة لبورصة القيم(34). أما الأشخاص الطبيعيون فيشترط أن لا يقل سنهم عن 25 سنة من تاريخ تقديم الطلب، مع وجوب التمتع بالحقوق المدنية والذموية والنزاهة بغرض حماية المدخرين، إلى جانب المستوى العلمي بأن يكون الوسيط متحصلا على شهادة التعليم العالي(35). ولتكتمل شروط وسطاء عمليات البورصة من الأشخاص الطبيعيين يتم إجراء تكوين لهم في مجال التجارة والتسيير في القيم المنقولة.

وما يمكن ملاحظته هنا هو ضآلة المبلغ الذي اشترطه القانون مما يعني عدم جدية المشرع الجزائري في إنشاء بورصة قادرة على أداء الدور المنوط بها في تحريك رأس المال وفق ما تتطلبه القطاعات الاقتصادية. ويعمل في بورصة القيم المنقولة الجزائرية الوسطاء الآتي ذكرهم(36):

- الراشد المالي للوساطة في البورصة، وتتشكل من بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، صندوق التعاون الريفي.
- الشركة المالية للنصح والتوظيف (SOFICOP)، وتتكون من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.
- شركة توظيف القيم المالية (SPDM B/C) وتضم بنك الفلاحة والتنمية الريفية وشركة التأمين وإعادة التأمين.
- الشركة المالية العامة (SOGEFI)، وتتكون من القرض الشعبي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- البنك المتحد للسمرة (UB Broker age)، وهي فرع للبنك المتحد Union Bank.

ويستحوذ الراشد المالي على أكبر حصة من عمليات الوساطة في البورصة ويعزي ذلك لحجم البنوك الممثلة له وما تمنحه من ثقة للمتعاملين

- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين. وتمتد عهدة رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى أربع سنوات عن طريق مرسوم تشريعي يتم اتخاذه من مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية، بينما يتم تعيين الأعضاء حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي بموجب قرار من وزير المالية. وللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطات تنظيمية وإلزامية، فهي تنظم سوق القيم المنقولة بوضع التدابير المتعلقة ب(31):

- قبول وسطاء عمليات البورصة.
- إلزام الشركات بالإعلام عند إصدار القيم المنقولة عن طريق الاستدعاء العام للدخار.
- وضع شروط قبول وتداول القيم المنقولة في البورصة.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- تنظيم عروض بيع أو شراء القيم المنقولة.

وبعد إطلاع وزير المالية على هذه التدابير يتم إقرار القواعد التنظيمية للهيئة على أن يتم نشرها في الجريدة الرسمية، وبالتمعن في هيكل هذه اللجنة يتبين أن لوزير المالية نفوذا واسعا على هذه الهيئة في الوقت الذي لا يشكل دور الفاعلين في السوق المالي سوى دورا ثانوي(32)، وهذا يعكس هيمنة الدولة من خلال موظفيها على أنشطة البورصة مما يشكل عائقا أمام تطورها.

**2- وسطاء عمليات البورصة:** حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 القانون الأساسي لوسطاء عمليات البورصة حيث تسند لهم، وبشكل حصري، تداول القيم المنقولة في البورصة. ويمثل وسطاء عمليات البورصة شركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وحتى يتم اعتماد الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط الآتية(33):

- الحد الأدنى من رأس المال المقرر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- توفرهم على التنظيم والوسائل الفنية الملائمة لنشاطهم.

● تمتع العاملين في شركات الوساطة في عمليات البورصة بالكفاءة الضرورية. وفي وسع وسطاء عمليات البورصة ممارسة نشاط تسيير الحافظة وتوظيف الأموال، ويتمثل نشاط

والشراء في جلسات التسعير. والنظام المعمول به في تسعير الأوامر هو التسعير الثابت، بحيث يتم اعتماد السعر الذي يحقق أكبر قدر من التعاملات. وتتمثل الأوراق المالية المسموح إصدارها من طرف شركات الأسهم في عشرة أنواع هي (41): الأسهم العادية، السندات العادية، أسهم ذات أولوية في التوزيعات مع حق التصويت، أسهم ذات أولوية في التوزيعات دون حق التصويت، شهادات الاستثمار مع حق التصويت - شهادات الاستثمار دون حق التصويت، سندات المشاركة، سندات ذات قسيمة اكتتاب في الأسهم، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، سندات قابلة للاستبدال بالأسهم. وعلى الرغم من الخيارات العديدة المتاحة قانونيا للشركات في المنتجات المالية المسموح بإصدارها وتداولها في البورصة الجزائرية، إلا أن واقع البورصة يبرز الاعتماد الكبير على السندات والأسهم العادية بشكل رئيسي، وقد يعود ذلك إلى الصعوبات التقنية التي قد تعترض إصدار الأوراق المالية الأخرى بالنسبة لسوق مالي حديثة في هذا المجال، وإلى الضمانات التي تقدمها السندات كأداة استثمارية تجنب المستثمرين المخاطر الملازمة للأوراق المالية بصفة عامة.

**4- المؤتمر المركزي على الأوراق المالية:** تم إنشاء هذه الهيئة سنة 2003 لمسك حسابات مصدري الأوراق المالية سواء تعلق الأمر بالدولة أو الجماعات المحلية، أو الشركات العمومية، أو شركات الأسهم (42). وتتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات في حفظ القيم المنقولة وفتح حسابات لمصدري تلك الأوراق. كما تتم متابعة حركة الأوراق المالية بين حسابات المصدريين، ويتكون رأس مال المؤتمر المركزي على السندات والبالغ 65 مليون دينار من مساهمات خمس مؤسسات مالية هي البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وثلاث مؤسسات تمثل الشركات التي تم إدراج أسهمها في البورصة: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض سطيف، بالإضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر. ما يمكن استخلاصه من الهيكل التشريعي والمؤسسي للسوق المالي الجزائري هو مدى هيمنة الدولة على تسيير وتنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة وعلى شركة تسيير البورصة وعلى نشاط السمسرة في البورصة، وهو ما يحد من طموح

بالأوراق المالية، بينما لم تتجاوز حصة البنك المتحد للسمسرة 1% بسبب حداثة عهد فروع هذا البنك الخاص بالسوق الجزائرية مما خلق ترددا لدى المستثمرين (37). ويبقى الإشارة إلى أن حجم نشاط هؤلاء الوسطاء يبقى دون المستوى المرجو لمحدودية التنوع في الأدوات الاستثمارية ممثلة في الأوراق المالية المتداولة، وركود البورصة الجزائرية منذ نشأتها.

**3- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:** أسس المرسوم التشريعي رقم 93-10 شركة تسيير بورصة القيم، وهي عبارة عن شركة أسهم منشأة بين وسطاء عمليات البورصة. وقد كلفت هذه الشركة بضمان نشر المعلومات التي تخص القيم المنقولة المدرجة في البورصة، وتعرف بورصة القيم المنقولة على أنها الإطار القانوني لتسوية التعاملات في القيم المنقولة المصدرة من قبل الدولة، الأشخاص الطبيعيين أو شركات الأسهم. وتعتبر البورصة في الجزائر سوقا مركزية منظمة يتم فيها تداول القيم المدرجة في تسعيرة البورصة (38).

وتعمل شركة تسيير البورصة تحت سلطة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث تقوم شركة تسيير البورصة بتحديد طرق التعامل على أن يتم التصديق عليها من طرف اللجنة. وحددت المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 مهام شركة تسيير بورصة القيم في وضع التنظيم العام وتوفير الآليات الضرورية للبورصة للسماح لها بإنجاز مهامها على أحسن وجه، فضلا عن التدابير العامة لقبول إدراج الشركات في بورصة القيم. وتلتزم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر المعلومات يوميا من خلال النشرة الرسمية للتسعير لضمان وصول قراراتها إلى جميع الجمهور. ويمنح المشرع لشركة تسيير بورصة القيم الحق في إيقاف تسعير الأوراق المالية إذا دعت الضرورة إلى ذلك، ويبرر هذا الحق في إيقاف التسعير لشركة تسيير البورصة بقربها من السوق مقارنة بلجنة مراقبة وتنظيم البورصة (39). ويسمح القانون للوزير المكلف بالمالية بتعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بعد استشارة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (40) وتعتبر بورصة الجزائر سوقا فوريا حيث يتم التسليم والتسديد بمجرد إتمام التعاملات، وتعتمد بورصة الجزائر في نشاطها على أوامر السوق، أي أن سعر التداول يتحدد وفق أوامر البيع

**II/ واقع الأسواق الأولية والبورصات في الجزائر، المغرب وتونس:** تتباين الأوضاع الاقتصادية والمالية للجزائر والمغرب وتونس. ففي الجزائر تعتبر الوضعية الاقتصادية والمالية هيئة لارتباطها بتطور أسعار البترول، سواء على الصعيد الاقتصادي (96% من إجمالي الصادرات) أو على الصعيد الجبائي (تمثل الجباية البترولية ما يقارب 60% من إيرادات الدولة وثالث الناتج المحلي الخم حسب إحصائيات سنة 2002) (43). ويرتبط اقتصاد المغرب بشكل وثيق بالتطورات المناخية، حيث يمثل القطاع الفلاحي 70% من الناتج المحلي الخام. أما في تونس فيعتبر الوضعية الاقتصادية أكثر استقرارا لارتباط اقتصادها بقطاعات متنوعة. وللوقوف على تأثير الأسواق المالية في اقتصاديات هذه الدول سيتم من خلال هذا المبحث عرض نشاط الأسواق الأولية والثانوية بحيث يصبح بالإمكان تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية.

**II.1/ دراسة الأسواق المالية:** على الرغم من الجهود المبذولة من قبل دول المغرب العربي في تنشيط أسواقها المالية فإن مساهمتها في تمويل الاستثمارات تبقى محدودة للغاية مقارنة بالأوضاع في الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة الأخرى، ويتجلى ذلك في سوق الإصدار التي لم ترق إلى تطلعات السلطات والمستثمرين على حد سواء.

**1/ مساهمة الأسواق الأولية في تمويل الاستثمارات:** إن تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية يرتبط بمدى قدرة الأسواق الأولية على

المستثمرين الخواص في مجال القيم المنقولة. كما أن الأوراق المتداولة في بورصة القيم المنقولة منذ بداية التعامل بها لم يتجاوز الثلاثة أوراق وسند واحد لشركة سوناطراك، بالرغم من أن القانون أتاح التعامل بأكثر من ذلك، كما أن مهمة الإعلام التي يفترض أن تقوم بها كل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير البورصة تبقى محدودة للغاية. فعلى سبيل المثال فإن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة لها موقع على شبكة الأنترنت، لكن المعلومات المتوفرة حول هذه اللجنة، والسوق المالية بصفة عامة، لا تتعدى الجانب القانوني والتنظيمي لهذه الهيئة، في حين تزخر باقي مواقع لجان وهيئات مراقبة البورصات في العالم بمختلف المعلومات حول أسواقها المالية فضلا عن التقارير السنوية التي تقوم بإصدارها. كما أن بورصة الجزائر تفتقر إلى موقع على شبكة الأنترنت بعدما توقف موقعها السابق عن النشاط، وحتى عندما كان هذا الموقع نشطا طغى الجانب الإشهاري على الجانب على نشاط البورصة والمعلومات المتعلقة بها. وكخلاصة لدراسة التنظيم القانوني والمؤسسي للأسواق المالية في المغرب، الجزائر وتونس، هو اشتراك هذه الأسواق من حيث القوانين المنظمة والمسيرة لها، حيث أولت هذه الدول أهمية لتحديث النظام المالي منذ التسعينات من القرن العشرين. وقد كان للهيئات المنشئة لتنظيم وتسيير الأسواق المالية صلاحيات واسعة في سوق القيم خاصة في المغرب وتونس، ويبقى القصور في المجال التشريعي بالنسبة للبورصة الجزائرية هو غياب دور الخواص في عمليات البورصة المختلفة. وتم في إطار تطوير أنظمة التداول استخدام التسعير الإلكتروني بغية زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء، فضلا عن توفير شفافية أكبر للمتعاملين في السوق. كما تم في إطار السعي إلى تخفيض تكلفة الاستثمار وتطوير عمليات التسوية والمقاصة إنشاء مراكز إيداع مركزية تعمل على حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية بما يدعم استقطاب المستثمرين من خلال الضمانات التي تقدمها هذه الهيئات، ويبقى أن الدور الإعلامي الواجب على تلك الأسواق القيام به اتجاه المدخرين لم يرق إلى المستوى المقبول، وقد ساهم في ذلك غياب ثقافة الادخار لدى الفرد المغربي بصورة عامة والفرد الجزائري بصفة خاصة، وهو ما يفسر الأداء المتواضع للأسواق المالية في هذه الدول مثلما سيوضحه العنصر الموالي.

استيعاب المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة، وتؤثر الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية على نمو الاستثمارات بشكل مباشر (44). ويسمح تتبع نشاط السوق الأولي في بلدان الدراسة بتحديد الدور الذي تلعبه تلك الأسواق في نمو

الاستثمارات. تشهد سوق الإصدار التونسية تطورا ملحوظا خاصة سوق السندات، غير أن هذا التطور يبقى متواضعا حتى يتسنى للسوق الأولي لعب دور مهم في تمويل الاستثمار. والمتتبع لمساهمة السوق الأولي التونسي بقسميها الأسهم والسندات في تمويل الاستثمارات يلاحظ أنها ارتفعت منذ سنة 1997 وقد كان لإصدارات السندات الدور البارز في هذا الارتفاع كما يوضحه الجدول-01، فقد بلغت المساهمة الإجمالية لإصدارات السوق الأولية في تمويل الاستثمار 10٪ سنة 2001 لتحقق بذلك أعلى مستوى لها خلال المخطط التاسع التونسي(45).

#### الاستثمار الخاص (الوحدة، مليون دينار تونسي)

2001	2000	1999	1998	1997
113	33	74	39	101
297	154	146	144	60
410	187	220	183	161
4174	3693	3170	2973	2656
٪10	٪5	٪7	٪6	٪6

20، ص 27 الموقع على شبكة الأنترنت:

ونظرا للإقبال الكبير على سندات سونطراك تم رفع قيمة الإصدارات من السندات إلى 8 مليار دج في مرحلة ثانية مع نفس شروط الإصدار السابقة الذكر. (50) وبتفصيل طبيعة الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية لتونس والمغرب، نجد توجه المصدرين نحو إصدار السندات في السوقين، حيث أن توزيع هذه الإصدارات في تونس بين أوراق رأس المال وأوراق الدين (السندات) سيطرت عليه السندات خلال السنوات الأخيرة بعد فتح المجال من طرف السلطات التونسية أمام الشركات لإصدار أوراق السندات بعدما كانت تلك الإصدارات حكرا على الحكومة قبل التسعينات، وهو ما يتجلى في النسبة المحققة سنة 2001 حيث بلغت 66% بقيمة 297 مليون دينار، مقابل 155 مليون دينار تونسي لأوراق رأس المال موزعة بين إصدارات نقدية (113 مليون دينار) وتوزيع أسهم مجانية (42 مليون دينار) وبنسبة إجمالية 34% كما يوضحه الجدول-03. ولا يختلف الأمر بالنسبة للسوق الأولي المغربي، حيث يهيمن إصدار السندات على إصدار أوراق رأس المال، فقد تضاعف إصدار السندات بنسبة 114% بين

أما بالنسبة لسوق الإصدار المغربي، فقد تميز بعزوف الشركات عن التوجه إلى تمويل استثماراتها عن طريق السوق المالي مفضلة استخدام القروض البنكية، حيث أن مجموع الاستدعاء العام للادخار لم يتجاوز 6.5% سنة 2001 من إجمالي تكوين رأس المال الثابت مثلما يوضحه الجدول-02. وإذا تمت مقارنته بمجموع القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي فلم يتجاوز نسبة 3%.(46)  
**الجدول-02:- مساهمة السوق المالي المغربي في تمويل الاستثمارات.**

2001	2000	
669	2146	الزيادة في رأس المال
5212	3339	إصدار السندات Emprunts Obligatoires
5881	5484	مجموع المساهمة
91263	84982	إجمالي تكوين رأس المال الثابت
6.44%	6.45%	المساهمة/إجمالي تكوين رأس المال الثابت

Source : CDvn, Rapport Annuel2001, p24

websit : <http://www.cdvn.gov.na>

وبالرغم من مساهمة القطاع الخاص الجزائري التي تمثل 30% في الاقتصاد(47)، فإن هذه المساهمة لم تكن كافية للحلول محل الدولة في عملية تراكم رأس المال الضروري لدعم التنمية عن طريق الاستثمارات. ولم يتعد نشاط السوق الأولي في الجزائر سنتي 1999 و2000 من خلال إدراج قيم أربع شركات حققت الشروط التي وضعت للقبول في البورصة، حيث أدرجت في المرحلة الأولى لنشاط السوق المالي الجزائري سنة 1999 قيم شركات الرياض، صيدال وسونطراك لتنظم إليها في سنة 2000 قيم فندق الأوراسي. حيث تم طرح 20% من رأس مال مجمع صيدال للاكتتاب العام أواخر سنة 1999 ومثلت تلك النسبة مليوني سهم عادي بسعر 850 دج للسهم الواحد(48)، كما تم طرح 1.2 مليون سهم عادي من أسهم الرياض 1999 بسعر 450 دج للسهم الواحد(49). أما بالنسبة لأسهم الأوراسي فلم يتم إدراجها إلا مع بداية 2000. في حين كانت السندات المصدرة لشركة سونطراك بقيمة 5 مليار دج في مرحلة أولى بمعدلات فائدة 13% على امتداد ستة (06) سنوات،

عمليات الخصخصة 105.34 مليون دينار، وتتم عملية البيع في السوق المالي التونسي عن طريق الطرح العام للبيع في البورصة أو عن طريق التسجيل في السوق الموازية. وبتتبع توزيع إصدارات الأسهم في السوق المالي المغربي، يلاحظ كذلك هيمنة القطاع المالي على إصدارات أوراق رأس المال منذ 1999 بسبب عملية إعادة هيكلة البنوك المغربية، غير أن هذه الهيمنة تتجه إلى الزوال، فقد كانت تمثل 82٪ سنة 1999، لتتراجع إلى 70٪ سنة 2000 ثم إلى 32٪ سنة 2001. وقد كانت عمليات الاستدعاء العم للادخار لزيادة رأس المال سنة 2001 تتم إما عن طريق الإدراج الجديد في البورصة وبالتالي استفادة مصدري الأسهم من تخفيض بنسبة 50٪ من الضرائب على أرباح الشركات خلال ثلاث سنوات من تاريخ الإدراج حسب قانون المالية لسنة 2001 لتشجيع الإدراج في البورصة عن طريق زيادة رأس المال، أو عن طريق تخصيص عمليات للأجراء أو المساهمين في إطار عمليات التقرب من المساهمين. (55)

**ب. التوزيع القطاعي لإصدار السندات:** سمحت التسهيلات القانونية التي منحت للشركات الحق في إصدار السندات بتطور هذه الإصدارات، ففي تونس حقق إصدار السندات من قبل الشركات المساهمة أعلى مستوى له خلال سنة 2001 بقيمة 297 مليون دينار تونسي، استأثر القطاع المالي بالقيمة الأبرز منها بتحقيقه 139 مليون دينار، وتشكل شركات الاستثمار ومؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية أهم المكتتبين في السندات الخاصة مقارنة بقطاع التأمين وصناديق التقاعد والأشخاص المعنويين والطبيعيين. ولا يختلف الأمر كثيرا في السوق الأولي المغربي، حيث يسيطر القطاع المالي بدوره على إصدارات السندات مما يجعل من نشاط سوق السندات المغربي محدود لغياب المؤسسات المالية مثلما يوضح الجدول 4 الذي يقدم تطور إصدارات السندات خلال الفترة 1997-2001.

سنتين 2000 و 2001، فيما انتقلت الزيادة النقدية لرأس المال من مبلغ إجمالي 2149 مليار درهم إلى 669 مليار درهم. (51)

### التونسي (الوحدة مليون دينار تونسي)

2001	2000	1999
155	113	107
34٪	42٪	42٪
113	33	74
42	80	33
297	154	146
66٪	58٪	58٪
452	267	253

72 التوزيع القطاعي للإصدارات: يختلف إسهام القطاعات المختلفة للاقتصاد في إصدارات الأوراق المالية من سنة إلى أخرى، وإذا كان الركود يميز السوق المالي الجزائري فإن كل من السوق الأولي التونسي والمغربي يتميزان بالنشاط على الرغم من الدور المحدود للسوقين في تمويل الاقتصاد، وفيما يلي تفصيل التوزيع القطاعي لإصدارات أوراق رأس المال وأوراق الدين في السوقين التونسي والمغربي.

**أ. التوزيع القطاعي لأوراق رأس المال:** تتوزع إصدارات أوراق رأس المال في السوق الأولي التونسي بنسب متقاربة حسب بيانات سنة 2001 بين قطاعات البنوك، الخدمات والقطاع الصناعي بنسب 32٪، 29٪ و 25٪ على التوالي، فيما توزعت الحصة الباقية على قطاعي الإيجار المالي والقطاع السياحي بنسب 8٪ و 6٪ على التوالي (52). وتتبع السلطات التونسية سياسة تعتمد على إعطاء علاوة إصدار معتبرة، حيث تقدم فرق كبير بين سعر السهم الاسمي وسعر الإصدار الذي يقارب السعر السوقي، وهي سياسة تهدف إلى تشجيع إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة من الأسهم. وتشكل الشركات المدرجة في البورصة أبرز مصدري الأسهم بنسبة 80٪، في الوقت الذي كان نصيب السوق الموازية من الإصدارات الجديدة من الأسهم 20٪. (53) وتسجل عمليات الخصخصة عن طريق بيع الأسهم في السوق الأولي التونسي تطورا ملحوظا فقد بلغ حجم



التونسي، بينما لازالت هذه العملية تخضع للعديد من المعوقات في سوق الإصدار الجزائري مما يتطلب من مسيري هذه السوق إعطاء الضمانات والتدابير الضرورية لإنعاش السوق الأولي الجزائري.

**2/ دراسة الأسواق الثانوية:** إن تحديد مدى تطور البورصات لا يعتمد على دراسة مؤشر واحد وإنما على تشكيلة متكاملة من المؤشرات بحيث تؤثر على درجة تطور الأسواق المالية وكفاءتها. ونظرا لغياب البيانات حول جميع مؤشرات كفاءة البورصة بالنسبة لدول الدراسة، وبالأخص فيما يتعلق ببورصة الجزائر، فسيعتمد الباحث على البيانات المتوفرة فقط.

**1. مؤشر حجم السوق:** إن اتساع حجم السوق المالي يعد مؤشرا على نمو الاستثمارات في الأسواق المالية، ويتم دراسة حجم السوق بتتبع معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام، وعدد الشركات المدرجة في البورصة. **أ- معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام:** شهد مؤشر رسملة البورصة في دول

وما يمكن استخلاصه من دراسة الأسواق الأولية في الجزائر، المغرب وتونس هو الدور المحدود لهذه الأسواق في تمويل الاقتصاد، فحتى وإن كانت معدلات الإصدارات الجديدة إلى الناتج المحلي الخام سجلت ارتفاعات في السنوات الأخيرة في تونس والمغرب إلا أنها تميزت بالبطء الشديد. والسبب يعود إلى اعتماد اقتصاديات تلك الدول على النظام المصرفي رغم ما تحمله ويتحمله من أعباء المؤسسات العمومية خاصة في الجزائر. وظهر اتجاه جديد في الأسواق الأولية للمغرب وتونس تمثل في فتح المجال أمام الشركات الخاصة لإصدار السندات بعدما كانت حكرا على الحكومات، وساهم في هذا التوجه التسهيلات الضريبية والعوائد المحفزة المرتبطة بهذا النوع من الإصدار في هذه الدول في خصخصة المؤسسات العمومية خاصة في السوق

## سندات في المغرب

2001	2000	1999	1998	1997
—	295.11	—	500	500
—	—	—	200	—
—	—	—	30	—
600	—	—	400	200
—	—	—	—	350
—	400	—	—	—
1000	—	—	—	—

فالسمة المشتركة بينهما هو هيمنة القطاع البنكي، حيث تمثل هذه الحصة 31% في المغرب (59)، أما في بورصة الجزائر فإن معدل رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام يكاد يكون مهملا، حيث لم تتجاوز هذه النسبة حدود الواحد في المئة منذ بدء التداول سنة 1999 مثلما يوضحه الجدول.

الدراسة تراجعا محسوسا منذ سنة 2000 ويفسر انخفاض هذا المؤشر بتراجع معدلات النمو الاقتصادي مقابل ارتفاع سعر الدولار الأمريكي. ويعكس الجدول 7 تطور رسملة البورصة في المغرب، تونس والجزائر بين سنتي 1999-2002.

#### والجزائر 1999-2002 (الوحدة مليون دولار)

2002	2001	2000
8564.24	9030.80	10857.84
2125.68	2229.57	2809.12
145.97	195.52	285.51

يكي مقابل الدينار الجزائري لمتوسط الفترة حسب بيانات صندوق النقد العربي. وبورصة الجزائر لبيانات الجزائر.

#### الجدول 6: رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام في بورصة الجزائر 1999-2003 (الوحدة مليار دينار جزائري)

السنوات	رسملة البورصة	الناتج المحلي الخام	رسملة البورصة / الناتج المحلي الخام
1999	19.18	3,238.20	0.59%
2000	21.50	4,098.80	0.52%
2001	14.72	4,241.80	0.35%
2002	10.99	4,455.40	0.25%
2003	11.10	5,124.00	0.22%

Source : United Nations Economic Commission For Africa, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p13. Web Site : [www.UNICA.org/ECA\\_Ressources\\_Magor/ECa\\_websites/CMD/workshop/northafrican/presentation/Bourcealgies20Pres.ppt](http://www.UNICA.org/ECA_Ressources_Magor/ECa_websites/CMD/workshop/northafrican/presentation/Bourcealgies20Pres.ppt)

ويعود تدهور هذا المؤشر في دول الدراسة إلى عدم التوافق بين معدلات النمو التي تسجل معدلات مستقرة، فيما تستمر رسملة البورصة في

ويعتبر التراجع المسجل في القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء نتيجة تصحيح الأسعار الذي لجأت إليه السلطات في هذا البلد نتيجة الارتفاع الكبير المسجل في مؤشرات السوق سنتي 1997 و1998 (56). وعلى الرغم من انجاز زيادات في رأس المال لأربع شركات بمبلغ إجمالي قدره 571 مليون درهم، وعمليتين للإدراج في البورصة بما مجموعه 124 مليون درهم سنة 2002 إلا أن الاتجاه العام لرسملة البورصة استمر في الانخفاض (57). أما عن أسباب تراجع رسملة البورصة التونسية، فيعود بدوره إلى تصحيح الأسعار نحو الانخفاض للأوراق المالية ذات الوزن الهام في البورصة. ويعكس انخفاض مؤشر رسملة البورصة في الجزائر ركود البورصة الجزائرية، فباستثناء الارتفاع المسجل سنة 2000 نتيجة إدراج قيم الأوراسي سجلت باقي السنوات انخفاضات متتالية، فبعدما بلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر 21.5 مليار دينار سنة 2000 تراجعت سنة 2003 مسجلة 11.1 مليار دينار (58). وقد أسهم ضعف التداول في تسجيل هذه القيم المخيبة

فضلا عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ افتتاحها. وعلى صعيد توزيع حصص الرسملة بين القطاعات في بورصتي تونس والدار البيضاء،

للمسافرين ENTMV، الخطوط الجوية الجزائرية Air Algérie ومؤسسة ميناء أرزيو EPARzew في قطاع النقل، ويمثل قطاع التأمين الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT، بالإضافة إلى فندق الجزائر والشركة الوطنية للتبغ والكبريت SNTA (61) وبالنسبة لبورصة الدار البيضاء فإن عدد الشركات تميز بالاستقرار حيث بلغ 55 شركة سنة 2002 الجدول 9، وبالرغم من أن عدد الشركات انخفض عما كان عليه سنة 1994 حيث كان العدد 61 شركة (62)، إلا أن وزن تلك الشركة في البورصة من حيث الرساميل كان أقل مما هو عليه في سنة 2002. أما في بورصة تونس فقد كان عدد الشركات في ارتفاع مستمر فبعدما كان العدد 21 شركة سنة 1994 أصبح عددها 46 سنة 2002 (63). ومع أن عمليات الاندماج بين بعض الشركات المدرجة في البورصة إلا أن عددها استمر في الارتفاع نتيجة قبول شركات أخرى جديدة.

#### الجدول 7: عدد الشركات المدرجة في بورصات الجزائر، تونس والدار البيضاء 1999-2002

2002	2001	2000	1999	
03	03	03	02	الجزائر
55	55	54	54	المغرب
46	45	44	44	تونس

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية، الربع الرابع، العدد 32، 2002.

وعلى مستوى درجة التركيز أي الشركات التي تستحوذ على أكبر حصة من البورصة من حيث حركة وقيمة التداول، تتركز في بورصة الدار البيضاء بين 10 شركات بنسبة 65.64% سنة 2001 من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في البورصة المغربية، في حين بلغت قيمة التداول للشركات العشر الأكثر نشاطا نسبة 72.81% (64)، مما يؤثر على درجة التركيز العالي في بورصة الدار البيضاء. وكانت هذه النسب في بورصة تونس لأنشط خمس شركات 25% و34% من ناحية حركة التداول ومن ناحية المساهمة في إجمالي رسملة البورصة على التوالي لسنة 2001 (65). ومن

الانخفاض. وبما أن مؤشر معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية للاستثمار وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، فإن نتائج هذا المؤشر في تونس والمغرب توضحه ابتعادها عن المعدلات العالمية حيث يفوق هذا المعدل 100% في العديد من الأسواق الناشئة مثل هونج كونج وسنغافورة. ويعكس انخفاض هذا المؤشر في دول الدراسة مدى اعتمادها على التمويل عن طريق القروض مقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية. وبما أن الدراسات التطبيقية التي تم التطرق إليها في الفصل الأول من المذكرة قد أكدت الترابط الإيجابي بين تطور مؤشر رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام ومعدلات النمو الاقتصادي، فمن الضروري على القائمين على الأسواق المالية في المغرب، تونس والجزائر السعي إلى زيادة رسملة البورصة من خلال تسهيلات عمليات الإدراج للشركات المستوفية للشروط مع منح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

**ب- عدد الشركات المدرجة.** يؤثر عدد الشركات المدرجة في البورصة على حجم السوق فارتفاع هذا المؤشر يعكس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجم رأس مالها حتى يتسنى لها التأثير الإيجابي على اقتصاد كل بلد. ويتبع هذا المؤشر في بلدان الدراسة، فإن عدد الشركات يبقى ضعيفا مقارنة بباقي الأسواق الناشئة، ففي الجزائر وعلى الرغم من اقتراح 30 مؤسسة عمومية عند انطلاقة البورصة تم انتقاؤها من المجمعات العمومية Public Holding خلال سنة 1999 لفتح رأس مالها للقطاع الخاص، غير أنه من بين هذه المؤسسات حظيت شركتي صيدال والرياض سطيف فقط بالموافقة على إدراج أسهمها في البورصة (60). فيما لم يتم قبول إدراج أسهم الأوراسي إلا مع بداية سنة 200. ويعزى هذا العدد المحدود من الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى التأخر المسجل في تجسيد عمليات الخصخصة التي من شأنها أن تضاعف من عدد الأوراق المدرجة في البورصة. وتدرس لجنة إدارة ومراقبة عمليات البورصة ملفات 8 مؤسسات عمومية لإعاش البورصة، ويتعلق الأمر بمؤسسة ميناء الجزائر EPAL، المؤسسة الوطنية للنقل البحري

خلال نسب التركيز، تعتبر بورصة تونس أكثر كفاءة من بورصة الدار البيضاء، حيث أن انخفاض هذه النسب، أي توزيع نشاط البورصة على أكبر عدد من الشركات المدرجة مؤشر على كفاءة السوق نتيجة التنوع المتاح في الاستثمار وبالتالي التقليل من درجة المخاطرة.

**2. مؤشر سيولة السوق.** تمثل السيولة في البورصة سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية، ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام، وقيمة التداول إلى رأس المال السوقي أو ما يعرف بمعدل الدوران. وقبل التعمق في المؤشر الأول بالنسبة للأسواق الثلاثة، والمؤشر الثاني بالنسبة لبورصة الدار البيضاء وتونس من الضروري تتبع حركة التداول في البورصات الثلاثة بشكل منفرد لارتباطه بالمؤشرين السابقين. إن استمرارية السوق الأولي لن تتحقق إلا إذا كانت السوق الثانوي تتميز بالنشاط. وكغيرها من البورصات العالمية، شهدت قيمة التداول في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس انخفاضات متتالية مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحالي متأثرة بالظروف الاقتصادية العالمية. وبإجراء مقارنة بين البورصات الثلاثة، نجد أن بورصة الدار البيضاء تعتبر الأكثر نشاطا حيث سجلت قيمة التداول بها 2.3 مليون دولار سنة 2001، وهي قيمة تشكل ثمان أضعاف قيمة التداول

في البورصة التونسية (66) غير أن المتتبع يتطرق

### الجدول 8: الأموال المتداولة في بورصات الجزائر، المغرب وتونس

سنة	1999	2000	2001	2002
العملة المحلية بالملايين	553.00	909.00	686.78	509.00
العملة المحلية بالملايين	108.00	720.00	9.56	533.00
الدولارات	104.30	34.60	1,210.90	25.20
الدولارات	45.729	909.00	686.78	509.00

\*قام الباحث بحساب قيمة التداول بالآلاف التولارات في البورصة الجزائرية حسب معدلات صرف صندوق النقد العربي.

المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة السنوية، 2002؛ و United Nations Economic Commission For Africa, "Présentation de la Bource d'Alger ", in African Capital Markets Development Programme, p14.

الإستراتيجي وتقلص العمليات المرتبطة بالأسهم من 90% سنة 2000 إلى 70% سنة 2001 ساهم بدوره في انخفاض مؤشر قيمة التداول في البورصة المغربية. وعلى العكس قيمة التداول، فإن عدد الأسهم المتداولة في بورصة الدار البيضاء يشهد ارتفاعا مستمرا فبعدما كان عدد الأسهم المتداولة لا يمثل سوى 3.48 مليون سهم سنة 1995 تضاعف

سونطراك تستقطب المستثمرين حيث يفوق الطلب على هذا السند العرض عليه بـ 2768 أمر، وتعتبر قلة الشركات المدرجة في البورصة السبب الرئيسي لانخفاض التداول.

**3/ مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام ومعدل الدوران.** أثرت قيمة التداول المتدنية في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس على تطور مؤشري قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام ومعدل الدوران، مما انعكس سلبا على درجة السيولة في البورصات الثلاث، وفيما يلي متابعة للمؤشرين في بورصات دول الدراسة.

**أ. مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام إن** قيمة المهملة تقريبا لهذا المؤشر في بورصة الجزائر تعني أن وزن البورصة في الاقتصاد الوطني ليس له تمثيل، وقد تجد البورصة الجزائرية ما يبرر هذه النسبة الضئيلة في حداتها في النظام المالي الجزائري. أما في البورصة المغربية فيتذبذب هذا المؤشر وكانت أعلى نسبة محققة في سنة 1999 بمعدل 7.21٪ مثلما يوضحه الجدول 11. وهو ما ينطبق على بورصة تونس مع نسبة أقل حيث تراوحت بين 3.52٪ كأعلى نسبة و 1.15٪ بين سنتي 2000 و 2002 على التوالي. وساهم ارتفاع الناتج المحلي الخام لهذه الدول مع انخفاض مقابل له في القيمة السوقية لأسهم في تسجيل هذه النسب. وبمقارنة هذا المؤشر لبورصتي المغرب وتونس مع الأسواق المالية فإن هذه النسبة تبقى بعيدة عما حققته الأسواق الناشئة.

### الجدول 9: قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام.

2002	2001	2000	1999	
-	0.012	0.017	0.003	الجزائر
3.70	2.51	3.68	7.21	المغرب
1.15	1.7	3.52	2.19	تونس

المصدر: صندوق النقد العربي، و United Nations Economic Commission For Africa

**ب. مؤشر معدل الدوران** يعكس مؤشر الدوران درجة نشاط البورصة، حيث يربط بين قيمة التداول من الأسهم ورسملة البورصة، ويعني بلوغ هذا المعدل قيمة الواحد هو أن متوسط التداول للسهم في السنة هو مرة واحدة. وتتبع هذا المؤشر في بورصتي تونس والدار البيضاء يلاحظ تذبذب هذا المعدل في البورصتين بين 9.31 كأدنى نسبة

هذا العدد ليلغ 22.44 مليون سهم سنة 2002. وساهم ارتفاع عدد الشركات المدرجة في تلك الفترة في ارتفاع حجم التداول.

**ب- التداول في بورصة تونس** شهدت السوق الثانوي التونسي بدورها انخفاضا في قيمة التداول، ويفسر هذا الانخفاض بالتدخل المحدود للمستثمرين المؤسسيين في تنشيط السوق، ويعزى هذا التقصير لغياب ثقافة الاستثمار في البورصة، فعلى سبيل المثال، انخفض إجمالي الأسهم المملوكة من طرف شركات الاستثمار ذات رؤوس الأموال المتغيرة من 83 مليار دينار تونسي سنة 2000 إلى 53 مليار دينار تونسي سنة 2001 (68). كما أن زيادة رؤوس الأموال من خلال إدماج الاحتياطات لا تخضع في غالبية الحالات إلى معايير عقلانية مما أسهم في إجمام المستثمرين عن تداول أسهم بعض الشركات وبالتالي انعكس هذا السلوك على قيمة التداول في بورصة تونس.

**ج- التداول في بورصة الجزائر** انطلق التداول في بورصة الجزائر نهاية سنة 1999 وتحديدًا في سبتمبر حيث تم تسجيل 16 جلسة من جلسات التسعير على أوراق الشركات المدرجة. وكانت الحافظة المالية للمستثمرين تتشكل من أسهم مجمع صايدال والرياض سطيف بنسبتي 70٪ و 28٪ على التوالي، فيما كانت النسبة المتبقية (2٪) من نصيب سندات سونطراك، غير أن قيمة التداول مثلت 60٪ منها لسندات سونطراك، أما أسهم الرياض وصايدال فكان نصيبهما من التداول 21٪ و 19٪ على التوالي. (69) ويعود هذا الفرق في التداول بين الفئتين من الأوراق للضمانات المقدمة من السندات مقارنة بالأسهم، خاصة أن البورصة كانت في بدايتها الأولى. وأدى إدراج أسهم الأوراسي سنة 2000 إلى انتعاش قيمة التداول خلال تلك السنة لتسجل 720 مليون دينار جزائري بعدما سجلت تلك القيمة 108 مليون دينار في الربع الأخير من سنة 1999. كما أدى إدراج أسهم الأوراسي إلى انخفاض حصة صيدال من حيث حجم التداول الإجمالي. أما في سنة 2001 سجلت قيمة التداول انخفاضا لتسجل 501 مليون دينار، وما ميز بورصة الجزائر منذ انطلاقتها هو ارتفاع حجم أوامر البيع مقارنة بأوامر الشراء فيما يتعلق بأوراق رأس المال، حيث شهد الفجوة بين أوامر البيع وأوامر الشراء على أسهم صايدال 894416 مما أدى إلى انخفاض قيمة سهم صايدال في البورصة سنة 2001 (70). وبالموازاة مع ذلك فإن سندات

المدرجة، والتي تشكل رسملتها في البورصة 80% من الرسملة الإجمالية، إيجابيا على مستوى أرقام أعمالها ونتائجها لسنة 2001 غير أن انعكاسها على الأسعار في البورصة كان ضئيلا (73). وتساهم هذه الوضعية في نفور المدخرين الصغار بسبب عدم تطابق واقع المؤسسات ونتائجها في البورصة. ولا يختلف الأمر بالنسبة للبورصة الجزائرية، فعلى الرغم من أن الشركات حققت نتائج إيجابية، باستثناء الرياض سطيف حيث كانت النتيجة الصافية لسنة 2002 بالسالب، إلا أن انعكاس هذا الأداء الجيد لم يكن متطابقا مع أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة والذي كانت في انهياراتها متتالية منذ افتتاح بورصة الجزائر. فعلى سبيل المثال، كانت تسعيرة أسهم صايدال مع انطلاق التداول في بورصة 825 د.ج، لينخفض سعرها إلى 490 د.ج سنة 2002 (74).

**5/ مؤشرات البورصة.** تم في إطار وضع أدوات لتحديد أداء البورصة المغربية تطوير تشكيلة متجانسة من مؤشرات الرسملة تتمثل في المؤشر الإجمالي للأسهم المغربية MASI، ومؤشر الأسهم الأكثر تداولاً في المغرب MADEX الذي انطلق العمل به سنة 2002 (75). وقبل وضع هذين المؤشرين كان يتم الاعتماد على المؤشر العام للبورصة IGB. ويشمل مؤشر MASI على جميع الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء مما يسمح بتتبع تطور جميع القيم المدرجة، أما طريقة حسابه فتعتمد على ترجيح الرساميل. أما مؤشر LADEX فيتشكل من القيم الأكثر نشاطاً من حيث سيولة التداول في السداسي الذي يسبق اعتماد هذا المؤشر، ويحسب بدوره وفق ترجيح الرساميل، ويشكل هذا المؤشر أساس تسيير الحافظة في السوق المالي المغربي. أما بورصة تونس فتعتمد على مؤشرين BVMT ومؤشر TUNINDEX ويعتبر هذان المؤشران عبارة عن مؤشرات للربحية بما أنهما يأخذان بعين الاعتبار التغيرات في الأسعار وتعديلهما وفق التوزيعات عن كل سم خلال السنة. وقد انطلق استخدام مؤشر BVMT في 30 سبتمبر 1990 ويتم حسابه على أساس المتوسط الحسابي لأسعار. وقد تم تعديل أساس هذا المؤشر في أبريل 1998 ليصبح أساس حساب هذا المؤشر في 31 مارس 1998 وهو مؤشر مفتوح على جميع القيم المدرجة باستثناء أسهم شركات الاستثمار. أما المؤشر الثاني TUNINDEX فتم استخدامه لأول

مسجلة في المغرب سنة 2001 و24.45 مسجلة في بورصة تونس سنة 2000، مثلما يوضحه الجدول 12.

#### الجدول 10: معدل الدوران في بورصتي تونس والدار البيضاء

	2002	2001	2000	1999	
المغرب	16.82	9.31	11.13	18.43	
تونس	11.60	15.34	24.45	17.33	

المصدر: صندوق النقد العربي

ويعتبر هذا المؤشر بعيداً عن متوسط معدل الدوران في الإتحاد الدولي لبورصات القيم الذي سجل 153% سنة 2001 (71). غير أن سيولة بورصتي المغرب وتونس تعتبر متوسطة من خلال هذا المؤشر حيث أنها تفوق العديد من البورصات العالمية.

**4/ مستويات تقييم الشركات.** يبقى تطور السوق أقل حساسية اتجاه التطورات الحاصلة للمؤسسات في المغرب، الجزائر وتونس. وتفترض الأدبيات الاقتصادية أن يعكس أداء البورصة وتطور أسعار الأسهم بها التغيرات على مستوى الاقتصاد الحقيقي، غير أن السوق لم تتفاعل بشكل كبير مع نشر الشركات المدرجة في البورصة لنتائجها على الرغم من أن أغلبية تلك الشركات حققت نتائج إيجابية. ويمكن تتبع تأثير التطورات الحقيقية للمؤسسات على أسعارها في البورصة من خلال معدلات الربحية PER، وعلى الرغم من أن هذه المعدلات هي ذات مستويات جذابة إلا أن نفور المستثمرين من البورصات يستدعي مراجعة الأسباب. يقدم تحليل النتائج السنوية لسنة 2000 في بورصة الدار البيضاء أن أغلبية الشركات المدرجة في البورصة حققت نتائج إيجابية باستثناء ستة شركات تكبدت خسائر صافية، بينما من بين 54 شركة مدرجة في البورصة، سجلت 25 شركة انخفاضاً في أرباحها الصافية. أما باقي الشركات (28) فقد حققت أرباحاً أو أن نتائجها كانت في وضع قار (72). وتتعارض نتائج الشركات مع تطور أسعار أسهمها في البورصة حيث انخفضت أسعار 75% من القيم المدرجة في البورصة، مما يوضح عدم التطابق بين سلوك بورصة القيم وتطور القطاع الحقيقي. وبالمقابل تحقق أغلب الشركات التونسية نتائج مالية جيدة غير أن ذلك لم ينعكس بدوره على سوق البورصة. حيث كان أداء 70% من الشركات

بالمقابل، تستفيد تلك الشركات من امتيازات ضريبية نتيجة شفافيتها المحتملة.

- التزام الجهات الحكومية التي ترتبط بالسوق المالي من وزارات وبنوك مركزية بنشر جميع المعلومات حول مؤشرات الاقتصاد العالمي والمحلي، وتشجيع البحوث والدراسات التي تهدف إلى توقع الأداء الاقتصادي المستقبلي دوليا ومحليا.

- قيام الهيئات المنظمة والمسيرة للأسواق المالية بنشر مختلف تطورات السوق بشكل يومي، وتقديم التحليلات المختلفة لأداء السوق، بالإضافة إلى توفير تقارير سنوية وإتاحتها لطلابها عبر مواقع هذه الهيئات على الأنترنت.

- نشر جميع المعلومات المتعلقة بأداء البورصة وتوقعاتها وتحليل القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في صحف متخصصة، وأهم تلك المعلومات في الصحف اليومية، فضلا عن تخصيص حيز من برامج التلفزيون للأسواق المالية يقوم بتنشيطها رجال اقتصاد متخصصون، فمن غير المعقول مثلا أن تلفزيون بحجم التلفزة الجزائرية تنقصر إلى نشرة اقتصادية.

- إنشاء مراكز تكوين متخصصة في مجال البورصة تهتم بتعليم الطلبة طرق التحليل الأساسي والفني وكل ما يتعلق بالبورصة.

**2. ترقية عرض الأدوات المالية:** على الرغم من الجهود المبذولة من طرف الأسواق المالية المغربية لترقية العرض من الأوراق المالية من خلال التنوع المتاح عبر التشريعات إلا أنها لم ترق إلى المستوى المأمول. ولترقية هذا الجانب يقترح:

- تنويع أدوات الاستثمار خاصة فيما يتعلق بأوراق الملكية من خلال تشجيع الإصدار والتعامل بالأسهم الممتازة لتحقيق ضمانات أكبر للمستثمرين.

- الاستمرار في ترقية الإصدارات الخاصة من أوراق الدين في بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس، وتوفير هذه الفرصة للشركات الخاصة الجزائرية.

- توسيع إدراج الشركات عبر تسهيل معايير القبول في السوق الأولي من خلال القضاء على الإجراءات البيروقراطية وتوسيع نطاق الإدراج في البورصة للشركات الخاصة المؤهلة لهذه العملية. ووضع قوائم

مرة في الفاتح أبريل 1998 بأساس 1000 نقطة، وهو مؤشر يعتمد على المتوسط المرجح للأسعار برسمة مناسبة لكل قيمة مدرجة في المؤشر (76).

وبالإضافة إلى المؤشرات السابقة في بورصتي تونس والدار البيضاء، تملك البورصتين نصيب من المؤشر العام لصندوق النقد العربي من خلال إدراج قيم 34 شركة تونسية تمثل 87.75% من إجمالي القيمة السوقية في بورصة تونس، و32 شركة مغربية تمثل 89.98% من إجمالي القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء حسب بيانات سنة 2002 (77). وغني عن البيان سبب عدم وجود مؤشر لبورصة الجزائر، حيث يفترض أن يعكس المؤشر أداء البورصة ونظرا لتميز أداء البورصة الجزائرية بالركود فمن الصعب بناء هذا المؤشر. وعلى الرغم من ذلك تقوم مؤسسة ليكيد أفريكا Liquid Africa بنشر مؤشرات أداء البورصات الإفريقية بما في ذلك بورصة الجزائر حيث يتم الاعتماد على المؤشر المركب (78).

## **II/ اقتراحات لتطوير الأسواق المالية في الجزائر**

**المغرب وتونس:** إن التوجه الذي اتبعه دول الدراسة، من خلال الاعتماد على اقتصاد السوق، يجعل من الأسواق المالية آلية ضرورية لتحقيق هذا التغيير، ويتطلب حشد المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات المختلفة توفير الظروف الملائمة لتحقيق هذه الغاية. وإذا كانت بوادر التغيير قد وجدت في المغرب وتونس الأرضية المناسبة بالرغم من البطء الذي يميزها، فإن الجزائر لازالت أمامها العديد من المعوقات أولها تجاوز عقبة نشر ثقافة البورصة في الفرد الجزائري. من هذا المنطلق سيتم من خلال هذا المبحث تقديم المقترحات لتطوير الأسواق المالية بالتركيز على الجزائر.

**1. توفير المعلومات:** يكتسي توفير المعلومات في السوق المالي أهمية قصوى في تحديد مسار تدفق رؤوس الأموال بين المصدرين والمستثمرين وبالتالي التأثير على نمو الاستثمارات الحقيقية من جهة، وتطور الأسعار في البورصة من جهة أخرى، ولتحقيق الشفافية المطلوبة بين المتعاملين في السوق المالي يجب الاهتمام بالنقاط الآتية:

- إنشاء هيئات متخصصة في نشر المعلومات حول الشركات المتداولة في البورصة، بحيث تقوم هذه الأخيرة بشكل لدوري (يوميًا، شهريًا، سنويًا)، على أن يتم تخريم أو إيقاف الشركات التي ترفض توفير المعلومات أو تقديمها بشكل مضلل.

في أسواق المال وتوحيد البورصات، وعلى الرغم من ضعف العلاقات الاقتصادية البينية بين الدول الثلاثة، إلا أن البورصة العربية الموحدة والتي تشكل بورصتي الدار البيضاء وتونس أحد أقطابها تعتبر تجربة مفيدة للبلدين. حيث تمت الاستفادة من خبرات صندوق النقد العربي من خلال التقنيات المرتبطة بطرق التداول والتسوية، وعلى الجزائر أن تسعى إلى الاندماج في هذه السوق بتهيئة الظروف المناسبة لتنشيط البورصة. كما يجب الاستفادة من خبرات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار من خلال إتباع خطوات هذه الهيئة لترقية الاستثمار الحقيقي والمالي على حد سواء. وعلى المستوى الدولي، فالمطلوب من دول الدراسة الاحتكاك بالاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة للاستفادة من طرق استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وترقية الاستثمار المحلي من خلال إتباع التدابير الضرورية لتنشيط سيولة السوق. ومن الجانب التنظيمي، على دول الدراسة اعتماد معايير الهيئة الدولية لأسواق رأس المال التي من شأنها أن تساهم في التكامل بين البورصات العالمية. وفي هذا الإطار بإمكان بورصة الجزائر الاستفادة من البورصات المتقدمة كأن يتم وضع مؤشر لأداء البورصة يتم بناءه بما يتلاءم مع وضع السوق الحالي، وتعتبر تجربة بورصة القارة والإسكندنافية في هذا المجال مثال يمكن أن يقتدى به.

#### الخاتمة العامة : يمكن إبراز النتائج التي تم

التوصل إليها من خلال هذه الدراسة حول الأسواق المالية في الجزائر، وتونس على النحو الآتي:

- \* على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدودا بسبب هيمنة القطاع المصرفي والدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر، على التمويل في هذه البلدان.
- \* على مستوى الأسواق الثانوية، تميز البلدان الثلاثة بصغر حجمها، تدني رسملة البورصات وحركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.
- \* انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.

\* بالرغم من المراسيم التشريعية والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة إلى حد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو

للشركات القابلة للخصخصة مع تقييم مطابق إلى أقصى درجة للواقع.

- تحقيق الاندماج بين الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع، مع فتح رأس مال بعض الشركات أمام الشركات الأجنبية التي تمتلك خبرات واسعة في القطاعات التي تنتمي إليها.

- إنشاء أسواق ثانوية تسمح بإدراج القيم غير المقبولة للإدراج في السوق الأولي، فحتى إن كانت تونس سباقة في هذا الميدان، إلا أن ركود بورصة الجزائر يتطلب فتح هذا النوع من الأسواق بحيث تكون معايير قبول الشركات بها أقل تشددا خاصة فيما يتعلق بالشركات الخاصة.

### 3. تطوير الشركات العاملة في البورصة: تعتبر

شركات السمسرة وصناديق الاستثمار الركييزة الأساسية في تطوير جانب الطلب في السوق المالية، فهي تساهم في تحقيق التوازن في السوق، إلى جانب تحقيق ترقية السيولة في البورصة. غير أن واقع بورصات في المغرب، الجزائر وتونس يعكس الدور المحدود لهذه الهيئات مما يستدعي إتباع الإجراءات لتجاوز هذا القصور:

\_ فتح المجال لخصخصة البورصة من خلال إعطاء شركات السمسرة دورا بارزا في البورصة. كما يستوجب تخفيض تكاليف الوساطة مما يجعل عمليات البورصة أكثر كفاءة لما يتيح هذا التخفيض من تحقيق السيولة.

\_ قيام شركات السمسرة بفتح فروع لها في المناطق المختلفة لبلدانها لتسهيل عملية انتقال الأوامر من المستثمرين، واستغلال قربها من المستثمرين المحتملين لنشر الوعي الادخاري وثقافة البورصة.

\_ تطوير الشركات الاستثمارية من خلال زيادة عروضها للمدخرين الصغار للتوظيف الجماعي، مع التزامها بنشر المعلومات وإصدار التقارير الدورية حول السوق.

\_ إنشاء شركات متخصصة في عمليات تقييم الاستثمار المالي، بحيث تقوم بتحليل الأوراق المالية، ومساعدة البنوك التجارية في مرحلة أولى في تسويق الإصدارات الجديدة قبل التخصص الكلي في هذا المجال بأن تصبح بنوك استثمارية.

### 4. ترقية التعاون الإقليمي والدولي: إن التكامل بين

الأسواق أصبحت ضرورة حتمية لجميع الدول، وبالرغم من ضرورة إنجاز التكامل المغربي في أسواق السلع والعملية قبل البدء في تحقيق التكامل



\*الانفتاح المرحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البحتة، ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.  
\*التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبئا ثقيلا على حكومات الدول المغاربية، وخاصة الجزائر، وجعل الفرد المغربي مساهما فعالا في الاقتصاد.  
\*إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

#### الهوامش

- (1) Conseil des Marchés Financières CMF, web site :<http://www.cmf.org.tn>
- (2) Voir loi N° 94-117 du 14 Novembre 1994, portant sur la réorganisation du Marché Financière . web site : <http://www.cmf.org.tn>
- (3) C.M.F op.cit.
- (4) مجلس السوق المالي التونسي- التقرير السنوي 2002- ص 47.
- (5) [www.BUMT.COM.TN](http://www.BUMT.COM.TN)
- (6) مجلس السوق المالي التونسي- مرجع سابق- ص 47.
- (7) La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis BVMT, web site : <http://www.bvmt>
- (8) Stock Exchange Management System
- (9) <http://www.bvmt.com.tn/presentation/cotation/htm>
- (10) [http://www.bvmt.com.tn/presentation/hors\\_cote/htm](http://www.bvmt.com.tn/presentation/hors_cote/htm)
- (11) مجلس السوق المالي التونسي- مرجع سابق- ص 50.
- (12) تضم اليورونكست بورصات أمستردام AEX، بروكسل BXS، وباريس Paris Bourse.
- (13) BVMT.op.cit : <http://www.bvmt.com.tn/sticodeva/htm>.
- (14) Ibid
- (15) الظهير الشريف في المملكة المغربية هو بمثابة المراسيم التشريعية في الدول ذات الأنظمة الجمهورية أنظر القانون رقم 1-93-21 بتاريخ 21 سبتمبر 1993.
- (16) CDVM : Conseil des Valeurs Mobilières

[http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi\\_cdvm/a\\_miss/mission.htm](http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/a_miss/mission.htm)

(17) [http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi\\_cdvm/b\\_cdvm/b\\_act/Reglem.htm](http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/b_act/Reglem.htm)

على الأقل بين بورصتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر وبؤس أدائها.  
\*عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.  
\*النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.  
وبالرغم من النتائج المخيبة التي تم التوصل إليها، إلا أن بوادر الأمل بدأت تلوح لتنشيط الأسواق المالية وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى استثمارات منتجة، فالدول الثلاثة تسجل زيادات متتالية في معدلات مساهمة القطاع الخاص في اقتصادياتها، كما أن العوامل السياسية، حتى إن تفاوتت بين هذه الدول، تتجه إلى تشجيع هذا القطاع. وحتى يتحول هذا الأمل إلى حقيقة يجب أن تتوفر الشروط التالية:  
\*خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.  
\*تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.  
\*دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.  
\*ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاينة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب.  
\*توسيع استخدام شبكة الأنترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليا ودوليا في المجال الاقتصادي والمالي.  
\*توسيع التعاون بين بورصات المغرب العربي فيما بينها، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي.  
\*فتح البورصات المغربية للتوظيفات البيئية، من خلال تسهيل تداول القيم بين الدول الثلاثة، ولم لا إنشاء بورصة موحدة متضمنة لأهم شركات اقتصادياتها وموزعة على قطاعات متنوعة.

- (38) حسان خبابية: "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية- جامعة باتنة- جوان 2003- ص 83.
- (39) COSOB : op.cit : www.cosob.com.dz/SGB V.HTM#present
- (40) COSOB : op.cit : www.cosob.org
- (41) أنظر القانون رقم 04-03 المؤرخ في 7 فبراير 2003 المعدل والمتمم للقانون رقم 93-10، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 11
- (42) حسان خبابية، مرجع سابق، ص 80.
- (43) القانون 04-03، مرجع سابق.
- (44) MINEFI6DREE/Trésor, "Mission Economique, Situation économique et financière de l'Algerie", website : <http://www.dree.org/algerie/documents.asp?Rub=1&F=PDF&Num=55024>
- (45) Ali A. Bolbol, Mohammed M. Omran, "Arab Stock Markets and Capital Investment", amf ? Economic Papers, Number 8, Abu Dhabi, February 2004, p 4
- (46) Conseil du Marché Financière, Rapport Annuel 2001, p 27 (Tunisie)
- (47) CDVM, Rapport Annuel 2001, p 24
- (48) International Crisis Group ICG, "L'économie Algérienne : le cercle vicieux du pétrole et de la violence", Rapport Afrique N° 36 ? Bruxelles : 26 Octobre 2001, p 9.
- (49) Bourse d'Alger, Bulletin Officiel de la Cote Avis N° 01/1999
- (50) Bourse d'Alger, Bulletin Officiel de la Cote Avis N° 03/1999
- (51) Ministre de Finance, "Situation Economique et Financière de l'Algérie en 1997" website : <http://www.lycos.fr/mfdgep/fic/a197.htm>
- (50) بناء المغرب "التقرير السنوي 2002" ص 124، مرجع سابق.
- (52) Banque de Tunisie, Rapport Annuel 2002, p232. [www.banque-of-tunis.com.tn](http://www.banque-of-tunis.com.tn)
- (53) Conseil du Marché Financier op.cit, p30
- (54) CDVM, op.cit p27
- (55) Ibid
- (56) بنك المغرب- مرجع سابق - ص 126
- (57) نفس المرجع
- (58) United Nations Economique Commission For Africa, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p13
- (59) Bourse de Casablanca, Rapport d'activité 2002
- (18) [http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi\\_cdvm/b\\_cdvm/c\\_orga/admin.htm](http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm)
- (19) يصل عدد الشركات المسجلة فيها حوالي 69 شركة ويبلغ إجمالي قيمة رؤوس أموالها حوالي 105 مليون درهم
- (20) Hebalah El Serafie, Shahira F. Abdel Shahid, "Word Stock Exchanges are intergrating/consolidating : merging : What could be done by Arab Exchanges ?", Cairo §Alexandria Stock Exchanges, Published Working Paper Series N° 2 ? October 2002. website : [http://www.egypte.com/download/Research\\_papers/world20Stock\\_exchanges.pdf](http://www.egypte.com/download/Research_papers/world20Stock_exchanges.pdf)
- (22) Hebalah El Serafie ; op.cit.
- (23) بورصة الدار البيضاء "انجازات 2002" - ص 12 [http://www.Casablanca.bourse.com/sum2002\\_arabe/pdf](http://www.Casablanca.bourse.com/sum2002_arabe/pdf)
- (24) نفس المرجع السابق.
- (25) بورصة الدار البيضاء "دليل الاستثمار في البورصة"، ص 5 [http://www.Casablanca.bourse.com/guide\\_arabe/pdf](http://www.Casablanca.bourse.com/guide_arabe/pdf)
- (26) أنظر الظهير رقم 1-96-246 للتاسع من يناير 1997 المتمم للقانون رقم 35-96 المتعلق بإنشاء مودع مركزي ووضع نظام عام لتسجيل بعض القيم.
- (27) CDVM, op.cit. [http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi\\_cdvm/b\\_acte\\_march/c\\_etabli/etabli.htm](http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/c_etabli/etabli.htm)
- (28) Ibid : [http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi\\_cdvm/b\\_acte\\_march/e\\_socdrs/F\\_apsb/apsb.htm](http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/e_socdrs/F_apsb/apsb.htm)
- (29) بنك المغرب: مداخلة للسيد حاكم بنك المغرب أمام النادي الدبلوماسي المغربي- ص 25 [www.bank-of-maghreb.com.ma](http://www.bank-of-maghreb.com.ma)
- (30) COSOB : La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
- (31) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، 19 فبراير 2003
- (32) <http://www.cosob.com.dz/htm>
- (33) أحمد بوراس: "أسواق رؤوس الأموال"- قسنطينة مطبوعات جامعة منتوري 2003/2002 ص 139
- (34) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، 1993 موقع: <http://www.joradp.org/apo593.pdf>
- (35) COSOB : <http://www.cosob.com.dz/iod.gtm>
- (36) Ibid
- (37) Price water house coopers, "Inrestir en Algerie" Paris 2002, p59

- (60) Kada Ihssane : "la Bourse d'Alger",  
Algeria Interface, sited d'information Mars  
2002
- (61) Falila Gbadamass, "Sursis pour la bourse  
d'Alger ? Huit entreprises publiques bientôt  
côtées", All Africa Global Media. 9/07/2003
- (62) صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق  
المالية العربية: النشرة الفصلية"، الربع الرابع، العدد 32  
لسنة 2002، ص 60.
- (63) نفس المرجع- ص 24-
- (64) بورصة الدار البيضاء: "إنجازات 2002"- مرجع  
سابق الذكر- ص 26.
- (65) مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص 47
- (66) صندوق النقد العربي: "التقرير الاقتصادي العربي  
الموحد 2001"- ص 17
- (67) CDVM, Op.cit, p13
- (68) مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص 36
- (69) CNES, "Rapport sur la Conjoncture du  
Second Semestre 1999" website :  
[http://www.cnes.dz/cnesdoc/conjoncture/sem  
299.htm](http://www.cnes.dz/cnesdoc/conjoncture/sem299.htm)
- (70) Ministre de Finance, "Situation  
Economique et Financier de l'Algérie en  
2002" website  
[http://www.membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a19  
7.htm](http://www.membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a197.htm)
- (71) World Federation of Stock Exchanges,  
op.cit, p82
- (72) CDVM, op.cit, p14
- (73) مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص 59
- (74) COSOB, op.cit
- (75) بورصة الدار البيضاء: "إنجازات 2002" مرجع سابق  
الذكر- ص 21
- (76) مجلس الأسواق المالية- مرجع سابق الذكر- ص 60
- (77) صندوق النقد العربي- النشرة الفصلية- مرجع سابق  
الذكر- ص 37
- (78) تتمثل مهمة Liquidafrika في تسهيل تحقيق فرص  
استثمارية في إفريقيا عبر استخدام الأنترنت حيث تقوم بنشر  
جميع المعلومات حول البلدان المعنية عبر موقعها على  
الأنترنت.

## تطوير بورصة الجزائر كعامل أساسي للمساهمة في عملية الخصخصة

د. رزيق كمال، أ. بن عمور سمير

أستاذ محاضر جامعة سعد دحلب -البلدية-، أستاذ مساعد المركز الجامعي بالمدينة.

البريد الإلكتروني: rezig\_kamel@yahoo.fr

البريد الإلكتروني: samir\_be81@yahoo.fr

### الملخص:

إن تنفيذ برامج الخصخصة على نطاق واسع و من ثم تحقيق أهدافها بفعالية يستلزم توافر العديد من الشروط الفنية من أهمها تطوير السوق المالية "البورصة"، فمن تجارب بعض الدول يتضح أن الأسواق المالية "البورصة" كانت إما قيداً و إما عاملاً إيجابياً في مواجهة العديد من المشاكل المحتملة لتنفيذ برامج الخصخصة و ساعدت على اتساع نطاقها و زيادة فاعليتها.

الجزائر على غرار الكثير من الدول التي باشرت إصلاحات إقتصادية بغية التحول من نظام الإقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق ، ذلك من خلال سوق الأوراق المالية "البورصة" التي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الإستثمار، و رغم أن هذه السوق في الجزائر حديثة النشأة فقد واجهتها مجموعة من المشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها ، لذلك نطرح الإشكالية التالية:

ماهي سبل تطوير بورصة الجزائر حتى يكون لها دور فعال في تفعيل و تسهيل عملية الخصخصة؟

### المقدمة :

تبنت الكثير من دول العالم متقدمة و نامية، صيغا مختلفة من برامج الخصخصة بدوافع و بأساليب تنفيذ مختلفة، كبيع المنشآت كليا أو جزئيا للقطاع الخاص، أو منح عقود إدارة و عقود إيجار، أو الإصلاح المالي للشركات قبل خصصتها ثم تقويمها بواسطة المستثمرين و ذلك في حالة أسلوب المزداد، أو الإصدار المحدد للسعر و تملك العمال و النقابات و صغار المستثمرين للأسهم ( أي طرح جزء من أسهم الشركات المراد خصصتها)، هذا الأخير الذي يتم بواسطة السوق المالي ( البورصة )

و نظرا للأهمية التي تلعبها البورصة من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز، فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الإستثمار لقطاعات الفائض و مصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فإن تنفيذ الخصخصة على نطاق واسع و من ثم تحقيق أهدافها بفعالية يتطلب توفر وجود بورصة فعالة، فمن تجارب بعض الدول يتضح أن البورصة كانت إما قيداً و إما عاملاً إيجابياً في مواجهة العديد من المشاكل المحتملة لتنفيذ برامج الخصخصة و ساعدت على اتساع نطاقها و زيادة فاعليتها .

الجزائر على غرار الكثير من الدول التي باشرت إصلاحات إقتصادية بغية التحول من نظام الإقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق، وذلك من خلال البورصة التي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الإستثمار، و رغم أنها حديثة النشأة فقد واجهتها مجموعة من المشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها، لذلك نطرح الإشكالية التالية :

ما هي سبل تطوير بورصة الجزائر حتى يكون لها دور فعال في تفعيل و تسهيل عملية الخصخصة ؟

وللإمام بالموضوع من جوانب مختلفة سننظر الى العناصر التالية :

أولاً- البورصة و أهميتها الاقتصادية .

ثانياً- واقع بورصة الجزائر.

ثالثاً- بورصة الجزائر بين المعوقات و سبل تطويرها .

رابعاً- دور البورصة في تسهيل و تفعيل عملية الخصخصة .

### أولاً- البورصة و أهميتها الاقتصادية :

إن البورصة تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الامكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الإستثمارات المالية التي يتم تداولها في هذه الأسواق (البورصات)، و قد تزايد الدور الاقتصادي لهذه الأسواق و بدرجة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم.

-أ- تعريف البورصة:

تعرف بأنها سوق مستمرة وثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا للنظم الثابتة واللوائح المحددة، وتتسم سوق الأوراق

كل صك إسم المنشأة صاحبة الإصدار، ونوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم<sup>(06)</sup>.

2-1- الأسهم الممتازة<sup>(07)</sup>: وهي أداة ملكية تمول بواسطتها منشآت الأعمال من خلال منح حق الملكية لحاملها مشابهة بذلك الأسهم العادية، إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية في: - يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، وبذلك تقترب الأسهم الممتازة من السندات .

- تكتسب توزيعات الأسهم الممتازة أسبقية أولى مقارنة بتوزيعات الأسهم العادية .  
- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكن أسبقيتهم تلي حملة السندات في أموال التصفية .  
- لا يتمتع حامل السهم الممتاز ( إلا في حالات محددة) بحق التصويت في الجمعية العمومية أسوة بحامل السهم العادي .

2- السندات : تمثل السندات صكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض). فالمقترض يتعهد بدفع قيمة الدين كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد، بالإضافة الى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة.

ب- وظائف وأهداف البورصة:

تقوم البورصة بوظيفتين أساسيتين وهما: تعبئة مدخرات المستثمرين، والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة .

إن البورصة في أداؤها للوظيفة الأولى تعمل على جلب الفوائض المختلفة للأعوان الاقتصاديين بطرق وكيفيات متنوعة على نحو تحقق لكل مستثمر استثمار أو توظيف مدخراته من حيث حجم المبلغ أو من حيث المدة، إذن فهي تعمل على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، كما أن قيمة المدخرات التي يمكن تعبئتها تعتمد أساسا على مركز المؤسسة في البورصة، ولهذا تعمل على تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة فيها على توفير تقارير دورية حول أنشطتها ومركزها المالي ومحاربة الإشاعات التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر .

المالية بحساسيتها الشديدة، فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج، ويتحدد سعر الأوراق المالية فيها عن طريق العرض والطلب شأنها شأن أي سلعة أخرى<sup>(01)</sup>.

وتعرف بأنها سوق مالية طويلة الأجل تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة، وهي تساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر<sup>(02)</sup>.

ويتم التداول في البورصة على صورتين، العمليات العاجلة ويلتزم فيها المتعامل بأن يسدد فورا ثمن الأسهم المشتراة، وأن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة مع استلامه ثمنها، أما الصورة الثانية وهي العمليات الآجلة التي لا يتم عقدها مباشرة بل تؤجل تصفيتها لموعد لاحق، كما لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في هذه السوق لدى عقد الصفقة، ولكن بعد مدة معينة وحسب الاتفاق المبرم بين الطرفين .

وتوجد ثلاثة أنواع للبورصات وهي بورصة الأوراق المالية، بورصة البضائع وبورصة العملة الصعبة، النوع الأول الذي يتواجد حاليا في الجزائر يكون موضوع تداوله الورقة المالية التي تعتبر التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفا<sup>(03)</sup>.

وتختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة من حيث السعر السوقي، وتوقيت الحصول على العائد ومقداره ودرجة تذبذبه من فترة لأخرى، ويتطلب ذلك قيام المستثمر بالمفاضلة بين الأوراق المالية على أساس أخذ تلك العوامل بعين الاعتبار، والتي يمكن إجمالها في متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة<sup>(04)</sup> . وعلى العموم فإن الأسواق المتداولة في البورصة تتكون من:

1- السهم: يمكن تعريفه بأنه قيمة منقولة ممثلة بسند ملكية يمتلكها شخص ويقوم بتبادلها، وبموجبها يصبح شريك أو مساهم في المؤسسة، وهو ما يعطيه الحق في الأرباح وفي التسيير وامتلاك حصة معينة في حالة تصفية المؤسسة<sup>(05)</sup>. ونجد فيه نوعين:

1-1- الأسهم العادية: وتمثل وثيقة ملكية أو صك ملكية، وتعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية، يوضح

مرور حوالي عشر سنوات من هذه الانطلاقة إلى أن الشركات المدرجة فيها تعد على أصابع اليد.

أ- مراحل إنشاء بورصة الجزائر :

برزت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988، أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من عام 1990، ومنذ ذلك الحين إلى وقتنا الحالي مرت هذه العملية بالمراحل التالية :

1- المرحلة الأولى (المرحلة التمهيدية 1990-1992) : إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ظهرت للوجود عام 1990، وبهذا نص المرسوم رقم 101/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط . كما أن المرسوم رقم 102/90 المؤرخ في 27 مارس 1990 وضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن للشركات العمومية الاقتصادية أن تصدرها وكذا شروط مفاوضتها، إذ سمح لها باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي شهر أكتوبر من نفس السنة ومن خلال الجمعية العامة. لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء " شركة القيم المتداولة" وفي 09 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم " شركة القيم المتداولة S.V.M " برأس مال يقدر ب 320.000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة<sup>(9)</sup>، لكن هذه الشركة بقيت بدون تشغيل نظرا لجملة من العوائق التنظيمية وقلة رأسمالها، الشيء الذي أدى إلى تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها وكذا رأسمالها، إذ أصبحت تسمى رسميا ببورصة القيم المنقولة، ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9.320.000,00 دج<sup>(10)</sup>. وبالرغم من هذه الجهود وأمام المحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بقيت بعيدة عن الدور الذي كان من المفروض أن تلعبه .

2- المرحلة الثانية (المرحلة الابتدائية 1993 - 1996) : تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منح القانون رقم 04/88 المؤرخ في 12 فيفري 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير الشركات العمومية، لهذا الغرض

أما بالنسبة للوظيفة الثانية، فهناك بعض المؤسسات تكون بحاجة إلى أموال إضافية عندما تريد توسيع أنشطتها، فتلجأ إلى هذا النوع من التمويل ( عن طريق البورصة)، وهنا تأتي وظيفة البورصة وهي توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، مما يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

ج- الأهمية الاقتصادية للبورصة :

وتتجسد هذه الأهمية في النقاط الرئيسية التالية (08):

1- تمويل خط التنمية الاقتصادية : حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة إلى الاقتراض الخارجي الذي يثقل كاهل الدولة بالديون، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها .

2- تساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة، وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

3- 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 .

4- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم، بشرائهم لهذه الأوراق وبما يعود عليهم بأرباح عالية وبمخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة .

5- أن التعامل في الأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر أو عناء .

**ثانيا : واقع بورصة الجزائر :**

لقد مرت البورصة بمراحل متتابعة لتصل إلى الانطلاقة الفعلية بعد سنة 1996، وبالرغم من

- تم تنصيب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في 13 فيفري 1996 وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء (14).

حيث يعين الرئيس لمدة أربع سنوات بموجب مرسوم تنفيذي يتخذه مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية، أما الأعضاء الستة غير الدائمين هم: قاض يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، ممثلان لشخصين معنويين مصدرين للأوراق المالية، وعضوان يختاران بالنظر لخبرتهما في الشؤون المالية

ومع بداية عام 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، كما قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طول هذا العام بتهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية عام 1997، وتم إصدار أول قيمة منقولة في 2 جانفي 1998، والمتعلقة بالقرض السندي لسوناطراك، لتكون شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يبدش سوق رأس المال في الجزائر، بعد ذلك تبعها شركة رياض سطيف، ثم مجمع صيدال وفندق الأوراسي، هاته المؤسسات تم فتح رأس مالها بنسبة 20 %، أما عن حركة أسعار هذه القيم وحجم الرسملة البورصية فلم تشهد تطورا كبيرا نظرا للانطلاقة الحديثة للبورصة، وكذا عدم انتشار الثقافة البورصية، ... الخ .

ب- الشركات المدرجة ببورصة الجزائر:

إن عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر قليلة مقارنة بالبورصات العالمية وبالأخص العربية منها، وعلى العموم تتمثل هذه الشركات في:

1- القرض السندي لسوناطراك

:منحت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التأشير رقم 01 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سوناطراك، والمتعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار جزائري بسعر فائدة مقداره 13 % مدته خمس سنوات (15)، وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان والمردودية الشيء الذي اكسبه سيولة عالية ترجمت بطلب يفوق بكثير مبلغ القرض، ليعدل فيما بعد مبلغ القرض ليصل في النهاية إلى 12 مليار دينار جزائري وهذا بعد استيفاء الشروط المتعلقة بالدخول في البورصة، وقد

وبموجب المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال تعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة عن إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأس مالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000,00 دج إلى (11):

- خمسة ملايين دينار جزائري في حالة إجراء العرض العمومي للادخار .

- مليون دينار جزائري عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار .

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة، فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات : السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب .

تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة وشركات الأسهم، ويكون مقر البورصة في الجزائر العاصمة وتشمل على الهيئتين التاليتين (12):

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( COSOB ) : وهي تشكل سلطة السوق، إذ تتمثل مهمتها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك من أجل ضمان الأمن في المعاملات وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية، وتقوم كذلك باعتماد ومراقبة وسطاء عمليات البورصة والسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها (13).

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ( SGBV ): عبارة عن شركة أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، تتكفل بضمان سير المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة المتداولة في البورصة.

3- المرحلة الثالثة: (مرحلة الانطلاقة الفعلية من 1996 إلى وقتنا الحالي):

مع نهاية عام 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، كما أصبح لها مكان مادي بغرفة التجارة.

**3- مجمع صيدال** : اتخذ قرار دخول مجمع صيدال بورصة الجزائر من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة يوم 18 جوان 1998، و اتبع بقرار الجمعية العامة غير العادية لمساهمي الشركة العمومية الوطنية صيدال بتاريخ 22 جوان 1998، و الذي تم من خلاله فتح رأس مال صيدال عن طريق العرض العمومي للبيع ( OPV ) بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، و بسعر معلوم يتم تحديده مسبقا . حددت قيمة العرض ب 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2000.000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم، أما باقي رأس مال المجمع المقدر ب 80 % فبقي ملكا للشركة القابضة العمومية كيمياء وصيدلة (للمجمع)، وتم إصدار السهم ب 800 دج خلال فترة الاكتتاب من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999 و تاريخ التمتع بها أو الانتفاع يكون ابتداء من 15 فيفري 1999. رقم التأشير المحصل عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي 98/04 بتاريخ 24 ديسمبر 1998 (18). و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي :

**الجدول رقم (02) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال .**

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5,13	102658	المؤسسات المالية
4,48	89615	الأشخاص المعنويين الآخرين
0,83	16514	عمال مجمع صيدال
89,56	1791213	الأشخاص الطبيعيين الآخرين
100	2000.000	المجموع

Source : la notice d'information, Groupe Saidal, 1998, p08

4- فندق الأوراسي : مثل شركة رياض سطيف و مجمع صيدال، يدخل قرار إدخال فندق الأوراسي إلى البورصة في إطار قرارات المجلس الوطني

تم طرح ثلاث فئات من السندات بدون اسم<sup>(16)</sup>، والمقسمة كما يلي :

- 25000 سند بقيمة 100.000 دج للسند الواحد.

- 40000 سند بقيمة 50.000 دج للسند الواحد.

- 5000 سند بقيمة 10.000 دج للسند الواحد.

وتمت بذلك أولى تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999. أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03 جانفي 2003 .

2- مجمع رياض سطيف : تحدد دخول رياض سطيف إلى البورصة طبقا لبرنامج الخصصة المتعلقة بالمؤسسات للمساهمات العمومية والذي حدد من طرف المجلس الوطني (CNEP) . وذلك من خلال اجتماعه الذي كان في 05 فيفري 1998 والذي ترتب عليه اجتماع الجمعية غير العادية لشركة رياض سطيف في 29 أبريل 1998 وتقرر رفع رأس مال رياض سطيف عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني، وقدرت قيمة الارتفاع ب 1000000000 دج ، وذلك بإصدار مليون سهم بقيمة اسمية 1000 دج للسهم<sup>(17)</sup>، وتم تحديد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج للسهم بما فيها المصاريف والعمولات والرسوم، أما فترة الاكتتاب فامتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى غاية 15 ديسمبر 1998، وقد جاءت نتائج عملية اللجوء العلني للادخار على النحو التالي :

**الجدول رقم (01) : نتائج اللجوء العلني للادخار.**

عدد المكتتبين	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
الأشخاص المعنويين الخواص	68	63082
الأشخاص الطبيعيين	5106	395844
المؤسسات المالية	06	541074
المجموع	5180	1000.000

المصدر : فاطمة الزهراء سعدي، مرجع سابق، ص 194 .



النتائج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة، ويتميز المؤشر الثاني بكبر عدد الشركات المدرجة في البورصة بسبب العديد من العوامل أهمها: خوصصة المؤسسات العمومية، و تسهيل إجراءات الإدراج في البورصة، و لإلقاء نظرة على أداء بورصة الجزائر اعتمادا على مؤشر الحجم ممثلا في القيمة السوقية نستعرض الجدول التالي :

#### الجدول رقم (04)؛ القيمة السوقية نسبة الى الناتج المحلي الخام في بورصة الجزائر (1999-2003)

السنوات	رسملة البورصة	الناتج المحلي الخام PIB	رسملة البورصة / الناتج المحلي الخام %
1999	19,18	3238,20	0,59
2000	21,50	4098,80	0,52
2001	14,72	4241,80	0,35
2002	10,99	4455,40	0,25
2003	11,10	5124,00	0,22

المصدر: سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل حالة الجزائر والدول النامية، كلية الاقتصاد، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص 11 .

من خلال الجدول نلاحظ أن دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد محتشم جدا من خلال نسبة رسملة البورصة إلى الناتج الداخلي الخام (القيمة السوقية)، حيث سجلت هذه النسبة 0,59 % عام 1999، ثم عرفت انخفاضا متواصلا إلى غاية عام 2003 أين بلغت 0,22 % ، و يعود هذا التراجع إلى ضعف التداول فضلا عن قلة الشركات المدرجة في البورصة منذ افتتاحها .

لمساهمات الدولة الخاصة بالخصوصية الجزئية للمؤسسات العمومية، و ذلك في اجتماعه المنعقد يوم 05 فيفري 1998، و على اثر انعقاد الجمعية العامة غير العادية في 21 جوان 1998 أقر مجلس إدارة فندق الأوراسي إدماج 20 % من رأس ماله في البورصة و التي تمثل 1.200.000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم، و تتم عملية الاكتتاب خلال الفترة 01 جوان 1998 إلى غاية 30 جوان 1998 . و بالنسبة لنوعية القيم المنقولة المعروضة فهي أسهم عادية في شكل أسهم اسمية محررة كليا من الالتزامات ولصاحبها الحق في التصويت، و فيما يخص سعر العرض فقد كانت القيمة الاقتصادية المتوسطة هي 497,24 دج و الناتجة عن متوسط قيمة السهم (الحد الأعلى) المقدر ب 515,93 دج و قيمة السهم ( الحد الأدنى) المقدر ب 487,55 دج (19). و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية :

الجدول رقم (03): نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي .

الفئات	عدد الأسهم	النسبة %
بنوك، شركات تأمين والوسطاء	180000	15
شركات معنوية و تجار	240000	20
أجراء فندق الأوراسي	60000	05
أشخاص فيزيائيين	720000	60
المجموع	1200000	100

Source : Marché prémaire, analyse de l'OPV.EGH.El Aourassi , SGBV,1997, p05

ومن بين المؤسسات التي دخلت مؤخرا إلى البورصة نجد مؤسسة سونلغاز التي دخلت البورصة في 29 ماي 2006 بقدر سندي يقدر ب 15,9 مليار دج، في انتظار دخول مؤسسة اتصالات الجزائر بقرض سندي يقدر ب 20 مليار دج .

#### ج- أداء بورصة الجزائر :

لدراسة أداء البورصة بشكل عام وبورصة الجزائر بشكل خاص نعتمد على المؤشرات التالية:

1- مؤشرات الحجم : إن حجم السوق يعتبر من أهم مؤشرات تطور البورصة، و يمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى

التداول أصبح منعهما في بورصة الجزائر مع تسجيل قيام عدد كبير من المستثمرين بعملية البيع، مما أدى إلى انخفاض متوالي في أسعار أسهم الشركات المدرجة، أضف إلى ذلك انتهاء مدة القرض السندي لسوناطراك بحلول عام 2003.

**ثالثا- بورصة الجزائر بين المعوقات و سبل تطويرها:**

إن بورصة الجزائر كأى بورصة ناشئة عرفت الكثير من الصعوبات حالت دون أصولها إلى الفعالية المرجوة، لهذا كان لزاما البحث عن الإجراءات المتنوعة الكفيلة برفع أدائها حتى تساهم في عملية الخصخصة بشكل خاص، و في التنمية الاقتصادية بشكل عام .

أ- معوقات تطور بورصة الجزائر:

إن بورصة الجزائر كبورصة ناشئة تمثل واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، و هذا يعتبر انجازا في سبيل المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية، إلا أنه و من خلال دراسة أدائها الذي أشرنا إليه سابقا، نجد أن هناك معوقات حالت دون وصولها إلى الفعالية المرجوة منها، و بصفة عامة تتمثل هذه المعوقات في:

1- المعوقات التي تتعلق بالبورصة: إذ تتميز بعدم تنوع الأدوات المالية المعروضة، فبورصة الجزائر لا تتداول فيها إلا ثلاثة أوراق مالية بالإضافة إلى حيازتها من طرف أعوان اقتصاديين محددين بسقف معين، و تتميز بعدم نجاعة نظام المعلومات، إذ لا يسمح هذا النظام للمستثمر أن يحصل على المعلومات اللازمة لاتخاذ قراره الاستثماري، بالإضافة إلى افتقار بورصة الجزائر إلى المؤسسات الصانعة لها، فطبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط وجوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم (21). إلا أن معظم مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد .

2- المعوقات التي تتعلق بمحيط البورصة: ونجد فيها الاقتصادية و الدينية و الثقافية والاجتماعية .

1-2- المعوقات الاقتصادية : و تتمثل أهمها في:

\* التضخم : و ذلك من خلال تأثيره على الادخار، فالارتفاع المتواصل في الأسعار يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، مما يؤدي

2- مؤشرات السيولة : إن سيولة البورصة تعكس سهولة تداول الأوراق المالية بعبء أو شراء، فهي مؤشر لاغراء المستثمرين للتعامل في البورصة من جهة . و أيضا تسمح بتقليل المخاطر و تحقيق جاذبية أكثر للأموال من جهة أخرى، و من بين مؤشرات السيولة نجد مؤشر معدل التداول الذي يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة ( حجم التعاملات أو التداول) خلال فترة زمنية معينة بالنسبة إلى الناتج المحلي الخام أي مستوى السيولة في الاقتصاد، و يعتبر مؤشر التداول مكملا لمؤشر القيمة السوقية، فلا بد من الاعتماد على المؤشرين معا حتى يكون التحليل أكثر دقة(20)، بالإضافة إلى هذا المؤشر نجد مؤشر معدل الدوران الذي يقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، و هذا المعدل بدوره يعتبر مكملا لمعدل التداول، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، و أيضا مكملا لمعدل القيمة السوقية فقد تكون البورصة ذات حجم كبير و تتسم بالركود أي أنه بالرغم من ارتفاع قيمتها السوقية نجد معدل دورانها ضعيف، و الجدول الموالي يوضح أداء البورصة اعتماد على مؤشر السيولة ممثلا في معدل التداول.

**الجدول رقم (05): تطور حجم التداول في بورصة الجزائر ( 1999-2004 ) .**

السنوات	عدد المعاملات	حجم المعاملات	قيمة المعاملات
1999	1056	35348	108079690
2000	4559	323990	720039160
2001	2898	361445	533217905
2002	2071	80161	112060345
2003	393	39693	17257700
2004	30	5710	3368560

**المصدر:** زيدان محمد و نورين بومدين، مرجع سابق، ص12 نقلا عن إدارة شركة بورصة الجزائر .

على ضوء الأرقام الواردة في الجدول أعلاه نجد أن هناك ارتفاعا في عدد المعاملات المبرمة في بورصة الجزائر من عام 1999 إلى عام 2000، و يعزى ذلك إلى الإقبال الكبير للمستثمرين على سندات سوناطراك، و كذا الإدراج الجديد لأسهم فندق الأوراسي، لكن بعد هذا العام عرف عدد المعاملات انخفاضا حادا أي أن حجم

1-1- الإجراءات المتعلقة بالبورصة : و تتضمن العناصر التالية :

1-1-1 - مكننة أنظمة التداول : إذ لابد من تحديث أنظمة التداول، و استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، و ذلك من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الأنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية و ذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق (22).

1-2- تعزيز الشفافية و الإفصاح : إن نجاح البورصة يتطلب نشر البيانات و المعلومات عن الشركات القائمة و الحديثة و بيان أسعار أوراقها المدرجة، لهذا يتوجب على شركة إدارة البورصة إصدار نشرات يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة، و معلومات عن أحجام التداول و مؤشرات الأسعار .

وضوح المعاملات و دقتها : إذ لابد من تفعيل عمل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، من خلال وضع شروط لإدراج الشركات و الأشخاص و حل الخلافات، ووضوح المعاملات و دقتها و انتظامها، كإلزام الشركات بنشر تقارير مالية سنوية مدققة غير مظلة ... الخ.

2-2- الإجراءات المتعلقة بمحيط البورصة : بالإضافة إلى الإجراءات السابقة نجد إجراءات أخرى تتعلق بمحيط البورصة .

1-2-1 - الإجراءات المتعلقة بالجانب الاقتصادي: و هي تتمثل في :

محااربة الاقتصاد الموازي :إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية و انتشار للرشوة و الفساد، و هذا من خلال تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم و تسيير النشاط الاقتصادي .

إصلاح النظام الضريبي : حتى و إن عرف النظام الضريبي آخر إصلاح سنة 1991 فما زال نجاحه إلى حلقة جديدة من الإصلاحات حتى يصبح نظاما مرنا و غير مغالي في أسعاره. وبالتالي يساهم في تطوير بورصة الجزائر، فيمكن زيادة عدد المستثمرين في البورصة إذ قمنا بإعفاء العوائد من الأسهم و السندات من الضريبة مثلا .

إلى تقلص الطاقة الادخارية للعائلات، باعتبارهم سوف يتجهون إلى اقتطاع جزء من مدخراتهم لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها، و في هذه الحالة من الصعب أن يقبل الأفراد للاستثمار في الأوراق المالية التي تحتاج إلى أموال للتعامل بها

\* السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق تعتبر مغرية جدا بالنسبة للأفراد، مما لا يشجع هؤلاء الأفراد على توجيه مدخراتهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية في ظل وجود هذه السوق.

\* الضغط الضريبي: يتميز النظام الضريبي الجزائري بتعدد و تنوع الضرائب و ارتفاع معدلاتها، مما يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية.

2-2- المعوقات السياسية :إن الاستقرار السياسي في أي بلد يعد الضمان الأول للاستثمار بكل أشكاله خاصة في البورصة، و من المعروف أن انطلاقة بورصة الجزائر كانت في ظروف سياسية غير مستقرة، مما ساهم في عرقلة نشاطها الفعلي و بالتالي عدم نموها و تطورها.

2-3- المعوقات الثقافية: باعتبار أن الجزائر انتهجت النهج الاشتراكي فقد أبعدت أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، وقد جرت العادة على تمويل جزء كبير من الاستثمارات من طرف الدولة، و بهذا فإن مثل هذه السوق بالجزائر تواجه بالتأكيد صعوبات خاصة بتقبل الجمهور لها، و كل هذا يرجع إلى انعدام الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع الجزائري، و ذلك لجهل الفئات العريضة في المجتمع بماهية البورصة و أهميتها.

2-4- المعوقات الدينية : إن التعامل في البورصة من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات، إذ تعد الفوائد المحصلة من السندات بمثابة ربا والتي هي محرمة في الدين الإسلامي، الشيء الذي يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لابد أن تصب في خانة الكسب الحلال .

ب- سبل تطوير بورصة الجزائر : يقتضي نجاح البورصة و زيادة نشاطها اتخاذ إجراءات تتعلق إما بالبورصة أو بمحيطها.

الإصدار(25)، لهذا لا بد أن تكون البورصة قوية و فعالة حتى تحقق الخوصصة أهدافها . صعوبات تنفيذ الخوصصة في ظل بورصة عديمة الفعالية :

من المتوقع أن يصاحب تنفيذ الخوصصة في ظل بورصة عديمة الفعالية العديد من المشاكل سواء التي تتعلق بتحريك الموارد الاقتصادية، أو التي تتعلق بالقدرة على التسويق و الكفاءة، وأخيرا التي تتعلق بشفافية السياسة المنتهجة في البورصة للقيام بعملية الخوصصة .

صعوبات تتعلق بالقدرة على تحريك الموارد الاقتصادية : من الوظائف الأساسية للبورصة، تحقيق آلية فعالة لتحريك الموارد الاقتصادية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لكن في ظل بورصة ضعيفة الأداء يكون من الصعب تحريك الموارد الاقتصادية من وحدات الفائض لشراء إصدارات التخصيص بسبب ضعف القدرة على تقييم الأصول و إصدارات التخصيص، بما يتماشى مع القيمة الحقيقية لها، فقد تكون القيم المقدرة أكبر بكثير من قيمتها الحقيقية و في هذه الحالة يفر الأفراد من شراء و اقتناء أصول و إصدارات التخصيص ، وتفشل في بيع المشروعات المدرجة للخوصصة .

صعوبات تتعلق بالقابلية للتداول و الكفاءة : إن تحريك الموارد الاقتصادية تتعلق بالبيع الأولي للأصول و التي تتحقق في السوق الأولي، و إذا كان هذا الأخير ضعيفا فسوف ينعكس بآثار سلبية على السوق الثانوي كإخفاض القدرة على مبادلة إصدارات التخصيص بسهولة وبالتالي كفاءة عملية الخوصصة .

صعوبات تتعلق بمدى وضوح وشفافية السياسة:إن تنفيذ عملية الخوصصة من خلال الإصدارات العامة في البورصة يستلزم قيام الحكومة بوضع مجموعة من القواعد و الإجراءات المنظمة لعملية الإصدار، و التي تشكل في مجموعها سياسة تستهدف تحقيق الفعالية و النجاح لعملية الخوصصة، و هذه السياسة يتعين أن تتسم بالشفافية و الوضوح حتى تكون فعالة، و ذلك لن يكون في ظل بورصة عديمة الفعالية .

البورصة الفعالة ودورها في عملية الخوصصة :

تتركز الوظائف الأساسية للبورصة في توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة، بما

رفع عدد البنوك الوطنية و الأجنبية وشركات الاستثمار من جهة، و تحسين و رفع مستوى الخدمات المقدمة من طرفها إلى المستثمرين . 2-2- الإجراءات المتعلقة بالجانب السياسي و تنحصر في :

العمل على ضمان الاستقرار السياسي والتشريعي: إذ لا بد من توفير حد أدنى من الاستقرار السياسي، و تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال و تحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، و إذا كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الدولة (23).

إعادة النظر في الإطار التشريعي والتنظيمي: إن نجاح البورصة في الجزائر، يقتضي التكيف مع المستجدات السياسية و الأمنية و الاجتماعية والثقافية، لهذا لا بد أن تكون التشريعات و التنظيمات واضحة و مرنة حتى تبعث الثقة في المستثمرين للاستثمار في البورصة.

3-2- الإجراءات المتعلقة بالجانب الديني والثقافي: و نتناولها على النحو التالي :

الجانب الديني : بغية رفع الحرج عن التعامل في البورصة يتعين إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية و دخولها و عملاتها كمتعاملين في البورصة، و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة و التداول التي أنشأتها و جربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية (24).

الجانب الثقافي: انه من الضروري التعاون مع وسائل الإعلام لتوجيه عمليات نشر المعرفة والتوعية في أوساط مختلف الأعوان الاقتصاديين، و ذلك بغية تعريفهم بأهمية البورصة في تمويل مختلف الاستثمارات و بالتالي تمويل الاقتصاد الوطني .

رابعا : دور البورصة في تسهيل و تفعيل عملية الخوصصة :

إن وجود سوق مالية ( البورصة ) محدودة وضعيفة، تحد من مقدرة الحكومة في الاختيار والمفاضلة بين الطرق المتنوعة لتنفيذ عملية الخوصصة، و ذلك إما بسبب صعوبات تحريك الموارد الاقتصادية من الأفراد و المؤسسات لشراء إصدارات الخوصصة، أو بسبب صعوبات تتعلق بالقابلية للتداول و الكفاءة، و أخيرا صعوبات تتعلق بمدى وضوح سياسة الدولة الخاصة بعملية

سعي المستثمرين إلى تعظيم الربح من القطاع الخاص بدل تغطية المنفعة .

### الخاتمة :

إن البورصة ذات أهمية خاصة في مختلف الاقتصاديات باعتبارها تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة، كما تلعب دورا هاما في إتمام عمليات الخوصصة بفعالية، و انطلاقا من هذه الأهمية سارعت الجزائر في سياق الإصلاحات التي باشرتها في الثمانينات إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة، و التي دخلت حيز التنفيذ بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، لكن و رغم مرور أكثر من عشر سنوات من إنشائها، فإن أداءها لم يرق إلى التطلعات المرجوة استنادا إلى مؤشرات الحجم و السيولة، فمجمل الإصدارات التي تمت في بورصة الجزائر اقتصرت على أنواع محدودة من الأسهم و السندات لثلاث شركات مسعرة فقط، و هو عدد ضئيل إذا ما قورن بحجم المعاملات في البورصات المتطورة .

ويمكن إرجاع هذا الأداء الضعيف إلى العديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي لها أو ما يتعلق بالمعوقات السياسية و الثقافية والدينية، لهذا لا بد من تطوير بورصة الجزائر حتى تلعب الدور اللازم في تسهيل عملية الخوصصة و تحقيق التنمية الاقتصادية .

و من التوصيات التي يمكن اقتراحها في هذا

الصدد:

العمل على تطوير البورصة من الناحيتين الفنية و التنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها و قدرتها الاستيعابية . و تعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية .

العمل على إرساء الثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع عن طريق مختلف وسائل الإعلام حول أهمية هذا الأسلوب في تمويل المشاريع المختلفة. توسيع قاعدة الشركات التي من المحتمل أن تدرج في البورصة من خلال التسهيلات الضرورية لعملية الإدراج .

الإسراع في عملية الخوصصة من خلال فتح رأس مال الشركات أمام المتعاملين في البورصة .

يساعد على رفع معدل الاستثمار الذي يعد المحرك الأكثر أهمية للنمو الاقتصادي، كذلك تقوم البورصة بدور مهم في توفير السيولة للحكومات أيضا، من خلال ما تطرحه من سندات و أدونات للخزانة فيها، كما اعتمدت الكثير من الحكومات التي اتجهت لخصوصية القطاع العام على البورصة في تنفيذ برنامج الخوصصة أو قسم كبير منه على الأقل .

و كما سبق الإشارة إليه فإن الخوصصة يشوبها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول القطاع العام المراد خوصصتها، و من هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصوصية القطاع العام و بين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق(26). هذا من جهة، و من جهة أخرى فإن نمو و تطور عملية الوساطة المالية في البورصة يتوقف على مقدار و طبيعة الأصول المالية التي تتدفق إلى السوق، و حجم و نوعية ودقة واستمرارية البيانات والمعلومات المتوفرة عنها، بالإضافة التي يدير بها السوق ( البورصة ) عملية الوساطة المالية وتوزيع المخاطر، فيمكن لبرامج الخوصصة أن تمارس دورا مهما في هذا المجال من خلال نظام البيوع غير المباشر الذي سوف يؤثر على حجم و طبيعة الأصول المصدرة و المتداولة، و على حجم و طبيعة المخاطر التي تواجه تلك الأصول ومستوى الكفاءة التي يديرها السوق لتلك الأصول (27) .

لهذا لا بد أن يصاحب الخوصصة تطوير لسوق المال، بمعنى محاولة إعمال كفاءة السوق، ووضع الضوابط التي تمنح الثقة للمستثمرين، و تسهل عملية التداول و تتيح المعلومات للمهتمين، و أن يكون هناك تدرج في عملية الخوصصة حتى يستوعب السوق المالي ذلك، كذلك أخذ حجم السيولة المتاحة للمستثمرين في الحسبان(28). فبرامج الخوصصة الناجحة في العديد من الدول كانت مرتبطة بوجود سوق مال منظمة و كبيرة، مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خوصصتها، و من هنا تلعب الأوراق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخوصصة بنجاح، و من أبرز مزايا اللجوء إلى البورصة في عملية الخوصصة ما يلي :

توسيع سوق الأوراق المالية وتشجيع صغار المدخرين ؛

الشفافية في عملية بيع أصول القطاع العام ؛

growth, world bank working paper N° 1582, washington 1996, P 07  
(21)- J.O.R.D.P. N° 87 du 29/12/1997, Arrêté du 06/12/1997 portant approbation du règlement de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse n° 97/03 du 18/11/1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, p06 .

- (22)- زيدان، مرجع سابق، ص 19  
(23)- حسني علي خربوش، مرجع سابق، ص 22  
(24)- زيدان محمد، مرجع سابق، ص 20 .  
(25)- فاطمة الزهراء سعيدي، مرجع سابق، ص 103-104 .  
(26)- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08  
(27)- سعيد عبد العزيز عثمان، اقتصاديات الخدمات و المشروعات العامة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 354 .  
(28)- عبد الله بن علي عسيري، الخصخصة في إطارها الفكري و دور المحاسبة في تحقيقها مع عرض التجربة السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، العدد 02، المجلد 14، 2000، ص 223 .

### قائمة الهوامش و المراجع :

- (1)- صلاح الدين حسن السيتي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، 2003، ص 15  
(2)- فؤاد مرسي، التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1980، ص 264.  
(3)- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، 1997، ص 05 .  
(4)- صلاح الدين حسن السيتي، مرجع سابق، ص 16-17 .  
Ceneco, dixeco de l'entreprise, dunod, bordas, (paris, 1980, p 04)  
(6)- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005، ص 88.  
(7)- نفس المرجع، ص 100 .  
(8)- حسني علي خربوش و آخرون، الأسواق المالية، دار زهران، عمان، 1998، ص 17 .  
(9)- زيدان محمد و نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات "حالة الجزائر و الدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بكر محمد خيضر- بسكرة- 22/21 نوفمبر 2006، ص 06 .  
(10)- نفس المرجع، ص 07 .  
(11)- J.O.R.D.P, N° 28, Décret législatif N°93/08 du 25/04/1993 modifiant et complétant l'ordonnance n°75/59 du 26/09/1975 portant code de commerce  
(12)- J.O.R.D.P , N° 34, décret législatif N° 93/10 du 23 Mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, P 03  
(13)- C.O.S.O.B, guide de l'investisseur , les guides C.O.S.O.B, impression . ANEP - Algérie ,1997.P-P 10-11.  
(14)- J.O.R.D.P,N° 34,décret législatif N°93/10,OPCIT.  
(15)- محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه ج2، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999-2000، ص 399 .  
(16)- نفس المرجع، ص 399  
(17)- فاطمة الزهراء سعيدي، آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخصخصة حالة الجزائر 2000-2004، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة البليدة، رسالة ماجستير غير منشورة، 2006، ص 193 .  
(18)- نفس المرجع، ص 195 .  
(19)- la notice d'information, Hôtel .El AWRASSI ,Année 1999,P-P 05 – 06  
(20)- Ross LEVINE et Sara .ZERVOS, Stock . Market. Developement. And long Run

## بورصة الجزائر وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار

الأستاذ: حروشي جلول

harouchidjelloul@yahoo.fr  
كلية العلوم التجارية – جامعة أدرار-

### الملخص:

ما يمكن الخروج به من خلال الدراسة التي تمت هو أنه بالرغم من الأداء الضعيف للأسواق المالية للدول النامية على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد تلك الدول على النهوض بأسواقها المالية إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادياتها الوطنية. فإقبال هذه الدول على عمليات الخصخصة يجعل من الأسواق المالية قناة ضرورية لتحقيق تلك العمليات، كما أن التحرير الاقتصادي والمنافسة الدولية تلزم هذه الدول بتطوير أسواقها مواكبة لتطورات الاقتصاد العالمي. وبما أن الجزائر تعاني من ازدياد نشاط اقتصاد الظل نتيجة الضرائب المرتفعة في بعض القطاعات والإجراءات البيروقراطية التي طبعت ولا زالت تميز القطاع المالي فإن ازدهار السوق المالي من شأنه أن يخفف من هذه الظاهرة من خلال استقطاب تلك الفوائض غير المتحركة فيها عن طريق التوظيف في البورصات خاصة إذا قدمت هذه الأخيرة الضمانات لأصحاب رؤوس المال. ويعتبر الجانب الإعلامي حول الأسواق المالية، خاصة في الجزائر، العقبة الرئيسية لتحقيق التطور المنشود من الأسواق المحلية، ويستوجب على سلطات هذه الدول أن تعمل على ترقية هذا الجانب بشكل يجعل من المستثمر الصغير يدرك مدى أهمية الاستثمار المالي وما هي العوائد والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات.

### المقدمة:

في عصرنا اليوم المميز بالتغيرات السريعة في مختلف المجالات، أصبحت الاستجابة لهذه التغيرات والمستجدات ومسايرتها أمر لا بد منه، وكانت الريادة للدول الغربية في هذا التوجه واستطاعت من تذليل الصعوبات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وفي الوقت الذي تمكنت فيه هذه الدول من تطوير المعاملات المالية، فقد استطاعت بذلك أن تكون في موقع يسمح لها بجلب الاستثمارات وتشجيع المستثمرين المحليين في توجيه استثماراتهم

إلى الدول الأخرى حيث تتوفر الشروط الضرورية مثل الاستقرار السياسي والبنية التحتية وملائمة القوانين.

أما الدول النامية فمعظمها لا تزال في مفترق الطرق. ومن الثمانينات وبعد التيقن من فشل استراتيجيات التخطيط الموجه، أصبحت السياسة المفضلة لدى صانعي القرار السياسي في الدول النامية تتمثل في تحرير اقتصادياتها، وفسح المجال أمام اقتصاد السوق، وهذا يعني تحويل هذا الدور للقطاع الخاص الذي أصبح لزاماً على هذه الدول أن تفكر في إدراج الآليات التي من شأنها مساندة اقتصاد السوق مثل إنشاء أسواق الأوراق المالية لجلب الاستثمارات التي بواسطتها يمكن إعطاء دفع للتنمية الاقتصادية، وذلك بتحريكها لرأس مال وجذبها للمستثمرين الأجانب.

وإذا كانت الأسواق المالية ذات التجربة الطويلة والكفاءة العالية وإمكانات متطورة في الدول المتقدمة صناعات قد حققت الكثير من المكاسب، فإن الدول النامية قد فشلت في ذلك لانعدام الظروف الملائمة وتوفير الشروط الضرورية لاستحداث مثل هذه الأسواق، وفي هذه الدراسة سيتم التركيز على أسواق الأوراق المالية باعتبارها تمثل أهم الآليات المستعملة في الأسواق المالية.

تتمثل مشكلة الأسواق المالية في الدول النامية ومنها الجزائر في ضعف أدائها ولعل ذلك يعود إلى حداثة هذا الموضوع وانعدام الخبرة والرؤى الواقعية لاقتصاديات هذه الدول مما حال من وضع أسس صلبة لأسواق مالية تتميز بفاعليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية وفي تمويلها للقطاعات الإنتاجية والخدماتية.

ومن خلال هذا المداخلة سيحاول الباحث الإجابة على التساؤلات التالية:

1- كيف يمكن إنشاء البورصة وترقيتها، وهذا يستدعي البحث عن العوامل الحقيقية وتحليلها.

2- كيف يمكن توفير المناخ الملائم في الجزائر للاستفادة من حركة رؤوس الأموال الكبيرة التي تعبر الحدود يومياً؟

3- ماهي الأسس التي يستوجب إرساءها لضمان إنشاء بورصة قادرة على استقطاب الرأس المال المحلي والأجنبي من أجل التنمية؟

4- هل فعلاً تم تحرير التعاملات المالية والاستثمارات من القيود القانونية والعوائق البيروقراطية وانتشار الفساد وغياب الشفافية؟

الأنشطة التي تدرج ضمن وظائف الدولة كالبنوك المركزية وصناديق الضمان الاجتماعي وهذا يعني تحرير مبالغ ضخمة تقدر بمبلغ 1200 مليار دولار من المعاملات يوميا وتحرير ما قيمته 20000 مليار دولار من أصول البنوك وملايير أخرى تدرج ضمن أقساط التأمين، وتوفر هذه الاتفاقية ضمانات دخول هذه الأموال إلى الدول النامية.<sup>5</sup> إضافة إلى ذلك يمكن الاستدلال أيضاً بمؤشرين :

- 1- تطور حجم المعاملات في الأسهم والسندات في الدول المتقدمة صناعياً، إذا كانت هذه المعاملات تقدر بـ 10% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980، وارتفعت بعدها بشكل كبير 100% في كل من الولايات المتحدة وألمانيا وإلى 200% في إيطاليا وفرنسا سنة 1996.<sup>6</sup>
  - 2- التطور الذي حدث في تداول النقد الأجنبي على مستوى الدولي حيث ارتفع حجم التعامل اليومي إلى 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات من القرن الماضي ثم قفز هذا المبلغ إلى 102 تريليون دولار سنة 1995، ويمثل هذا المبلغ 84% من حجم الاحتياطات الدولية في نفس السنة.<sup>7</sup>
- وأمام هذه التدفقات الكبيرة التي تتحرك بين مختلف دول العالم، يطرح التساؤل التالي : ماذا أعددنا لننال نصيبنا منها ونتمكن من رفع التحدي؟

## II. أوضاع البورصات الناشئة:

تمكنت الدول المتقدمة صناعياً ذات التجارب العريقة في أعمال المال كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان من وضع أسس متينة لأسواق مالية ذات كفاءة متميزة في تطوير معاملات البيع والشراء لمنتجاتها وخدماتها في توجيه الاستثمارات وفق ما يحقق مصالحها، وقد حذت حذوها الدول المصنعة الأخرى وكان لها ما

- د سليمان المنذري، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أنشطة أسواق المال" بحث مقدم للجمعية العربية للبحوث، جوان 2005  
- صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي النسخة الرابعة واشنطن ماي 1997 ص 1396  
نفس المرجع السابق. 7

## I. لمحة عن تطور حركات رأس المال:

شهد العالم في العشرية الماضية من القرن الماضي نمواً متزايداً لتدفقات رأس المال وكان معدل هذه التدفقات إلى الدول النامية خلال النصف الأول من التسعينات 150 مليار دولار سنة 1996 وبعد ذلك ازدادت وتيرة التدفقات الرأسمالية لتصل إلى 235 مليار دولار سنة 1996، وهو مبلغ ضئيل لا يمثل إلا 0.8% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي وحوالي 2% من الناتج المحلي الإجمالي للدول النامية وتعود هذه التدفقات إلى عدة عوامل منها:<sup>2</sup>

- 1- معدل العائد<sup>3</sup> Rate of return في الدول المستقبلية ومعنى ذلك أن التدفقات الرأسمالية تجاوبت مع الاستقرار السياسي والإصلاحات وفي بعض الحالات كان انجذاب رأس المال القصير المدى بسبب أسعار الفائدة المرتفعة اللازمة لمحاربة التضخم.
- 2- تحرير الصفقات الرأسمالية الدولية من طرف الدول الصناعية والدول النامية. كما يمكن أن تساهم عمليات تحرير تدفقات رأس المال إلى الخارج في تدعيم وتشجيع الاستثمارات الأجنبية وعوائد رأسمال.
- 3- تطور أنظمة مالية في الدول المستقبلية.
- 4- عوامل خارجية بما في ذلك الميل النزولي في أسعار الفائدة في المدى الطويل في الاقتصاديات المتقدمة في العقد الأخير وظهور مستثمرين كبار في الدول الصناعية.

ومن المهم التأكيد بأن توقيع معظم دول العالم على اتفاق تحرير الخدمات المالية<sup>4</sup> يطرح تحديات ليس من السهل تجاوزها، وتهدف هذه الاتفاقية إلى تحرير كل الأنشطة في الأسواق المالية ذات الطابع التجاري باستثناء تلك

Stanley Fischer; " Capital Account 1 liberalization and the Role of IMF" International; p 02.

Ibid. pp2-32

- معدل العائد هو الربح الصافي بعد الاهتلاك و يحسب من رأسمال الموظف في المشروع. 3  
- تم التوقيع على هذه الاتفاقية في 12/12/1997 وقد انضمت إليها 12 دولة عربية وهي: تونس، المغرب، الأردن، قطر... 4



شرق آسيا كاندونيسيا، وأمريكا اللاتينية كالمكسيك والأرجنتين<sup>4</sup>

### III. مقومات البورصة:

يمكن إزالة اللبس عن مفهومين شائعي الاستعمال: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة فالأول يستعمل للدلالة على مكان ثابت وزمان محدد حيث يتم تبادل الأوراق المالية بيعاً وشراءً من طرف متخصصين ومحترفين وفق الترتيبات والقوانين المنظمة لقواعد التعامل في هذه السوق<sup>5</sup>. أما السوق غير المنظمة فليس لها مكاناً محدداً وكل المعاملات فيها تتم بواسطة شبكة من الاتصالات تسمح للمستثمرين بالانتقاء بين المتنافسين من صناع السوق بدلاً من صناع السوق الاحتكارية في كل ورقة كما يحدث في بورصة نيويورك مثلاً ويتواجد هذا التصنيف في معظم الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان .

وفي الجزائر يفترض أن تكون برامج التصحيح الهيكلي بمثابة إطار يتم من خلاله الانتقال إلى إحداث التوازن في الاقتصاد. وبالرغم مما أفرزته هذه البرامج من إيجابيات وسلبيات فلم يحدث أي تطور يذكر في إصلاح وعصرنة المؤسسات الاقتصادية والمصرفية لمواكبة المستجدات في الساحة العالمية، ومع أن هناك عدة عوامل أخرى كالتأثير المحلي وميزان المدفوعات والمدخرات والاستقرار السياسي والنقدي وتحرير الأسعار والاستثمارات والتي تعتبر في مجملها قضايا لها أهميتها في توضيح الرؤية حول بورصة الجزائر. ومنه هذا البحث سيولي عناية خاصة لعوامل مهمة لإقامة سوق مالية مستمرة ومن هذه العوامل مايلي:

III.1. توفير المعلومات: يكتسي توفير المعلومات في السوق المالي أهمية قصوى في تحديد مسار تدفق رؤوس الأموال بين المصدرين والمستثمرين وبالتالي التأثير على نمو الاستثمارات الحقيقية من جهة، وتطور الأسعار في البورصة من جهة

أرادت ، أما تجربة الدول العربية في هذا المضمار فلا تزال تسير بخطى متواضعة حيناً ومنتألة أحياناً، ومرد هذا التفاوت بين بورصة وأخرى عوامل عديدة أهمها يكمن في مدى ملاءمة التشريعات القانونية وتحرير المعاملات المالية في هذه البلدان. ومن بين البورصات التي قطعت خطوات متواضعة ولكنها هامة هي البورصة المصرية والأردنية والبورصات الخليجية.

غير أن سعي الدول العربية إلى تحقيق هذا الهدف قد يتحقق فقط إذا توفرت الشروط الموضوعية لنجاح هذه البورصة أو تلك، وتعتبر القوانين التي تسير المؤسسات الإنتاجية والمالية والخدماتية الأخرى في بعض الدول العربية كالجزائر إحدى القضايا التي يجب الوقوف عندها وإصلاحها لتصبح أكثر ملاءمة مع الأنظمة القانونية المعمول بها في الدول التي قطعت أشواطاً هامة في هذا المضمار، وهنا قد يعود السبب كما سبق الذكر، إلى عدم تحرير التعاملات المالية وقد تكون ندرة السلع أو عدم قدرة الأخيرة على المنافسة من بين الأسباب التي قد تهدد استمرارية البورصة.

وفي بعض الحالات حيث يكون الانفتاح المبالغ فيه أمام الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة أحد العوامل المؤدية إلى إحداث أزمات مالية نتيجة ضلال رأس المال السوقي إضافة إلى انخفاض نسبة الرأسملة<sup>1</sup> Capitalisation في مواجهة تحرك الأموال القصيرة المدى، أو ما يعرف بالنقود الساخنة Hot Money التي يمكنها أن تخرج بسرعة وبكميات كبيرة<sup>2</sup>.

وحتى لا تقع البورصات العربية ومنها الجزائر في مستنقع قد يكلفها الكثير كما في حالة المضاربة ، فقد وضعت معظم البورصات العربية ضوابط عملية كتحديد نسبة امتلاك الأجانب لأوراق المالية بحيث لا تتجاوز 50% كما في حالة البحرين وسلطنة عمان<sup>3</sup> وهكذا يمكن تقادي الأزمات مثل التي حدثت في جنوب شرق آسيا والتي كادت أن تعصف باقتصاديات دول جنوب

- أنظر: د أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة دار النيل للطباعة 2001 ص ص 33-37

4.

-محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصة الأوراق المالية، منشأة المعارف 1992 ص 268 .5

- د سليمان المنذري، مرجع سابق ص 1.08

- نفس المرجع.2

-نفس المرجع السابق.3

اقتصرت توزيعها بين الشركات المنضوية في هذه الصناديق وهذه الطريقة لا يمكن أن يتحقق بواسطتها الهدف المرجو منها طالما لم يحظى الخواص بالمساهمة في الاستثمار في هذه الشركات مما يبقي الوضع على حاله من حيث فاعلية 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 وبالتالي حرمان المستثمرين من المساهمة في التنمية.

وبتسليط بعض الضوء على القانون التجاري الجزائري يلاحظ أن هذا القانون يجيز إنشاء شركات مساهمة حيث يعرفها بأنها " الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة غير أن رأسمال الشركة الذي حدد بـ 5 ملايين دينار على الأقل<sup>2</sup> يعيد مبلغ صغير لا يمكن أن تؤدي الشركة من خلاله دورها في الحياة الاقتصادية .

وإذا كان القانون التجاري قد فسح المجال لإنشاء شركات مساهمة فإنه وبدلاً من انتظار نشوء هذا النوع من الشركات وتطورها حتى تصبح قادرة على التأثير في الاقتصاد ومستوفية لشروط الانضمام إلى البورصة، فإن الواقع في الجزائر يؤكد وجود شركات يمكن أن تؤدي دور ريادي في التنمية الاقتصادية إذا تم تكييف القوانين التي تسيروها وذلك بتحويلها إلى شركات مساهمة خاصة وأن القانون التجاري ينص على وجوب امتلاك مجلس الإدارة عن نسبة من الأسهم لا تقل عن 20% من رأسمال الشركة.<sup>3</sup>

إن خصوصية الشركات ينبغي أن ينصب في المقام الأول على الشركات التي تعتبر أسهمها أكثر جاذبية للمستثمرين كمؤسسات الإسمنت والأجور والمطاحن ، أما المؤسسات التي تتطلب توفير التقنية العالية ورؤوس أموال ضخمة كصناعة الشاحنات بالروبية والحديد والصلب بالحجار، فإن الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ، على غرار ما هو معمول في الدول العربية مشرقاً ومغرباً يعد من البديهيّات المستحسنة وإن أدى ذلك إلى هيمنة

أخرى، ولتحقيق الشفافية المطلوبة بين المتعاملين في السوق المالي يجب الاهتمام بالنقاط الآتية:

- إنشاء هيئات متخصصة في نشر المعلومات حول الشركات المتداولة في البورصة، بحيث تقوم هذه الأخيرة بشكل دوري (يومياً، شهرياً، سنوياً)، على أن يتم تغريم أو إيقاف الشركات التي ترفض توفير المعلومات أو تقديمها بشكل مضلل. بالمقابل، تستفيد تلك الشركات من امتيازات ضريبية نتيجة شفافيّتها المحتملة.

- التزام الجهات الحكومية التي ترتبط بالسوق المالي من وزارات وبنوك مركزية بنشر جميع المعلومات حول مؤشرات الاقتصاد العالمي والمحلي، وتشجيع البحوث والدراسات التي تهدف إلى توقع الأداء الاقتصادي المستقبلي دولياً ومحلياً.

- قيام الهيئات المنظمة والمسيرة للأسواق المالية بنشر مختلف تطورات السوق بشكل يومي، وتقديم التحليلات المختلفة لأداء السوق، بالإضافة إلى توفير تقارير سنوية وإتاحتها لطلابها عبر مواقع هذه الهيئات على الانترنت.

- نشر جميع المعلومات المتعلقة بأداء البورصة وتوقعاتها وتحليل القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في صحف متخصصة، وأهم تلك المعلومات في الصحف اليومية، فضلاً عن تخصيص حيز من برامج التلفزيون للأسواق المالية يقوم بتنشيطها رجال اقتصاد متخصصون، فمن غير المعقول مثلاً أن تلفزيون بحجم التلفزة الجزائرية تقتفر إلى نشرة اقتصادية.

- إنشاء مراكز تكوين متخصصة في مجال البورصة تهتم بتعليم الطلبة طرق التحليل الأساسي والفني وكل ما يتعلق بالبورصة.

وتتوفر الدول ذات الاقتصاديات المتطورة والأسواق المالية الكفؤة على بيوت السمسة تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والأسواق المالية وتقوم أيضاً بإصدار تقارير ودراسات في غاية من الأهمية حول الاستثمار.

### 2.III إصلاح قوانين الشركات:

من الواضح أن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أدى إلى تحول هذه المؤسسات إلى شركات أسهم. إلا أن هذه الأسهم

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 ، المادة 1.592

- أنظر المادة 594 من نفس المرسوم التشريعي.2

- أنظر من نفس المادة 619 من نفس المرسوم3

أدائها في الاستثمارات، ولكن المشكلة الكبيرة في الجهاز المصرفي الجزائري تتمثل في غياب الشفافية في معاملاتها مما يطرح الكثير من التساؤلات حول أنشطتها في مواجهة الغير. وكل هذا يستوجب 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<sup>3</sup> التي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك التجارية<sup>4</sup> إنها بنوك متخصصة في الأوراق المالية وتقديم الاستشارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل بعبارة أخرى إنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كان من المهم إصدار أوراق مالية معينة أو لا وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات ويمكن حصر أنشطة بنوك الاستثمار فيما يلي:

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

2- وعلى عكس ما هو موجود في الدول المتقدمة، تتوفر هذه البنوك على محللين ماليين أكفاء ومن ثم فهي تقدم دراسات حول التغيرات المحتمل حدوثها في السوق مستقبلاً.

3- 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

الأجانب من خلال امتلاكهم للغالبية العظمى من الأسهم في هذه الصناعات على أن يستثنى قطاعا التجارة والمحروقات لأهميتهما وخطورتهما في أن واحد على الاقتصاد الجزائري، ففي بورصة عمان يجوز للمستثمر الأجنبي امتلاك جزء من المشروع أو كله، إلا أنه حدد قطاعات لا يمكن الاستثمار فيها بأكثر من 50% كقطاع المعادن والمقاولات والتجارة والخدمات التجارية، وقد أعطت هذه العمليات حوافز للمستثمرين وصناديق الاستثمار العربية والأجنبية في شراء أسهم الشركات<sup>1</sup>.

إن التأكيد على الشركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فعالية البورصة يعني فتح الرأسمال للخوارج على مختلف مواقعهم في الهرم الاجتماعي للمساهمة في تكوين رأسمال الشركة بواسطة امتلاكهم لأسهم في الشركة، وهنا يحق لمالكي الأسهم حضور الجمعية العامة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة ومراقبة سلوكيات المسيرين لمختلف أنشطة الشركة وهذه تعد من أنواع الرقابة. إن إنشاء شركات مساهمة أو تحويل شركات القطاع العام في مجال الإنتاج الصناعي والبناء والخدمات المالية والنقل والاتصال ستضفي الكثير من الجدية في الأداء وزيادة المنافسة، وإرساء ثقافة الادخار والاستثمار في قطاعات الإنتاج بدلا من الاستثمار في العقارات والأنشطة العقيمة. وهكذا يجذب المستثمرون مما يمهّد الأرضية لإنشاء بورصة تتصف بخاصية الديمومة.

### 3.III تحديث الجهاز المصرفي:

يعتبر الجهاز المصرفي العصب 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 1990<sup>2</sup>

وتتسم القوانين المنظمة للجهاز المصرفي بالغموض وتداخل الصلاحيات بين مختلف البنوك، كما تتميز هذه الأخيرة بضعفها من حيث الرأسمال والتعقيدات في إجراءاتها البيروقراطية ومحدودية

3 - مدلول بنك الاستثمار أو التعهد ينطلي على بيوت السمسرة والتي تتولى إصدار الأوراق المالي الجديدة وبعد اتمام توزيعها يتم تداول هذه الأوراق في الأسواق الثانوية.

4. تندرج صلاحيات البنوك التجارية بالأساس في إدارة وخلق النقود ولمزيد من التوضيح انظر: بيار برجه، السوق النقدية، ترجمة علي مقلد ص ص 18-24.

- مازن نجيب محمد الوظائف في " دور التشريعات في تطوير الأوراق المالية " ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر الاستثمار 1998.

-انظر قانون النقد رقم 90-10 المؤرخ في 14 أبريل سنة 1990.

التي من شأنها أن تساهم في التكامل بين البورصات العالمية. وفي هذا الإطار بإمكان بورصة الجزائر الاستفادة من البورصات المتقدمة كأن يتم وضع مؤشر لأداء البورصة يتم بناءه بما يتلاءم مع وضع السوق الحالي، وتعتبر تجربة بورصة القارة والإسكندرية في هذا المجال مثال يمكن أن يقتدى به.

#### IV. واقع بورصة الجزائر:

أولا لابد من طرح التساؤلات التالية: هل الاقتصاد الجزائري يستطيع دعم بورصة الجزائر؟ هل تحرير المعاملات التجارية والإدارية تمت بكيفية تسمح بإنشاء بورصة الجزائر؟ لماذا بورصة القيم المنقولة بالذات؟ بعبارة أخرى لماذا التركيز على السندات دون الأسهم؟

من الصعوبة أن تحقق البورصة الأهداف المنوطة بها في ظل تدني مستوى المعيشة وفي اقتصاد مكبل بالإجراءات البيروقراطية وغياب الإدارة الجادة في التغيير وانعدام الاستقرار السياسي، وأيضاً تجاوز الفكر الاشتراكي. في ظل هذا الواقع البائس برزت بورصة الزائر للقيم المنقولة إلى الوجود سنة 1999، وقد عرف القانون التجاري الجزائري القيم المنقولة على أنها "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر..."<sup>3</sup>

وبالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم<sup>4</sup> يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلاً من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع وهذا يعني مايلي:

- 1- تفضيل السندات وهي قروض لها الأولوية في التسديد في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة الإفلاس.
- 2- إبعاد الأسهم إلي تمثل الملكية في المشروع حيث يتم تقاسم الأرباح تتحمل الخسائر بين المساهمين.
- 3- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

ومن الملاحظ أن اعتماد الأسهم في الشركات الخاصة والعامية يعني فتح الرأسمال للخوارج لا امتلاك جزء من الشركة مما يستوجب الحرص على مراقبة كل أنشطتها بطرق مباشرة أو غير

الطرح الخاص<sup>1</sup> وفي حالة إصدار كميات كبيرة من الأوراق المالية، يلجأ 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:<sup>2</sup>

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

#### III. 4. ترقية التعاون الإقليمي والدولي:

إن التكامل بين الأسواق أصبحت ضرورة حتمية لجميع الدول، وبالرغم من ضرورة إنجاز التكامل العربي في أسواق السلع والعمالة قبل البدء في تحقيق التكامل في أسواق المال وتوحيد البورصات، وعلى الجزائر أن تسعى إلى الاندماج في هذه السوق بتهيئة الظروف المناسبة لتنشيط البورصة. كما يجب الاستفادة من خبرات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار من خلال إتباع خطوات هذه الهيئة لترقية الاستثمار الحقيقي والمالي على حد سواء. وعلى المستوى الدولي، فالمطلوب من دول الدراسة الاحتكاك بالاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة للاستفادة من طرق استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وترقية الاستثمار المحلي من خلال إتباع التدابير الضرورية لتنشيط سيولة السوق. ومن الجانب التنظيمي، على دول الدراسة اعتماد معايير الهيئة الدولية لأسواق رأس المال

1 - ثمة هناك فرق بين الطرح الخاص والطرح العام إذ يقصد بالأول بيع الشركة لأوراقها المالية المصدرة إلى عدد محدود من المستثمرين، في حين يقصد بالثاني الأوراق المالية المصدرة للجمهور

2 Jack Francis , Investment : Analysis and Management, 4th ed, hill company 1986. pp 51-52

- انظر: المادة 715 مكرر رقم 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15 أفريل 1993  
- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 32 ماي 1994

التأمين، صناديق الاستثمار	المالية
الخطوط الجوية الجزائرية	النقل الجوي
شيرتون، سوفيتال، الأوراسي...	الفندقة
صيدال	الأدوية
اتصالات الجزائر، جيزي، ..	خدمات الاتصال

ولتكون مثل هذه الشركات قادرة على أداء دورها في البورصة يستوجب مايلي:

- 1- أن تقوم بنشر حساباتها المالية خلال فترات يحددها القانون.
  - 2- أن ألا تقل نسبة الأسهم المملوكة للخواص 50% وأن يكون نصفها أو ثلثها قدتم بطريقة الاكتتاب العام لتشجيع المستثمرين من كل الفئات الاجتماعية.
  - 3- أن يحدد رأس المال الشركة بمبلغ يعكس ثقل الشركة وتأثيرها في الاقتصاد.
  - 4- أن يكون سجل الشركة مشجعاً كأن تكون قد حققت أرباحاً على مدى فترة زمنية للتأكد من أهمية واستقرار وضعها المالي.
- أما الجهاز المصرفي ولكونه يمثل العصب الأساسي لاقتصاد أي بلد، فإن تحريره من القيود المفروضة عليه يعتبر من الضرورات الملحة حتى يتمكن هذا الجهاز من أداء دوره بفاعلية في الادخار والاستثمار وفي هذا السياق يجب إتباع مايلي:
- 1- تشجيع إنشاء شركات مالية يفتح رأسمالها إلى الخواص.
  - 2- إصلاح البنوك القائمة بحيث يتم تفادي التداخل في الصلاحيات.
  - 3- استحداث بنوك الاستثمار لتتولى مهمة إصدار الأوراق المالية وتوزيعها وتقديم استشارات في مجالات استثمارية لترسيخ هذه الثقافة في المجتمع.
  - 4- استحداث صناديق لحماية المستثمرين تشترك فيها المؤسسات الموجودة في البورصة لاستبعاد المخاطر وإعطاء المزيد من الثقة للمستثمرين.

مباشرة، أما استبعاد الأسهم العادية منها فيعني حرمان بعض المستثمرين في تمويل المشروعات في حالة ما إذا قرر مجلس الإدارة توسيع المشروع أو تجديده أو فتح فروع له.

إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخصخصة وسياسة اقتصاد السوق، أي تحرير المعاملات في المشروعات الإنتاجية عكس ما هو معمول به في جل البورصات العالمية والعربية حيث التعامل بالأسهم أكثر من السندات في الأسواق المنظمة وبالسندات في الأسواق غير المنظمة.

ونجد أن بورصة الجزائر برزت إلى الوجود ضعيفة اقتصرت على ثلاث شركات عمومية تنازلت الدولة عن 20% من رأسمال كل منها للاكتتاب العام، وهي رياض سطيف، سيدال، والأوراسي. أما شركة سونا طراك فقد اقتصر دورها على إصدار ما قيمته 5 ملايين من السندات<sup>1</sup>. ومن هنا يتضح أ، الانطلاقة كانت متواضعة وتفقد إلى الجدية بالنظر إلى الإمكانيات الهائلة التي يتوفر عليه الاقتصاد الجزائري .

وبإلقاء نظرة فاحصة على المؤسسات الاقتصادية التي يمكن أن تشكل إحدى الدعائم الأساسية لبورصة الجزائر، نجد أنها متوفرة من حيث الكم إذا ما تم تكييف القوانين المسيرة لها لتصبح شركات مساهمة عامة وخاصة، وعلى أن يفتح للرأس مال المحلي العربي و الأجنبي في الصناعات التي تتطلب تقنيات متطورة، ويمكن تصور الشركات ذات الثقل الاقتصادي فيما يلي:

المجال	الشركة
البناء	الإسمنت، الأجر
الصناعات التحويلية	الروبية للشاحنات، الحديد والصلب، البيتروكيماويات
الخدمات	البنوك، شركات

#### IV. هيئة الرقابة على الأوراق المالية:

- أنظر: د محفوظ جبار، " العولمة وانعكاساتها على الدول النامية " مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية باتنة العدد 07، 2002، ص 194.

وإذا كانت الجزائر قد تبنت اقتصاد السوق، فإنها من الناحية العلمية لم تتمكن من المضي قدماً في تجسيد الخصخصة وتطوير نظامها المصرفي بشكلها المطلوب.

إن احتواء الجزائر على قاعدة اقتصادية ممثلة في الشركات في مختلف القطاعات من شأنها أن تساهم في إيجاد المناخ الملائم لو توفرت الإرادة الجادة في التغيير، غير أن الواقع يؤكد بأن هذه الشركات تركت مصيرها المحتوم، بينما يستطيع الرأسمال الخاص الوطني والعربي والأجنبي المساهمة في تطوير هذه الشركات لضمان استمراريتها في الوجود.

إن الاعتماد على السندات دون غيرها من الأوراق المالية الانتشار والتداول يعني المحافظة على الملكية العامة لهذه الشركات، وفي نفس الوقت يعني تقليص الدور الذي تلعبه البورصة لو فسح المجال أمام الرأسمال الخاص كمولد للشركات ومراقب لأنشطتها مما يضيف عليها المزيد من الديناميكية والفعالية بين مختلف القطاعات وضمن شركات القطاع الواحد.

وهنا يمكن تقديم جملة من الاقتراحات:

1- دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي تسير الشركات الاقتصادية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.

2- ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاينة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب.

3- تحرير المعاملات المالية والتجارية وإزالة القيود الإدارية وتبسيط إجراءات الاستثمار.

4- إدراج ممثلين عن الشركات والبنوك والوسطاء في الهيئات المكونة لبورصة الجزائر، وتقليص دور الوزراء لتفادي الأحكام الذاتية.

5- العمل بالأسهم إلى جانب السندات لتوسيع نطاق المشاركة في الاستثمار.

6- توسيع استخدام شبكة الانترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محلياً ودولياً في المجال الاقتصادي والمالي.

إن إنشاء مثل هذه الهيئة يعتبر أمر بالغ الأهمية، إذ توكل إليه مهمة تنظيم ومراقبة السوق والعمل على توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية في السوق الثانوية وتأهيل الوسطاء وقبولهم إذا استوفوا الشروط المطلوبة. ولهذه الهيئة الحق في فرض مخالفات على الشركات والوسطاء الذين يخلون بالالتزامات والقوانين المعمول بها.

ونظراً لأهمية التي تكتسيها هذه الهيئة في استمرارية عمل البورصة وحماية المستثمرين فإنها تضع مختلف الترتيبات لتنظيم عمليات البيع والشراء في بورصة الجزائر أطلق عليها " لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ". وفي بورصة نيويورك " لجنة الأوراق المالية والبورصة " وفي مصر تتكون لجنة البورصة من 17 عضو، تسعة منهم يمثلون السماسرة، وخمسة يمثلون البنوك والشركات وصناديق الادخار، وثلاثة يعينهم الوزير المختص.<sup>1</sup>

أما في الجزائر فقد أسندت مهام التعيين إلى السلطات التنفيذية كوزير العدل والوزير المكلف بالمالية ووزير التعليم العالي ومحافظ بنك الجزائر وشخصين من المصدرين للقيم المنقولة ويمتلكان الخبرة في المجال المالي والمصرفي.<sup>2</sup> والملاحظ أن هذه التشكيلة يغلب عليه طابع توزيع المزايا وليس التمثيل الحقيقي للشركات في البورصة مع ما ينجر عن ذلك من هيمنة الأحكام الذاتية مما يفقد اللجنة فعاليتها وتمثيلها.

### الخلاصة والإقتراحات:

يتبين لنا من هذه الدراسة التدفقات الرأسمالية بين الدول في تزايد مستمر وبشكل مذهل، ومرد ذلك إلى الاستقرار السياسي ونجاح الإصلاحات في عدد من الدول سيما في القارة الآسيوية. وقد شملت هذه الإصلاحات تحرير المعاملات المالية وتوفي مناخ الاستثمار بتكليف الأوضاع القانونية والسياسية والاجتماعية وتجسيد الأسعار الحقيقية في الواقع الاقتصادي كأسعار الفائدة والصرف. إن توفير مثل هذا المناخ يعني إزالة القيود القانونية والعمل بكل شفافية.

- د عبد الغفار حنفي و د رسمية قريبا قص، أسواق المال، الإسكندرية دار الجامعية 2000، ص ص 293-294. 1  
أخذت هذه المعلومات عن مشروع القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، جانفي 2003.

- 7- اشتراط شهادة جامعية لها صلة بالموضوع بالنسبة للأشخاص الذين يتحملون المسؤوليات في الهيئات الثلاثة المكونة للبورصة.
- 8- العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات العربية والعالمية للاستفادة من تجارب الآخرين.

## الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة ونظامها القانوني

الأستاذ: فتاحي محمد

أستاذ مساعد مكلف بالدروس قسم الحقوق والعلوم الإدارية جامعة أدرار

### مقدمة:

تعتبر الشركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال وهي تنهض بمشروعات تجارية وصناعية تعجز الدولة في بعض الأحيان القيام بها. ولممارسة نشاطها الصناعي والتجاري المحدد في قانونها الأساسي تصدر الشركة المساهمة قيم منقولة تسمى بالأسهم تقوم بطرحها للاكتتاب من قبل جمهور المدخرين وتمثل الأسهم نصيب المساهم في رأس مال الشركة وهي تتميز بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من القيم المنقولة الأخرى.

والأسهم متنوعة ومختلفة بحسب المعيار المعتمد في التقسيم فهناك الأسهم الاسمية والأسهم للحامل والأسهم للأمر وهناك الأسهم النقدية والأسهم العينية، وهناك الأسهم رأس المال وأسهم التمتع، وأخيراً هناك الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

وتبدو أهمية الأسهم من عدة نواحي، فمن الناحية الأولى أنه بفضل خاصية التداول كما سوف نبين يستطيع المساهم أن يتنازل عن أسهمه بكل حرية، ومن ناحية أخرى أنه بفضل خاصية التداول استطاعت شركات المساهمة أن تجتذب الأموال الضخمة لممارسة نشاطها الصناعي والتجاري.

ومداخلتي تعالج الأسهم باعتبارها أهم القيم المنقولة أو المنتجات البورصية مجيبة على التساؤل التالي: ما مضمون الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة في التشريع الجزائري وما نظامها القانوني؟

**المبحث الأول: تحديد ماهية الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة.**

**المطلب الأول: تحديد معنى السهم وخصائصه.**

**الفرع الأول: تعريف السهم.**

يتنازع تعريف السهم<sup>1</sup> معياران، معيار موضوعي، ومعيار شكلي.

والمعيار الموضوعي مفاده أن "السهم هو النصيب الذي يشترك به المساهم في رأسمال الشركة حيث يمثل السهم حق المساهم في الشركة"<sup>2</sup>.

أما المعيار الشكلي فمعناه أن السهم هو صك مكتوب حسب الأوضاع القانونية يثبت حق المساهم ويحول صاحبه ممارسة السلطات الناتجة عن هذا الحق<sup>3</sup>.

والراجح في الفقه تعريف السهم بالاعتماد على المعيارين معاً. وفي ضوء ذلك يعرف السهم بأنه "صك مكتوب يمثل حق المساهم في الشركة المساهمة ويكون قابلاً للتداول بالطرق التجارية.

### الفرع الثاني: خصائص السهم.

تتميز الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة بجملة من الخصائص نوجزها فيما يلي :

#### أولاً: قابلية السهم للتداول .

تتميز الأسهم بقابليتها للتداول هذا ما أكدته المادة (715 مكرر 40) تجاري جزائري بقولها "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها"<sup>4</sup>.

وتعني هذه الخاصية أنه يجوز التنازل عن السهم للغير سواء تم ذلك بعوض كالبيع أو المقايضة أو بغير عوض كالهبة بالطرق التجارية "القيد، التسليم، التطهير" ودون حاجة لإتباع قواعد الحوالة المعروفة في القانون المدني .

1 أغلب التشريعات تنفادى تعريف السهم وإن كانت أشارت إلى بعض خصائصه من ذلك:

- القانون اللبناني المادة 104-نظام الشركات السعودي المادة 98-القانون الإماراتي المادة 153-القانون القطري المادة 152.

2 د. محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، ج1، مكتبة النهضة المصرية، ط3، القاهرة، 1957، ص451.

3 د. علي جمال الدين عوض، شركات الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1984، ص46.

4 د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط3، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص242.

المادة تجاري فرنسي، المادة 01/2 تجاري مغربي، المادة 01/139 لأئحة قانون الشركات المصري.



**ثالثاً: عدم قابلية السهم للتجزئة.**

هذه الخاصية كرسنها المادة (715 مكرر 32) تجاري جزائري بقولها "نعتبر القيم المنقولة اتجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة<sup>7</sup> مع مراعاة تطبيق الأحكام المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقابة" وتعني هذه الخاصية أن الأسهم في مواجهة الشركة غير قابلة للتجزئة فإذا تملك السهم أكثر من شخص واحد بطريق الإرث كان على الورقة أن ينيبوا شخصاً واحداً من بينهم أو من الغير حتى يتمكن من مباشرة الحقوق المرتبطة بالأسهم في مواجهة الشركة.

وعدم تجزئة السهم تسهل مباشرة الحقوق التي يخولها السهم للمساهم لاسيما حق التصويت في الجمعيات العامة إذ لا يتصور أن يكون هذا الحق قابلاً للتجزئة.

**رابعاً: تساوي قيمة الأسهم الاسمية.**

تصدر الأسهم بقيمة اسمية متساوية، وقد ترك المشرع الجزائري للشركة حق تحديد هذه القيمة في ضوء ظروف الشركة المالية والاقتصادية<sup>8</sup>.

وقد كانت هذه القيمة قبل تعديل القانون التجاري محددة ب100 دج للسهم.

ولا يجوز إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية وتفسير ذلك إننا نكون أمام جزء من رأسمال الشركة لم يكتب به وهو ما يخالف مبدأ الاكتتاب الكامل في رأسمال الشركة المساهمة.

كما لا يجوز من حيث المبدأ إصدار الأسهم بأكثر من قيمتها الاسمية غير أن التشريعات تحيز للشركة زيادة قيمة تفوق قيمة السهم تسمى بعلاوة الإصدار.

وتمثل هذه العلاوة مزايا خاصة يحصل عليها المكتتب الجديد إذ يدخل شركة سبق تأسيسها- استقرار الأوضاع فيها ويكتسب حقوقاً على الاحتياطات السابق تكوينها وفائض القيمة المحقق في أصول الشركة.

**المطلب الثاني: الطبيعة القانونية للسهم.**

يقصد بالطبيعة القانونية للسهم تحديد طبيعة الحق المخول للمساهم في الشركة نتيجة تقديمه لحصة في رأس مالها، ويتنازع تحديد تلك الطبيعة الاتجاهات التالية:

7 المادة 266 شركات فرنسي.

المادة 128 شركات مصري.

8 المادة 715 مكرر 50 تجاري جزائري.

ويقرر الفقه أن خاصية التداول هي المعيار الأكثر قبولاً لتمييز السهم عن حصة الشريك في شركات الأشخاص<sup>1</sup>.

وأنه إذا نص في النظام الأساسي للشركة أن السهم غير قابل للتداول فإن الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة وتعد شركة من شركات الأشخاص<sup>2</sup>.

كما يقرر الفقه أن التداول من النظام<sup>3</sup> العام بحيث لا يجوز حرمان المساهم من التصرف في أسهمه لأن معنى ذلك أن المساهم سوف يبقى حبيس أسهمه.

**ثانياً: تحديد المسؤولية بقيمة السهم.**

وهذه الخاصية أكدتها المادة (595) تجاري جزائري مقولها "الشركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصصهم"<sup>4</sup>.

ومضمون هذه الخاصية أن المساهم لا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم ولا يجوز أن يسأل في أمواله الخاصة.

وتحديد مسؤولية المساهم من الحقوق الأساسية التي يتمتع بها المساهم ومتعلق بالنظام العام، وبالتالي لا يجوز للجمعية العامة المساس بهذا الحق<sup>5</sup>.

ويلاحظ أنه بفضل هذه الخاصية الفذة في السهم استطاعت شركات المساهمة من اجتذاب جمهور المدخرين وجعلهم يقبلون على أسهم شركات المساهمة نظراً لأن المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أسهم شركة المساهمة قليلة ذلك أن المساهم سوف يسأل فقط في حدود ما قدمه من حصة في رأسمال الشركة، ولذلك فإن شركة المساهمة هي من شركات ذات المخاطر المحدودة<sup>6</sup>.

1 د. سميحة القليوبي، المرجع السابق، ص261.

2 د. محمد حمد الله، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، دار النهضة العربية، 1998، ص40.

3 القليوبي، المرجع السابق، ص262.

4 - تقابل المادة 73 شركات فرنسي.

- المادة 1/2 شركات مصري.

- المادة 64 شركات إماراتي.

- المادة 59 شركات بحريني.

- المادة 61 شركات قطري.

- المادة 63 شركات كويتي.

5 د. علي سيد قاسم، قانون الأعمال، دار النهضة العربية، 2003، القاهرة، ص284.

6 د. علي سيد قاسم، مرجع سابق، ص284.

مواجهة الكافة حيث يستطيع المساهم التصرف فيه بمقابل أو بدون مقابل عن طريق تداول أسهمه بكل حرية كما سوف نبين، وبالتالي يتنازل المساهم عن الحقوق المقررة له كما يجوز رهن هذا الحق والحجز عليه، وان هذه الحقوق تنتقل إلى الورثة، وكل هذه العناصر حسب هذا الاتجاه تؤكد أن حق المساهم هو من قبيل حق الملكية.

وانتقد هذا الرأي من ناحية أن المساهم عندما يقدم حصته في رأسمال الشركة فإن الحصة تصبح ملكاً للشركة التي تتمتع بشخصية قانونية مستقلة عن شخصية المساهمين.

### الفرع الثالث: الاتجاه القائل بالطبيعة المزدوجة لحق المساهم.

أمام صعوبة تفسير طبيعة حق المساهم اتجاه الشركة نادى جانب من الفقه<sup>3</sup> بالقول أن حق المساهم هو من طبيعة مزدوجة، وحسب هذا الرأي فإن حق المساهم في الشركة مادامت قائمة وتمارس نشاطها هو حق دائني بمقتضاه يعتبر المساهم دائناً للشركة بحصته التي قدمها في راس مال الشركة ودائناً بحقه في الربح، وفائض التصفية أما بعد تصفية الشركة وحلها فإن حق المساهم يعتبر حق ملكية تام حيث يعتبر المساهمون ملاكاً على الشئوع للأموال التي كانت مملوكة للشركة عندما كانت متمتعة بشخصيتها القانونية.

وهذا الاتجاه لاقى التأييد من محكمة النقض المصرية<sup>4</sup> حيث قررت بأن "حصة الشريك في الشركة تخرج عن ملكه وتصبح للشركة ولا يكون للشريك بعد ذلك إلا مجرد حق في نسبة من الأرباح أو نصيب في رأسمالها عند التصفية، ونصيبه هذا يعتبر ديناً في ذمة الشركة يجوز لدائنيه أن ينفذوا عليه تحت يدها إما إذا انقضت الشركة وتمت تصفيتها وتحدد الصافي من أموال الشركة فإن هذه الأموال تعتبر ملكاً شائعاً للشركاء وتجري قسمته بينهم".

- د. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، 1983م، ص108.  
- علي حسن يونس، الشركات التجارية، ط1991، ص255.  
- د. ثروت عبد الرحيم، شرح القانون التجاري المصري الجديد، ج1، دار النهضة العربية، ط5، القاهرة، 2004، ص572.  
3 د. مرتض نصر الله، الشركات التجارية، مطبعة الإرشاد، بغداد، 1969، ص163-164.  
4 نقض مدني مصري في: 1975/02/05م، الموسوعة الذهبية، الإصدار المدني، ج6، ص594.

### الفرع الأول: الاتجاه القائل بأن حق المساهم حق دائني.

ومفاد هذا الاتجاه<sup>1</sup> أن السهم يمثل حق دائني للمساهم اتجاه الشركة المصدرة له وأساس ذلك أن المساهم بعد أن يقدم حصته في رأسمال الشركة سواء كانت نقدية أو عينية تنتقل ملكيتها إلى الشركة باعتبار أن لها شخصية معنوية مستقلة عن شخصية المساهمين.

وحسب هذا الاتجاه فإن المساهم يعتبر دائناً للشركة بمقدار الحصة التي قدمها في رأسمال الشركة ودائناً بنصيبه في الأرباح التي تحققها الشركة بالإضافة إلى أنه دائن بحقه في فائض التصفية بعد حل الشركة وتصفيتها.

وهذا الاتجاه انتقد من عدة أوجه فمن الوجه الأول أن حق الدائنية كما هو مستقر في النظرية العامة للالتزام يفترض وجود تعارض في المصالح بين أطراف علاقة الدائنية وهذا لا ينطبق في علاقة المساهم بالشركة، وتفسير ذلك أن المساهمين تربطهم ببعضهم والشركة نية المشاركة التي تعتبر أحد أركان الشركة.

ومن الوجه الثاني فإنه عند تصفية الشركة تنقضي شخصيتها القانونية، وبالتالي فإن الأموال المتبقية من التصفية تصبح مملوكة على الشئوع للشركاء كل منهم بقدر نصيبه.

### الفرع الثاني: الاتجاه القائل بأن حق المساهم حق ملكية.

حسب هذا الاتجاه<sup>2</sup> فإن حق المساهم أعم من علاقة الدائن بالمدين فهو حق خالص يسري في

1 من أنصار هذا الاتجاه في فرنسا:

1- Ripert (G) et Roblot, traité de droit commercial, T1, 18 ed, LGDJ, paris, 2001, P308.

2- Hemnard (J) terre (H) et mobilot (P), société commercial, P100. في الفقه المصري:

- د. محمود سمير السرقاوي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1989، ص324.

- د. حسين المصري، دروس في القانون التجاري، دار النهضة العربية، القاهرة، 1985، ص491.

Poul didie, droit commercial, 1ed, 1970, 2 P446.

في مصر:

حيث يتم نقل ملكية هذه الأسهم عن طريق مجرد نقل من حساب إلى حساب. وبذلك تتجه الأسهم في التشريع الجزائري إلى التجسيد غير المادي<sup>2</sup>.

**الفرع الثاني: الأسهم الأذنية أو للأمر**  
وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم المساهم مسبقاً بعبارة للأمر أو للأذن، بحيث يتم تداولها عن طريق التظهير، وبالتالي ينطبق بشأنها قواعد التظهير المعروفة في القانون التجاري. والتظهير في القانون التجاري<sup>3</sup> على نوعين فقد يكون ناقلاً للملكية حيث يتم نقل ملكية السهم عن طريق تظهيره وهناك التظهير التأميني حيث يمثل للسهم في هذه الحالة مجرد ضمان أو تأمين. ولم يتضمن القانون الجزائري ولا الفرنسي ولا المصري نص يجيز أو يمنع إصدار هذا النوع من الأسهم، غير أن الراجح في الفقه الفرنسي هو عدم جواز إصدار هذا النوع من الأسهم.

**المطلب الثاني: أنواع الأسهم من حيث طبيعة حصة المساهم**

**الفرع الأول: الأسهم النقدية**  
الأسهم النقدية كما يدل عليها اسمها هي التي تعطي للمساهم مقابل تقديمه لحصة نقدية في رأسمال الشركة. وتعتبر أسهما نقدية في التشريع الجزائري الأسهم التي يتم وفائها عن طريق المقاصة، والأسهم التي تصدر بعد ضمها لرأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار كما تعتبر أسهماً نقدية، الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه في الاحتياطيات أو الفوائد أو علاوات الإصدار وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً. ويتم تسديدها إما نقداً أو بواسطة شيك أو حساب بنكي أو بتحويل بنكي إلى حساب الشركة أو بأية وسيلة مقبولة قانوناً<sup>4</sup>، ولا يكون الدفع حاصلاً

والراجح في الفقه والقضاء وهو ما نؤيده - اعتبار حق المساهم حق ملكية.

**المبحث الثاني: أنواع الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة**

تتنوع الأسهم باختلاف المعيار المعتمد في التقسيم شكل السهم، طبيعة الحصة، مدى الحقوق المقررة، استهلاك الأسهم.  
**المطلب الأول: أنواع الأسهم من حيث شكل السهم.**

**الفرع الأول: الأسهم الاسمية**  
وهي الأسهم أو الصكوك أو الأوراق التي تحمل اسم مالكيها وتنتقل ملكيتها بالقيد في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة<sup>1</sup>. وتتطوي الأسهم الاسمية على فائدة جلية ذلك إنها تمكن الشركة من مراقبة عملية التداول والتعرف على مالكي الأسهم بالرجوع إلى السجل ومعرفة الحامل الأخير للأسهم وجدير بالإشارة أن المشرع الجزائري يجيز للشركة إصدار أسهم إما في شكل اسمي أو الشكل للحامل وهو ما تقرره المادة (715 مكرر 37) بخلاف القانون المصري الذي يفرض الشكل الاسمي على الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة.

**الفرع الثاني: الأسهم للحامل**  
وهي الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة دون أن يذكر في السهم اسم مالك السهم، ولا يتميز السهم عن غيره إلا برقم، وتتميز هذه الأسهم باندماج الحق الثابت للمساهم في الصك بحيث إن حيازة الصك تقوم دليلاً على ملكيته، ولذلك فإن السهم للحامل يعتبر من المنقولات المادية التي يسري في شأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الحائز.

كما تتميز هذه الأسهم بسهولة تداولها حيث يتم نقل ملكيتها عن طريق التسليم من يد إلى يد. هذا ما تقرره المادة (715 مكرر 37) تجاري جزائري لقولها (يمكن أن تكتسي القيم الصادرة بالجزائر إما شكلاً مادياً بتسليم السند.....).

ويلاحظ أن المشرع الجزائري أجاز تداول هذا النوع من الأسهم عن طريق القيد في الحساب

2 المادة 715 مكرر 02/37-03.

3 للتوسع في هذه الجزئية أنظر:

د. سميحة القليوبي، الأوراق التجارية، دار النهضة العربية، 1984.

Ripert, op. P280.4

1 د. حسين الماحي، الشركات التجارية، ط2، دار أم القرى، المنصورة، ص169.

ذلك أن رأسمال الشركة بالنسبة لهم يمثل الضمان الوحيد نظراً للمسؤولية المحدودة للمساهم واستقلال ذمته المالية عن ذمة الشركة. وإزاء هذه المخاطر فإن التشريعات التجارية المقارنة تضع قواعد وضوابط لضمان تقييم تلك الحصص تقويماً صحيحاً. ويلاحظ أن بخلاف الأسهم النقدية يشترط المشرع الجزائري والفرنسي دفع قيمة الأسهم العينية دفعةً واحدة عند الاكتتاب.

### المطلب الثالث: أسهم رأس المال وأسهم

#### التمتع.

أسهم رأس المال هي التي تمثل جزءاً من رأسمال الشركة المساهم ولم تستهلك قيمتها بعد<sup>2</sup>. وسهم رأس المال هو الذي لم يتسلم صاحبه قيمته الاسمية أثناء حياة الشركة.

أما سهم التمتع فهو الذي يعطي للمساهم عند تعويض قيمته الاسمية بموجب عملية تسمى استهلاك الأسهم وهو عكس سهم رأس المال الذي يمثل جزءاً من رأسمال الشركة.

ويقصد باستهلاك الأسهم رد القيمة الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة وقبل حلها وانقضائها. وتحيط التشريعات التي تجيز عملية استهلاك الأسهم بجملة من الضوابط حمايةً لحقوق المساهمين وحمايةً لمبدأ المساواة وأخيراً حمايةً للغير المتعامل مع الشركة إذ يشترط أن ينص على الاستهلاك في القانون الأساسي في الشركة سواء وقت إنشائها أو في حياتها عن طريق تعديل يصدر من الجمعية العامة غير العادية.

كما يشترط أن يتم الاستهلاك من الأرباح والاحتياطي عدا الاحتياطي القانوني المادة (715 مكرر 45).

وأخيراً أن يتم الاستهلاك على نحو تراعي معه المساواة بين المساهمين في الحقوق والواجبات المادة (715 مكرر 46) تجاري جزائري، فالمشرع الجزائري لا يجيز أن يتم الاستهلاك عن طريق القرعة المادة 715 مكرر 46.

ويتم الاستهلاك إما برد جزء من القيمة الاسمية لجميع الأسهم وإما أن تكون كل الأسهم محل الاستهلاك جزئياً من غير أن يكون قد تم استهلاكها بالكامل.

قانوناً إلا عند قيام البنك بدفع الأموال إلى الشركة حسب قواعد القانون التجاري.

ويلاحظ أن التشريعات المقارنة مختلفة في الحلول المطبقة في كيفية الوفاء بقيمة الأسهم النقدية، فبعض التشريعات تعتق مبدأ الدفع المجزأ لقيم الأسهم النقدية كالقانون الفرنسي والجزائري والمصري والكويتي والمغربي والتونسي، والبعض الآخر يكرس مبدأ الدفع الفوري عند تأسيس الشركة كالقانون الأردني.

### الفرع الثاني: الأسهم العينية.

وهي الأسهم التي تعطي للمساهم في شركة المساهمة مقابل الحصة العينية التي قدمها في رأسمال الشركة.

والحصة العينية هي كل مال متقوم عقاراً كان أم منقولاً وسواء كان هذا المنقول مادياً أم معنوياً عدا النقود والعمل<sup>1</sup>.

ومن أمثلة الحصص العينية، تقديم محل تجاري في رأسمال الشركة أو علامة تجارية أو براءة اختراع أم أراضي أو عقارات أو منشآت أو آلات أو سيارات... الخ

وجدير بالإشارة أن تقديم حصة عينية في رأسمال الشركة لا يخلو من مخاطر نتيجة المغالاة أو المبالغة في تقدير قيمة تلك الحصص وهذه المخاطر تمس مصالح الشركة وتمس من ناحية أخرى المساهمين وأخيراً تضر بمصالح الدائنين.

فبالنسبة للشركة فإن سوء تقدير الحصص العينية يؤدي من زاوية إلى تضخيم رأسمال الشركة على خلاف الواقع بحيث لا يمثل الحقيقة أو لا يكون رأسمال الشركة حقيقياً.

وبالنسبة للمساهمين فإن المغالاة في التقدير تضر بهم من زاوية إخلال ذلك بمبدأ المساواة الموجود في الشركة، وتفسير ذلك أن المساهمين الذين قدموا حصصاً نقدية سوف يحصلون على أسهم نقل قيمتها على قيمة الأسهم العينية المبالغ في تقديرها وبالتالي يتحصلون على ربح دون وجه حق على حساب المساهمين الذين قدموا حصصاً نقدية.

وأخيراً وبالنسبة للغير المتعامل مع الشركة فإن سوء التقدير من شأنه إلحاق الضرر به وأساس

2 د. فريد العريني، الشركات التجارية، ط2001، دار النهضة العربية، القاهرة، ص256.

1 يجيز القانون الليبي بالحصة العمل في شركات المساهمة، بموجب المادة 488 من القانون التجاري الليبي.

أسهمها سواء عند التأسيس أو عند زيادة رأسمال الشركة .

ومن ناحية أخرى قد تهدف الشركة إلى تأمين الأغلبية للوطنين في الجمعيات العامة للمساهمين في الشركات التي تضم أجنبياً .

وأخيراً قد يكون رائد الشركة في إصدار أسهم ممتازة جمع الأموال التي تحتاجها لتوسيع نشاطها دون اللجوء إلى الاقتراض بسبب عبء الفائدة الثابتة الناجمة عنه، وتتعدد صور الامتياز الذي تمنحه الأسهم الممتازة لأصحابها فقد يتجسد في الحصول على نصيب من أرباح الشركة يفوق الأرباح المخصصة للأسهم العادية وهذا النوع من الأسهم لا يجيزها المشرع الجزائري المادة 715 المكرر 44.

وقد يتجسد الامتياز في الحصول على فائض التصفية عند حل الشركة وهذا النوع أيضاً لا يجيزه المشرع الجزائري، وقد يتجسد الامتياز في حصول أصحاب الأسهم الممتازة على أصوات يفوق الأصوات الممنوحة لأصحاب الأسهم العادية وتسمى بالأسهم ذات الصوت المتعدد المادة 715 المكرر 44 / 2 وأخيراً قد يتجسد الامتياز في الأولوية في الاكتتاب بأسهم جديدة أو سندات استحقاق المادة 715 مكرر / 03 .

### خاتمة:

عالجت هذه الدراسة الأسهم باعتبارها أهم المنتجات المتداولة في البورصة .

وتبين أن السهم يمثل نصيب المساهم في رأس مال الشركة وفي نفس الوقت يتجسد هذا النصيب أو هذا الحق في صك قابل للتداول في البورصة بالطرق العادية.

وتبين أن للسهم جملة من الخصائص تميزه عن غيره من المنتجات في البورصة فهو قابل للتداول بالطرق التجارية، وتتحدد مسؤولية المساهم بحسب الأسهم التي يملكها في رأسمال الشركة، كما تتميز الأسهم بعدم قابليتها للتجزئة، وأخيراً تتميز بتساوي قيمتها الاسمية .

كما تبين اختلاف الفقهاء حول الطبيعة القانونية للسهم ورجحنا أن المساهم له حق ملكية اتجاه الشركة .

### المطلب الرابع: الأسهم العادية والأسهم

الممتازة.

### الفرع الأول: الأسهم العادية والحقوق

المرتبطة بها.

عرفتها المادة 715 مكرر 42 بقولها (هي الأسهم التي تمثل اكتتاب ووفاء لجزء من رأسمال الشركة أو تمنح الحق في المشاركة في الجمعية العامة، والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها أو قانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي).

والأسهم العادية هي أسهم تمنح أصحابها الحقوق العادية التي لا يمكن فصلها عن السهم والتي تعتبر من مقوماته بحيث لا يمكن فصلها عن السهم والتي تعتبر من مقوماته بحيث لا يمكن بدونها اعتبار الصك الذي تصدره الشركة المساهمة سهماً. وتسمى الحقوق التي تخولها الأسهم العادية بالحقوق الأساسية للسهم، أو الحقوق اللصيقة بالسهم وهي بإجماع الفقه والقضاء حقوق تتعلق بالنظام العام.

ولقد استقر الرأي في الفقه على بعض تلك الحقوق والتي تعتبر أساسية وهي:

- 1- حق المساهم في تداول أسهمه.
- 2- حق المساهم في نصيب من الربح.
- 3- حق المساهم في حضور اجتماعات الجمعية العامة والتصويت.
- 4- حق المساهم في فائض التصفية.
- 5- حق المساهم في الإعلام.

### الفرع الثاني: الأسهم الممتازة وصور

الامتياز الذي تمنحه .

الأسهم الممتازة أو أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية تمنح لأصحابها حقوقاً تفوق الحقوق التي تمنحها الأسهم العادية أو تمنح أصحابها بجانب الحقوق العادية اللصيقة بالسهم بعض المزايا الخاصة. والأسهم الممتازة تنطوي على إيجابيات بالنسبة للشركة المصدرة فمن ناحية قد تقصد الشركة إغراء جمهور المدخرين للاكتتاب في

1 لتوسع: د. عمار محمد تيار، نظرية الحقوق الأساسية للمساهم، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، 2001، ص20.

- 17- Hemmard (J) terre (H) et mobilot (P),  
société commercial.  
18- Poul didier, droit co mmercial, 1ed, 1970.

وتبين أن المشرع الجزائري يجيز للشركة إصدار أسهم سواء في الشكل الاسمي أو في شكل للحامل وأن الأسهم للحامل تعتبر التجسيد الفذ لمبدأ حرية التداول.  
كما يجيز المشرع للمساهم تقديم حصة إما نقدا أو عينا. وفي هذه الحالة الأخيرة يخضع تقدير الحصة لجملة من الضوابط حماية للمساهمين والشركة والغير.  
وأخيراً فإن المشرع يجيز إصدار أسهم ممتازة نظراً للفوائد التي تنطوي عليها.

### المراجع:

- 01- د. محسن شفيق، الوسيط في القانون التجاري المصري، ج1، مكتبة النهضة المصرية، ط3، القاهرة، 1957.  
02- د. علي جمال الدين عوض، شركات الأموال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1984.  
03- د. سميحة القليوبي، الشركات التجارية، ط3، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.  
04- د. محمد حمد الله، مدى حرية المساهم في التصرف في أسهمه، دار النهضة العربية، 1998.  
05- د. علي سيد قاسم، قانون الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003.  
06- د. محمود سمير السرقاوي، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1989.  
07- د. حسين المصري، دروس في القانون التجاري، دار النهضة العربية، القاهرة، 1985.  
08- د. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، 1983.  
09- علي حسن يونس، الشركات التجارية، ط1991.  
10- د. ثروت عبد الرحيم، شرح القانون التجاري المصري الجديد، ج1، دار النهضة العربية، ط5، القاهرة، 2004.  
11- د. مرتض نصر الله، الشركات التجارية، مطبعة الإرشاد، بغداد، 1969.  
12- د. حسين الماحي، الشركات التجارية، ط2، دار أم القرى، المنصورة.  
13- د. سميحة القليوبي، الأوراق التجارية، دار النهضة العربية، 1984.  
14- د. فريد العريني، الشركات التجارية، ط2001، دار النهضة العربية، القاهرة.  
15- د. عمار محمد تيار، نظرية الحقوق الأساسية للمساهم، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، 2001.  
16- Ripert (G) et Roblot, traité de droit commercial, T1, 18 ed, LGDJ, paris, 2001.

## أنظمة المعلومات ودورها في فعالية التمويل داخل البورصة

الأستاذ: بن الدين أحمد  
أستاذ مساعد جامعة أدرار

### مقدمة:

تشكل البورصة ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص ، ويبرز دور هذه السوق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة ، وتؤدي وظيفة التوسط هذه ، من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية المختلفة. وتعد مشكلة نقص المعلومات ، أحد العقبات التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية وتؤدي إلى عزوف قطاع ضخم من صغار المستثمرين عن توجيه مدخراتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية وذلك بسبب الغموض- غير المبرر- الذي يكتنف حركة الأسعار ، وتقييم الأسهم المطروحة للتداول ، وهو ما يمثل مخاطرة سواء للمتعاملين أو للبورصة ذاتها.

لذلك يعد مبدأ " الإفصاح " ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، وذلك بنشر البيانات والمعلومات الكافية عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة بالإضافة إلى القوائم المالية المنشورة.

من هذا المنظور سنحاول ، إبراز دور المعلومة في التأثير على فعالية عمل البورصة وذلك بالتطرق إلى النقاط التالية:

- التعريف بالمعلومات الداخلية وتأثيرها على مستوى الأداء في السوق .
- أنواع المعلومات الداخلية المؤثرة على أداء السوق.
- كيفية الإفصاح عن المعلومة المالية للشركات والجهات المنوطة بهذا الدور في ظل التشريعات الحكومية.
- التقارير المالية كأداة من أدوات نشر المعلومة .
- سوق رأس المال كمصدر من مصادر المعلومة.

- العلاقة بين وجود نظام فعال للمعلومات وكفاءة البورصة.

### أولاً: نظم المعلومات :

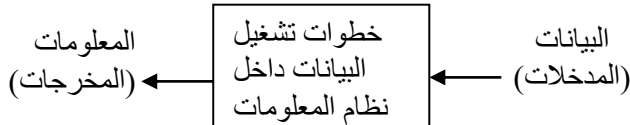
#### 1- تعريف نظم المعلومات :

يمكن تعريف نظم المعلومات على أنها مجموعة منظمة من الأفراد ، المعدات ، البرامج وشبكات الاتصالات وموارد البيانات والتي تقوم بتجميع ، تشغيل ، تخزين وتوزيع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات<sup>1</sup>

كما يمكن تعريفها بأنها " الإطار الذي يتم من خلاله تنسيق الموارد البشرية أو الآلية لتحويل المدخلات (البيانات) إلى مخرجات (المعلومات) لتحقيق أهداف المشروع<sup>2</sup> .

ومن خلال هذا التعريف ، فإن العناصر المكونة لنظام المعلومات تتمثل في :

1-1/ المعلومات : هي الناتج من نظام المعلومات ، يتم الحصول عليها عن طريق جمع البيانات والتي تتشكل في حقائق أولية وأرقام تمثل مدخلات لنظام المعلومات.



شكل (1) : المعلومات تنبع من البيانات

المصدر: كمال الدهراوي "مدخل معاصر في نظم المعلومات المحاسبية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2002-2003 ص 15.

1-2/ الأهداف: يهدف نظام المعلومات إلى تحقيق ثلاث أهداف أساسية

- 1 - يقدم معلومات لأغراض اتخاذ القرارات .
- 2 - تقديم المعلومات التي تساعد في إجراء العمليات اليومية .
- 3 - تقديم المعلومات اللازمة عن مدى تحقيق الإدارة لمسؤولياتها.

وتتم خدمة المستخدمين الداخليين والخارجيين عن طريق توفير المعلومات لاتخاذ القرارات

<sup>1</sup> منال محمد الكردي، جلال ابراهيم العبد " مقدمة في نظم المعلومات الإدارية" (النظرية - الأدوات - التطبيقات) الدار الجامعية الاسكندرية ، مصر 2003، ص 14.

<sup>2</sup> د كمال الدهراوي ، "مدخل معاصر في نظم المعلومات المحاسبية" الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر، 2002 - 2003 ص 15.

- خطط مجلس الإدارة أو الإدارة العليا في الشركة تجاه توزيع الأرباح ونسبة التوزيع وتوقيت الإعلان عن ذلك.
- الأشكال المقترحة لتوزيعات الأرباح من حيث نوعية هذه التوزيعات سواء كانت نقداً أو أسهم.
- خطط الشركة المستقبلية نحو النمو أو التوسع أو التوزيع.
- كفاءة الكوادر داخل الشركة وسمعة الإدارة وقدرتها على تحقيق الأهداف المقترحة .
- التطور التاريخي لأرباح الشركة واستقراره خلال السنوات السابقة
- الميزة التنافسية لنشاط الشركة داخل القطاع الذي تنتمي إليه ومقدرتها على تحقيق أفضل النتائج.
- استقرار العمالة ومعدل دورانها ومسببات التغييرات التي تحدث في هيكل العمالة.
- نوعية العلاقة بين الشركة والموردين في الفترات الماضية والمستقبلية.
- كفاءة وفعالية البرنامج التسويقي للشركة ومقدرته على التكيف مع المتغيرات الخارجية والداخلية للبيئة المحيطة بالمنظمة.
- المخاطر النظامية وغير النظامية التي تواجه الشركة وكيفية تعامل الإدارة معها.<sup>2</sup>

### 3-2/ تأثير المعلومة الداخلية على مستوى الأداء في السوق:

تلعب المعلومات خاصة الداخلية منها دوراً مهماً في كفاءة السوق المالي، ويمكن بيان هذا الدور من خلال ما يلي:

- 1 - إن نوعية وكمية المعلومات الداخلية المتوافرة للسماسرة والمتعاملين من شأنها تدعيم حركة التداول بطريقة تتناسب واحتياجات كل مستثمر .
- 2 - التخفيف من فوائد المضاربة الغير عادلة داخل السوق، والتي تنجم عن حصول مكاسب لمستثمرين على حساب مستثمرين آخرين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات.
- 3 - التخفيف من مخاطر المعلومات الداخلية لبعض المستثمرين والتي من شأنها التأثير على كفاءة الأداء

والمعلومات اللازمة لتنفيذ العمليات، كما أن الأطراف الخارجية يهتمها الوقوف على مدى أمانة الإدارة وتنفيذها لأهداف الشركة.

### 2- التغييرات العالمية التي أدت إلى زيادة أهمية

#### نظم المعلومات:

أدت ثلاث اتجاهات إلى حدوث تغيير جوهري في بيئة المنظمات:

**الأول:** التوجه نحو عولمة الاقتصاد، حيث أدى التوجه نحو عولمة الاقتصاد إلى رفع قيمة تكنولوجيا المعلومات للمنظمات، فنظم المعلومات اليوم هي التي توفر للمنظمات إمكانات الاتصالات وأدوات تحليل المعلومات واتخاذ القرارات.

**الثاني:** الاتجاه نحو الاقتصاد القائم على خدمات المعلومات: حيث تحولت الولايات المتحدة، اليابان، وألمانيا وغيرها من القوى الصناعية الكبرى إلى التركيز على الاقتصاد القائم على خدمات المعلومات والمعرفة بالإضافة إلى وجود تحول كبير إلى أعمال المعرفة وهي التي تنطوي على التوزيع والعمل على إنشاء مراكز معرفة جديدة للمعلومات مثل معلومات المحاسبين والمحامين والباحثين... الخ، وأصبحت القاعدة لكثير من السلع والخدمات مثل صناعة برامج الكمبيوتر والخدمات المصرفية.

**الثالث:** ظهور شكل جديد من المنظمات بديل للنظام التقليدي المركزي يتميز بسطحته (أقل هرمية) وغير مركزي يعتمد على ترتيبات عمل مرنة ومعلومات فورية لتوفير خدمات على نطاق واسع لملائمة أسواق ومستهلكين محددين، وتعتبر المعلومات هي الأداة التي يقوم عليها الشكل الجديد للتنظيم.<sup>1</sup>

### 3- مصادر المعلومة في سوق رأس المال

#### 3-1 / المعلومات الداخلية وتأثيرها على مستوى

#### أداء السوق:

يقصد بالمعلومات الداخلية كافة أنواع البيانات والتقارير والمعلومات المتعلقة بالنشاط الداخلي للشركة من حيث:

<sup>1</sup> منال محمد الكردي د. جلال ابراهيم العبد، " مقدمة في نظم المعلومات الإدارية" (النظرية - الأدوات - التطبيقات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص 15.

<sup>2</sup> د. محمد سويلم، "سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار"، بدون دار وسنة النشر، ص 114.



المستخدمين ستتأثر بكمية ونوعية هذه البيانات والمعلومات التي تم الإفصاح عنها. فبالنسبة للأطراف الخارجية (أي مستخدمي المعلومات المحاسبية من خارج المنشأة) فستتأثر درجة رشد قراراتها الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار ومنح الإتمام للمنشآت، وبالنسبة لإدارة المنشآت فإن تصرفاتها الاقتصادية ستؤثر على أداء المنشأة المالية والاقتصادية بصورة عامة.<sup>2</sup>

هذا ويؤدي الإفصاح المحاسبي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين وبالتالي كبر حجم سوق رأس المال متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء والبيع وكذلك في زيادة حجم التعامل. كما أن المستثمرين يحتاجون إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تحقيق الآتي:

1/ تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر، وكذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الارتفاع في قيمة الأسهم

2/ تقدير درجة المخاطرة الخاصة بالأسهم وتتمثل في درجة التباين لعائد السوق للسهم التي قد تنتج من متغيرات مرتبطة بالسوق وهي ما تسمى بدرجة المخاطرة المنتظمة، وكذلك درجة المخاطرة الناتجة من متغيرات راجعة للشركة نفسها والتي تسمى بدرجة المخاطرة غير المنتظمة.

3/ مساعدة المستثمرين على تكوين محفظة مناسبة لأوراق المالية. ويهدف المستثمر من تكوين المحفظة إلى تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات.<sup>3</sup>

### 3-3-1 طرق العرض والإفصاح عن المعلومات:

عند التعرض لمشكلة طرق العرض والإفصاح عن المعلومات، فإنه من المناسب القول أن هناك اتجاهين محددين للإفصاح هما:

<sup>2</sup> موقع الدكتور طلال سجيني . [www.action-org](http://www.action-org) مارس 2007.

<sup>3</sup> الدهراوي كمال الدين، " تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار"، الدار الجامعية الاسكندرية، مصر 2001، ص19.

داخل السوق، كما أنها تسبب مخاطر للاقتصاد القومي ككل، حيث أن حصول بعض المستثمرين على معلومات قد يؤدي إلى حدوث كساد وهبوط للتعامل.

4 - يؤدي تداول غير عادي لأسهم شركة معينة في السوق بناء على معلومات غير معلنة إلى التأثير على حركة أسعار الأسهم للشركات الأخرى وتسارع المستثمرين لإتمام عمليات شراء غير سليمة وبالتالي التأثير السلبي على أداء الأسعار للشركات المسجلة الأخرى.

5 - إن توافر أو نقص في المعلومات من شأنه التأثير على انسياب وتدفق حجم الاستثمارات الأجنبية داخل الدولة وذلك لأن معظم المستثمرين الأجانب يهتمون أن يحصلوا على معلومات كاملة تتعلق بقيمة الأسهم الحقيقية والمراكز المالية السليمة لهذه الشركات وكفاءة الإدارة بها وكذا التوقعات المستقبلية الخاصة بأرباحها ونموها وما تتعرض إليه من التزامات غير متوقعة.<sup>1</sup>

### 3-3 - الإفصاح المحاسبي كمصدر للمعلومة:

يعتبر مبدأ الإفصاح المحاسبي من المفاهيم والمبادئ المحاسبية الهامة التي تلعب دوراً هاماً في إثراء قيمة ومنفعة البيانات والمعلومات المحاسبية التي تظهرها القوائم والتقارير المحاسبية والمالية والتي تستخدم لإغراض اتخاذ قرارات الاستثمار والائتمان في المنشأة، وأيضا القرارات المرتبطة بتشغيل واستغلال الموارد المتاحة للمنشأة. وبالتالي فإن الإفصاح المحاسبي يساهم في تحقيق فعالية استغلال وكفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية المتاحة على مستوى المنشأة (المستوى الجزئي) وبالتالي على المستوى القومي للاقتصاد الوطني. وقد أشارت الكثير من الدراسات إلى ذلك حيث ذكرت أن البيانات والمعلومات المحاسبية تساعد في جهود كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية المتاحة على مستوى الوحدات الاقتصادية وبالتالي الاقتصاد القومي.

ومن المعروف أن الهدف الرئيسي من الإفصاح المحاسبي هو إشباع حاجات مستخدمي القوائم والتقارير المحاسبية من البيانات والمعلومات المحاسبية، وبالتالي فإن تصرفات هؤلاء

<sup>1</sup> د. محمد سويلم، "سوق المال والبورصات وصناديق الإستثمار"، المرجع السابق، ص115.

ويعني هذا المستوى تقديم المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار، وفي ظلّه يتم الإفصاح عن المعلومات الملائمة سواء كانت وصفية أو كمية تتعلق بالقطاعات المهمة للمنشأة مثل: المبيعات، سواء للعملاء الخارجيين أو المبيعات والتحويلات للقطاعات الأخرى وأرباح أو خسائر التشغيل، وذلك فيما يتعلق بالقطاعات المهمة والجوهريّة، وأي معلومات أخرى تؤثر على قرارات "مستخدمي القوائم المالية". ولعل هذا النوع يندرج تحت الإفصاح التثقيفي بما يحققه من الإفصاح عن المعلومات الملائمة لأغراض اتخاذ القرارات. وهو الأمر الذي يُعنى بفائدة مستخدمي القوائم المالية في ضوء اعتبارات الأهمية النسبية ومفهوم التكلفة / العائد من المعلومات المحاسبية.

### 3-2 الإفصاح عن المعلومات المالية للشركات:

تعتبر القوائم المالية من أهم أنواع التقارير المحاسبية ذات الفائدة الكبيرة لإدارة الوحدة والمصدر الرئيسي للمعلومات المالية للجهات الخارجية التي تهتم بأعمال الوحدة الاقتصادية، وتظهر هذه القوائم، المركز المالي للوحدة في وقت إعدادها، كما توضح نتائج الأعمال التي أدت إلى الوصول إلى هذا المركز المالي.

وتهدف القوائم المالية إلى المساعدة في تقييم نواحي القوة المالية للوحدة الاقتصادية، وذلك من خلال أربعة قوائم مالية وهي:

**أولاً: قائمة الدخل:** ويشار إليها أحيانا قائمة الربح، وتهدف إلى قياس مدى نجاح المشروع خلال فترة زمنية معينة (عادة سنة) في استغلال الموارد المتاحة في تحقيق الأرباح. وعادة ما يهتم المستثمرين بهذه القائمة للحكم على ربحية المشروع وتحديد قيمة الاستثمار والديون فهي بذلك تساعدهم في التنبؤ

- الإفصاح الوقائي Protective Disclosure: والذي يهدف أساسا إلى حماية المجتمع المالي، وفحواه أن القوائم المالية يجب أن يتم الإفصاح فيها عن كل ما يجعلها غير مضللة لأصحاب الشأن. ويترتب على هذا الاتجاه في الإفصاح أن المعلومات المالية يجب أن تكون على أعلى درجة ممكنة من الموضوعية حتى لا يساء استخدامها، ولو ترتب على ذلك استبعاد كثير من المعلومات التي قد تكون ملائمة.

- الإفصاح التثقيفي Informative Disclosure: وفحواه الإفصاح عن المعلومات الملائمة لأغراض اتخاذ القرارات. كما أن هناك مستويات مختلفة للإفصاح يجب على المحاسب اختيار المستوى المناسب الذي يمكن من خلاله توصيل المعلومات لمستخدمي القوائم المالية وفي ذلك يمكن تمييز ثلاثة مستويات هي:

أ- مستوى الإفصاح الوصفي Descriptive Disclosure:

يختص هذا المستوى بالإفصاح عن معلومات وصفية متعلقة بقطاعات المنشأة المختلفة مثل: قائمة بالقطاعات الهامة بالمنشأة، وصف للقطاعات وأساس التقسيم المستخدم، وصف للفلسفة المتبعة في تحديد أسعار التحويل بين القطاعات.

ب- مستوى الإفصاح الكمي والشامل Quantitative and Comprehensive Disclosure:

وفي ظل هذا المستوى يتم الإفصاح عن معلومات كمية متعلقة بقطاعات المنشأة المختلفة مثل: المبيعات، سواء للعملاء الخارجيين أو المبيعات والتحويلات للقطاعات الأخرى، وأرباح أو خسائر، والأصول المخصصة للقطاع... الخ.

ج- مستوى الإفصاح الفعال Efficient Disclosure:

الظواهر الاقتصادية المنشورة ، وهذا يقتضي الإفصاح ونشر المعلومات في السوق من خلال :

أ / **نشرة الإصدار** : وهي عبارة عن كتيب يعطى للمستثمر المرتقب : يصف الشركة وجميع الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام، ويشمل ملخص لدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع ، بالاستناد إلى مختلف القوائم المالية.

ب/ **نشرة الاكتتاب** :

وهي عبارة عن نشرة إعلان وترويج لإعلام جمهور المستثمرين بالأوراق المالية المختلفة للاكتتاب العام وذلك بالنشر في الصحف اليومية ووسائل الإعلام المختلفة ، وتحتوي نشرة الاكتتاب على معلومات تكاد تكون واحدة بالنسبة لجميع الشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، مثل اسم الشركة ، ومقر الشركة ، وغرض الشركة ، ورأس مال الشركة ، وطريقة توزيع الأرباح... الخ.<sup>3</sup>

### 3-4 / التشريعات الحكومية وعملية الإفصاح عن المعلومات:

تقوم الحكومات بسن مختلف التشريعات المنظمة لعمليات التداول داخل السوق وذلك ضمانا لنجاح واستقرار السوق وحماية المستثمرين داخله من خلال :

\* اتخاذ الدور الحيادي في مراقبة أداء السوق وعدم التأثير بأي شكل على حركة التداول والمتاجرة داخله لضمان استقلالية ميكانيكية العرض والطلب للأدوات المالية المتداولة.

\* مساءلة ومحاسبة الأفراد والمؤسسات التي تقوم ببث إشاعات مغرضة ومضللة عن أداء الشركات من أجل التأثير على حركات التداول.

\* منع استغلال المعلومات والبيانات غير المعلنة والتي من شأنها التأثير على حركة الأسعار داخل السوق وكمثال على هذه المعلومات ، التوسعات المستقبلية وإمكانية الربح أو الخسارة نتيجة أداء الشركة لأنشطتها المختلفة.<sup>4</sup>

ومن المهم هنا قبل الحديث عن المتطلبات المحاسبية في الشركات المساهمة لا بد من الإشارة إلى كيفية سير عمل وتنظيم سوق الأوراق المالية، فمثلاً لو أخذنا أسواق الولايات المتحدة الأمريكية المالية باعتبارها أكبر الأسواق المالية في العالم إضافة إلى أن أكثر من 80% من الأسهم العالمية

بكمية ووقت وعدم التأكد فيما يتعلق بالتدفقات النقدية<sup>1</sup>

**ثانياً: قائمة التدفقات النقدية** : نظراً لأن قدرة المشروع على تحقيق تدفقات نقدية ملائمة تؤثر على قدرته على سداد التوزيعات والفوائد وبالتالي على القيمة الاسمية للأسهم ، فإن التدفقات النقدية المتوقعة للمستثمرين والدائنين ترتبط بالتدفقات النقدية المتوقعة للمشروع الذي قام هؤلاء باستثمار أموالهم فيه، وهذه القائمة تقدم معلومات مفيدة حول أنشطة المشروع في الحصول على نقدية من خلال العمليات لسداد الديون ، أو إعادة استثمارها في المشروع للمحافظة على التوسع في الطاقة التشغيلية وحول الأنشطة التمويلية في شكل قروض أو حقوق ملكية وكذلك حول استثمار وصرف النقدية.

**ثالثاً: قائمة المركز المالي** : تظهر هذه القائمة والتي يشار إليها بقائمة الميزانية العمومية، عناصر الالتزامات، وحقوق الملكية للمشروع في تاريخ معين، وتفيد هذه القائمة في :

- حساب معدلات العائد عن طريق نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول المستخدمة.
- تقييم هيكل الملكية للمشروع : عن طريق تحديد نسبة الديون الخارجية إلى إجمالي الأصول ونسبة الديون إلى الملكية لمعرفة درجة الرفع المالي للشركة.
- تقييم مركز السيولة والمرونة المالية وذلك عند تحديد رأس المال العامل وتقييم قدرة الشركة على سداد الالتزامات قصيرة الأجل وهو ما يعكس مركز السيولة للشركة.<sup>2</sup>

### 3-3-3 / التقارير المالية المنشورة :

إن توفير المعلومات والبيانات عن أوجه نشاط الشركات المزمع إنشاؤها ونتائج أعمالها المتوقعة بالقدر الذي يمكن المستثمرين من بناء واتخاذ قراراتهم على أسس سليمة يتطلب تطوير شكل ومحتوى التقارير المحاسبية المنشورة لتتواءم مع

<sup>1</sup> كمال الدين الدهراوي، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2001، ص57.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص111.

<sup>3</sup> محمد سويلم ، المرجع السابق ص122.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص121.

ويعد مجلس معايير المحاسبة المالية FASB في الولايات المتحدة الأمريكية واحدا من أهم المجالس التي ساهمت في إرساء الإطار النظري لعمليات الإفصاح المحاسبي في العالم ، مؤكدا في ذات الوقت على الإفصاح القطاعي للشركات والذي من خلاله يتم التعرف على المعلومات الجوهرية المتعلقة بالقطاعات الرئيسية التي تتكون منها الشركة ، والتي تساعد مستخدمي القوائم المالية على تقييم كل قطاع رئيسي على حدة من حيث الربحية ودرجة المخاطر المرتبطة وفرص النمو.

واستكمالا لجهود مجلس المبادئ المحاسبية تناول مجلس معايير المحاسبة المالية FASB دراسة أهم المشاكل المرتبطة بالتقارير عن المعلومات القطاعية فكان أن أصدر المعيار رقم (14) بعنوان "التقرير المالي عن قطاعات النشاط للمنشأة" والقاضي بإلزام الوحدات الاقتصادية ذات الأنشطة المتنوعة بإعداد تقارير مالية تفصح فيها عن مختلف الصناعات أو الأنشطة التي تباشر فيها نشاطها ، والأنشطة في الدول الأجنبية ، والمبيعات الخارجية وكذلك المبيعات للعملاء الرئيسيين. وقد تبنى المعيار توفير الإرشادات الخاصة بتحديد القطاعات الواجب الإفصاح عنها ، وتحديد المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها في القوائم المالية والمبادئ المحاسبية المستخدمة في إعداد التقارير المالية لقطاعات المنشأة ، وكذلك طرق العرض والإفصاح.

واستمرارا لجهود مجلس معايير المحاسبة المالية أصدر المعيار رقم (18) عام 1977 والخاص بالتقرير المالي عن قطاعات المنشأة في القوائم المالية المرحلية ، وكذلك المعيار رقم (24) عام 1978 الخاص بالتقرير عن المعلومات القطاعية في القوائم المالية التي تعرض في التقرير المالي لمنشأة أخرى.

واستكمالا لاستعراض جهود المجاميع المهنية ، فقد قامت لجنة معايير المحاسبة SSAP في إنجلترا بإصدار المعيار رقم (25) في عام 1990. كما قامت لجنة معايير المحاسبة الدولية بإصدار المعيار المحاسبي الدولي رقم (14) بعنوان "التقرير عن المعلومات المالية القطاعية" عام 1991. وأعيد تنقيحه وإصداره مرة أخرى عام 1994 (IAS, 1981, 1994). كما تمت مراجعته بشكل كامل في عام 1997 ليتسق مع الفلسفة الجديدة التي

يتم تقييمها بالدولار الأمريكي، فإن تنظيم سوق الأوراق المالية والرقابة عليها تتم من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات أخرى على مستوى الولايات المختلفة.

ويعتبر قانون الأوراق المالية الصادر عام 1933م أول تشريع قانوني ورئيسي على المستوى الفيدرالي أملتته الضرورة بعد الانهيار الاقتصادي العالمي الذي حدث عام 1929م والذي كانت أكبر تأثيراته في السوق الأمريكي وتبعه قانون البورصات عام 1934م ليكون أكثر تخصيصاً عن قانون سوق الأوراق المالية حيث يغطي السوق الثانوية<sup>1</sup> ويفرض ضرورة تسجيل البورصات الوطنية والسماسة والتجار.. الخ.

وفي ظل هذه القوانين تقوم هيئة (لجنة) الأوراق المالية والبورصة بالإشراف على عمليات البورصات وإصدار وتداول الأوراق المالية وهذه الهيئة هي سلطة حكومية ولكن ليست تشريعية (يعني شبه تشريعية) يتم اختيار رئيسها وأعضائها من قبل أعلى سلطة في الولايات المتحدة الأمريكية ممثلة في (الرئيس) كما حصل مؤخراً بعد أن تولى انهيار بعض الشركات الكبرى مثل «انرون للطاقة» و«وورلدكوم» للاتصالات وبعض شركات الطيران بعد اكتشاف العديد من المخالفات المحاسبية والمجاملات والتي كان من نتائجها أن فقد أصحابها الكثير، فبالإضافة إلى أعمالهم فقدوا مستحققاتهم المعاشية مما دعى بالرئيس الأمريكي إلى إعادة هيكلة هذه الهيئة من أعلى إلى أسفل خاصة بعد أن جاوز عدد الشركات الكبرى التي أشهرت إفلاسها الأربعين شركة حيث جمد العمل بمفهوم الرقابة الذاتية الذي كانت هيئة الرقابة تمنحها للإدارات في كل بورصة للقيام بأعمال الرقابة والإشراف على سوق المال، وتكتفي الهيئة بحق تعديل ما يصدر عن تلك الإدارات مما أثار العديد من التساؤلات حول التطبيقات المحاسبية والمعايير المحاسبية المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية - أكبر اقتصاد في العالم - والتي انتقلت عدواها إلى أنظمة أخرى خارج حدود أمريكا إلى أوروبا وآسيا وكل الدول التي تتبع النظام الاقتصادي الرأسمالي .

<sup>1</sup> السوق الثانوية: المقصود بها هي سوق التداول قصير الأجل في حين أن السوق الأولية هي سوق الإصدار والذي يعد طويل الأجل وسوق الأوراق المالية يشتمل على الاثنين الأولي والثانوي.

وردت في المعيار الأمريكي الحديث الذي يحمل الرقم (131)<sup>1</sup>.

هذا وقد وردت في المعيار الأمريكي رقم (131) بعض النماذج المتعلقة بأسلوب الإفصاح عن المعلومات القطاعية وهي غير ملزمة ويشجع مجلس معايير المحاسبة الأمريكي أي أسلوب لتقديم المعلومات بشكل مفهوم في ظل الظروف المعينة.

ولا شك أن اختيار الأسلوب المستخدم في الإفصاح عن المعلومات القطاعية إنما يتوقف على رأي ووجهة نظر معدي القوائم المالية وخبراتهم السابقة في هذا الصدد.

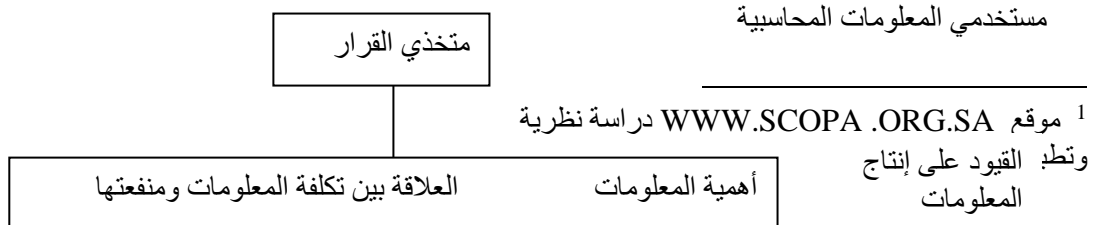
### 3-5/ الخصائص الكيفية للمعلومات المحاسبية:

بعد إبراز ضرورة الاعتماد على القوائم المالية في الإفصاح عن المعلومات المالية للشركات المدرجة في أسواق رأس المال، يطرح التساؤل عن كيفية تمكين الفرد من تقريره ما إذا كانت القوائم المالية يجب أن توفر معلومات على أساس التكلفة التاريخية أم على أساس القيمة الجارية؟ وكيف يمكن أن يقرر ما إذا كان يجب إعداد قوائم موحدة لشركة قابضة يتبعها عدة شركات تعمل في مجالات اقتصادية مختلفة، أم يجب الإفصاح عن نشاط كل شركة في قوائم مستقلة؟

وللإجابة عن مثل هذه التساؤلات يجب توافر بعض المعايير التي يمكن الاسترشاد بها عند الاختيار والمفاضلة بين البدائل. وعموما تعتبر المعلومات الأكثر منفعة لأغراض اتخاذ القرارات هي المحور الأساسي لاختيار أسلوب المحاسبي واختيار كمية ونوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، واختيار طريقة العرض والإفصاح عن هذه المعلومات.

هذا وقد حددت الدراسة رقم (2) الصادرة عن مجلس المحاسبة المالية الخصائص الكيفية للمعلومات المحاسبية والتي يمكن على ضوءها التمييز بين المعلومات الأكثر منفعة والمعلومات الأقل منفعة لأغراض اتخاذ القرارات، ويمكن صياغة هذه الخصائص حسب الشكل التالي:

### الخصائص الكيفية للمعلومات المحاسبية



\* /الاتساق: ويقصد به الثبات والانتظام في تطبيق الأساليب والقواعد المحاسبية من فترة إلى أخرى داخل الوحدة الاقتصادية ، وهذا بدوره يحقق إمكانية المقارن بين نتائج الوحدة على مر الزمن ويحول دون ظهور تغيرات ناتجة عن تغير الأساليب والقواعد المحاسبية ، فعلى سبيل المثال قد تتحول إحدى الشركات من طريقة الوارد أخيراً صادراً أولاً "LIFO" إلى طريقة الوارد أولاً صادراً أولاً "FIFO" في تقويم المخزون ،ومن المعروف أن هذا التحول قد يؤدي إلى زيادة الدخل في الفترة المحاسبية التي يتم فيها التغيير خاصة إذا كان هناك ارتفاع شديد في المستوى العام للأسعار وإذا لم يفصح عن هذا التغيير في القوائم المالية فقد تعطي المعلومات المحاسبية انطباع غير حقيقي عن الزيادة في الدخل ، فقد يفسره البعض أنه ناتج عن زيادة في كفاءة إدارة الوحدة الاقتصادية في استغلال مواردها ، بينما قد يخفي هذا التحول خسائر فعلية في نتيجة العمليات ولأن المتغيرات البيئية قد تفرض على الوحدة الاقتصادية تغيير بعض الأساليب والقواعد المحاسبية التي تستخدمها مما يؤدي إلى توفير معلومات أفضل لأغراض اتخاذ القرارات ، وفي مثل هذه الحالات ينص مجلس معايير المحاسبة المالية على ضرورة الإفصاح عن أي تغيير وبيان أثره على الدخل في الفترة المحاسبية التي تم فيها<sup>1</sup>

وإذا أخذنا مثلاً واحداً يتعلق بالإفصاح المحاسبي عن توقعات أو تأكيدات المخزون فمثلاً شركة ديل DELL للحاسب الآلي أفصحت عن إمكانية وجود مخزون (غير مباع) بمبلغ 100 مليون دولار في أحد تقاريرها ومثل هذه الشفافية الحقيقية أدت إلى هبوط السعر من 5.8 دولارات إلى 6 دولارات، وبالرغم من توقع هبوط سعر السهم من قبل إدارة الشركة إلا أن الغرامات المتوقعة من تطبيق عقوبات مخالفة مبدأ الإفصاح كانت أكبر من الخسائر المتوقعة من هبوط سعر السهم وهذا تقدير جيد من جهة لأن الشركة كسبت ثقة مساهميها في هذه الحادثة ما زاد من تمسك المساهمين بأسهم الشركة ودخول مستثمرين جدد بشراء أسهم شركة ديل مما جعل سهم الشركة حتى عام 2002م يقف عند 2800% (يعني 28 ضعفاً) من قيمة إصداره

1 محمد محمود عبد ربه محمد، "مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2000، ص137.

ومن خلال الشكل يظهر أن منفعة المعلومات تتوقف على الربط الدائم بين مستخدمي المعلومات والقرارات التي يتخذونها. وحتى يتحقق ذلك يجب أن تكون المعلومات ملائمة، ويتم توصيلها بطريقة يمكن فهمها ، فالقابلية للفهم هي الخاصية التي تهيئ الفرصة لمستخدم المعلومات أن يتعرف على مضمونها ومغزاها.

#### أ- الخصائص الأساسية للمعلومات:

إذا رجعنا إلى الشكل نجد أن هناك خاصيتان أساسيتان يجب توافرها للمعلومات المحاسبية هما: \* /الملائمة: أي أن تكون المعلومات متاحة في الشكل الملائم والوقت المناسب، ودور المحاسب في هذا الصدد هو توفير المعلومات الأكثر ملائمة للاستخدام المعين ، مع أنها قد تكون أقل ملائمة لاستخدام آخر ، فالمعلومات الملائمة تساعد متخذ القرارات على التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل، أو تساعد على تأكيد أو تصحيح التنبؤات السابقة.

\* /إمكانية الاعتماد على المعلومات : وتوفر هذه الخاصية لمتخذ القرار ضمان خلو المعلومات من الأخطاء والتحيز ، وحتى تتوافر هذه الخاصية في المعلومات المحاسبية يجب أن تكون هذه المعلومات قابلة للتحقق ، أي أن تكون لها دلالة محددة ، واستقلالية بصرف النظر عن من يقوم بإعدادها أو استخدامها ، وأن يتم عرضها بأمانة فتعبر عن الأحداث بصدق دون تزييف، بالإضافة إلى ضرورة كونها محايدة وليست متحيزة لصالح مجموعة من الأفراد على حساب مجموعة أخرى.

#### ب- الخصائص الثانوية للمعلومات:

بالإضافة إلى الخصائص الأساسية السابقة، يجب أن تأخذ المعلومات المحاسبية الخاصيتين التاليتين: \* /القابلية للمقارنة: من البديهي أن استخدام أساليب محاسبية مختلفة يجعل القوائم المالية التي تصدرها الوحدات الاقتصادية غير قابلة للمقارنة. فالمعلومات المحاسبية الخاصة بوحدة معينة تكون مفيدة إذا أمكن مقارنتها بالمعلومات الخاصة بالوحدات الأخرى ، فاختلفت الأساليب يعطي نتائج متباينة عن نفس الحقائق الاقتصادية مما قد يؤدي إلى نتائج مضللة وسوء الفهم حول تخصيص الموارد الاقتصادية.

بكفاءة تخصيص الموارد وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحاً<sup>3</sup>.

وعادة يتم التمييز بين ثلاث صيغ لكفاءة السوق مبنى كل منها على مستوى معين من المعلومات المتاحة للمستثمرين وتتجلى فيما يلي :

**الصيغة القوية الكفاءة :** حيث وفقا لهذه الصيغة فإن المعلومات أيا كان نوعها سوف تنعكس في أسعار الأسهم ، وفي مثل تلك الأحوال لا يوجد ما يسمى بالمعلومات الداخلية للشركة ، وإذا ظهرت مثل تلك المعلومات ، هذا يعني أن السوق لانتصف بالصيغة القوية.

**الصيغة المتوسطة الكفاءة:** وعند هذه الصيغة فإن المعلومات العامة تنعكس في أسعار السهم ويعتبر تحليل التغير في سعر السهم بالاعتماد على القوائم المالية هن مضيعة للوقت لأن هذه المعلومات منعكسة في السعر الحالي للسهم.

**الصيغة الضعيفة الكفاءة:** ووفقا لهذه الصيغة فإن سعر السهم الحالي إنما هو انعكاس لأسعاره الماضية، وتعتبر هذه الصيغة منطقية حيث تعني البحث عن نماذج الأسعار الماضية كمدخل لمحاولة تفسير سبب سوء تسعير السهم<sup>4</sup>.

ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

#### أ - كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) :

وهي تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة، في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة ، مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منها.

#### ب- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) :

ويقصد بها مقدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية ، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصا لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.

وكما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية ، المعلومات الواردة ، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى ، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على

الأولى والتي كانت حوالي 8 دولارات وهذا راجع للثقة الكبيرة التي منحها المستهلكون للشركة والتي كان أحد أسبابها هو دقة وشفافية المعلومات والحسابات<sup>1</sup>.

**4- المعلومات الصادرة عن سوق الأوراق المالية:**  
بالرغم من توفر المعلومات الداخلية للشركات فانه يظل هناك معلومات على جانب كبير من الأهمية ولكنها غائبة تماما عن المستثمر أو متخذ القرار ، ولاشك أن غيابها قد يؤثر سلبا على سلامة القرار المتخذ ، وتتمثل في أعداد الشركات المقيدة في كل عام ، وكذا في مجموع رؤوس أموال تلك الشركات ، وفي اتجاهات تعاملها ، ولذا فان هذه المعلومات لا تتوافر إلا في سوق الأوراق المالية ذاتها، من خلال الجداول المعدة من طرف السوق والتي تبين تطور أحجام التعامل عبر السنوات ، وكذا تطور عدد الأسهم والشركات وإجمالي رؤوس أموالها ، وكلها معلومات من شأنها أن تؤثر على توجيه السياسات واتخاذ القرارات بشأن التعامل داخل البورصة.

#### 5- العلاقة بين وجود نظام فعال للمعلومات وكفاءة البورصة :

##### 1- كفاءة سوق رأس المال :

يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه "ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات " .

وهناك تعريف آخر للسوق الكفاء " يعتبر السوق الكفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية في المتوسط، باستخدام هذه المجموعة من المعلومات، عند اتخاذ قرارات البيع والشراء"<sup>2</sup>.

وينطوي مفهوم الكفاءة بهذا الشكل على ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت ، وسرعة توافر هذه المعلومات ، وعدالة الاستفادة منها ، وتكاليف الحصول عليها ، كما أن كفاءة السوق سوف تسمح

<sup>1</sup> موقع WWW.SCOPA .ORG.SA دراسة نظرية وتطبيقية مارس 2007.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العبد "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" ، الدار الجامعية، 2002، ص107

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السبسي " قضايا اقتصادية معاصرة" دراسات نظرية وتطبيقية، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت لبنان، ط1، 1997، ص138.

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص177.

سوق رأس المال إلى سوق للمضاربة ، ولكن أي مضاربة؟ المضاربة الحقيقية تتطلب معلومات كما تتطلب توافر كوادرات قادرة على التحليل، أما المضاربة في سوق بلا معلومات فهي مضاربة غوغاغية وسوف لن تؤدي فقط إلى فشل السوق في تحقيق هدف التخصيص الكفء للموارد، وبالتالي عدم فاعلية البورصة، وعدم ايجابيتها في التأثير على الاقتصاد القومي بأكمله.

#### قائمة المراجع :

- الدهراوي كمال الدين، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار" الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2001 .
- الدهراوي كمال الدين، "مدخل معاصر في نظم المعلومات المحاسبية"، الدار الجامعية 2002 - 2003.
- الدهراوي كمال الدين، "تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار" الدار الجامعية الإسكندرية- مصر 2001.
- منال محمد الكردي . د. جلال إبراهيم العبد، "مقدمة في نظم المعلومات الإدارية" (النظرية - الأدوات - التطبيقات) الدار الجامعية الإسكندرية 2003 .
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" الدار الجامعية الإسكندرية، 2002.
- محمد سويلم، "سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار"، بدون دار وسنة النشر.
- محمد محمود عبد ربه محمد "مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2000.
- منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" منشأة المعارف الإسكندرية، مصر 2002.
- صلاح الدين حسن السيبي، "قضايا اقتصادية معاصرة" دراسات نظرية وتطبيقية، دار الوسام للطباعة والنشر بيروت لبنان ط 1 1997
- عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- موقع الدكتور طلال سجينى للمحاسبة [www.action-org](http://www.action-org) مارس 2007

المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة<sup>1</sup>

وتؤثر كفاءة أسواق الأوراق المالية على إدارة الاستثمار من ناحيتين :

- 1- إذا كان هدف التحليل المالي للأوراق المالية هو تحسين أداء المحفظة أو الاستثمار ، فعلى المحلل المالي أن يجد طريقة جيدة وأصيلة في تحليل الشركات بغرض الوصول إلى تلك الشركات ذات احتمال الأداء الجيد والتميز.
- 2- يجب الانتقال والتحويل من الطريقة التقليدية لتحليل الأوراق المالية إلى المفهوم الحديث لإدارة المحفظة.

ولا شك أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة قد قطعت شوطا كبيرا في مجال توافر المعلومة ، من خلال التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحسابات الآلية والاتصالات وما ترتب عليها من إمكانية معالجة حجم أكبر من المعاملات في هذه الأسواق ، والقدرة على التطور في هذه الأسواق بشكل أسرع والاستجابة السريعة للمعلومات الجديدة ، مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق زمنية مختلفة ، مما أسهم في اختفاء مظاهر التفاوت والتمييز بين الأسواق المحلية ، وزيادة درجة التكامل بين المراكز المالية الدولية ، فضلا عن ذلك فإن اتساع الأسواق المالية الأوروبية قد أدى إلى ضغوط تنافسية على الأسواق المالية المحلية ، وأسهم بدوره في تطبيق فجوة تباينها.

#### خاتمة:

تتوقف كفاءة البورصة على كفاءة نظام المعلومات ، كما أن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات تتمثل في التأخير في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين ، بالإضافة إلى عدم كفاية المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة .

هذا وتجدر الإشارة إلى أن عدم توفر المعلومات، وعدم توفر الأطارات القادرة على تحليلها بالشكل الذي يمكن أن يستفيد منه المستثمر، سيحول حتما

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002،



<sup>1</sup> موقع [WWW.SCOPA.ORG.SA](http://WWW.SCOPA.ORG.SA) دراسة نظرية  
وتطبيقية مارس 2007.

## البورصة ودورها في تداول الأوراق المالية

الأستاذة: بن عمارة صبرينة  
أستاذ مساعد مكلف بالدروس جامعة أدرار

### مقدمة: نظرة تاريخية عن ظهور ونشأة البورصة.

النمو الاقتصادي في الدول مرهون أساساً سوق رأس المال، فتطور وازدهار هذا الأخير يعني لا محال تطور وازدهار النمو الاقتصادي للدولة، وتكون سوق المعاملات تلك على نوعين: سوق الأوراق المالية وسوق الأوراق غير المالية.

فيكون العارضين فيها من مختلف فئات المدخرين الراغبين في توفير أموالهم لمدة طويلة والطلب يتمثل في المنظمين المستثمرين لأموالهم في مشروعات طويلة الأمد.

وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي:  
- ركن أساسي من أركان النظام الاقتصادي التمويلي التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي والحرية الاقتصادية.

- ترمي إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد لغرض تنمية تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات.

- تنمية الاقتصاد الوطني وتطويره بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو وفير مباشر.

تظهر العلاقة المتناسكة والمباشرة بين النمو الاقتصادي للدولة في نمو سوق رأس المال الوطنية (أساساً سوق الأوراق المالية).

وتتمتاز أسواق رأس المال وأساساً الأوراق المالية بالصفات التالية:

- تشترط لنشأتها توافر حد أدنى من الاستقرار (نقدي، سياسي، أمني...)، لتدفق الاستثمارات والأموال الأجنبية.

- توافر ثقة بوجود تشريع وتنظيم مرنين يتطوران ويتغيران بتطور العالم.

- دقة ووضوح الخطة الاقتصادية المتبعة في الدولة.

- توفير بنية متكاملة من المؤسسات المالية بإتباع كل التخصصات لجذب الاستثمارات.

- صحة وجود شبكة المتعاملين والوسطاء في السوق وإضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية.

يعود تاريخ نشأة بورصة الأوراق المالية إلى الرومان الذين كانوا الأوائل في معرفة الأسواق المالية بإنشائهم في القرن الخامس قبل الميلاد لسوق عرف بسوق (Collegin Marcaterum)، وأنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، وقد عرفت أسواق للعرب في الجاهلية (في اليمن والشام).

إلا أن البورصة بشكلها الحاضر لم تعرف إلا في نهاية القرن الثالث عشر حيث أقيمت بورصة بمدينة بروج (Bruge) البلجيكية واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى غاية سنة 1485 حيث أقيمت بورصة أخرى بمدينة أنتورب (Antorp) الفلندرية تحت تسمية بورصة أنفرس.

وعام 1554 أنشأت بورصة في ليون وفي روان عام 1556 أما عن بورصة باريس فقد أنشأت بقرار من مجلس الملك بتاريخ 17 أيلول عام 1724، وكانت أقدمها هي بورصة أنفر بأمستردام في القرن السادس عشر وبورصة عقود نيويورك عام 1893، وليفربول عام 1873، ونيو أورليانز سنة 1880 وبورصة الإسكندرية عام 1883، وبورصة القاهرة عام 1890، أما عن أهم البورصات المنشأة بالعالم العربي نجد:

- بورصة تونس والمغرب للأوراق المالية في عام 1969.

- بورصة الكويت تحت تسمية "سوق الكويت للأوراق المالية" عام 1988.

- سوق عمان للأوراق المالية في الأردن عام 1978.

- بورصة البحرين عام 1988.

- بورصة سلطنة عمان عام 1989 تحت اسم "سوق مسقط للأوراق المالية".

- العراق أنشأ عام 1993 "سوق بغداد المالي".

- بورصة الخرطوم عام 1995.

- افتتاح "سوق فلسطين للأوراق المالية" عم 1996.

- لبنان عام 1920 أسست "بورصة بيروت".

- أما عن الجزائر فقد تأسست سوق الأوراق المالية الجزائرية بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 ماي 1993، وتتولى إدارتها "شركة إدارة البورصة والتأمينات" وتشرف عليها "لجنة البورصة والرقابة".

**البورصة بالمعنى الاقتصادي:** تتنوع تعاريفها الاقتصادية وفقاً لعدة معايير هي: معيار المكان-معيار الاجتماع-معيار نوع العمليات.

**1- معيار المكان:** يقصد به مكان انعقاد اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية.

**2- معيار الاجتماع:** يقصد به الاجتماع بغرض بيع وشراء البضائع والأوراق المالية.

**3- معيار نوع العمليات:** ويقصد به مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الأشخاص لإبرام صفقات تجارية لمنتجات أو أوراق مالية.

وقد عرفها البعض الآخر بأنها: "مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات بيع أو شراء في علاقات علانية وشفافة، بحيث تعكس آثارها على كل المتعاملين..."

**البورصة في الاصطلاح القانوني:**

عرفها قانون التجارة الفرنسي بأنها: "مجتمع التجار وأرباب السفن والسماصرة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة".

وتعتبر البورصة وفقاً لقانونها شخصية اعتبارية عامة، تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي وتخضع لرقابة حكومية بمندوب حكومي على مستواها عمله هو:

- مراقبة تنفيذ القوانين بالبورصة.
- حضور اجتماعات لجان البورصة.
- الاعتراض على قرارات البورصة إذا صدرت مخالفة للقوانين والمصلحة العامة.

**(ب) مفهوم بورصة الأوراق المالية:**

تعرف سوق الأوراق المالية عدة تسميات اقتصادية: فهناك من يسميها سوق الأسهم والسندات، وهناك من يطلق عليها تسمية سوق رأس المال وهناك من يصطلح عليها تسمية السوق المالية، وهناك من يسميها وهي التسمية الشائعة ببورصة الأوراق المالية ( Stock Exchange Market).

تعددت تعريفات بورصة الأوراق المالية وقد وردت كما يلي:

- وتوجد 3 شركات مسجلة في البورصة من بينها "فندق اوراسي".

- يتم التداول فيها لنصف نهار من كل أسبوع، ولا توجد سجلات حديثة الأمر الذي يدل على ركود سوق الأوراق المالية.

فمن خلال إبرازنا لأهمية سوق الأوراق المالية وفقاً للخصائص والمميزات التي تمتاز بها تتجلى أهمية هذه الدراسة وسنحاول الإجابة عن إشكالية دور البورصة في عملية التسويق؟ وفقاً للخطة التالية:

مقدمة: نشأة تاريخية عن ظهور البورصة.

المحور الأول: تعاريف البورصة وكيفية عملها.

المحور الثاني: المنتجات المالية للبورصة.

المحور الثالث: دور البورصة في تداول الأوراق المالية.

### المحور الأول: تعاريف البورصة وكيفية

عملها.

يعود أصل كلمة "بورصة" إلى عائلة فان دربورسن البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بروج يعتبر مكان لاجتماع المحليين والذي أصبح رمزاً لسوق رؤوس الأموال وتداول السلع بعام 1592م، وهي اليوم لا تختلف كثيراً عما كانت عليه بحيث تعتبر اليوم أيضاً سوق لتداول رؤوس الأموال.

#### 1) مفهوم البورصة لغة واصطلاحاً:

##### أ) تعريف البورصة بوجه عام:

**البورصة لغوياً:** هي كلمة فرنسية تعني كيس من النقود، ويرجع سبب إطلاق هذه التسمية على سوق الصفقات والتعاقد على السلع والأوراق المالية إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق حاملين معهم أكياس من النقود.

ويقال أنه تسند كلمة البورصة إلى مصدرين هما:

- فندق بمدينة بروج بلجيكا كانت على واجهتها شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود وكان يجتمع فيه عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون.
- نسبة لعائلة غنية بمدينة بورج معروفة يجتمع بقصرها عملاء ووسطاء ماليون للتجار في أعمالهم.

- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها (شركات ومؤسسات مالية وسيطة).

- حسن سمعة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

- وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، وبغرض حماية المتعاملين من المخاطر ومحاسبة خارجي الإطار القانوني.

- توافر النمطية التي هي الوسيلة المولدة لسوق ثانوية للأوراق المالية (توفير السيولة للمستثمر).

فمن خلال ما سبق يمكن قياس فعالية وجدية البورصة وفقاً للمقاييس التالية:

1- سرعة المعاملات.

2- الدقة والوضوح وتجنب الأخطار

واحتمالاتها.

3- الفعالية في جمع ورصد ونشر المعلومات

بشكل فوري وسريع.

### ب- طرق عمل بورصة الأوراق المالية:

يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية (Primary Market) التي تسمى بسوق الإصدار أو الاكتتاب الأول من طرف الجهة العارضة (بنك، أو شركة، حكومة... الخ)، وهذا ما يمثل الدورة الأولى الإصدار في السوق الأولية.

يتم هذا الإصدار عن طريق السمسار أو عضو منظم كبنك أو شركة، وبعدها يتم تدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحياتها بين أكثر من شخص في السوق القانونية (Secondary Market) (أنظر المخطط الملحق).

يمكن تحليل هذه الدورة للأوراق المالية في البورصة في النقاط الثلاثة التالية:

#### 1- عملية قيد الأوراق المالية:

ويكون ذلك بتقديم الجهة المصدرة للأوراق المالية (سواء كانت بنك أو شركة... الخ) طلب لقبدها في جدول أسعار البورصة خلال مدة معينة تحددها البورصة وفقاً لتاريخ محل باب الاكتتاب في تلك الأوراق.

فتكون الجهة المصدرة ملزمة بتقديم كل الوثائق اللازمة للقيود وتدفع كل رسوم الاشتراك وغيرها مما هو منصوص عليه في لائحة البورصة، وهنا لا يجوز التعامل إلا في الأوراق

- المكان الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية نقداً أو بالقسط على يد وسطاء رسميين يقال أيضاً بورصة القيم المنقولة.

- سوق مستمرة، يجتمع فيها المشترون والبائعون الراغبون في التعامل بشراء وبيع سندات الحكومة وأسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة، وتتم كل الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين.

- سوق منظمة لتداول الأوراق المالية.

- سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراء لتشكيل قنوات رئيسية ينسب فيها المال من الأفراد والمؤسسات المختلفة بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد.

من خلال هذه التعاريف تتبين الأهمية وراء وجود بورصة الأوراق المالية وهي تلخص في النقاط التالية:

1- تشجع وتلبي رغبات المتعاملين وتحميهم.  
2- تحدد موازنة فعالة بين الطلب والعرض.  
3- توفير العلانية والشفافية لكافة المعاملات والمبادلات... الخ.

4- لها دور في جذب رأس المال الفائض العاطل من الاقتصاد القومي وتجعل منه ذات فائدة.

5- البورصة موجه نشيط وفعال للاستثمار.

### (2) كيفية عمل البورصة:

نظراً للدور البورصة الفعال والحيوي في ميدان الحياة الاقتصادية التي تمثل الجزء الأهم من ثروة البلاد وخدمة التمويل والاستثمار بات من الضروري إقامة بورصة فعالة تحقق وجودها وتأثر ايجابياً لذلك يجب أن تتوافر فيها مجموعة من الشروط.

#### أ- شروط إقامة بورصة فعالة:

تتلخص هذه الشروط أساساً فيما يلي:

- إيجاد مكان محدد ومعلوم لدى كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.

- تجهيز البورصة لغرض سهولة وحسن الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء.

- توافر الاستمرارية والتنظيم فيها وهذا لا يكون إلا إذا وجد عدد كاف من المتعاملين وحرية تامة بينهم والمعاملات التي تجري فيها وكذلك كثرة العمليات وتكرارها وزيادة عدد الأوراق المالية المطروحة بها والمتداولة.

- الأمر بعقود المستقبل وهو أمر خاص بعقد ملزم للطرفين ونهائي.

- الأمر الخاص بشراء الخيارات.

- الأمر الخاص بعقود المستقبل وهو الأمر المتعلق بعقد ملزم للطرفين ونهائي.

- الأمر بشراء الهامش أو الشراء الحدي وهو أمر يخص شراء أوراق مالية عن طريق التمويل الجزئي من قبل العميل، وتولي الوسيط تمويل الجزء الباقي.

**3- أنظمة تداول الأوراق المالية في البورصة:**

تتمثل في نظامين هامين هما:

- **نظام المزاد العلني:** يعطي هذا النظام الأولوية لأقل عرض للبيع ولأعلى سعر (طلب) للشراء وفق مدة محددة، وهو نظام متبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية.

- **نظام التفاوض والمساومة:** يقوم على المساومة والتفاوض بين المتعاملين على الأسعار، فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة، وهو نظام معمول به مثلاً في بورصة لندن للأوراق المالية.

ونجد أن هناك عدة طرق لتحديد أسعار الأوراق المالية بمختلف أنواعها المدرجة في جدول التسعيرة بالبورصة وهي متبعة في معظم البورصات العالمية وهي كما يلي:

**(1) التسعير بالمناداة:** حيث يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم ويستعملون إشارات اليد.

**(2) التسعير بالأدراج:** حيث توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، فتجمع كل الأوامر المتعلقة بسهم معين في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر.

**(3) التسعير بالاعتراض أو المقارنة:** يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة عن طريق وسيط متخصص.

**(4) التسعير بالصندوق:** يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ثم

المالية المقبولة في جدول الأسعار المؤقت وفي المكان المخصص لها وفي الميعاد المحدد لها.

**2- أساليب عمليات تداول الأوراق المالية:**

يجب أن يكون التعامل في البورصة عن طريق السماسرة أو مندوبيهم ولا توجد وسيلة أخرى لاستثمار الأموال في بيع أو شراء غير إتباع إحدى الطريقتين التاليتين وهما:

\* **الطريقة الأولى: البنك:** يتجه المستثمر إلى البنك الذي يختاره للتعامل معه ويصدر إليه تعليمات بشراء أوراق مالية يرغب استثمار أمواله فيها، فيقوم البنك بكل الإجراءات اللازمة مكان العميل وفي حدود تعليماته.

\* **الطريقة الثانية: السماسرة:** يتصل المستثمر بأحد بيوت السمسرة المتخصصة في تداول الأوراق المالية، ويقع اختيار العميل على السمسار المشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة.

ونجد أنه في كلتا الطريقتين يكون أوامر العميل محددة لعدة أمور تتمثل فيما يلي:

- تحديد دقيق للورقة المالية المطلوب تداولها (اسمها الصحيح وفقاً للائحة-أسعار البورصة-نوعها "سهم-سند-حصص تأسيس").

- تحديد كمية الأوراق المالية المطلوب تداولها والأسعار التي يرغب التعامل بها.

- أمر تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق (بيع أو شراء) وهو ما يعرف بالأمر السوقي (Market Order).

- الأمر المحدد بعدد معين من الأوراق المالية أو بسعر محدد أو فترة محددة وهو ما يعرف بالأمر المحدد (Limit Order).

- الأمر اليومي (Day Order) وهو الواجب التنفيذ خلال يوم العمل.

- الأمر الساري المفعول حق إلغائه وهو الذي يتعلق بشراء ما يعرض في السوق بسعر معين دون تحديد نوع الورقة ومدة التنفيذ.

- الأمر المتدرج وهو الأمر الموجه للسمسار ببيع أو شراء عدد معين من الأوراق بأسعار متفاوتة بالتدرج.

- الأمر بوقف التعامل وهو على نوعين: أمر بوقف الشراء أو أمر بوقف البيع.

- الأمر الخاص بالعقود الآجلة وهو الذي يتعلق بعقد ملزم للطرفين بسعر ثابت وخلال فترة معينة بدفع الثمن كله أو بالتقسيت.

وبورصة الخدمات تتنوع مجالاتها وأهمها السياحة والفندقة والنقل.

بورصة الأفكار من أحداث أنواع البورصات تعلق بعرض وبيع الحقوق كحقوق الاختراع والمعرفة والعملات التجارية... الخ.

بورصة الأوراق المالية حيث يتم التداول فيها بالأسهم والسندات وحصص التأسيس، وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب، وهي على نوعين: سوق أولية (سوق الإصدارات) وسوق ثانوية (سوق التداول).

## 2- معيار مدى التعامل الجغرافي: وتنقسم

إلى نوعين، بورصات محلية تكون نشاطاتها محدودة ولا تتعدى إلى المستوى الدولي.

وبورصات دولية تمتد معاملاتها إلى مختلف الدول وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

## 3- معيار التسجيل والاعتراف الحكومي:

وهي نوعين: بورصات رسمية تمارس المعاملات فيها بقواعد محددة وتحت رقابة حكومية، وبورصات غير رسمية تعمل في ضوء قواعد خاصة غير معترف بها حكومياً فهي خطيرة كبورصة سوق المناخ في الكويت.

(أنظر لأكثر توضيح المخطط المرفق لأنواع البورصات).

بعد عرضنا لأنواع البورصات عامة نركز على بورصة الأوراق المالية فيما يلي نظراً لما تمتاز به الأوراق المالية (المنتجات المالية) من ميزات مهمة وأساسية وأكثر فعالية عن غيرها من المنتجات البورصية المذكورة، وتتلخص هذه المميزات فيما يلي:

- الأوراق المالية تقوم مقام بعضها البعض (أسهم أو سندات) فيحدد لها سعر موحد في السوق.

- تعتبر مخزناً للقيمة، بحيث تزداد قيمتها مع تكرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر.

- تؤدي إلى تحسين المداخيل نظراً لإصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين.

- قابلة للتداول بالطرق التجارية مما يسهل قيام سوق لها بسرعة التعامل فيها دون إشكالات.

من أهم الصكوك المالية المتداولة في البورصة نذكر: الأسهم-السندات-حصص التأسيس، سنتطرق لمعرفة مفهوم كل واحدة منها والتكليف القانوني لها.

## (1) الأسهم:

تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

**(5) التسعير بالنسبة المئوية:** تظهر في هذه الطريقة الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصصة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

## (6) التسعير بالمطابقة:

تكون في حالة تلقي الوسيط أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشري الوسيط من الأول لحساب الثاني وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية إلا بعد تأكد الوسيط من انعدام عرض أو طلب أكثر ملائمة بواسطة السمسار.

فمن خلال دراسة هذا المحور يتبين لنا أن بورصة الأوراق المالية ما هي إلا سوق منظم ومستمر لبيع وشراء الأوراق المالية على يد وسطاء رسميين، ويقوم بعدة وظائف مهمة في الاقتصاد الوطني، وتيسر عملية تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار السليمة حماية للمستثمرين من المخاطر المختلفة كتقلبات الأسعار.

## المحور الثاني: المنتجات المالية

### للبورصة.

في بداية نشأة البورصة لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها بحيث كان بائعو الأوراق المالية يديرون أعمالهم في بورصة البضائع، لكن مع تطور البورصات وعملياتها حدث تنوع وتعدد في أنواعها ليمتد نشاطها إلى مختلف مجالات الحياة الاقتصادية.

وعليه ظهرت تصنيفات كثيرة للبورصات وفقاً لعدة معايير نذكر منها:

## 1- معيار ما يتداول في البورصة من قيم

ومثليات ومنتجات (سلع): بورصة البضائع الحاضرة (البورصة التجارية) يتم تسويق مواد خاصة وعالمية كالقطن والسكر والقمح... الخ.

وبورصة المفقودات موضوعها عقود ثنائية تشمل التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً.

وبورصة القطع التي فيها المتاجرة بالنقود ذاتها (تبادل عملات).

وبورصة المعادن النفيسة يتم فيها تداول السلع النفيسة كالذهب والفضة.

1- لا يجوز تداول الأسهم المعنية وأسهم المؤسسين إلا بعد نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين كاملتين من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري.

2- لا يجوز تداول الأسهم النقدية التي يكتب فيها الجمهور بأزيد من قيمتها إلا بعد نشر الميزانية عن سنة كاملة.

3- لا يجوز تداول أسهم أعضاء مجلس إدارة الشركة طوال عضويتهم.

4- أولوية شراء الأسهم المتنازل عنها من المساهمين القدامى عن المساهمين الجدد.

5- لمجلس إدارة الشركة حق أولوية شراء الأسهم المتنازل عنها أو إلغائها قصد منع دخول غريباء في الشركة مثلاً.

## (2) حصص التأسيس:

هي من الأوراق المالية الأخرى التي تصدرها شركات المساهمة فما المقصود منها وما هي خصائصها وأخيراً ما التكيف القانون لها.

- المقصود بحصص التأسيس: صكوك مالية دون قيمة اسمية قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة تمنح الحق في حصة من أرباح الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات مقابل ما قدموه من براءة اختراع أو التزام حصل عليه شخص اعتباري عام.

سميت كذلك لما تقرر له للمؤسسين من مكافأة على ما بذلوه من جهود في سبيل تأسيس الشركة، وقد تطورت فيما بعد لتصبح حصص تعطى لغير المؤسسين وفي غير وقت تأسيس الشركة وتسمى بحصص الأرباح.

وقد ظهر لأول مرة عام 1858 عند تأسيس شركة قناة السويس البحرية كمكافأة مؤسسي الشركة على الجهود التي بذلوا لإنجاح المشروع.

## - خصائصها:

1- لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة.  
2- هي صكوك اسمية أو لحاملها ولكن ليست لها قيمة اسمية.

3- ليس لحاملها حق التصويت المشاركة في إدارة الشركة.

4- لصاحبها حق الحصول على نصيب أرباح الشركة.

5- هي قابلة للتداول وفقاً لتداول أسهم الشركة العادية.

\* تعريفها: يعرفها البعض على أنها: "حق الشريك في الشركة وفي ذات الوقت الصك المثبت لهذا الحق".

ويرى البعض الآخر (قانون التجارة اللبناني) أنه: "أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة، تمثلها وثائق قابلة للتداول تكون اسمية أو لأمر أو لحاملها".

\* مميزاتها: تمتاز بما يلي:

- غير قابلة للتجزئة في الشركة.

- قابلة للتداول فيمكن التنازل عنه بالقيود إذ كان اسماً وبالتسليم إن كان لحامله وبالتظهير إذ كان لأمر.

\* أنواعها: تتنوع وفقاً للزاوية التي ينظر منها إليها: فتكون اسمية أو لحاملها أو لأمر بحسب شكلها، وتكون نقدية وعينية بحسب الحصة التي تمثلها، وتكون عادية أو ممتازة بحسب الحقوق التي تمنحها لأصحابها، وتكون أسهم رأس مال أو أسهم تمتع بحسب علاقتها برأس المال.

\* حقوق أصحاب الأسهم: يمنح السهم لحاملة عدة حقوق هي:

- الحق في التنازل عن السهم.

- الحق في البقاء في الشركة.

- الحق في الحصول على نصيب من الأرباح.

- الحق في اقتسام فائض التصفية عند حل الشركة.

- الحق في حضور الجمعية العامة والاشتراك في مداولاتها والتصويت.

- الحق في الرقابة على إدارة الشركة.

\* كيفية إصدار وتداول الأسهم في البورصة:

عندما يتم إنشاء شركة أسهم، تقسم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية مكتوب عليها، فتطرحها للاكتتاب العام، وتتم عملية الإصدار في السوق الأولية من خلال أحد البنوك أو الشركات المنشئة لهذا الغرض.

ثم تتم عملية بيع الأسهم في السوق الثانوية، وهذا عن طريق بيع أحد المساهمين لحصته في الشركة وانتقال السهم من البائع للمشتري إما بالتسجيل أو الحيازة الفعلية أو بالتظهير.

وبحكم عملية تداول الأسهم عدة ضوابط قانونية تتمثل فيما يلي:

- أنها صك يمثل قرصاً يصدر بقيمة متساوية قابل للتداول وغير قابل للتجزئة.

- وقد جمع الأستاذ "سمير عبد الحميد رضوان" هذه التعاريف في تعريف جامع هو: "أن السندات صكوك متساوية القيمة، تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرها وتثبت حق حاملها فيما قدمه من مال، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية".

\* **خصائص السندات:** تتميز السندات بعدة خصائص وهي كما يلي:

1- تمثل ديوناً في ذمة الجهة المصدرة لها (حكومة-شركة-مؤسسة)، وحاملها يكون دائماً لتلك الجهة.

2- السندات قابلة للتداول كالأسهم، بطريقة القيد أو التسليم.

3- السندات صكوك متساوية القيمة، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها ولحاملها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.

4- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها قد يكون قصير أو متوسط أو طويل.

5- يعطي السند لحامله حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق.

\* **أنواع السندات:** يمكن تصنيفها إلى عدة أصناف وفقاً لعدة معايير وهي:

1- **وفقاً لمعيار مصدرها:** وهي نوعين: سندات حكومية (سندات القطاع العام)، وهي بدورها على عدة أنواع:

- سندات الدولة وهي التي تصدرها الدولة لتمويل الإنفاق العام.

- سندات الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير تصدرها لتمويل مشروعاتها.

- سندات المؤسسات الحكومية: التي تصدرها لتمويل نفقاتها ومشاريعها وهي متنوعة حسب نوع وطبيعة المؤسسة (سندات البلدية-سندات الخزينة- سندات حكومية بعملات أجنبية لغرض التنمية الوطنية... الخ).

2- **السندات الأهلية (سندات القطاع الخاص أو سندات الشركات):** وهي تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع

6- لا يصح تجزئة حصص التأسيس فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من واحد.

7- قابلة للإلغاء من قبل الشركة وذلك لعدم مشاركة حاملها في رأس مال الشركة.

8- ليس لحاملها أي نصيب عند تصفية الشركة.

### - التكييف القانوني لخصص التأسيس:

أثير جدل شديد حول طبيعة مركز صاحب هذه الحصص فيرى البعض أنه مساهم من نوع خاص، بينما يرى البعض الآخر أنه دائن أو له حق ذو طبيعة خاصة ينفرد بها دون سائر الحقوق المترتبة على الصكوك التي تصدرها شركة المساهمة.

فمن الواضح أن مركز صاحب حصص التأسيس لا ينطبق مع مركز المساهم ولا مع مركز حامل السند الذي يعتبر دائماً في الشركة.

أما عن إصدار حصص التأسيس فبعد أن أصدرت قناة السويس البحرية لأول مرة حصص التأسيس لمؤسسيها لشراء ذمم الساسة الأوربيين وحملهم على الدفاع عن مشروع القناة جرى العمل على إصدارها من قبل شركات المساهمة الكبيرة.

ونظراً لما تؤدي إليه من نتائج بالغة السوء وقف الكثير من التشريعات ضدها فمنعها المشرع الفرنسي في قانون الشركات الصادرة عام 1966م والمشرع اللبناني والسوري، وقد أقرها المشرع المصري والسعودي لكن بقيود.

### 3) السندات:

تمثل النموذج الثالث من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، فما هو مفهومها وما هي خصائصها وفيما تتمثل أنواعها والتكييف القانوني لها؟

### \* مفهوم السندات وخصائصها: لغة يعني

الاعتماد والإسناد، أما في لغة الاصطلاح الاقتصادي فقد عرفها فقهاء القانون التجاري بعدة تعريفات نذكر منها:

- أنها وثيقة تثبت تمتع صاحبه بحق معين سواء في ملكية شيء أو إمكانية تمتعه بخدمات معينة أو أن له ديناً على شخص طبيعي أو معنوي.

- أنها صك قابل للتداول، ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض.



لقوة العرض والطلب والمركز المالي للشركة ولا تقبلان التجزئة أمام الشركة، أما حصص التأسيس فهي اسمية فقط وليست لها قيمة اسمية وهي قابلة للتداول كسابقتيها ولا تصبح تجزئتها.

#### ب- أوجه الاختلاف بينها:

تختلف حصص التأسيس عن الأسهم بعدم مشاركتها في تكوين رأس مال الشركة فحاملها ليس مساهماً وليست لها قيمة اسمية ولا تخول حاملها أي حق في الإدارة ويمكن إلغائها من قبل الشركة خلافاً للأسهم التي يمكن إخراج أحدهم منها ولحاملها حق في أرباح الشركة بعد توزيعها على المساهمين.

وتختلف حصص التأسيس عن السندات في الحصول على الأرباح، فإن كان حامل السند دائناً للشركة له حق في فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت بينما حامل حصة التأسيس هو شريك وتكون له فائدة فقط إن ربحت الشركة.

وتختلف الأسهم عن السندات في أن الأولى صك جزئي من رأس مال الشركة لحامله الشريك والثاني صك جزئي من قرض لحامله الدائن.

- تصدر الأولى قبل التأسيس وبعده بينما الثانية فقط بعد التأسيس.

- لكل شركة مساهمة أسهم لا يلزم ذلك بالنسبة للسندات.

- للمساهم حق حضور التصويت في الجمعية العامة خلافاً لحامل السند.

- يتحمل المساهم كل المخاطر في الشركة خلافاً لحامل السند فحصته مضمونة.

- لحامل السهم ربح متغير بربح الشركة خلافاً لحامل السند الذي ربح ثابت.

- لا تسدد قيمة السهم إلا عند تصفية الشركة بينما للسند وقت محدد لتسديده.

- السهم تمويل من أصحاب المشروع بينما إصدار السند تمويل بالاقتراض من الغير.

#### المحور الثالث: دور البورصة في تداول

##### الأوراق المالية.

الغرض الأساسي من وراء إنشاء بورصات الأوراق المالية هو خدمة الاقتصاد الشامل (الكلي) والجزئي من تنمية واستثمار وتسييل للأوراق المالية.

#### 1- دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة

##### للاقتصاد الشمال (الكلي):

الخاص، أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية لتمويل مشاريعها.

وتتميز عن السندات الحكومية لكونها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية ولكنها أكثر تعرضاً للمخاطر عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية.

وهي تنقسم إلى عدة أقسام حسب اعتبارات مختلفة نذكر منها:

- باعتبار الاستحقاق: سندات عادية (ذات استحقاق ثابت).

سندات ذات استحقاق بعلاوة إصدار.

- باعتبار الضمان: سندات مضمونة.

سندات غير مضمونة.

- باعتبار النصيب: سندات النصيب.

سندات النصيب بدون فائدة.

- باعتبار التحويل: سندات قابلة للتحويل.

سندات غير قابلة للتحويل.

سندات الدخل.

- باعتبار الشكل: سندات اسمية.

سندات لحاملها.

#### \* كيفية إصدار وتداول السندات:

تتم عملية إصدار السندات عن طريق الاكتتاب العام والذي يكون بواسطة البنوك أو الشركات المنشأة لهذا الغرض عندما تحتاج إلى أموال لتوسيع نشاطها أو لمواجهة صعوبات مالية.

بعد الاتفاق يتم الدعوة إلى الاكتتاب بنشرة يوقعها أعضاء مجلس إدارة الشركة وتشتمل وبصورة عامة على البيانات التالية: قرار موافقة الجمعية وتاريخه، عدد السندات وقيمتها، تاريخ بدء الاكتتاب، موعد الاستحقاق، شروط و ضمانات الوفاء، رأس مال الشركة والقرن المدفوع منه... الخ، وتعلن النشرة في جريدة يومية.

وعندما تصدر السندات تكون بقيمة اسمية، فيتم تداولها بعد إصدارها في السوق الثانوية فتباع عن طريق السماسرة، وتكون العلاقة بين معدل الفائدة في السوق رقيقة السند علاقة عكسية.

(أنظر المخطط المرفق لبيع السند في وقت الإصدار وبيعه بخضم وبعلاوة).

#### 4) مقارنة بين الأسهم والسندات وحصص

##### التأسيس:

أ- أوجه التشابه بينها: تشبه السندات الأسهم فإن لكليهما قيمة اسمية وقيمة سوقية وقابلتان للتداول والتعامل وتتأثر أسعارهما في السوق وفقاً

- إيجاد مجال للمضاربة التي تكون لازمة لاستمرار العمل في البورصة.

### خاتمة:

من خلال دراستنا لموضوع البورصة من زاوية دورها في تداول الأوراق المالية تبين لنا إنها من أهم أنواع البورصات كونها سوق منظمة ومستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي أو الجزئي المحلى كاستقطاب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية لتسهيل عملية تداول الأوراق المالية (سندات- أسهم- حصص للتأسيس) حماية المستثمرين من عدة مخاطر كتقلبات الأسعار مثلاً.

وتعتبر أكثر فعالية عندما تكون هناك حرية واستمرارية فيها وإطار قانوني تعمل وفقاً له ومؤسسات متخصصة في عملياتها والسرعة والأمانة والدقة وانضباط وقواعد تنظم سيرها.

ومنه ندعو إلى إنشاء بورصات أوراق مالية محلية في دولنا الإسلامية خاصة وتهيئة بيئة مناسبة لذلك من تكوين خبراء وتأسيس شركات والاستفادة من التقدم والتكنولوجيا السريعة المعاصرة لتنفيذ عمليات البورصة.

ونرمي على عاتق الدول وحكوماتها وكل المؤسسات المشكلة لها عبء تشجيع الاستثمار الداخلي بإقامة مشاريع دقيقة وأمنية ومهمة لاستقطاب المستثمرين الأجانب.

نجد أنها تؤدي عدة وظائف نذكر منها ما يلي:

- إيجاد سوق دائمة وحررة للبيع وشراء الأوراق المالية.

- تقديم مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار.

- جمع المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات والاستثمارات، وتساهم في توسيع خدمات الشركات بتمويلها.

- تشكل حلقة اتصال بين مختلف المصاريف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية والمساهمة في تنشيط عملها.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، والتسهيل على السلطات المختصة المزج بينهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وتحقيق ما تهدف إليه الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- استقطاب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية عملاً بقوانين الاستثمار المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل. - التقليل ومكافحة مخاطر التضخم والانكماش المالي.

**2- دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي:**

تؤدي بورصة الأوراق المالية عدة وظائف في الاقتصاد الجزئي تتمثل أساساً فيما يلي:

- تسهيل تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة.

- بيع الحقوق وشرائها دون المساس بأصول المشاريع وحقوق الغير.

- توفير أدوات مالية تسمح للمستثمر الاختيار في شتى مجالات الاستثمار.

- توفير قنوات سليمة للاستثمار.

- تعتبر أداة في يد المستثمر الصغير وتعطي فرص للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم بعد معرفتهم بمكان المركز المالي للشركة وكمية

الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، وسرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في البورصة.

- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحويط أو التغطية.

**بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها**

إعداد : الدكتور براق محمد

أستاذ التعليم العالي بالمدرسة العليا للتجارة-  
الجزائر.

وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات  
الفوائض.

وعليه، فإن هذه الورقة تأتي لتجيب على  
السؤال التالي: ما هي أبرز الشروط الأساسية التي  
يتوجب توافرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة  
وناجحة بالجزائر والتي يمكنها تحقيق متطلبات  
التنمية المستدامة؟ ويمكن عرض أهم شروط  
النجاح التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر  
حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من  
أجلها في النقاط التسع التالية:

**أولاً: ضرورة تسويق الاقتصاد**

يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم  
شرط الأساس لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة،  
وذلك من خلال اتباع فلسفة اقتصادية واضحة  
المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة  
الاقتصادية وإعطاء دور الريادة للقطاع الخاص في  
تحقيق عملية التنمية المستدامة وكذا تشجيعه وذلك  
بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة  
وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في  
ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه  
الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمناً  
لبقائها.

ولأن قياس كفاءة البورصة تقدر بمدى  
استطاعتها على جلب الادخار وتوجيهه نحو أوجه  
التوظيفات والاستثمارات المختلفة، فإنه يتعين توفير  
المناخ الاستثماري المشجع والمطمئن والذي  
بإستطاعته جلب وجذب واستيعاب الأموال  
المعروضة.

وهذه الفلسفة الاقتصادية لا يمكن العمل بها  
عموماً إلا في إطار اقتصاد السوق الذي يوفر  
المرونة اللازمة للتعاملات التجارية ويرفع كل  
العقبات الموضوعية من طرف الاقتصاد المخطط.  
وقد أثبتت التجربة التاريخية أن البورصات  
الأكثر فعالية قد ظهرت وتطورت في أحضان الدول  
التي تتبنى اقتصاد السوق. كما أنها شملت كافة  
القطاعات ووضعت لها جميع الآليات والتحكيمات  
الضرورية للقضاء على كل العوائد العالية دون بالغ  
مخاطرة.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصات كل من  
الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا العظمى  
واليابان وألمانيا تعكس صورة البورصات الأكثر  
فعالية في العالم. ويمكن الإشارة في هذا الشأن، أن

تعتبر أسواق رؤوس الأموال ومنها أسواق  
القيم المتداولة -الأوراق المالية- من أهم الأماكن  
المالية التي من خلالها يمكن تمويل عملية التنمية.  
ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها المكان  
الذي يتم فيه الالتقاء بين الأعوان الاقتصادية الذين  
لديهم قدرات تمويلية، يبحثون عن حسن توظيفها  
وتحقيق العوائد من ورائها، وذلك مع الأعوان  
الأخرين الذين يحتاجون لمثل هذه الأموال لتمويل  
توسعهم أو عجزهم -تمويل طويل طويل الأجل:  
استثمارات المؤسسات الاقتصادية أو تغطية عجز  
الدولة-. وهذه السوق تتكون من سوقين؛ أولهما  
السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة للقيم  
المتداولة لأول مرة. أما الثانية فتدعى بالسوق  
الثانوية أو بورصة القيم المتداولة التي يتم فيها  
التفاوض على الأوراق المالية التي تم إصدارها في  
السوق الأولية. ولا يمكن أن تضطلع هذه الأخيرة  
بمهمتها التمويلية للاقتصاد وبشكل فعال ما لم تكن  
السوق الثانوية نشطة وكفؤة. ومنه، فإن وجود  
بورصة قيم متداولة تصير أكثر من ضرورة وذلك  
قصد تمويل الانطلاقة الاقتصادية لأي مجتمع تحقيقاً  
للتنمية المستدامة.

وبخصوص الجزائر، فإنه من جملة  
الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية للبلاد  
قصد إحلال الآليات القديمة لتمويل الاقتصاد بالآليات  
حديثة تتماشى وطبيعة النظرة الجديدة أنه تم إحداث  
بورصة قيم متداولة من خلال إصدار العديد من  
النصوص التشريعية والتنظيمية الخاصة بهذه  
المؤسسة والمحيط الذي تعمل فيه كما أنه بعد  
تأسيسها الفعلي شرع في أولى عمليات القبول  
والإدخال بها. بالرغم من ذلك، فإن بورصة الجزائر  
تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة كما أن دورها في  
التمويل مازال يتصف بالهامشية.

ولعل واقع الحال هذا، يسمح بالقول أن  
الإرادة السياسية وحدها غير كافية لإنشاء بورصة  
قيم متداولة فعالة وناجحة تتماشى والمتطلبات  
الاقتصادية المعاصرة. ومنه، فإنه ينبغي توافر جملة  
من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح  
للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعها  
وتطورها وكذا تمويل العجز الميزاني للدولة

### ثانيا: الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة. وفي هذا الصدد، فإن البلدان المتقدمة، وخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)، تحافظ منذ الثمانينيات على معدلات للتضخم ضئيلة نسبيا، تقترب من حدود 3 بالمائة بل وصلت إلى أقل من هذه النسبة، على النحو الذي يسمح للعائلات وكذا الأعوان الاقتصادية صاحبة الفوائض من توظيف قدراتهم التمويلية في القيم المتداولة دون الخوف من مضاعفات ظاهرة التآكل النقدي.<sup>3</sup>

وكحاصل، فإن رفع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث على فرص الاستثمار في البورصة. وبالتالي، فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيهه نحو الاستثمار. وإذا كان حجم المدخرات الفردية يرتبط أساسا بمتوسط الدخل الفردي الحقيقي ومنه بالميل للادخار، فإن حجم المدخرات المؤسسية -المؤسسات الاستثمارية والمالية- يتكون مما تم توفيره من احتياطات.

وبالرغم من أن مؤشر ظاهرة التضخم بالجزائر متحكم فيه ويعتبر مقبولا في الأونة الأخيرة، غير أن نسبة كبيرة من الأسر الجزائرية مازالت تزرع دون عتبة الفقر وهو ما يترك الانطباع على الصعوبة العملية للعائلة الجزائرية من أن تساهم في تنشيط بورصة الجزائر من خلال توجيه المدخرات نحوها.

### ثالثا: الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية

بورصات فرنسا كانت تتصف بالضآلة والضييق ذلك لضعفها مقارنة مع مثيلاتها في الخارج، وتم إرجاع ذلك إلى العوامل التالية<sup>1</sup>:

- سيطرة الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد - اقتصاد مديونية بمزايا التوسع النقدي لتمويل القطاع الإنتاجي والذي كان يصعب التحكم فيه.-  
- سوق مالية لم تجمع الشروط التقنية لتصير قطب جذب لمنشطي الأصول من بنوك ومستثمرين مؤسستيين.

- بروز ظاهرة التضخم التي تتميز بالتآكل النقدي. وعليه، لم تكن هذه الوضعية لتشجع العائلات من توظيف مدخراتهم في القيم المتداولة.

وانطلاقا من سنة 1986، تفتّح الاقتصاد الفرنسي بشكل واسع على الأسواق الأجنبية كما وضعت سياسة استثمارية جديدة أساسها تسويق الاقتصاد وذلك عن طريق عملية الخصخصة وتطوير عدد من الأدوات المالية لاجتذاب الادخار وتوجيهه نحو القيم المتداولة.

وبناء على ما سبق، فإن اقتصاد السوق يعتبر شرطا ضروريا -لازما وغير كاف- لظهور بورصة قيم متداولة فعالة بالجزائر يمكنها أن تقوم بتأدية المهام المنوطة بها والوظائف الأساسية التي وجدت من أجلها. ومن ثم، فإن واقعا كالذي تعيشه الجزائر والمتسم بهيمنة قطاع اقتصادي عمومي غير ناجع وغياب محيط عام مشجع ومحفز لإنشاء شركات مساهمة خاصة منتجة للسلع والخدمات على النحو الذي تتحقق معه أسباب الرفاه الاجتماعي والتقدم الاقتصادي تعتبر في عمومها مثبتات أمام وجود بورصة قيم متداولة تتصف بالفعالية في تمويل نسيج المؤسسات الاقتصادية المحققة للتنمية الشاملة.

ولعل أبرز ما تتصف به الجزائر حاليا كما أشار إليه المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي في تقريره بشأن الحالة الاقتصادية والاجتماعية للسداسي الثاني من سنة 2000 أن هناك غياب استراتيجي قصيرة،متوسطة وطويلة الأجل بخصوص الانطلاقة الاقتصادية.<sup>2</sup>

semestre”, *Le Soir d’Algérie*, Dimanche 22 Avril 2001, p: 02.

3- A.CHOINEL & G. ROUYER, 1996, *Op-cit*, pp: 06-07.

- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL, *Rapport annuel*, 1996, pp: 55 et suite.

1- A. CHOINEL & G. ROUYER, *Le marché financier : structures et acteurs*, La revue banque éditeur, 6ème édition, 1996, pp: 26 et suite.

2- A. BETTACHE, “Avant -2 conjoncture économique et sociale du second

في القيم المتداولة. ومن ثم، فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية.

ويمكن الإشارة، في هذا الصدد، أن بورصات القيم المتداولة غير الفعالة في البلدان المتخلفة، ومنها في عدد من الدول العربية والجزائر خاصة، تتميز على الخصوص بضعف الصفقات الناجمة عن:<sup>2</sup>

- العدد المحدود للمتدخلين والذين لديهم شبه احتكار لعمليات التفاوض على القيم المتداولة في البورصة.

- غياب الإرادة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة عند من لديهم القدرات التمويلية حيث إنهم يفضلون الاحتفاظ بالسيولة وتوجيهها نحو النفقات الاستهلاكية.

- الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لأنشطتها وتوسعها، بمعنى آخر أنها تقتصر على مساهميتها القدامى.

- تفضيل الاحتفاظ بالقيم المتداولة في محافظ المستثمرين المهمين جدا بهدف تحقيق ريع.

- عدم تنويع الأدوات المالية على مستوى هذه البورصات.

- عدم توظيف الادخار في شكل سندات وذلك إما لأسباب اقتصادية في الحالة التي لا يستطيع فيها معدل الفائدة تغطية التآكل النقدي أو لأسباب دينية حيث إن العديد من المستثمرين في البلدان الإسلامية يمتنعون من توظيف مدخراتهم في السندات لاعتقادهم أن الفائدة تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

وفي الأخير، نشير إلى أن سيطرة عدد محدد من المتدخلين كالبانوك والمؤسسات الكبرى وعدد من الهيئات الأخرى وكذا عدم تنويع القيم المتداولة -أربع قيم بالجزائر فقط وهي أسهم كل من إرياض-سطيف، صيدال وفندق الأوراسي يضاف

يمكن ذكر أبرز معايير حسن سير سوق المنافسة التامة كما يلي:<sup>1</sup>

- العرض الكثيف والطلب الكثيف: ويمكن أن يعرف بوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين يتفاوضون حول منتج معين موجود بكميات كافية وذلك قصد تحقيق مستوى الأسعار على النحو الطبيعي الذي يخلو من التأثيرات المصطنعة من احتكار أو مضاربة فاحشة الخ...

- حرية التعامل والعلانية: تتميز سوق المنافسة التامة بصفة حرية التعامل، بمعنى أنها سوق تتمتع بحرية الدخول فيها والخروج منها دون قيود تشريعية أو اقتصادية تهدف للحد من المنافسة. كما أن العلانية ينبغي أن تكون بالإعلام الفوري عن النوع والكم والسعر.

- معيار التجانس: بمعنى تماثل السلع المعروضة وأن تكون لها نفس الصفات.

وبإسقاط المعايير أعلاه على الأنشطة البورصية، فإنه يمكن القول أن بورصات القيم المتداولة الفعالة تتميز بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية. كما يلاحظ أيضا أن كبريات البورصات العالمية هي مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

وتجدر الإشارة إلى أن البورصات الأكثر فعالية في العالم تقتقر إلى تجانس الأوراق المالية مجسدة في تعدد المصدرين وكذا تنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات. وعليه، فإن بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس أموال حيث يتم تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس. وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار ذلك لأن تنويع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم، وهذا التنوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة. كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطيان لبورصة القيم حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر تجميد الادخار المستثمر

2 - Voir: M.ABDAIMI, Le système de financement marocain face au problème de l'endettement, Edition Afrique orient, 1989.

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص ص: 712-658

- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 1995.

1 - A.CHOINEL & G. ROUYER, 1996, Op-cit, p: 53-56.

- F. ROSENFELD, R. HANNOSET & R. SABETIER, Analyse financière et gestion des valeurs mobilières:1- analyse des actions des sociétés, Dunod, 1989, p : 213.

لكن يلاحظ في أغلب بورصات الدول المتخلفة غياب الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية الخاصة بالمؤسسات المقيدة. كما أن مصداقية هذه المعلومات هي في أغلب الحالات منعدمة أو تقتصر على مستوى دوائر محددة، وهو الأمر الذي يقلص من تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية حيث لا تنتشر مختلف المعلومات في المواعيد المطلوبة ولا يتم تقديمها لجميع المتعاملين بالتساوي. ومن ثم، لا تكون لهم نفس الحظوظ. ومنه، لا يتحقق لأسواقها الفعالية ولا تتوفر الحماية المطلوبة للمدخرين وهو الأمر الذي يترك المتعاملين يحجمون أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة التي بمقدورها المساهمة بفعالية في تحقيق عملية التنمية الشاملة.

#### خامسا: توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة

إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة. ومنه، فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، ذلك لأن مردودية أو ربحية المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

ويلاحظ أن الدول المتخلفة قد تكون لديها قدرات تمويلية هائلة لكن لها محدودية كبيرة في فرص الاستثمار المحلي. وفي هذا الصدد، يمكن إرجاع عدم إمكانية توجيه هذه القدرات التمويلية لضعف دور الوساطة المالية المتخصصة في دراسة المشاريع المربحة وكذا الدراسات التقنية لتركيب مثل هذه العمليات التي تقتضي القيام بوساطة بين المدخرين والمستثمرين.

ويلاحظ أيضا أن سوء التنظيم والتشريعات الصماء تفتح المجال أمام عمليات المضاربة وإلى بروز وساطة تتميز بعدم الاختصاص. وهكذا نرى أن المستثمرين العارفين يمتنعون من القيام بعمليات تمويلية على مستوى مثل هذه الأسواق.

وتجدر الإشارة هنا، أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع الادخار العام ودراسة وإنشاء المشاريع الاستثمارية وكذا ربط العلاقة بين المدخرين والمستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض بالطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن

إليها سندات سوناظرك- يمكن أن تكوّن عوامل تزيد من درجة مخاطرة عدم سيولة الادخار المستثمر المتوسط وطويل الأجل.

وعليه، ولتأمين السيولة العامة لسوق البورصة، فإن المستثمرين التأسيسيين يمكن أن يضطلعوا بدور المنظم عندما تتطور أسعار بعض القيم المتداولة بشكل غير مبرر وغير عقلاني.

#### رابعاً: الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة

تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعاً لهذه الأسعار.

وبخصوص نظام المعلومات المتعلق بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافة بشأن المعلومات. وعليه، فإن الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصداقية هذه المعلومات تعتبر شرطاً لازماً لحسن سير بورصة فعالة. ونشير إلى أن البورصة تمثل حالياً أحسن مثال للسوق الشفافة حيث إن كل المتدخلين يملكون معرفة كاملة على السوق ومكوناتها. غير أن الشفافية تبقى الهدف المراد تحقيقه دوماً من طرف السلطات الوصية والوسطاء والمصدرين.

ونشاهد حالياً في البلدان المتقدمة تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية وذلك بنشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة وتقديمها لكافة المتعاملين على قدم المساواة حتى تكون لهم نفس الحظوظ وتكون المنافسة حقيقية وبالتالي تحقق لأسواقهم الفعالية وللمدخرين الحماية اللازمة وتشجعهم أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة للاقتصاد الوطني.

ويذكر أن العديد من البورصات في أوروبا تخصص أيما مفتوحة تتيح الفرصة للجمهور حتى يتعرف عليها عن كثب بكل ما يتعلق بأهميتها وكيفيات عملها. ويكون القصد من وراء ذلك، الإعلام الواسع للجمهور ونشر الثقافة البورصية في الأوساط الشعبية على النحو الذي يحقق جلب وجذب أكبر حجم ممكن من المدخرات وتوجيهه نحو الميادين المختلفة للاستثمارات المنتجة وكذا تغطية العجز الميزاني للدولة.

البورصة من كل الأعباء الضريبية وهو الأمر الذي يحفز كثيرا على تدفق المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك، فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس. وهكذا تكون البورصة أداة تهدف إلى تنمية المدخرات وتحفيزها حتى يتم توظيفها واستثمارها من أجل تحقيق أهداف التنمية.

إن استقرار العملة يعتبر عاملا محددًا للمدخر الأجنبي حيث يسمح له بتأمين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون أن تتآكل نقديا كما أنه عند انتهاء المشروع أو انسحابه منه لا يفقد رأس ماله إذا قام بتحويله إلى موطنه الأصلي كذلك.

وفي هذا المقام، فإن التجربة تدل على أن البورصات الفعالة على المستوى العالمي هي تلك البورصات التي تستقطب شركات المساهمة الناجحة وهي تلك البورصات التي تنتمي إلى دول تعتمد على سياسة نقدية صارمة بخصوص التحكم في معدلات التضخم، واتباع منهج تحفيزي يتعلق بمعدلات الفائدة وكذا سياسة ضريبية تتميز بتحفيز المدخرين والمستثمرين على حد سواء.

ولعل من بين أبرز التحفظات التي يمكن ذكرها بخصوص بورصة الجزائر هل أن شركات المساهمة المسجلة في قيد بورصة الجزائر هي من أنجح المؤسسات في الوطن؟ هل بإمكان بورصة الجزائر أن تستقطب المزيد من المؤسسات الاقتصادية الناجحة بغض النظر عن جنسيتها أو حجمها؟ ما مدى قدرة السلطات العمومية الجزائرية من الالتزام بتطبيق سياسة نقدية صارمة بشأن معدلات التضخم والفائدة على نحو يحفز جميع الأعوان الاقتصادية؟ وهل هناك سياسة ضريبية تحفز على الدوام المدخرين والمستثمرين على حد سواء؟

### سابعاً: كيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية

من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف

توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة.

وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك، فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس. وهكذا تكون البورصة أداة تهدف إلى تنمية المدخرات وتحفيزها حتى يتم توظيفها واستثمارها من أجل تحقيق أهداف التنمية.

### سادساً: حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية

إن الحصول على عوائد مقبولة لقاء توظيف واستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين.

وهناك من يرى أنه يمكن إرجاع تحقيق هذا الشرط إلى جملة من العوامل أهمها:

- وجود شركات مساهمة ناجحة: إن زيادة عدد شركات المساهمة وانتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وقدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات واحتلالها لحصة من السوق الوطنية وكذا الدولية، كل ذلك يعطي انطبعا حسنا على مقدره مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها وديمومة حضورها على الساحة وإمكانية توسعها، وتحقيق أرباح وفيرة ومنه توزيعات مرتفعة لحاملي أسهمها. ومن ثم، تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

- رفع معدلات الفائدة: إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلا إذا كانت معدلات الفائدة المطبقة توفر لمن يريد توظيف أمواله في مثل هذه السندات عائدا مرضيا يضمن له أصل ماله الموظف ويحقق له فوائد إيجابية مقارنة مع معدل التضخم.

- التخفيض من الأعباء الضريبية: ذلك لأنه كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب والرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة والموظفة وكذا عوائدها كلما أدى ذلك إلى زيادة جذب المدخرات وحفزها، ويترتب على ذلك نمو بورصة القيم. نشير إلى أن عددا من الدول تقوم بإعفاء المدخرات الموظفة والمستثمرة عن طريق

المتقدمة تحرص على توفير عامل استقرار القوانين على النحو الذي يساعد على سهولة تدفق رؤوس الأموال دون حواجز أو مخاوف.

وينبغي في نفس الوقت، توفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية في تطورها وباستطاعته التكيف والانسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهذه السوق.

#### تاسعا: وجود جهاز مصرفي متكامل

يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات، ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، وكذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية والطلب الحقيقي عليها.

والجهاز المصرفي، ببنوكه التقليدية وبنوكه المتخصصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي الذي يسيطر على النظام المصرفي بصفة عامة، ينبغي عليه أن يتصف بمرونة عالية وقدرة على مسانعة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية وكذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات والعمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

وبموجب ذلك، يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز والذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية.

وكحاصل، فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

وفي الختام، يمكن القول أن هذه الورقة قد جاءت لتجيب على السؤال المطروح في البداية. وقد خلصنا في نهايتها أن أهم الشروط الأساسية الواجب توافرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة وناجحة بالجزائر والتي يمكنها تحقيق متطلبات التنمية المستدامة تستدعي عموما ضرورة تسويق الاقتصاد، الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد، الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في

الأزمات مهما كانت طبيعتها، مجالها ووقتها سواء كانت وطنية أو عالمية. وعليه، فإن بورصة القيم المتداولة الفعالة تستطيع الانسجام مع التغيرات الطارئة بفضل تنظيمها الجيد وهياكلها المتينة والمرنة.

وبالتالي، فإن توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الملائم يعطي، وبصفة دائمة، إمكانيات استثمارية معتبرة مع تسهيل المعاملات وتوفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين. كما أن مرونته العالية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإمكانية سرعة استيعابها تعطيان دفعا قويا لحركة البورصة على الدوام.

كما أنه من متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات المسيرة جيدا ومحاولة ترقيتها. في حين أنها تعاقب تلك المسيرة بصورة سيئة وذلك بإجراء عمليات الانضمام، الامتصاص، المراقبة أو التصفية أو حتى إخراجها من قيد البورصة.

#### ثامنا: وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين

يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال الفائضة لدى المدخرين وحسن توجيهها. كما أن وجود هذا الاستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها حيث إن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو الحروب مع البلدان المجاورة وكذا التدخل الأجنبي والحكم الديكتاتوري، كل ذلك يساهم في استتباب الأمن الاجتماعي وانتشار السلام. ومن ثم، فإن أصحاب الفوائض يطمئنون على مصير رؤوس أموالهم الموظفة والمستثمرة ذلك لأن الدول في حالة استقرارها السياسي تكون أكثر وفاء بالتزاماتها.

وإذا كان هذا العامل مهما جدا بالنسبة للمدخر المقيم، فإنه يكون بالغ الأهمية بالنسبة لأصحاب الفوائض المالية الأجانب حيث إنهم يجمعون عن توظيف أموالهم واستثمارها في بلد غير مستقر سياسيا وغير آمن.

أما بخصوص استقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن، فإن استقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفعالية في ترقية ونمو سوق البورصة. في حين أن عدم استقرار القوانين وتغيرها الدائم والمستمر قد يؤثر سلبا على حرية تداول القيم المتداولة وتقيدها. وبالتالي، فإن البلدان



الأدوات المالية، الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة، توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية، تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية، وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين ووجود جهاز مصرفي متكامل.

وبتحقق جملة الشروط أعلاه، يمكن عندها أن تكون بورصة الجزائر أداة تمويلية فعالة يمكن استعمالها لترشيد الاستثمار والتي تعمل على تحديد المشاريع الاستثمارية المنتجة للسلع والخدمات التي يحتاجها الجزائري حقيقة ولا تسمح لما عداها بالظهور. بمعنى، أن بورصة الجزائر يمكنها أن تكون مكانا ماليا يعكس إلى حد بعيد فعالية التسيير المالي والإداري والاجتماعي لمختلف المشروعات تحقيقا لاستراتيجية التنمية وغاياتها.

**بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها**

إعداد : الدكتور براق محمد

أستاذ التعليم العالي بالمدرسة العليا للتجارة-  
الجزائر.

وهيئاتها من خلال الأعوان الاقتصادية ذات  
الفوائض.

وعليه، فإن هذه الورقة تأتي لتجيب على  
السؤال التالي: ما هي أبرز الشروط الأساسية التي  
يتوجب توافرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة  
وناجحة بالجزائر والتي يمكنها تحقيق متطلبات  
التنمية المستدامة؟ ويمكن عرض أهم شروط  
النجاح التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر  
حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من  
أجلها في النقاط التسع التالية:

**أولاً: ضرورة تسويق الاقتصاد**

يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم  
شرط الأساس لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة،  
وذلك من خلال اتباع فلسفة اقتصادية واضحة  
المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة  
الاقتصادية وإعطاء دور الريادة للقطاع الخاص في  
تحقيق عملية التنمية المستدامة وكذا تشجيعه وذلك  
بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة  
وتوجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في  
ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه هذه  
الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمناً  
لبقائها.

ولأن قياس كفاءة البورصة تقدر بمدى  
استطاعتها على جلب الادخار وتوجيهه نحو أوجه  
التوظيفات والاستثمارات المختلفة، فإنه يتعين توفير  
المناخ الاستثماري المشجع والمطمئن والذي  
بإستطاعته جلب وجذب واستيعاب الأموال  
المعروضة.

وهذه الفلسفة الاقتصادية لا يمكن العمل بها  
عموماً إلا في إطار اقتصاد السوق الذي يوفر  
المرونة اللازمة للتعاملات التجارية ويرفع كل  
العقبات الموضوعة من طرف الاقتصاد المخطط.  
وقد أثبتت التجربة التاريخية أن البورصات  
الأكثر فعالية قد ظهرت وتطورت في أحضان الدول  
التي تتبنى اقتصاد السوق. كما أنها شملت كافة  
القطاعات ووضعت لها جميع الآليات والتحكيمات  
الضرورية للقضاء على كل العوائد العالية دون بالغ  
مخاطرة.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصات كل من  
الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا العظمى  
واليابان وألمانيا تعكس صورة البورصات الأكثر  
فعالية في العالم. ويمكن الإشارة في هذا الشأن، أن

تعتبر أسواق رؤوس الأموال ومنها أسواق  
القيم المتداولة -الأوراق المالية- من أهم الأماكن  
المالية التي من خلالها يمكن تمويل عملية التنمية.  
ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها المكان  
الذي يتم فيه الالتقاء بين الأعوان الاقتصادية الذين  
لديهم قدرات تمويلية، يبحثون عن حسن توظيفها  
وتحقيق العوائد من ورائها، وذلك مع الأعوان  
الأخرين الذين يحتاجون لمثل هذه الأموال لتمويل  
توسعهم أو عجزهم -تمويل طويل طويل الأجل:  
استثمارات المؤسسات الاقتصادية أو تغطية عجز  
الدولة-. وهذه السوق تتكون من سوقين؛ أولهما  
السوق الأولية أو سوق الإصدارات الجديدة للقيم  
المتداولة لأول مرة. أما الثانية فتدعى بالسوق  
الثانوية أو بورصة القيم المتداولة التي يتم فيها  
التفاوض على الأوراق المالية التي تم إصدارها في  
السوق الأولية. ولا يمكن أن تضطلع هذه الأخيرة  
بمهمتها التمويلية للاقتصاد وبشكل فعال ما لم تكن  
السوق الثانوية نشطة وكفؤة. ومنه، فإن وجود  
بورصة قيم متداولة تصير أكثر من ضرورة وذلك  
قصد تمويل الانطلاقة الاقتصادية لأي مجتمع تحقيقاً  
للتنمية المستدامة.

وبخصوص الجزائر، فإنه من جملة  
الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية للبلاد  
قصد إحلال الآليات القديمة لتمويل الاقتصاد بالآليات  
حديثة تتماشى وطبيعة النظرة الجديدة أنه تم إحداث  
بورصة قيم متداولة من خلال إصدار العديد من  
النصوص التشريعية والتنظيمية الخاصة بهذه  
المؤسسة والمحيط الذي تعمل فيه كما أنه بعد  
تأسيسها الفعلي شرع في أولى عمليات القبول  
والإدخال بها. بالرغم من ذلك، فإن بورصة الجزائر  
تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة كما أن دورها في  
التمويل مازال يتصف بالهامشية.

ولعل واقع الحال هذا، يسمح بالقول أن  
الإرادة السياسية وحدها غير كافية لإنشاء بورصة  
قيم متداولة فعالة وناجحة تتماشى والمتطلبات  
الاقتصادية المعاصرة. ومنه، فإنه ينبغي توافر جملة  
من الشروط الأساسية لقيام بورصة فعالة تسمح  
للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من تمويل توسعها  
وتطورها وكذا تمويل العجز الميزاني للدولة

### ثانيا: الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم أن هناك علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة. وفي هذا الصدد، فإن البلدان المتقدمة، وخاصة دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)، تحافظ منذ الثمانينيات على معدلات للتضخم ضئيلة نسبيا، تقترب من حدود 3 بالمائة بل وصلت إلى أقل من هذه النسبة، على النحو الذي يسمح للعائلات وكذا الأعوان الاقتصادية صاحبة الفوائض من توظيف قدراتهم التمويلية في القيم المتداولة دون الخوف من مضاعفات ظاهرة التآكل النقدي.<sup>3</sup>

وكحاصل، فإن رفع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث على فرص الاستثمار في البورصة. وبالتالي، فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك ومنه توجيهه نحو الاستثمار. وإذا كان حجم المدخرات الفردية يرتبط أساسا بمتوسط الدخل الفردي الحقيقي ومنه بالميل للادخار، فإن حجم المدخرات المؤسسية -المؤسسات الاستثمارية والمالية- يتكون مما تم توفيره من احتياطات.

وبالرغم من أن مؤشر ظاهرة التضخم بالجزائر متحكم فيه ويعتبر مقبولا في الأونة الأخيرة، غير أن نسبة كبيرة من الأسر الجزائرية مازالت تزرع دون عتبة الفقر وهو ما يترك الانطباع على الصعوبة العملية للعائلة الجزائرية من أن تساهم في تنشيط بورصة الجزائر من خلال توجيه المدخرات نحوها.

### ثالثا: الانفتاح الكبير على الجمهور والتنويع في الأدوات المالية

بورصات فرنسا كانت تتصف بالضآلة والضييق ذلك لضعفها مقارنة مع مثيلاتها في الخارج، وتم إرجاع ذلك إلى العوامل التالية<sup>1</sup>:

- سيطرة الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد - اقتصاد مديونية بمزايا التوسع النقدي لتمويل القطاع الإنتاجي والذي كان يصعب التحكم فيه.-  
- سوق مالية لم تجمع الشروط التقنية لتصير قطب جذب لمنشطي الأصول من بنوك ومستثمرين مؤسستيين.

- بروز ظاهرة التضخم التي تتميز بالتآكل النقدي. وعليه، لم تكن هذه الوضعية لتشجع العائلات من توظيف مدخراتهم في القيم المتداولة.

وانطلاقا من سنة 1986، تفتّح الاقتصاد الفرنسي بشكل واسع على الأسواق الأجنبية كما وضعت سياسة استثمارية جديدة أساسها تسويق الاقتصاد وذلك عن طريق عملية الخصخصة وتطوير عدد من الأدوات المالية لاجتذاب الادخار وتوجيهه نحو القيم المتداولة.

وبناء على ما سبق، فإن اقتصاد السوق يعتبر شرطا ضروريا -لازما وغير كاف- لظهور بورصة قيم متداولة فعالة بالجزائر يمكنها أن تقوم بتأدية المهام المنوطة بها والوظائف الأساسية التي وجدت من أجلها. ومن ثم، فإن واقعا كالذي تعيشه الجزائر والمتسم بهيمنة قطاع اقتصادي عمومي غير ناجع وغياب محيط عام مشجع ومحفز لإنشاء شركات مساهمة خاصة منتجة للسلع والخدمات على النحو الذي تتحقق معه أسباب الرفاه الاجتماعي والتقدم الاقتصادي تعتبر في عمومها مثبتات أمام وجود بورصة قيم متداولة تتصف بالفعالية في تمويل نسيج المؤسسات الاقتصادية المحققة للتنمية الشاملة.

ولعل أبرز ما تتصف به الجزائر حاليا كما أشار إليه المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي في تقريره بشأن الحالة الاقتصادية والاجتماعية للسداسي الثاني من سنة 2000 أن هناك غياب استراتيجي قصيرة،متوسطة وطويلة الأجل بخصوص الانطلاقة الاقتصادية.<sup>2</sup>

semestre", *Le Soir d'Algérie*, Dimanche 22 Avril 2001, p: 02.

3- A.CHOINEL & G. ROUYER, 1996, *Op-cit*, pp: 06-07.

- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL, *Rapport annuel*, 1996, pp: 55 et suite.

1- A. CHOINEL & G. ROUYER, *Le marché financier: structures et acteurs*, La revue banque éditeur, 6ème édition, 1996, pp: 26 et suite.

2- A. BETTACHE, "Avant -2 conjoncture économique et sociale du second

في القيم المتداولة. ومن ثم، فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأصول المالية دون الأصول الحقيقية.

ويمكن الإشارة، في هذا الصدد، أن بورصات القيم المتداولة غير الفعالة في البلدان المتخلفة، ومنها في عدد من الدول العربية والجزائر خاصة، تتميز على الخصوص بضعف الصفقات الناجمة عن:<sup>2</sup>

- العدد المحدود للمتدخلين والذين لديهم شبه احتكار لعمليات التفاوض على القيم المتداولة في البورصة.

- غياب الإرادة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة عند من لديهم القدرات التمويلية حيث إنهم يفضلون الاحتفاظ بالسيولة وتوجيهها نحو النفقات الاستهلاكية.

- الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لأنشطتها وتوسعها، بمعنى آخر أنها تقتصر على مساهميتها القدامى.

- تفضيل الاحتفاظ بالقيم المتداولة في محافظ المستثمرين المهمين جدا بهدف تحقيق ريع.

- عدم تنويع الأدوات المالية على مستوى هذه البورصات.

- عدم توظيف الادخار في شكل سندات وذلك إما لأسباب اقتصادية في الحالة التي لا يستطيع فيها معدل الفائدة تغطية التآكل النقدي أو لأسباب دينية حيث إن العديد من المستثمرين في البلدان الإسلامية يمتنعون من توظيف مدخراتهم في السندات لاعتقادهم أن الفائدة تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

وفي الأخير، نشير إلى أن سيطرة عدد محدد من المتدخلين كالبانوك والمؤسسات الكبرى وعدد من الهيئات الأخرى وكذا عدم تنويع القيم المتداولة -أربع قيم بالجزائر فقط وهي أسهم كل من إرياض-سطيف، صيدال وفندق الأوراسي يضاف

يمكن ذكر أبرز معايير حسن سير سوق المنافسة التامة كما يلي:<sup>1</sup>

- العرض الكثيف والطلب الكثيف: ويمكن أن يعرف بوجود عدد كبير من البائعين والمشتريين يتفاوضون حول منتج معين موجود بكميات كافية وذلك قصد تحقيق مستوى الأسعار على النحو الطبيعي الذي يخلو من التأثيرات المصطنعة من احتكار أو مضاربة فاحشة الخ...

- حرية التعامل والعلانية: تتميز سوق المنافسة التامة بصفة حرية التعامل، بمعنى أنها سوق تتمتع بحرية الدخول فيها والخروج منها دون قيود تشريعية أو اقتصادية تهدف للحد من المنافسة. كما أن العلانية ينبغي أن تكون بالإعلام الفوري عن النوع والكم والسعر.

- معيار التجانس: بمعنى تماثل السلع المعروضة وأن تكون لها نفس الصفات.

وبإسقاط المعايير أعلاه على الأنشطة البورصية، فإنه يمكن القول أن بورصات القيم المتداولة الفعالة تتميز بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية. كما يلاحظ أيضا أن كبريات البورصات العالمية هي مفتوحة حتى للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

وتجدر الإشارة إلى أن البورصات الأكثر فعالية في العالم تقتقر إلى تجانس الأوراق المالية مجسدة في تعدد المصدرين وكذا تنوع الأدوات المالية خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات. وعليه، فإن بورصة القيم المتداولة هي سوق رؤوس أموال حيث يتم تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس. وهذا العامل يمثل عنصر جذب للادخار ذلك لأن تنويع الأدوات المالية له مزايا عديدة حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم ومعتقداتهم، وهذا التنوع يعطي للبورصة الأهمية والفعالية المطلوبة. كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور وهذا التنوع في الأدوات المالية يعطيان لبورصة القيم حركية عالية مع تقليص كبير لمخاطر تجميد الادخار المستثمر

2 - Voir: M.ABDAIMI, Le système de financement marocain face au problème de l'endettement, Edition Afrique orient, 1989.

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص ص: 712-658

- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 1995.

1 - A.CHOINEL & G. ROUYER, 1996, Op-cit, p: 53-56.

- F. ROSENFELD, R. HANNOSET & R. SABETIER, Analyse financière et gestion des valeurs mobilières:1- analyse des actions des sociétés, Dunod, 1989, p : 213.

لكن يلاحظ في أغلب بورصات الدول المتخلفة غياب الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية الخاصة بالمؤسسات المقيدة. كما أن مصداقية هذه المعلومات هي في أغلب الحالات منعدمة أو تقتصر على مستوى دوائر محددة، وهو الأمر الذي يقلص من تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية حيث لا تنتشر مختلف المعلومات في المواعيد المطلوبة ولا يتم تقديمها لجميع المتعاملين بالتساوي. ومن ثم، لا تكون لهم نفس الحظوظ. ومنه، لا يتحقق لأسواقها الفعالية ولا تتوفر الحماية المطلوبة للمدخرين وهو الأمر الذي يترك المتعاملين يحجمون أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة التي بمقدورها المساهمة بفعالية في تحقيق عملية التنمية الشاملة.

#### خامسا: توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة

إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة. ومنه، فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي، ذلك لأن مردودية أو ربحية المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لاجتذاب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

ويلاحظ أن الدول المتخلفة قد تكون لديها قدرات تمويلية هائلة لكن لها محدودية كبيرة في فرص الاستثمار المحلي. وفي هذا الصدد، يمكن إرجاع عدم إمكانية توجيه هذه القدرات التمويلية لضعف دور الوساطة المالية المتخصصة في دراسة المشاريع المربحة وكذا الدراسات التقنية لتركيب مثل هذه العمليات التي تقتضي القيام بوساطة بين المدخرين والمستثمرين.

ويلاحظ أيضا أن سوء التنظيم والتشريعات الصماء تفتح المجال أمام عمليات المضاربة وإلى بروز وساطة تتميز بعدم الاختصاص. وهكذا نرى أن المستثمرين العارفين يمتنعون من القيام بعمليات تمويلية على مستوى مثل هذه الأسواق.

وتجدر الإشارة هنا، أن وجود هيئات تمويلية متخصصة في جمع الادخار العام ودراسة وإنشاء المشاريع الاستثمارية وكذا ربط العلاقة بين المدخرين والمستثمرين على النحو الذي يحقق توازن العرض بالطلب تعتبر ضرورة ملحة لحسن

إليها سندات سوناظرك- يمكن أن تكوّن عوامل تزيد من درجة مخاطرة عدم سيولة الادخار المستثمر المتوسط وطويل الأجل.

وعليه، ولتأمين السيولة العامة لسوق البورصة، فإن المستثمرين التأسيسيين يمكن أن يضطلعوا بدور المنظم عندما تتطور أسعار بعض القيم المتداولة بشكل غير مبرر وغير عقلاني.

#### رابعاً: الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة

تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار تبعاً لهذه الأسعار.

وبخصوص نظام المعلومات المتعلق بسوق البورصة، فإنه من الضروري التذكير على أن البورصة الفعالة تعني بورصة شفافة بشأن المعلومات. وعليه، فإن الشفافية في سير المعلومات الاقتصادية، المالية والإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة ومصداقية هذه المعلومات تعتبر شرطاً لازماً لحسن سير بورصة فعالة. ونشير إلى أن البورصة تمثل حالياً أحسن مثال للسوق الشفافة حيث إن كل المتدخلين يملكون معرفة كاملة على السوق ومكوناتها. غير أن الشفافية تبقى الهدف المراد تحقيقه دوماً من طرف السلطات الوصية والوسطاء والمصدرين.

ونشاهد حالياً في البلدان المتقدمة تدعيم الكفاءة الإعلامية لأسواقها البورصية وذلك بنشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة وتقديمها لكافة المتعاملين على قدم المساواة حتى تكون لهم نفس الحظوظ وتكون المنافسة حقيقية وبالتالي تحقق لأسواقهم الفعالية وللمدخرين الحماية اللازمة وتشجعهم أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة للاقتصاد الوطني.

ويذكر أن العديد من البورصات في أوروبا تخصص أيما مفتوحة نتيج الفرصة للجمهور حتى يتعرف عليها عن كثب بكل ما يتعلق بأهميتها وكيفيات عملها. ويكون القصد من وراء ذلك، الإعلام الواسع للجمهور ونشر الثقافة البورصية في الأوساط الشعبية على النحو الذي يحقق جلب وجذب أكبر حجم ممكن من المدخرات وتوجيهه نحو الميادين المختلفة للاستثمارات المنتجة وكذا تغطية العجز الميزاني للدولة.

البورصة من كل الأعباء الضريبية وهو الأمر الذي يحفز كثيرا على تدفق المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك، فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس. وهكذا تكون البورصة أداة تهدف إلى تنمية المدخرات وتحفيزها حتى يتم توظيفها واستثمارها من أجل تحقيق أهداف التنمية.

إن استقرار العملة يعتبر عاملا محددًا للمدخر الأجنبي حيث يسمح له بتأمين تحويل صافي أرباحه السنوية إلى بلده الأصلي دون أن تتآكل نقديا كما أنه عند انتهاء المشروع أو انسحابه منه لا يفقد رأس ماله إذا قام بتحويله إلى موطنه الأصلي كذلك.

وفي هذا المقام، فإن التجربة تدل على أن البورصات الفعالة على المستوى العالمي هي تلك البورصات التي تستقطب شركات المساهمة الناجحة وهي تلك البورصات التي تنتمي إلى دول تعتمد على سياسة نقدية صارمة بخصوص التحكم في معدلات التضخم، واتباع منهج تحفيزي يتعلق بمعدلات الفائدة وكذا سياسة ضريبية تتميز بتحفيز المدخرين والمستثمرين على حد سواء.

ولعل من بين أبرز التحفظات التي يمكن ذكرها بخصوص بورصة الجزائر هل أن شركات المساهمة المسجلة في قيد بورصة الجزائر هي من أنجح المؤسسات في الوطن؟ هل بإمكان بورصة الجزائر أن تستقطب المزيد من المؤسسات الاقتصادية الناجحة بغض النظر عن جنسيتها أو حجمها؟ ما مدى قدرة السلطات العمومية الجزائرية من الالتزام بتطبيق سياسة نقدية صارمة بشأن معدلات التضخم والفائدة على نحو يحفز جميع الأعوان الاقتصادية؟ وهل هناك سياسة ضريبية تحفز على الدوام المدخرين والمستثمرين على حد سواء؟

### سابعاً: كيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية

من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف

توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة.

وحتى يتحقق هذا الشرط كذلك، فإن البورصة ينبغي أن تتصف بالمرونة اللازمة على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظفة والمستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس. وهكذا تكون البورصة أداة تهدف إلى تنمية المدخرات وتحفيزها حتى يتم توظيفها واستثمارها من أجل تحقيق أهداف التنمية.

### سادساً: حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية

إن الحصول على عوائد مقبولة لقاء توظيف واستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين.

وهناك من يرى أنه يمكن إرجاع تحقيق هذا الشرط إلى جملة من العوامل أهمها:

- وجود شركات مساهمة ناجحة: إن زيادة عدد شركات المساهمة وانتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وقدرتها الكبيرة على التكيف مع المستجدات واحتلالها لحصة من السوق الوطنية وكذا الدولية، كل ذلك يعطي انطبعا حسنا على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها وديمومة حضورها على الساحة وإمكانية توسعها، وتحقيق أرباح وفيرة ومنه توزيعات مرتفعة لحاملي أسهمها. ومن ثم، تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

- رفع معدلات الفائدة: إن السندات المطروحة للاكتتاب العام لا تجد الإقبال المطلوب إلا إذا كانت معدلات الفائدة المطبقة توفر لمن يريد توظيف أمواله في مثل هذه السندات عائدا مرضيا يضمن له أصل ماله الموظف ويحقق له فوائد إيجابية مقارنة مع معدل التضخم.

- التخفيض من الأعباء الضريبية: ذلك لأنه كلما انخفضت هذه الأعباء من الضرائب والرسوم المفروضة على المدخرات المستثمرة والموظفة وكذا عوائدها كلما أدى ذلك إلى زيادة جذب المدخرات وحفزها، ويترتب على ذلك نمو بورصة القيم. نشير إلى أن عددا من الدول تقوم بإعفاء المدخرات الموظفة والمستثمرة عن طريق

المتقدمة تحرص على توفير عامل استقرار القوانين على النحو الذي يساعد على سهولة تدفق رؤوس الأموال دون حواجز أو مخاوف.

وينبغي في نفس الوقت، توفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الاقتصادية في تطورها وباستطاعته التكيف والانسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الاقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهذه السوق.

#### تاسعا: وجود جهاز مصرفي متكامل

يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات، ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، وكذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية والطلب الحقيقي عليها.

والجهاز المصرفي، ببنوكه التقليدية وبنوكه المتخصصة في الاستثمار والأعمال والبنك المركزي الذي يسيطر على النظام المصرفي بصفة عامة، ينبغي عليه أن يتصف بمرونة عالية وقدرة على مسانرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية وكذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات والعمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

وبموجب ذلك، يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز والذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية.

وكحاصل، فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

وفي الختام، يمكن القول أن هذه الورقة قد جاءت لتجيب على السؤال المطروح في البداية. وقد خلصنا في نهايتها أن أهم الشروط الأساسية الواجب توافرها لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة وناجحة بالجزائر والتي يمكنها تحقيق متطلبات التنمية المستدامة تستدعي عموما ضرورة تسويق الاقتصاد، الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد، الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في

الأزمات مهما كانت طبيعتها، مجالها ووقتها سواء كانت وطنية أو عالمية. وعليه، فإن بورصة القيم المتداولة الفعالة تستطيع الانسجام مع التغيرات الطارئة بفضل تنظيمها الجيد وهياكلها المتينة والمرنة.

وبالتالي، فإن توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الملائم يعطي، وبصفة دائمة، إمكانيات استثمارية معتبرة مع تسهيل المعاملات وتوفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين. كما أن مرونته العالية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإمكانية سرعة استيعابها تعطيان دفعا قويا لحركة البورصة على الدوام.

كما أنه من متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات المسيرة جيدا ومحاولة ترقيتها. في حين أنها تعاقب تلك المسيرة بصورة سيئة وذلك بإجراء عمليات الانضمام، الامتصاص، المراقبة أو التصفية أو حتى إخراجها من قيد البورصة.

#### ثامنا: وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين

يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال الفائضة لدى المدخرين وحسن توجيهها. كما أن وجود هذا الاستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها حيث إن ابتعاد الدولة عن ظاهرة الحروب الأهلية أو الحروب مع البلدان المجاورة وكذا التدخل الأجنبي والحكم الديكتاتوري، كل ذلك يساهم في استتباب الأمن الاجتماعي وانتشار السلام. ومن ثم، فإن أصحاب الفوائض يطمئنون على مصير رؤوس أموالهم الموظفة والمستثمرة ذلك لأن الدول في حالة استقرارها السياسي تكون أكثر وفاء بالتزاماتها.

وإذا كان هذا العامل مهما جدا بالنسبة للمدخر المقيم، فإنه يكون بالغ الأهمية بالنسبة لأصحاب الفوائض المالية الأجانب حيث إنهم يحجمون عن توظيف أموالهم واستثمارها في بلد غير مستقر سياسيا وغير آمن.

أما بخصوص استقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن، فإن استقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفعالية في ترقية ونمو سوق البورصة. في حين أن عدم استقرار القوانين وتغيرها الدائم والمستمر قد يؤثر سلبا على حرية تداول القيم المتداولة وتقيدها. وبالتالي، فإن البلدان

الأدوات المالية، الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة، توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم واستثماراتهم المالية، تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية، وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي واستقرار القوانين ووجود جهاز مصرفي متكامل.

وبتحقق جملة الشروط أعلاه، يمكن عندها أن تكون بورصة الجزائر أداة تمويلية فعالة يمكن استعمالها لترشيد الاستثمار والتي تعمل على تحديد المشاريع الاستثمارية المنتجة للسلع والخدمات التي يحتاجها الجزائري حقيقة ولا تسمح لما عداها بالظهور. بمعنى، أن بورصة الجزائر يمكنها أن تكون مكانا ماليا يعكس إلى حد بعيد فعالية التسيير المالي والإداري والاجتماعي لمختلف المشروعات تحقيقا لاستراتيجية التنمية وغاياتها.



## بورصة الجزائر: الواقع والآفاق

الدكتور: محفوظ جبار

أستاذ التعليم العالي جامعة سطيف

## المخلص

تعيش بورصة الجزائر منذ مدة طويلة أزمة خانقة تهدد بإغلاقها نهائيا. فعلى الرغم من توفر معظم الترسانة القانونية الضرورية لتنظيم وإدارة ومراقبة أي سوق مالية عادية، وحتى توفر بعض الهيئات المسيرة والمراقبة مثل لجنة تنظيم ومراقبة بورصة القيم COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGVB، بقيت بورصة الجزائر شبه مشلولة، باستثناء بعض النشاط النسبي خلال السنتين الأولتين لانطلاقها في أواخر العقد الماضي.

وعليه فما هي حقيقة الوضعية الحالية التي تمر بها بورصة الجزائر، وما أسباب ذلك، وما هي آفاق تطورها على الأمد القصير والمتوسط؟ هذا ما ستحاول هذه الورقة المتواضعة الخوض فيه.

## 1- مقدمة

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في الاقتصاديات المعاصرة، لاسيما في الثلاثة أو أربعة عقود الأخيرة. إذ ازداد اللجوء إليها أكثر من قبل الشركات والحكومات للتزود برؤوس الأموال من مختلف الأجال، على حساب التوجه إلى الاستدانة. عرف هذا التوجه بالتحول من التمويل غير المباشر أو بوساطة بنكية إلى التمويل المباشر أو اللابوساطة

المالية desintermediation. كما عرف أيضا بالتحول من اقتصاد السوق الذي تسيطر فيه المصارف كمصادر أساسية للتمويل إلى اقتصاد السوق المالية الذي تنتشر فيه ظاهرة التوريق securitization في تمويل الاقتصاديات الوطنية.

لهذا سارعت معظم الدول النامية وتلك التي كانت تنتهج نظام التخطيط المركزي في السابق، ومن بينها الجزائر، إلى إنشاء أسواقها المالية للاستفادة من الادخار المحلي والدولي في تنوع مصادر تمويل اقتصادياتها. وإدراكا منها بأهمية تلك الأسواق فقد سنت تلك الدول القوانين والتشريعات ووفرت الوسائل المالية والمادية والبشرية لإنجاحها، بما في ذلك تشجيع القطاع الخاص ليلعب دوره في التنمية الاقتصادية والاستفادة من المزايا التي تقدمها تلك الأسواق.

## 1-1- أهمية الدراسة

إن الوضعية الحرجة التي تمر بها بورصة الجزائر منذ مدة جعلتها محط أنظار الباحثين وصناع القرار على حد سواء، خاصة وأم مثيلاتها في الوطن العربي تنتعش من سنة لأخرى. فهذه المؤسسة الحيوية تحتاج إلى تضافر الجهود العلمية والعملية الكفيلة بمساعدتها على الخروج من النفق الذي تمر به. من هذا المنطلق تأتي هذه المساهمة المتواضعة لإبراز مستوى أداء بورصتنا والتعرض لبعض المشاكل التي تتخبط فيها وتبيان ما هو مطلوب منا كأكاديميين أو كسلطات مالية القيام به لإنقاذها.

## 2-1 - إشكالية البحث

من الشروط. خلص الباحث بعد ذلك إلى أن إقامة السوق المالية الجزائرية تتطلب المزيد من الوقت والجهد [2].

تناول جبار م. 2001، 2006 مسألة تحول نمط التمويل في الاقتصاديات المعاصرة وضرورة إصلاح السوق المالية الجزائرية. فأبرز كيفية تحول الأعوان الاقتصاديين أصحاب العجز، من الاستدانة من المصارف ومؤسسات الإقراض الأخرى إلى الأسواق المالية للحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال. فمن جهة تزايدت تكاليف التمويل بالاقتراض ومن جهة ثانية ارتفعت العائدات على الاستثمار في الأدوات المالية المتاحة في تلك الأسواق مقارنة بأسعار الفائدة السائدة، الأمر الذي زاد من ذلك التوجه. أبرز الباحث في الجزء الأول من الدراسة اتساع اللامساواة في الدول المتقدمة والدول الناشئة، الشيء الذي دفع البنوك إلى تنويع منتجاتها لزيادة مداخيلها. تعرض بعد ذلك إلى ظهور التمويل المباشر بتقييد 3 شركات عمومية في بورصة الجزائر. خلص إلى أن إصلاح السوق المالية لا بد أن يتم ضمن إصلاح المنظومة المالية ككل [3].

ودرس جبار م. 2004 فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية مستعرضا فرص تكوين المحافظ الاستثمارية والخدمات المالية وإنشاء وإدارة المؤشرات وغيرها من الفرص. وخلص الباحث إلى أن السوق الجزائرية كانت تبدو واعدة في تلك الفترة، إذا ما وفر المناخ المناسب. كما أنها حديثة النشأة وبإمكان المستثمرين الوطنيين

إذا كانت السلطات العمومية قد وفرت معظم الترسنة القانونية المتعلقة ببورصة الجزائر، والتي لا تختلف عن معظم التشريعات السائدة في العالم، ووفرت الحد الأدنى من الوسائل المطلوبة لانطلاق أي سوق مالية، فما هي حقيقة الوضع السائد في بورصتنا وما هي التحديات التي تواجهها أنيا ومستقبلا؟ هذا ما ستحاول هذه الورقة المتواضعة الإجابة عليه.

### 1-3 - الدراسات السابقة

تناول جبار م. 1996 دور الأسواق المالية في خصخصة المؤسسات العمومية مستعرضا عملية الخصخصة بإيجابياتها وسلبياتها وطرقها من جهة، والأسواق المالية بأقسامها وأهدافها من جهة أخرى. وبين الباحث في الجزء الثالث من البحث دور الأسواق المالية في الخصخصة. وخلص إلى أن هذه الأخيرة ليست هدفا في حد ذاتها، سواء تمت عن طريق السوق المالية أو بطريقة أخرى، وإنما هي وسيلة لرفع كفاءة وفعالية المؤسسات والاقتصاد ككل [1].

وتساءل صاري م. 1998 في دراسته حول جدوى السوق المالية في الجزائر مستشهدا بما كانت تعاني منه الأسواق الأوروبية في الستينات من القرن الماضي وعدم انسجامها مع الاقتصاديات الوطنية. فتعرض الكاتب في الجزء الأول من مقاله إلى أساسيات الأسواق المالية وركز في الثاني على إمكانية إقامة سوق مالية في الجزائر مستعرضا توفر الادخار، الاستراتيجيات المالية للشركات، الوسيط وتعميم الثقافة المالية ودور البنوك وغيرها

مستقلا عن الآخر. أي أنه لا يمكن لسوق السندات أن تحل محل سوق الأسهم بأي حال من الأحوال [7].

## 1-2- حدود الدراسة

تبعاً لتوفر المعلومات التي تم جمعها من الهيئات المشرفة والمراقبة لبورصة الجزائر وصندوق النقد العربي وغيره من المصادر توقفت فترة الدراسة في سنة 2005. كما أن بورصة الجزائر كانت شبه متوقفة بعد تلك السنة، الأمر الذي يجعل البحث باستعمال المعلومات القليلة المتوفرة بعد ذلك عديم الجدوى.

## 2- نشأة بورصة الجزائر

بعد مخاض عسير وتأجيل دام لسنوات لم تفتح بورصة الجزائر إلا في 13 سبتمبر 1999، على الرغم من أنها كانت من بين إصلاحات القطاع المالي التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة، والتي انطلقت في أواخر الثمانينيات من القرن الماضي. فالجزائر بإمكانياتها المتنوعة الهائلة وشركاتها الضخمة مؤهلة لتأسيس بورصة في مستوى ضخامة اقتصادها. وعليه فقد أنشئت بورصة الجزائر بالمرسوم التنفيذي رقم 91-169، الذي اعتبرها شركة مساهمة، كما سنرى بعد قليل بشيء من التفصيل.

## 1-2- التشريعات

ظهرت التشريعات الأولى المنظمة لأنشطة بورصة الجزائر، والداعية إلى إنشائها، في أوائل التسعينيات، وذلك في الإطار العام للإصلاحات

والأجانب تحقيق الكثير، خاصة بعد تقديم السلطات العمومية للضمانات الكافية للمستثمرين الأجانب، سواء فيما يتعلق بالمعاملة أو التحويلات [4].

كما تعرض جبار م. 2004 و 2007 إلى مسألة كفاءة البورصة الجزائرية في بحثين. درس في الأول، 2004، مدى استجابة الأسعار للمعلومات الواردة إلى البورصة بصفة عامة، مستعرضاً الأشكال الثلاثة للكفاءة وتوصل إلى أن بورصة الجزائر غير ذات كفاءة في كافة الأشكال. ودرس في الثاني، 2007، مدى استجابة الأسعار للمعلومات المتوفرة لعامة المستثمرين في وسائل النشر المختلفة وتوصل إلى أن بورصة الجزائر غير ذات كفاءة في الشكل متوسط القوة [5].

وقام كل من جبار م. و حاج صحراوي ح. 2005 بقياس أثر عقود السيولة التي أبرمتها الشركات المقيدة في بورصة الجزائر مع الوسطاء، على أسعار الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن تلك العقود قد أعاققت ميكانيزمات السوق وأدت إلى أسعار اصطناعية وبالتالي إلى تضليل المستثمرين [6].

كما درس كل من جبار م. و مريم ع. 2007 مسألة انهيار سوق الأسهم الجزائرية في السنوات الأخيرة وبدائل الاستثمار. فبعد تحليل المراحل التي مرت بها بورصة الجزائر وانزلاق أسعار الأسهم المدرجة، الأمر الذي جعل الكثير من المسؤولين ينادون بتطوير سوق السندات كبديل عن سوق الأسهم، توصل الباحثان إلى أن تطور كل من الأداتين الماليتين المتاحتين في بورصة الجزائر كان

السابقة أو تعرضت لها دون تفصيل ومن أهمها [8]:

- التنظيم 97-3 المتضمن النظام الداخلي للبورصة، حيث شرح دور شركة إدارة البورصة SGBV في تطبيق القوانين وتسجيل الأوراق المالية ونظام التداول والضمانات والمقاصة والتسوية وغيرها من المواضيع.

- التنظيم 97-4 المتضمن تنظيم عمل وسير هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM بما في ذلك الحصول على الاعتماد. كما قسم المشرع هـ.ت.ج.ق.م. إلى شركات استثمار برأس مال متغير SICAV وصناديق التوظيف المشترك FCP وإدارتها ودمجها وقواعد الحذر ونشر المعلومات.

- التنظيم 97-5 المتضمن الحساب الذي يشرح كيفية عقد اتفاقية إدارة حسابات الأوراق المالية من قبل الوسطاء لصالح الزبائن مقابل عمولة يتقاضونها.

- التنظيم 97-2 المتضمن تنظيم مهنة الأعوان المؤهلين الذين ينوبون عن الوسطاء في التداول، حيث حدد شروط تسليم البطاقات المهنية لهم وسحها منهم إذا ما أخلوا بشرط من شروط ممارسة مهنة الوساطة.

## 2-2- الهيئات الإدارية والرقابية

أوكلت السلطات العمومية مهمة إدارة ومراقبة مختلف الصفقات والعمليات التي تتم في السوق المالية الجزائرية بقسميها الأولي والثانوي

الاقتصادية والمالية التي شرعت الحكومة الجزائرية في تنفيذها ابتداء من سنة 1988. إذ صدرت في 28 ماي 1991 ثلاثة مراسيم تنفيذية هي:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 حيث شرح فيه المشرع كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية ودعا شركات المساهمة إلى إصدارها، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر، إذ اعتبرها شركة أسهم،

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 وشرح فيه أنواع الأوراق المالية وأشكالها وشروط إصدارها وكيفية تداولها وتحويلها،

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة التي أوكلت لها مهام تنظيم السوق، قبول المتعاملين، التدقيق في المعلومات المنشورة، ممارسة الرقابة وغيرها من الوظائف.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993 الذي أقر إنشاء بورصة الجزائر وشرع العديد من الجوانب الضرورية لقيام بورصة عصرية مثل الوسطاء، المتعاملين، الهيئات المشرفة والمراقبة للسوق، تسيير جلسات التعامل، حماية المدخرين، طرق اكتشاف التلاعب بالأسعار، العقوبات المترتبة عن تلك الممارسات وغيرها من الأمور التفصيلية.

وتوالى التشريعات بعد ذلك لشرح العديد من الأمور التي لم تتعرض لها التشريعات

فتحت بورصة الجزائر في 13 سبتمبر 1999، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، وانطلقت بتداول سهمين وسند واحد، ثم أضيف سهم آخر في فيفري 2000. ولقد كانت البداية مقبولة إلى حد ما، على الرغم من تواضع الصفقات التي عقدت في الثلاثي الأخير من سنة 1999 من حيث حجم وقيمة التداول. إلا أن ارتفاع الأسعار، ولو لعدد محدود من الجلسات واستقرارها لمدة طويلة عند أسعار الإصدار الأولية، على الرغم من أنه كان استقرارا شكليا، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، فقد شجع بعض المهتمين الذين اعتقدوا أن الإقلاع قادم بالنسبة لبورصة الجزائر.

primary and secondary markets إلى هيتين أساسيتين هما:

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB. تم تنظيم وتحديد شكل ودور هذه اللجنة من الناحية القانونية بالمرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993، والذي يتعلق ببورصة الجزائر. إذ خصص المشرع الباب الثالث لشرح تشكيل ومهام وصلاحيات هذه اللجنة.

ما يلفت الانتباه هنا هو أن المشرع منع رئيس اللجنة وأعضاءها من القيام بأي صفقة أو تداول في السوق المالية الجزائرية، ضمانا لحسن سيرها في ظروف شفافة. كما أعطاهم صلاحيات واسعة فيما يخص الرقابة واكتشاف التلاعب بالأسعار والممارسات التي من شأنها التأثير عليها كنشر الإشاعات ونحوها، وفرض العقوبات المناسبة، شأنها في ذلك شأن مثيلاتها في البورصات العالمية [9].

ب- شركة إدارة بورصة القيم SGVB. وردت مهام وتنظيم وتشكيل هذه الشركة أيضا في المرسوم التشريعي 93-10، حيث خصص لها المشرع الباب الثاني واعتبرها بمثابة المشرف على عمليات التداول وكافة الصفقات التي تتم في البورصة. فهي شركة مساهمة والمساهمون الوحيدون فيها هم الوسطاء، كما اعتبر مساهمتهم هذه شرطا أساسيا للحصول على الترخيص بممارسة أنشطة الوساطة المالية [10].

### 3- أداء بورصة الجزائر

فيما يتعلق بكل شركة على حده أو بالنسبة للسوق ككل، انظر الملحق رقم 1.

ولم تكن الرسملة بأحسن حال من السيولة، حيث تدهورت هي الأخرى من سنة لأخرى على مدى فترة الدراسة.

جدول رقم 2 : تطور نسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لبورصة الجزائر للفترة 2004-1999

الوحدة: %

السنة	GDP MC/
1999 ث 4	0.60
2000	0.53
2001	0.43
2002	0.28
2003	0.24
2004	0.22

MC: market capitalization

GDP: gross domestic product

المصدر: شركة تسيير بورصة الجزائر وعمليات حسابية للباحثين.

من الجدول السابق يلاحظ الانخفاض الشديد لنسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لكافة السنوات والتدهور الذي شهدته من سنة لأخرى. فعلى سبيل المثال بلغت هذه النسبة في الأسواق المالية المتقدمة كالولايات المتحدة واليابان وبريطانيا 144 % وفي الأسواق الناشئة 64 % [11].

الجزائر (سوق الأسهم) خلال الفترة 1999-2004

عدد الصفقات	عدد الأوراق المتداولة	حجم التداول ألف دينار	عدد الأوامر
1056	35348	108079	2557
4559	323490	720039	9768
2898	361445	533217	6870
2071	80161	112060	3984
393	39693	17257	776
133	21033	8122	318

جلسة إلى جلستين أسبوعيا خلال سنة 2002، طمعا في تحسين ذلك وإبقاء التداول بمعدل جلسة لكل أسبوع، بسبب تدني

سنة الجزائر.

من الجدول السابق يلاحظ الانخفاض الحاد في عدد الجلسات بين سنتي 2000، حيث تم التداول في 52 جلسة، أي أسبوعيا، و 2004 حيث لم يتم التداول إلا في 33 جلسة فقط. نفس الشيء يمكن أن يقال عن حجم التداول الذي انخفض من قرابة 323.5 ألف سهم سنة 2000 إلى حوالي 21 ألف سهم فقط سنة 2004. من جهة أخرى انخفضت قيمة التداول لنفس الفترة من أكثر من 720 مليون دينار إلى حوالي 8.12 مليون دينار. وعليه فقد تدهورت السيولة في بورصة الجزائر من سنة لأخرى، سواء

عن كل من بورصة الجزائر والبورصات العربية في أن واحد.

#### 4-1- تطور رسملة البورصات العربية

لقد تطورت القيمة السوقية أو الرسملة للأسواق المالية العربية خلال الفترة 2003-2005 تطورا لم تشهد في تاريخها، حيث تجاوزت القيمة السوقية للشركات في سوق الأسهم السعودية، باعتبارها أكبر الأسواق العربية، 646 مليار دولار سنة 2005 بعدما كانت في حدود 157.36 مليار دولار فقط سنة 2003.

هذا بالنسبة للسوق ككل. أما بالنسبة لكل شركة مقيدة على حده فلا يختلف الأمر كثيرا، حيث انهارت أسعار أسهمها من سنة لأخرى نتيجة قلة الطلب عليها.

#### جدول رقم 3 : تطور أسعار الأسهم

##### المدرجة في بورصة الجزائر

##### الوحدة: دينار

الشركات	سعر الإصدار	السعر في 2004	التغير %
الرياض	2300	1000	-230
صيدال	800	345	-332
الأوراسي	400	275	-145
المتوسط			-202

المصدر: شركة تسيير بورصة الجزائر وعمليات حسابية للباحثين.

من الجدول السابق يتضح جليا الانهيار الذي عرفته بورصة الجزائر، حيث تهاوت أسعار أسهم الشركات الثلاثة المقيدة إلى ما دون أسعار الإصدار الأولية، وبنسب منخفضة جدا. إذ سجل انخفاض متوسط مقداره -202% بالنسبة للسوق ككل.

#### 4- أداء الأسواق المالية العربية: دراسة مقارنة

يهدف هذا الجزء من الورقة إلى معرفة حجم السوق المالية الجزائرية مقارنة بمثيلاتها في الوطن العربي، مع التركيز على السنوات 2003-2005 التي تتوفر فيها المعطيات لدى صندوق النقد العربي

نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن سوق أبو ظبي التي ارتفعت رسملتها من 30.36 مليار دولار إلى 132.4 مليار دولار لنفس الفترة. وبلغت بعض الأسواق المالية العربية الأخرى مستويات عالية نسبيا في رسملتها كما هو حال الكويت 123.8 مليار دولار، دبي قرابة 112 مليار دولار، قطر 87 مليار دولار وهكذا (انظر الجدول القادم). وقد تنسب الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي لتشكل مؤشرا يقيس سعة السوق.

## البورصات العربية وعدد الشركات المقيدة بها

تطور عدد الشركات (شركة)			مليون دولار	
2005	2004	2003	2005	2004
59	35	30	132412	4
201	192	161	37638	3
47	45	44	17364	
77	73	70	646120	
156	125	108	123892	
54	53	52	27274	2
3	3	3	90.82	
45	44	45	2821.4	
30	18	13	111992.6	3
49	48	-	3157.1	
28	-	47	4457.3	
125	123	141	12062	
32	30	28	87143	
15	16	14	4917	
744	792	967	79507	3
1665	1579	1723	1290853	



ثبات عدد الشركات المقيدة ببورصة الجزائر منذ افتتاحها وحتى الآن.

#### 4-3- تطور قيمة التداول

عادة ما تنسب قيمة التداول إلى ن.م.ج لتكون مؤشرا لقياس الطاقة الاستيعابية للسوق. ولقد ازدادت قيم التداول في الأسواق العربية زيادة كبيرة جدا مثلها في ذلك مثل الرسملة التي سبق التعرض لها. إذ قفزت قيمة التداول في سوق الأسهم السعودية من حوالي 159 مليار دولار سنة 2003 إلى أكثر من 1.1 تريليون دولار سنة 2005، وفي دبي من 1 مليار دولار إلى أكثر من 110 مليار دولار لنفس الفترة، وأبو ظبي من 1 مليار دولار إلى 28.5 مليار دولار وهكذا، انظر الجدول القادم.

وتجدر الإشارة إلى أن كافة البورصات العربية قد تطورت القيمة السوقية لها بالإيجاب للفترة المدروسة إلا بورصة الجزائر التي تناقصت رسملتها لنفس الفترة لتصل إلى حوالي 90.8 مليون دولار فقط، وهو مبلغ زهيد إذا ما قورن بالرسملة الإجمالية للأسواق العربية والتي تجاوزت 1.29 تريليون دولار سنة 2005 أو حتى مقارنة بأي سوق عربية منفردة.

#### 4-2- تطور عدد الشركات المقيدة

يعبر عدد الشركات المسجلة في سوق ما على مدى سعة تلك السوق. في هذا الإطار، عرفت معظم الأسواق المالية العربية إقبالا متزايدا للشركات التي تطلب التقييد في السنوات الأخيرة سعيا لجلب رؤوس الأموال والسيولة الهائلة المتوفرة في المنطقة العربية بعد الطفرة التي عرفتها أسعار النفط. فباستثناء العدد القليل من الأسواق التي انخفض فيها عدد الشركات المسجلة لديها مثل مسقط وفلسطين للظروف السياسية الصعبة، فإن جل الأسواق العربية قد زادت من عدد الشركات المقيدة فيها، (انظر الجدول السابق).

وتجدر الإشارة إلى أن عدد الشركات المقيدة في السوق المصرية قد انخفض بـ 223 شركة من 2003 إلى 2005، وذلك راجع ليس إلى أن تلك الشركات قد غادرت البورصة نهائيا، وإنما تم تحويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SMEs إلى السوق الثانية التي أنشئت لهذا الغرض ابتداء من سنة 2003/2004. وما يجلب الانتباه أيضا هو

ما يجلب الانتباه هو مدى الضعف الكبير الذي شهدته بورصة الجزائر أثناء الفترة المدروسة 2003-2005، حيث انخفضت قيمة التداول على قلتها من 230 ألف دولار إلى 50 ألف دولار فقط سنة 2005 وهو مبلغ بسيط

#### جدول رقم 5 : تطور قيمة التداول وحجم التداول للأسواق المالية العربية

تطور حجم التداول (مليون سهم)			تطور قيمة التداول (مليون دولار)			البيان
2005	2004	2003	2005	2004	2003	
8316.5	947.1	235.2	28505.7	4449.1	1003.87	أبو ظبي
2582.6	1321.7	1000.2	23806.3	5327.1	2607.14	عمان
458.3	336.5	405.2	711.1	463	261.14	البحرين
12281.3	10298.3	5565.8	1103582	472990	159055	السعودية
52201	33540	49565	97289.5	51817.8	54728.8	الكويت
438.75	179.67	35.24	7859.2	3757	2443.46	الدار البيضاء
0.01	0.02	0.04	0.05	0.12	0.23	الجزائر
41.43	21.18	12.92	528.83	256.65	188.52	تونس
25541.7	5122.1	326.24	110304	13735	1026.81	دبي
1730.5	2147.3	-	504.48	130.25	-	الخرطوم
369.48	-	4366.55	2103.12	-	67.20	فلسطين
452.23	349.91	291.39	3320.4	1985.19	1334.3	مسقط
1033.08	305.39	189.97	28252	6343.59	3220.16	الدوحة
89.74	24.54	23.48	923.42	197.67	130.99	بيروت
5310.2	2434.5	1368.13	27720	6835.04	4349.12	مصر
110847.3	57028.7	63358.6	1435412	568288	232420	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، من الموقع: [www.Amf.org.ae](http://www.Amf.org.ae)

**جدول رقم: 6 : تطور معدل الدوران للبورصات العربية**

معدل الدوران ( % )			البيان
2005	2004	2003	الأسواق
21.53	8.02	3.31	أبو ظبي
63.25	28.98	23.78	عمان
4.10	3.43	2.69	البحرين
170.8	154.4	110.1	السعودية
0	4	1	الكويت
78.53	70.42	91.94	الدار
28.82	14.92	18.72	البيضاء
0.05	0.09	0.16	الجزائر
18.74	9.97	7.73	تونس
98.49	39.14	7.19	دبي
15.98	6.33	-	الخرطوم
47.18	-	-	فلسطين
27.53	21.31	18.41	مسقط
32.42	15.69	12.06	الدوحة
18.78	8.48	8.71	بيروت
34.87	17.95	15.62	مصر
111.2	91.30	64.37	المجموع
0			

**المصدر:** صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات

الأسواق المالية العربية، من الموقع: [www.Amf.org.ae](http://www.Amf.org.ae)

[Amf.org.ae](http://www.Amf.org.ae)

من الجدول السابق يتضح أن السعودية هي التي تصدرت الأسواق العربية من حيث السيولة بمعدل دوران فاق 170 في سنة 2005 تلتها دبي بـ

مقارنة بأكثر من 1.4 تريليون دولار تم تداولها في الأسواق العربية خلال نفس السنة.

**4-4- تطور حجم التداول**

عرفت معظم الأسواق العربية تطورا هائلا في عدد الأسهم المتداولة، الشيء الذي يوحي بسيولة هذه الأسواق وارتفاع طاقتها الاستيعابية. إذ تم تداول أكثر من 52 مليار سهم في الكويت سنة 2005، 25 مليار سهم في دبي، 12 مليار في السعودية و 8 ملايين في أبو ظبي وهكذا، انظر الجدول السابق.

وتجدر الإشارة إلى أن بورصة الجزائر لم تساير الأسواق المالية العربية الأخرى في هذا التطور، حيث تم تداول عدد قليل جدا من الأسهم خلال نفس الفترة. أكثر من هذا فقد انخفض حجم التداول من 40 ألف سهم سنة 2003 إلى 10 آلاف سهم فقط سنة 2005. وهذا عدد قليل جدا مقارنة بأكثر من 110 ملايين سهم تم تداولها في الأسواق العربية سنة 2005.

**4-5- تطور معدل الدوران**

يعتبر معدل الدوران من مؤشرات تطور الأسواق المالية والبورصات تحديدا، حيث يعبر على مدى سيولة السوق ويحسب بقسمة عدد الأسهم التي تم تداولها خلال عام على عدد الأسهم المكتتب بها مضروبا في 100. ويلاحظ أن معدل دوران الأسهم قد سجل ارتفاعا ملحوظا في معظم البورصات العربية.

صغيرة تعتمد بشكل أساسي على التمويل الذاتي وذات طموح محدود ولا تعي دور الأسواق المالية وغيرها من المعوقات. لهذا كله نقترح ما يلي:

- **تعميق الوعي الاستثماري** والتعريف بمزايا الاستثمار المالي في المجتمع الجزائري وبالتالي تعميق الوعي الادخاري لديه، وذلك باستعمال وسائل الإعلام المقروءة والمرئية والمسموعة في تنفيذ خطة لهذا الغرض. بالإضافة إلى إقامة الندوات واللقاءات في مراكز التجمعات السكانية والعمالية والطلابية، ومن أهم جوانب هذه الحملة التحسيسية التعريف بالبورصة ودورها،

- **تنشيط العرض**. وذلك بتنوع أدوات الاستثمار المالي بغرض إتاحة المزيد من فرص الاختيار أو البدائل أمام المستثمرين، بما يتماشى ومتطلباتهم الاستثمارية. فعلى السلطات المالية الجزائرية إصدار حجم واسع ومتنوع من الأوراق المالية، الشيء الذي يغري المدخرين لتوظيف أموالهم في الأصول المالية المتاحة في الأسواق المالية الأولية ومن ثم الأسواق الثانوية. فتنشيط جانب العرض لمختلف المنتجات المالية يسمح بتنوع المحافظ وتعزيز استراتيجيات الاستثمار المالي لمختلف المتعاملين ومن ثم ضمان الاستقرار والاستمرارية للسوق،

- **تنشيط الطلب**. إذ عانت بورصة الجزائر من اختلال واسع بين العرض والطلب على الأدوات المالية المتاحة على قلتها، وكان العرض يزيد دائما على الطلب بسبب تدني الوعي الادخاري والاستثماري للمجتمع الجزائري. وعليه يتم رفع

98.49 ثم الكويت وهكذا. على العموم فقد ازدادت السيولة في كافة الأسواق العربية باستثناء بورصة الجزائر التي سجل فيها معدل دوران متدني جدا، أي 0.05 لنفس السنة.

#### 4-6- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

واصلت البورصات العربية أداءها الجيد خلال الفترة 2003-2005، حيث ارتفع المؤشر المركب لص.ن.ع إلى أعلى مستوى له منذ حسابه في 1994. إذ ارتفع من 141.9 نقطة سنة 2003 إلى 230.5 نقطة سنة 2004 ليقفز إلى 413.3 نقطة مع نهاية 2005 [12]. وتعتبر هذه السنة الأخيرة سنة متميزة بكافة المقاييس بالنسبة للأسواق المالية العربية، حيث حققت أعلى المستويات على الإطلاق في حجم التداول والقيمة السوقية وغيرها من المؤشرات.

#### 4-5- خاتمة: عوامل تنشيط بورصة الجزائر

مما سبق من دراسة لأداء بورصة الجزائر ومقارنتها ببقية البورصات العربية، بدا جليا الضعف الشديد الذي ميز بورصتنا منذ انطلاقتها، الأمر الذي جعل الاستثمار فيها بمثابة المجازفة والمخاطرة غير المبررتين. فمناخ الاستثمار غير متوفر البتة وعموم الناس لا يفرق حتى بين البورصة والبنك نظرا لتدني مستوى الوعي الاستثماري وقلة الثقافة المالية، لاسيما ثقافة البورصة، إفصاح مالي دوري شبه منعدم أو بمعايير تقليدية وعلى فترات غير منتظمة، خدمات الوساطة المالية متخلفة، ومعظم الشركات عائلية

\* إنشاء صناع السوق لما لهم من دور في تنشيط التداول وتحسين السيولة،  
 \* إنشاء وتفعيل نوادي الاستثمار وجمعيات الوسطاء التي تساهم في نشر الثقافة المالية والاستثمارية وتبادل الخبرات،  
 \* الاستفادة من الوسائل الحديثة للاتصال مثل الانترنت ونحوها.

- تعزيز طرق الإفصاح والعمل في شفافية وفرض عقوبات صارمة على الداخلين insiders الذين يسربون المعلومات ومنعهم بالقانون من التعامل في أوراق شركاتهم المتداولة، الأمر الذي يزيد من الثقة في السوق. كما يجب أن تعدل طرق الإفصاح المالي بما يتماشى والمعايير الدولية وتشديد الرقابة على المعلومات المنشورة التي تعتمد لاتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المتعاملين ومحاربة نشر الشائعات ونحوها من الممارسات غير الأخلاقية للتأثير على الأسعار. كما أن السلطات المالية مطالبة بتطوير مهنة المحاسبة والتدقيق والمراجعة وآليات حوكمة الشركات *governance*،

- تقوية التعاون مع الأسواق المالية العربية والاستعانة بخبراتها المتراكمة وكذا الاستفادة من الخدمات الجلييلة التي يقدمها اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، الذي يتوفر على برنامج لتطوير وربط الأسواق المالية العربية.

خلاصة القول على السلطات المالية الجزائرية توفير المناخ الملائم لانطلاق الاستثمار المالي في الجزائر كتوفير الضمانات وتشجيع الشركات العائلية للتحويل إلى شركات مساهمة عامة

الطلب على الأوراق المالية بإجراء حملة توعية وتعريف بأوجه الاستثمار في الأسواق المالية وأهمية ذلك بالنسبة للمستثمر والاقتصاد الوطني ككل وبتنشيط السوق الأولية وتكثيف الإصدارات وتنويعها وزرع الثقة في السوق بتوفير آليات حماية حقوق المستثمرين، لاسيما صغار المتعاملين.

إن العاملين السابقين المتمثلين في تنشيط العرض والطلب على الأدوات المالية يعني بالضرورة تطبيق ميكانيزمات تساعد على زيادة السيولة في السوق من جانبي البيع والشراء والرفع من معدل دوران الأسهم بها. كما يؤدي استقطاب المدخرات المالية المتوفرة إلى توسيع الطاقة الاستيعابية للسوق، أي حجم التداول.

- تدعيم البنية التحتية للسوق بإنشاء مجموعة من الشركات والهيئات الضرورية لتطوير أي سوق مالية، ومن أهمها:

\* إنشاء شركات وساطة فعالة تضمن إتمام الصفقات،

\* إنشاء شركات مقاصة وتسوية تقوم بالحفظ المركزي والتسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء ومنهم إلى المتعاملين،

\* إنشاء صناديق الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي للأموال، الشيء الذي يسمح لصغار المدخرين وقليلي الخبرة بالاستثمار في السوق المالية،

\* إنشاء المؤسسات العاملة في مجال خدمات الأوراق المالية، مثل شركات الاستثمار، وتدعيمها في تنفيذ الإصدارات *underwriting*،

- جبار، محفوظ، تحول نمط التمويل وضرورة إصلاح السوق المالية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، العدد 25 جوان 2006.

[4] Djebbar, Mahfoud, 'The Algerian Capital Market: Investment Opportunities', in A. Aghrou et al (eds), Algeria in Transition: Reforms and Development Prospects (RoutledgeCurzon, London and New York, 2004), Ch. 8.

[5] جبار، محفوظ، كفاءة بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 3، 2004، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف. و

- جبار، محفوظ، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 : دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية" العدد الأول 2007، تحت الطبع.

[6] جبار، محفوظ وحاج صحراوي حمودي، قياس أثر عقود السيولة على أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية "العلوم الإنسانية"، المجلد الثاني، العدد 2، 2005.

[7] جبار، محفوظ ومريميت عديلة، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار، مجلة دراسات، الجامعة الأردنية، 2007، تحت الطبع.

[8] COSOB, Recueil des Reglements et Instructions, 1997.

والاستفادة من مزايا السوق المالية وتشجيع القطاع الخاص وإزالة كافة المعوقات التنظيمية والتشريعية أمام خصخصة الشركات العمومية الفعالة. بالإضافة إلى وضع برنامج متكامل لتكوين مختصين في مجال الأسواق المالية نظريا وعمليا والاستعانة بالخبرات الأجنبية في هذا المجال. فعلى سبيل المثال لا الحصر قامت كلية العلوم الإدارية في جامعة الكويت في فيفري 2007 بتدشين أول قاعة للتداول الإلكتروني الافتراضي يسمح للطلبة بمتابعة التداول في العديد من الأسواق المالية العربية والعالمية بصورة مباشرة، الأمر الذي يجعلهم يرسخون المعلومات التي تلقوها في دراستهم النظرية حول الموضوع.

### الحواشي والمراجع

[1] Djebbar, Mahfoud, La Privatisation des entreprises publiques: rôle du marché financier, Revue Algérienne des Sciences Juridiques Economiques et Politiques, Institut de Droit et des Sciences Administratives, Alger, Volume XXXIV, N° 3, 1996.

[2] Sari, Mohamed, Le Marché Financier Est-il Viable en Algérie, Perspectives N° 4, Dec. 1998.

[3] جبار، محفوظ، تحول نمط التمويل وضرورة إصلاح [ السوق المالية الجزائرية، الملتقى الوطني "النظام المصرفي الجزائري: واقع وآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالم، 5-6 نوفمبر 2001. و

[15] جبار، محفوظ، دور المنتجات المالية في تجنيد الادخار، الندوة الأولى حول البورصة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف في 07 / 05 / 2001.

[16] جبار، محفوظ، بورصة الجزائر بعد عام من النشاط، الندوة الأولى حول البورصة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف في 07 / 05 / 2001.

### الملاحق

#### ملحق رقم 1: تطور عدد جلسات

#### التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-

2004

السنة/ الشركة	الرياض	الأوراسي	صيدال
1999 الثلاثي 4	16	-	15
2000	52	46	46
2001	42	46	26
2002	13	64	48
2003	15	40	21
2004	9	33	10
المجموع	149	229	166

[9] انظر تفاصيل أكثر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 34 ، الصادر في 23 ماي 1993.

[10] نفس المصدر السابق.

[11] IFC, Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1998, & Mibius, M., Mobius on Emerging Markets, Pitman Publishing, 1996, in: EL-Said-Hala Helmy, Emerging Stock Markets and their Role in Economic Development in Globalization, Industrial Bank of Kuwait, 1999, p. 26.

[12] صندوق النقد العربي، التقرير العربي

الموحد، 2005، ص. 134-5. و - حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة 1994-2003، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، ديسمبر 2004، ص. 1-30.

[13] عماد ص. سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة، 2002، ص. 346-358.

## البورصة كألية تمويل في برامج الإصلاح الاقتصادي بالجزائر

### 01/ إشكالية التمويل على المستوى الكلي:

ننطلق من العلاقة التالية:  
(01).....  $Y - A = X - M$

حيث:

$Y - A$ : تعبر عن الفرق بين الناتج الداخلي الإجمالي (Y) وقيمة الاستيعاب الداخلي (A)، على أن:  $A = C_p + C_g + I_p + I_g$  (الاستهلاك الخاص،  $C_g$ : الاستهلاك الحكومي،  $I_p$ : الاستثمار الخاص،  $I_g$ : الاستثمار الحكومي).

$X - M$ : تعبر عن وضعية الميزان التجاري (الفرق بين الصادرات X والواردات M).

يمكن أن تُسجل من خلال العلاقة (1) ثلاث وضعيات هي:

01\*  $Y > A$ : فائض في الاقتصاد المحلي؛  
رصيد الميزان التجاري موجب.

02\*  $Y = A$ : توازن في الاقتصاد المحلي؛  
رصيد الميزان التجاري صفر.

03\*  $Y < A$ : عجز في الاقتصاد المحلي؛  
رصيد الميزان التجاري سالب.

إن الوضعية (02) تعني التوازن في الميزان التجاري وتوازن على مستوى الاقتصاد المحلي، وهذه الحالة المثلى يعتبر تحققها في الاقتصادات مسألة نادرة.

في حين تعني الوضعية (01) أن الاستيعاب الداخلي أقل من الناتج الداخلي الإجمالي؛ مما يجعل الصادرات أكبر من الواردات؛ أي أن الاقتصاد يحقق فائضاً يسعى الاقتصاد عادة لاستغلاله واستثماره.

أما الوضعية (03) فتبين أن الاستيعاب الداخلي أكبر من الناتج الداخلي الإجمالي؛ وهو ما يجعل الواردات أكبر من الصادرات؛ إذ تشير هذه الوضعية إلى تحقق عجز يجعل ذلك الاقتصاد بحاجة إلى تمويل.

إن الحالة الغالبة هو وجود الاقتصاد عند مستوى الوضعية (01) أو (03)؛ وهذا يقتضي الارتباط بعناصر (وحدات) اقتصادية أخرى داخلية

الدكتور: بن عبد الفتاح دحمان  
أستاذ محاضر جامعة أدرار

### تمهيد:

إن إشكالية التمويل في الواقع الاقتصادي تُشكل أهمية معتبرة سواء لأصحاب الاحتياج المالي أو لذوي الفوائض المالية؛ ذلك أن قرار التمويل يتوقف على مجموعة من الشروط الفنية، الاقتصادية، السياسية، النفسية،... كما أن طبيعة التمويل وطرقه يمكن أن تكون مؤشراً لتصنيف الاقتصادات إلى متطورة ومتخلفة. وعليه نجد مختلف الاقتصادات التي اعتمدت برامج إصلاحية ممثلة في اقتصاد السوق كبديل للاقتصاد المخطط مضطرة إلى إعادة النظر في جهازها التمويلي وكذا آليات الوساطة النقدية والمالية سواء في جانبها التسييري أو في جانبها التشريعي.

لقد عرفت الجزائر تحولاً اقتصادياً جذرياً بداية من نهاية الثمانينات وهذا على إثر التغيير في الآليات التسييرية وكذا في التوجهات الفكرية لاقتصادها ككل، وهذا ما سوف نجد له انعكاساً على مستوى الآلية التمويلية بها. ضمن هذا الإطار تحاول هذه الورقة مناقشة موقع بورصة الجزائر في برامج الإصلاح الاقتصادي وكذا ظروف ودوافع نشأتها في الاقتصاد الجزائري. وهذا وفقاً للعناصر أدناه:

01/ إشكالية التمويل على المستوى الكلي:

02/ إشكالية التمويل على المستوى

الجزئي:

03/ التمويل بالاقتصاد الجزائري قبل نهاية

الثمانينات:

04/ التحول في سياسة التمويل بالاقتصاد

الجزائري في ضوء إصلاح 1988:

05/ إشكالية تمويل الاقتصاد الجزائري في

ضوء الاتفاق مع الصندوق النقدي الدولي:

06/ ميلاد بورصة الجزائر:

07/ واقع التمويل الخاص بالاقتصاد

الجزائري:

08/ خلاصة واستنتاجات:



**02/ إشكالية التمويل على المستوى****الجزئي:**

كل مشروع اقتصادي يحتاج إلى تمويل يكون قاعدة لانطلاقه وتنميته، فقيمة المشروع قد تتوقف على صيغة تمويله وطريقته، فقيمة المؤسسة يتم التعرف عليها من خلال ميزانيتها. فنجد مواردها تتكون من عنصرين أساسيين: الأموال الخاصة المتمثلة في الأسهم والديون المتمثلة خاصة في السندات.

إن عملية التمويل المؤسسي قد تأخذ طابعاً غير مباشراً حين يُلجأ إلى الجهاز المصرفي (السوق النقدية) وعادة ما تُعرف مثل هذه التمويلات في الاقتصادات التي تُفتقد فيها الأسواق المالية، وعلى هذا تُنعت هذه الاقتصادات باسم اقتصادات المديونية. كما يمكن أن يأخذ التمويل شكلاً مباشراً وهو تمويل يأخذ من السوق المالي ملجأ له وعادة ما تُنعت هذه الاقتصادات باسم اقتصادات الأسواق المالية.

**03/ التمويل بالاقتصاد الجزائري قبل****نهاية الثمانينات:**

بخروج الجزائر من قبضة الاستعمار وتعميق الإصلاحات السياسية-الطبقية والتنكير في بناء وتسخير جهاز تمويلي لتحقيق أهداف التنمية، إذ تم القيام بعملية تأميم المصارف ابتداء من سنة 1966. نظراً لاختيار الجزائر نهج التخطيط المركزي فقد تعسرت مهمة الجهاز المصرفي الجزائري كهيكلة تمويلي؛ بل كاد أن يصبح عمله مستحيلاً في ظل انعدام وضابطة الموارد؛ الشيء الذي خلق تداخلاً وظيفياً بينه وبين الهيكل المالي الحكومي (الخزينة)<sup>2</sup> فواقع الحال آنذاك لم يسمح للجهاز المصرفي الجزائري التمكن من ممارسة صلاحياته بشكل تُحترم فيه القواعد النقدية التسييرية نظراً لطبيعة المرحلة التنموية التي جعلت من الجهاز المصرفي يتدخل بشكل مباشر لتمويل هذه المشاريع<sup>3</sup> وعليه فبموجب قانون المالية 1965 وُضِع البنك المركزي كإلية في خدمة الخزينة العامة وهذا بمنحها تسبيقات غير منتهية ولا مشروطة<sup>4</sup>، الشيء الذي قلل من مقدرة سيطرة الجهاز المصرفي الجزائري على القرار النقدي وعلى القرار التمويلي كذلك؛ إذ لم يتعد دوره وظيفة المحاسب البسيط للخزينة مما نجم عن ذلك الكثير من اللامبالاة في

أو خارجية. ذلك أن الوضعية (01) يمكن أن تفسر على أن الاقتصاد يحقق ادخاراً موجباً؛ يجد نفسه عارضاً يسعى لتوظيفه وفق طلب جهات الاحتياج المالي. في حين يمكن أن تفسر الوضعية (03) على أن الاقتصاد قد حقق ادخاراً سالباً؛ ليجد نفسه طالباً أمام جهات الفائض المالي لتغطية العجز المسجل.

إن عملية التمويل تقتضي الحديث عن الادخار سواء الخاص منه وكذا الحكومي. يُعرف الادخار الخاص ( $S_p$ ) على أنه فائض الدخل التصرفي ( $Y - T$ ) عن الاستهلاك الخاص  $C_p$ ؛ أي:  $S_p = Y - T - C_p$ .

في حين يُعرف الادخار الحكومي بأنه الفرق بين حصيلة الإيرادات الجارية (أهمها الضرائب) وكذا الإنفاق الحكومي الجاري.

تسعى الاقتصادات الحديثة إلى تعبئة المدخرات الخاصة لتحقيق التنمية الاقتصادية؛ أي تعظيم صافي إدخار القطاع الخاص ( $S_p - I_p$ ) (الذي يجعل الاقتصاد ككل يُخفض من تكاليف التنمية الاقتصادية).

$$S_p - I_p = C_g + I_g - T + I_p + I_g - T - C_p$$

يُلاحظ أن تمويل الميزانية العامة (يتوقف إلى حد ما على تعبئة المدخرات الخاصة)  $S_p - I_p$ ، وكذا كيفية استغلالها مما يجعل الادخار الخاص عنصراً جوهرياً في معادلة النمو الاقتصادي.

إن عملية التمويل (لغرض تغطية العجز/ توظيف الفائض واستثماره) تتم عبر طرق ومجالات مختلفة قد تكون داخلية كما قد تكون خارجية، إذ الأمر يتوقف على طبيعة الاقتصاد ومثاقته؛ إذ نجد من أهم هذه الفرص المتاحة: \* اللجوء لـ (الرفع من/ استغلال) الاحتياطات الدولية، \* اللجوء إلى المؤسسات الدولية أو الإقليمية، \* اللجوء إلى الأسواق المالية.

الإصدار النقدي بدون مقابل مما أدى إلى بداية تـكـون الاختلالات النقدية التي أصبحت فيما بعد هيكلية وذات آثار سلبية.<sup>5</sup>

وعليه فالتمويل بالاقتصاد الجزائري اعتمد على التخطيط التنموي المركزي حتى نهاية الثمانينات باعتبار أن الاستثمار العمومي كان ركيزة الاقتصاد الجزائري.

فكان الاقتصاد الجزائري اقتصاداً إدارياً تمارس فيه الدولة دوراً مركزياً في جميع الميادين، إذ نجد الجزائر عملت ما في وسعها إلى بناء هيكل صناعي عمومي ضخم ليصبح هدفاً أولياً خلال عشرية السبعينات ليوجه التمويل أساساً لهذا الغرض، وهو ما يمكن أن نستشفه من خلال الإحصائيات أدناه:

لقطاعات الاقتصادية في السياسة التنموية بالجزائر (89/67)

المخطط الرباعي الثاني 77-74	الفترة الوسيطية 79-78	المخطط الخماسي الأول 84-80	المخطط الخماسي الثاني 89-85
140	161 3	400 6	550

في سياساتها الاقتصادية المسطرة من طرفها، وهو ما تعكسه فجوة الموارد المحلية وما يقابلها من فجوة في التجارة الخارجية المسجلة بذات الاقتصاد.

فانطلاقاً من علاقة التوازن التالية:

$$(I_p - S_p) + (I_g - S_g) = M - X$$

يتبين أن أي فجوة تسجل على مستوى القطاع الخاص أو العام إلا وتنعكس على الوضعية الخارجية للاقتصاد (وضع الحساب الجاري)؛ إذ نجد أن الصندوق النقدي الدولي يسعى إلى التقليل من الفجوتين. فبالنسبة لفجوة القطاع العام نجده ينصح بتخفيض تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، وبالنسبة للتقليل من فجوة موارد القطاع الخاص فيقترح مجموعة من الوصفات المالية والضريبية لحفز الادخار الفردي وتعبئته.

لجأت الجزائر إلى الصندوق النقدي الدولي في 30 ماي 1989 في إطار اتفاق التثبيت<sup>7</sup>، وقد أدخل هذا الاتفاق تحولاً جذرياً على مستوى المنظومة النقدية تمثل ذلك في صدور القانون 10/90 "قانون النقد والقرض".

لقد أعطى القانون 10/90 نوعاً من استقلالية الجهاز النقدي عن جهاز الإنفاق الحكومي بالجزائر وتجسد ذلك في تغيير العلاقة التمويلية بين الإثنين. كما نجد هذا القانون ينص في بنوده على إنشاء هيكل تمويلية خاصة، كما حض على فكرة تعبئة المدخرات وكذا خلق قطاع اقتصادي خاص.

#### 06/ ميلاد بورصة الجزائر:

تُعرّف السوق المالية على أنها سوق الأموال القابلة للإقراض طويل الأجل، كما تُعرّف كذلك على أنها سوق رؤوس الأموال، ويُقصد بها في كلا التعريفين الأماكن التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية الطويلة والمتوسطة الأجل؛ إذ يتم فيها استثمار أموال الأفراد، المؤسسات والبنوك، وهذا بشراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً في رأسمال مؤسسات صناعية، تجارية أو عمرانية، أو قروضاً تتمثل في سندات صادرة عن مؤسسات مالية، أو قامت الدولة بإصدارها.

كما يمكن أن تُعرّف السوق المالية بأنها السوق التي لها وجهان "كالمقطعة النقدية"، كل وجه منها متصل بالآخر. إذ الوجه الأول يُمثل السوق الأولية أو سوق الإصدارات وفيها تنشأ علاقة مباشرة بين مُصدر الورقة المالية والمكتتب الأول

#### 04/ التحول في سياسة التمويل بالاقتصاد الجزائري في ضوء إصلاح 1988:

بدأ الاقتصاد الجزائري بداية من سنة 1988 يعرف تحولاً على مستوى سياساته وآلياته التمويلية. وهذا ما تجسد في حزمة التشريعات (88-01.....06-88) التي استهدفت:

\* استقلالية المؤسسات العمومية وهي ما جسدها القانون رقم: 01-88،

\* إصلاح نظام التخطيط وهي ما جسدها القانون رقم: 02-88،

\* إنشاء صناديق المساهمة وهي ما جسدها القانون رقم: 03-88،

\* إحداث تعديلات على مستوى قواعد القانون التجاري تماشياً مع إصلاح المؤسسة العمومية الاقتصادية وهي ما جسدها القانون رقم 04-88،

\* تعديلات على مستوى الإطار العام لقوانين المالية وهي ما جسدها القانون رقم: 88-05،

\* إصلاحات على مستوى المنظومة المصرفية وهي ما جسدها القانون رقم: 06-88.

إن إصلاحات الثمانينات جسدت فكرة إقدام الجزائر على إحداث تحولاً عميقاً على مستوى منظومتها الاقتصادية وكذا السياسية؛ وهذا ما ترجمته التوجهات العامة للسياسة الجزائرية في دستور 1989م، وقد تمثل هذا التحول في الانتقال من نمط اقتصادي ذو بعد تخطيطي مركزي إلى نمط اقتصادي يعتمد على ميكانيزمات اقتصاد السوق "اقتصاد السوق" في تسييره والذي:

\* يعطي أهمية للقطاع الخاص على حساب القطاع العام،

\* يولي أهمية للتمويل المباشر للأعوان الاقتصاديين،

\* يسعى لتعبئة المدخرات المحلية،

\* يسعى للتحول من نمط اقتصاد المديونية

إلى نمط اقتصاد الأسواق المالية، ...

#### 05/ إشكالية تمويل الاقتصاد الجزائري في

ضوء الاتفاق مع الصندوق النقدي الدولي:

تُرجع برامج الاستقرار للصندوق النقدي الدولي مشكلات الدول المدينة إلى أخطاء ارتكبتها

الخبراء المحاسبين ومحافظين حسابات ومحاسبين معتمدين أما العضو السادس فإنه مختار من بين مسيري الأشخاص المعنويين التي تصدر القيم المنقولة. وبخصوص صلاحيات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فهي تتعلق بحماية ادخار المستثمر من القيم المنقولة والسير الحسن وشفافية سوق هذه القيم.

كما أنه يتعين على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تقديم تقرير سنوي. وسيتم تمويل المؤمن المركزي الذي أنشئ بموجب هذا القانون برأس مال قدره 65 مليون دج مقسم بين البنوك العمومية الخمسة "بنك الجزائر الخارجي" و"القرض الشعبي الجزائري" و"البنك الوطني الجزائري" و"بنك الفلاحة والتنمية الريفية" و"الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط" والمؤسسات الثلاث المسعرة في البورصة (صيدال والرياض سطيف وفندق الأوراسي). ولا يمكن فتح رأس مال هذا المؤمن إلا لشركة تسيير بورصة القيم وكذا الخزينة العمومية وبنك الجزائر. ويتمثل دور هذا المؤمن في الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات وفي مواصلة حركة هذه السندات وإصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة، كما لا يمكن استعمال الوسيط في عمليات البورصة من قبل أشخاص ماديين وإنما يقتصر استعماله على الشركات التجارية المختصة والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

كما يجب أن يتحصل الوسيط في عمليات البورصة على اعتماد من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. أما فيما يتعلق بشركة تسيير بورصة القيم، ويخضع تعيين مديرها العام و مسيرها الأساسيين للمؤمن المركزي.

ويجدر التذكير بأن المؤسسات الثلاث المسعرة حالياً في بورصة الجزائر التي انطلقت سنة 1999 تم إدخالها في البورصة عن طريق صيغة "الدعوة للادخار" و التي ترجمت بخصوصية 20 بالمائة من رأسمال كل شركة.

#### 07/ واقع التمويل الخاص بالاقتصاد

##### الجزائري:

يتميز الاقتصاد الجزائري بضعف الوساطة المالية المتعلقة بالقروض الطويلة الأجل؛ والمتمثلة أساساً في عمليات التمويل بالسوق المالي ذات النشأة الحديثة بالجزائر، إذ نجده في نهاية سنة 2000 لا

فيها، أما الوجه الثاني فيُطلق عليه إسم السوق الثانوية أو سوق التداول وفيها يتم التعامل بهذه الورقة المالية، وهذا الهيكل الأخير يطلق عليه إسم البورصة في الأدبيات الاقتصادية.

صادق المجلس الشعبي الوطني بالجزائر على مرسوم تشريعي تحت رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛ إذ نص هذا المرسوم على أن تؤسس بورصة للقيم المنقولة تعد بمثابة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم، وتعقد عملياتها بمدينة الجزائر.<sup>8</sup>

في إطار إصلاح قانون البورصة في الجزائر صادق المجلس الشعبي الوطني بعد ظهر يوم الثلاثاء 14 جانفي 2003 بالأغلبية الساحقة على القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 والمتعلق بالبورصة و القيم المنقولة في جلسة علنية بحضور وزير المالية السيد محمد تريباش.

تهدف الأحكام الجديدة التي أدخلت على هذا القانون أساساً إلى تحقيق استقلالية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتحسين تنظيم نشاط الوسيط في البورصة وإنشاء لأول مرة مؤمن مركزي للسندات. ولدى تدخله عقب التوقيع على النص التشريعي، أكد وزير المالية أن مع هذا القانون الذي يستكمل البناء المؤسساتي الخاص بالبورصة، يتعين من الآن فصاعداً على المتعاملين الاقتصاديين سيما الخواص أن يتحركوا حيث يفترض أن يندمجوا في البورصة دون أي تردد. وأضاف أن تجربة البلدان الأخرى في هذا المجال بينت بالفعل أن تطور سوق رؤوس الأموال لا يتوقف فقط على الدولة بل وبخاصة على روح المبادرة وديناميكية المستثمرين. ويتضمن النص الجديد المصادق عليه عدة مواد تخص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تلعب دور الدركي بالبورصة قصد ضمان ثقة المدخرين.

تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بشخصية معنوية واستقلالية مالية، وهي تتكون من رئيس وستة أعضاء (لمدة أربع سنوات) ممثلين في قاض (يقترحه وزير العدل) وأستاذ جامعي (من اقتراح الوزير المكلف بالتعليم العالي وثلاثة أعضاء من وزارة المالية ومحافظ بنك الجزائر ومن سلك

يسجل سوى مجموعة قليلة من المنتجات المالية تمثلت في: (صيدال والرياض سطيف وفندق الأوراسي)<sup>9</sup>

يرجع الأمر أعلاه إلى عدم مقدرة الاقتصاد الجزائري الخروج من اقتصاد الاستدانة الذي يثقل كاهل البنوك الجزائرية إلى اقتصاد الأسواق المالية الذي يتماشى واقتصاد السوق المتوجه إليه في إطار تحول الاقتصاد الجزائري، إضافة إلى عدم بلوغ درجة تحقيق الشفافية الاقتصادية في إطار هشاشة الاقتصاد الجزائري ذي القطاع الانتاجي الضعيف، وعدم نضج القطاع الخاص، وهو ما يُفسّر بسيطرة القطاع المؤطر على الأقل حكومياً على البورصة؛ وهو ما أدى إلى وجود بورصة بدون قطاع خاص.

كما سجل الاقتصاد الجزائري في تجربته مع القطاع التمويلي الخاص (البنوك الخاصة) ضعفاً في الأداء مما يُفسّر بقلّة الثقة في القطاع التمويلي الخاص<sup>10</sup>، لتبقى العلاقة التاريخية بين القطاع العام العيني والقطاع العام القديمي (البنوك) هيكلية الودائع المصرفية بحسب طبيعة المصارف الواسطة المالية، وهو ما يمكن أن يُستشف من الجدول أدناه:

الوحدة: مليار دينار (نهاية الفترة)

السنة	2000	2001	2002
البيان			
ودائع تحت الطلب بالبنوك العمومية	438.244	499.174	548.130
ودائع تحت الطلب بالبنوك الخاصة	29.258	55.753	94.038
<b>ودائع لأجل بالبنوك العمومية</b>	<b>928.468</b>	<b>1152.012</b>	<b>1312.962</b>
ودائع لأجل بالبنوك الخاصة	45.882	82.994	172.229
مجموع الموارد المحصّلة	1441.852	1789.933	2127.359
نصيب البنوك العمومية	%94.8	%92.2	%87.5
نصيب البنوك الخاصة	%5.2	%7.8	%12.5

Source: Banque d'Algerie, Rapport: juin 2003, Evolution Economique et Monétaire en Algérie, P : 52

كما أن القروض الموجهة للاقتصاد يُمكنها أن تُثبت مكانة القطاع المصرفي العمومي في العملية التمويلية وكذا مكانة القطاع الاقتصادي العمومي في الاستفادة من التمويل المصرفي، كما يلاحظ ضعف تمويل القطاع المصرفي الخاص للقطاع الاقتصادي العمومي إن لم ينعدم، ونفس الملاحظة تصدق على القطاع الخاص إذ أن القروض الموجهة للقطاع الخاص من طرف البنوك الخاصة كانت في سنة 2000 عند مستوى 9.05% من مجموع القروض الموجهة للقطاع الخاص،

لترتفع هذه النسبة سنة 2002 مسجلة معدل 32.94% من مجموع القروض الموجهة للقطاع الخاص لترتفع بذلك حصة البنوك الخاصة بالنسبة لمجموع القروض الموزعة لتسجل خلال تلك السنة 14.3%. كما نلاحظ سيطرة واضحة للبنوك العمومية على عملية التمويل. ويمكن أن نستقري كل هذا من خلال الجدول أدناه:

بكلية القروض المصرفية بحسب طبيعة القطاع  
الوحدة: مليار دينار (نهاية الفترة)

السنة	2000	2001	2002
مجموع	701.812	735.098	715.834
خاصة	-	4.989	-
عمومية	264.872	297.916	368.956

الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، 1997 م، ص: 140.

3 صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (2000-90)، (أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة 2002-2003، ص: 220-221)

4 تنص المادة: 10 من قانون المالية 1965 على أن المنظومة المصرفية تعد أداة تطبيق للسياسة التي تقرها الحكومة في إطار المخطط الوطني للتنمية، والمتعلقة بجمع الموارد وترقية الادخار، وتمويل الاقتصاد وفقاً للقواعد المحددة في المخطط الوطني للقرض. بحيث تسهر المنظومة المصرفية على تطابق المخصصات من الموارد المالية والنقدية مع أهداف المخططات الوطنية للتنمية. كما نصت المادة 37 من ذات القانون على أن البنك المركزي يمكنه أن يمنح الخزينة العمومية ديوناً في حساب جارٍ يقرر مبلغها الأقصى المخطط الوطني للقرض. "أما المادة 51 فقد جاء نصها على النحو التالي: "تدفع أرباح عمليات الصرف التي يقوم بها البنك المركزي للخزينة العمومية ومقابل ذلك تضمن الدولة البنك المركزي من أية خسارة قد تطرأ بسبب تنفيذ هذه العمليات وتجاوز الأرصدة المكونة لهذا الغرض."

5 دحمان بن عبد الفتاح، مرجع سابق، ص: 141.

6 صالح مفتاح، مرجع سابق، ص: 196.

7 الهادي خالدي، المرأة الكاشفة لصندوق النقد الدولي، (الجزائر، دار هومة، أبريل 1996م)، ص: 195.

8 الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية، مرسوم تشريعي تحت رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

9 Banque d'Algerie, Le Systeme de Paiement en Algerie (Etat des Lieux), Decembre 2001,

P: 50

10 لا سيما بعد حل بنك الخليفة الخاص.

11 إذ نجد هيكله الجهاز المصرفي (بنوك ومؤسسات مالية في إطار النشاط) في 31 ديسمبر 2000 تضم الآتي: ستة (06) بنوك تجارية برأسمال عمومي: BNA, BEA, BADR, CPA, BDL, CNEP.

-أحد عشر (11) بنكاً تجارياً برأسمال خاص (أو مختلط): البركة الجزائري، الخليفة بنك (1)، Arab Banking ABC (Arab Bank Corporation)، البنك العربي (Arab Bank)، سيتي بنك الجزائري (Citibank Algérie)، البنك التجاري والصناعي بالجزائر، Compagnie Algérienne de

Banque Société Générale Algérie، Banque Natexis، Méditerranéenne Générale، الريان بنك، El Amana Bank، بنك وحيد Off Shore:

BAMIC. -هيئة عمومية معتمدة للقيام بعمليات البنك: CNMA. -سبعة (07) مؤسسات مالية: SRH، مونا بنك (Mouna Bank)، بنك الاتحاد (Union Bank)، SOFINANCE، FINALEP، البنك الدولي الجزائري (AIB: Algerian International Bank)، SALEM.

بنك وحيد للتنمية: BAD. -سنة (06) مؤسسات للضمان والرهن: 1/صندوق ضمان الأسواق العمومية، 2/ Fonds de Cautionnement des Investissements

3/ Agricoles Fonds de Garantie et Caution

وبالإطلاع على هيكله الجهاز المصرفي عند سنة 2000 نجدها تحتوي على عدد لا بأس به من البنوك الخاصة إلا أن انتشارها يعد ضعيفاً مقارنة بالقطاع العمومي، وهذا قد يكون سبباً لضعف تعاملات القطاع المصرفي الخاص. 11 إذ نجد أن القطاع المصرفي الخاص لا يشكل سوى 04.8% من مجموع الشبكة المصرفية على مستوى التراب الوطني ( وهذا قبل أن يُحل بنك الخليفة الذي كان يُمثل 02.1% بوكالات/ فروع عددها 24). 12 بمعنى سيطرة القطاع العمومي المصرفي على النظام المصرفي بالجزائر.

### 08/ خلاصة واستنتاجات:

إن السوق المالي في الجزائر لا يزال حبيس عدد محدود من المنتجات المالية؛ الأمر الذي يفرض تحديات على الاقتصاد الجزائري لا بد من تجاوزها أهمها:

\*العمل على زرع ثقافة اقتصادية تعطي مكانة للعمل وعقلنة استخدام الموارد الاقتصادية تجنباً للعائد المعلوم أو السالب،

\*العمل على تنويع آليات تعبئة المدخرات المحلية، ومحاولة توجيهها نحو الفرص الاستثمارية الملائمة والكفوة،

\*سعي مختلف أطراف القرار السياسي والاقتصادي في الجزائر إلى منح الأعوان الاقتصاديين هامشاً من الثقة والأمان للتمكن من التصرف وفق ما تقتضيه المعطيات السوقية،

\*السعي لتقوية الجهاز التشريعي في الجزائر واستقراره، بما يُمكن من تلافى بعض التجاوزات الاقتصادية في المجال المالي والنقدي.

### الهوامش:

1 عادة ما تكون شركات المساهمة التي تستوفي عدداً معيناً من الشروط المحددة في القانون التجاري تستهدف تقديم قدر أقصى من الضمانات وشفافية مالية للمكتتبين في هذه القيم المنقولة، كما يمكن للجماعات المحلية وكذا الهيئات العمومية التي تتمتع بضمان من الدولة أن تُصدر قيماً منقولة؛ لاسيما سندات الدين قصد تمويل مشاريع كبرى كالطرق السريعة والسدود ... الخ.

2 دحمان بن عبد الفتاح، محاولة تقييم السياسة النقدية ضمن برامج التكييف للصندوق النقدي الدولي\* دراسة حالة الجزائر\*، (الجزائر، جامعة الجزائر، معهد العلوم

/4 Mutuelle de la Promotion Immobilière  
الصندوق الجزائري لضمان الصادرات، /5  
Fonds de Cautions Mutuelles de Garantie des risques  
العقاري.  
/6 crédits jeunes promoteurs  
مؤسسة ضمان القرض

Banque d'Algérie, Le Système de Paiement en Algérie (Etat des Lieux),  
OP.CIT, P : 13



## دور كفاءة الأسواق المالية في نمو الاستثمار الخاص

أ. حوتية عمر، أ. مولاي لخصر عبد الرزاق أستاذ مساعد قسم علوم التسيير جامعة أدرار، أستاذ مساعد جامعة ورقلة

### ملخص المداخلة:

يعتبر تطور كفاءة سوق رأس المال أحد أهم الشروط الأساسية لتطور القطاع الخاص ، وزيادة الاستثمارات وذلك لأن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تعبئة المدخرات وتنويع الأصول المتاحة للاستثمار فضلا عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على زيادة تنوع الاستثمارات في المجتمع. وتتيح أسواق رأس المال التمويل اللازم للاستثمارات عن طريق أدوات مالية متنوعة وعديدة تعمل على تحقيق درجة عالية من المنافسة وتضمن فعالية تعبئة وتخصيص الموارد المالية للاتجاه نحو الاستثمار كما تيسر سوق رأس المال توزيع الموارد المالية بين القطاعات المختلفة والمنشآت المتنوعة.

في هذه المداخلة سوف نتطرق إلى أهمية الأسواق المالية كمحدد استراتيجي لنمو الاستثمار الخاص مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، وهذا من خلال المحاور التالية :

### أولاً: نظرة حول الأسواق المالية

#### ثانياً: كفاءة السوق المالي

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

### أولاً: نظرة حول الأسواق المالية

يمثل السوق المالي أحد أهم دعائم اقتصاد السوق للدور الفعال الذي يلعبه والمتمثل في التمويل الكفاء للاقتصاد حيث يعمل على تجميع المدخرات وتنظيم حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى أنه يعتبر الوسيلة المثلى لخصوصية المؤسسة وتسعيرها وبالتالي تقييم أوراقها المالية المتداولة مما يعني بالضرورة تقييم أدائها الاقتصادي.

### 1-تعريف الأسواق المالية تقسيماتها

#### ونظرياتها:

#### 1-1- تعريف الأسواق المالية:

لقد تعددت التعريفات عن الأسواق المالية

نذكر الأهم منها:

### تعريف B. Solmik. jaquilate : تشكل

السوق المالي حلقة للتمويل المختص بالمشاريع الأساسية الجديدة وهو دورها كسوق أولية وزيادة على ذلك فهي تشمل سوق ثانوي يتم فيه تداول القيم المنقولة المصدرة سابقا فهي بذلك تلعب دورين رئيسيين هما:

- تقييم الأصول المالية.

- تفسير البيانات الاقتصادية.

### تعريف D. Ganso: السوق المالية هي

شبكة للتمويل للمدى البعيد المبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفوري.

### تعريف إسماعيل أحمد الشناوي وعبد

المنعم: يعرف السوق على أنه المجال الذي يتم في إطاره التنظيمي عمليات الإصدار وبيع الأصول المالية من خلال الوسطاء الماليين<sup>1</sup>

وعليه فإن السوق المالي يقوم بدور هام في النشاط الاقتصادي ويمثل الدور الأساسي للسوق المالي في العمليات التي يتم من خلالها تمويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض وهم المشترين للأصول المالية إلى الوحدات الاقتصادية التي تصدر وتبيع أصول مالية، ولها القدرة على استعمال الأموال بكفاءة عالية للنشاط الاقتصادي، ويترتب على ذلك زيادة فعالية استخدام الأموال في النشاط الاقتصادي ومن ثم زيادة الكفاءة الاقتصادية في المجتمع.

### 1-2- تقسيمات الأسواق المالية:

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وهو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين أساسيين، هما أسواق رأس المال وسوق النقد.

<sup>1</sup> اسماعيل احمد الشناوي وعبد المنعم، اقتصاديات النقود والبنوك و الاسواق المالية

أ- مفهوم سوق رأس المال: سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال ويتكون شكلين هما:<sup>1</sup>

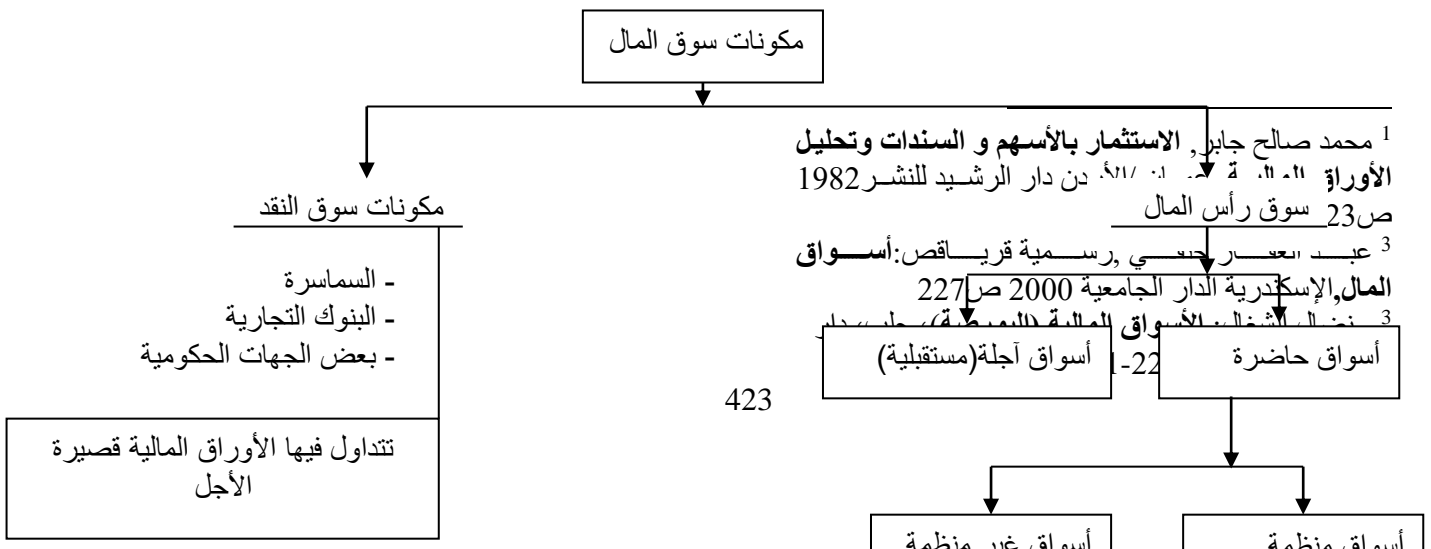
\* أسواق حاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويل الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

\* أسواق آجلة: يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو استثمار الأوراق المالية خاصة الأسهم.

ب- مفهوم سوق النقد: هو الشق الثاني لسوق المال ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية.<sup>2</sup>

وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبالغ من المال سبق أن اقترضه لطرف آخر، وعادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر وذلك لضمان عملية السداد، ومن أهم أنواع الأوراق المالية شهادات الإيداع غير الشخصية، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية وأدوات الخزانة<sup>(3)</sup> والشكل التالي يوضح مكونات سوق المال:

الشكل رقم(01): مكونات سوق المال



للأسواق المالية وظائف اقتصادية قد تكون واضحة للعديد من الناس لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع أي بين المدخرين والمستثمرين، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة والقطاعات المنتجة بحاجة دائمة إلى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، إذ تقوم بتأدية وظيفتها الاقتصادية الأساسية في نقل الأموال الفائضة (المدخرات) إلى القطاعات التي لديها عجز في الأموال.

تجدر الإشارة إلى أن سوق رأس المال يمر بسوقين تتم من خلالهما تداول الأوراق المالية وهما:  
- السوق الأولي: يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة.  
- السوق الثانوي: يتم فيه تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولى وبالتالي يسمى بسوق التسعير أو سوق التداول.

## 2- ضرورة وفوائد إنشاء السوق المالي

### 2-1- ضرورة إنشاء السوق المالي:

هناك عدة أمور تفرض ضرورة إنشاء سوق مالي من أهمها:

- عدم وجود توافق زمني بين المدخرات والاستثمارات إذ أن المدخرات تتكون خلال فترات زمنية لا تتناسب مع الفترات الزمنية التي تتكون من خلالها قرارات الاستثمار.

- توفير السيولة للمستثمرين الراغبين في بيع أسهم الشركات المدرجة بغرض المتاجرة بالأسهم ولأسباب أخرى.

- عدم توفر آلية طبيعية غير السوق لمقابلة المدخرات مع الاستثمارات وبالتالي توفر السوق فرصة التقاء هذه الوحدات الاقتصادية من خلال العرض والطلب، وطبيعة عمل السوق التي تعتمد على المزاد العلني وتساعد على جلب الأموال من الخارج لتستثمر في السوق.

### 2-2- فوائد إنشاء السوق المالي

- يوفر السوق فرص شبه متساوية لكافة الأفراد الراغبين في توظيف مدخراتهم.

- يوفر السوق السيولة للمستثمرين بين المالكين للأوراق المالية والفرصة لاستبدال أو التخلص منها في أي وقت.

- يساعد السوق في ظهور السعر العادل و المناسب للأوراق المالية وذلك من خلال آلية العرض والطلب وتوفر المعلومات.

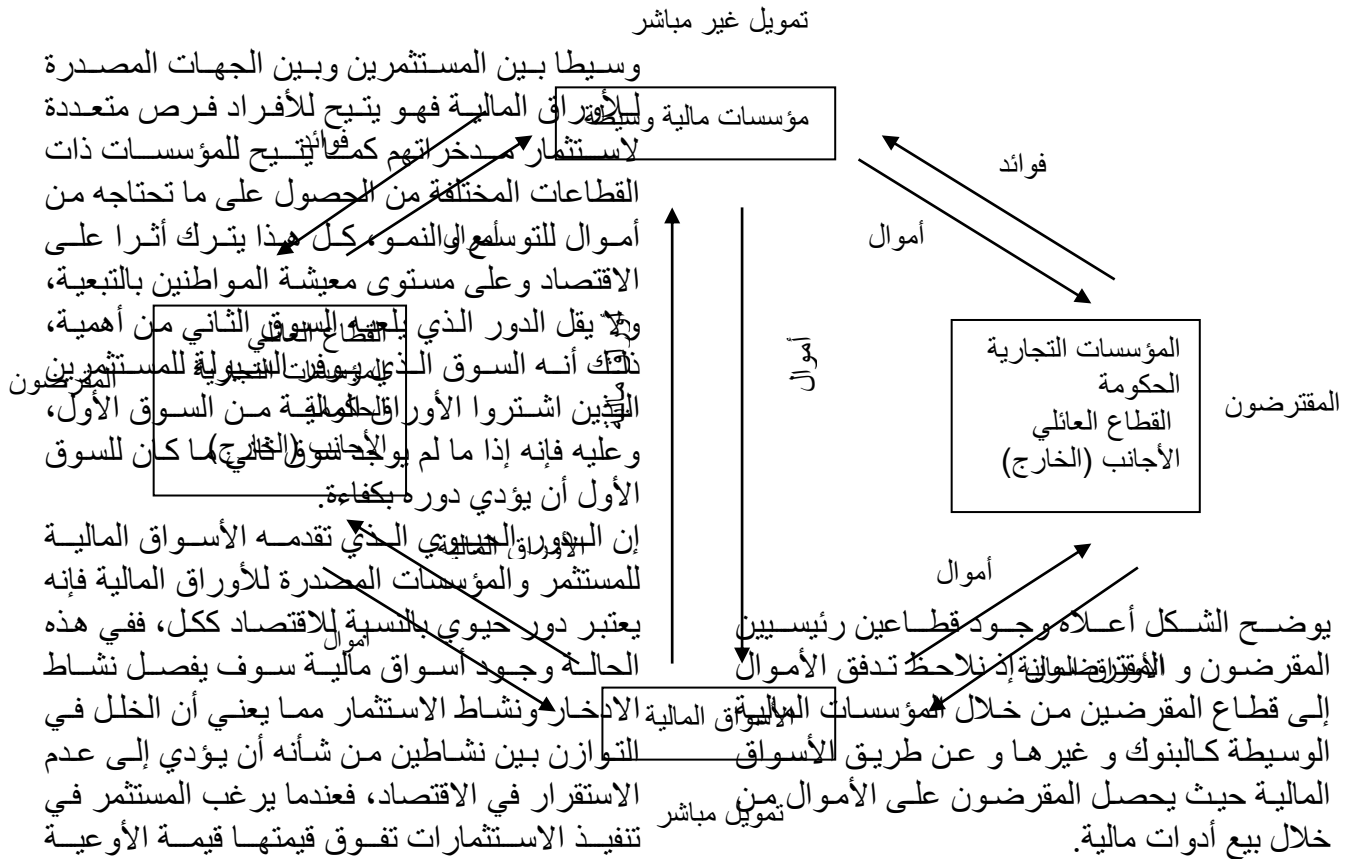
- يساعد وجود أسواق منظمة على الحد أو التخفيف من حدة التلاعب والغش والتدليس.

- يوفر السوق الفرصة في إعادة الاستثمار بشكل مستمر مما يزيد من فعالية رأس المال.

## 3- وظائف الأسواق المالية وواقع الاقتصاد فيها:

### 3-1- وظائف الأسواق المالية:

## الشكل رقم (02): يمثل وظائف السوق المالي



## 3-2- واقع الاقتصاد في ظل أسواق المال:

إذا كان لأسواق المال أهميتها في تداول الأصول المالية فإن الدور الحيوي الذي تلعبه هذه الأصول في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على أسواق المال بنوعيهما السوق الأول (سوق الإصدار) والسوق الثاني فكون السوق الأول

## ثانيا: كفاءة السوق المالي :

إن قدرة سوق رأس المال على تحديد القيمة الحقيقية العادلة للأوراق المالية وبالتالي قيام آليات السوق بدورها في التخصيص للموارد ونمو الاستثمارات يتوقف على مدى كفاءة هذه الأسواق أي مدى توافر الشروط الأساسية التي تجعل سوق رأس المال تنسم بالكفاءة<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> حسان خضر، تحليل القوائم المالية: سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004 ص9.

**1- مفهوم كفاءة السوق المالي :**

يعتبر مفهوم الكفاءة لسوق رأس المال من أهم الجوانب الرئيسية لدراسة تطور أسواق رأس المال، ويتباين مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال عن المفهوم التقليدي في الاقتصاد بصفة عامة وفي العمليات الإنتاجية بصفة خاصة وذلك نظرا لميكانيزم عمل أسواق رأس المال.

يعكس مفهوم السوق الكفاء استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة وبطريقة ملائمة لجميع المعلومات المتاحة في السوق، سواء كانت معلومات عن الحالة الاقتصادية، أو معلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، أو معلومات عن المنشأة نفسها.

وتعتبر المعلومات في سوق رأس المال المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية و المحور المركزي لمفهوم الكفاءة و تعرف كفاءة سوق رأس المال أنها تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة و بسرعة و بدقة

**2- متطلبات كفاءة سوق رأس المال:**

يقضي تحقيق كفاءة سوق رأس المال توافر عدة عوامل من أهمها الآتي:

**\* كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** وتعني وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير، كما أن تكلفة الحصول على هذه المعلومات تكون عند حدها الأدنى بما يمكن جميع المتعاملين من الحصول عليها<sup>6</sup>.

**\* كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):** يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين جانبي العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف عالية للوسطاء.

**\* عدالة السوق:** بمعنى إتاحة السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل سواء من ناحية الوقت أو توافر المعلومات.

**\* الأمان:** ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن الأطراف المتعاملين في السوق مثل مخاطر الغش والتدليس.

وتؤدي دراسة مقومات كفاءة سوق رأس المال إلى طرح قضية الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تتمثل في ثلاث صيغ:

**أ- فرض الصيغة الضعيفة:** تقتضي هذه الصيغة بأنه من المستحيل التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي، ومن ثم فإن التغيرات في الأسعار لا يوجد بينها أي ترابط

أي تتسم بالحركة العشوائية، ويمكن اختبار فرض الصيغة من خلال سلسلة الارتباط وذلك بقياس الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة.

**ب- فرض الصيغة المتوسطة القوة:** تشير هذه الصيغة إلى أن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة للجمهور سواء السابقة أو الحالية وكذلك التنبؤات المستقبلية سواء عن الاقتصاد العالمي أو الظروف المحلية أو لظروف الصناعة أو المؤسسة، ويمكن اختبار هذه الصيغة من خلال قياس التوزيعات.

**ج- فرض الصيغة القوية:** تعني هذه الصيغة أن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور وأيضا لفئات معينة مثل إدارة المؤسسة المصدرة للورقة المالية وبالتالي يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية ويمكن اختبار هذه الصيغة من خلال العائد الذي تحققه فئات معينة يفترض أن يتاح لها المعلومات خاصة الإنتاج لباقي الجمهور.

**3- مؤشرات كفاءة سوق رأس المال:**

تعتبر السوق الكفاء اقتصاديا السوق التي تستطيع تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يضمن توجيه الموارد إلى القطاعات الأكثر ربحية ذات المزايا النسبية في الاقتصاد ومن اهم المؤشرات التي تدل على تطور كفاءة سوق رأس المال ما يلي<sup>7</sup> :

**-حجم السوق:** ويقاس بمعدل رأس المال السوقي أي (قيمة الأسهم المسجلة على الناتج المحلي

<sup>6</sup>محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2001 ، ص106

<sup>7</sup>إيهاب الدسوقي ، نفس المرجع السابق ص40

توزيع الموارد المالية بين القطاعات المختلفة والمنشآت المتنوعة<sup>(1)</sup>.

اهتمت الأدبيات الاقتصادية باتجاه العلاقة بين تطور سوق رأس المال أو القطاع المالي بصفة عامة من ناحية وزيادة الاستثمارات من ناحية أخرى وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي في المجتمع، حيث توجد دراسات تطرح أن القطاع المالي يكون تابعا للتنمية والاستثمار في القطاع الحقيقي، وفي المقابل توجد دراسات أخرى تؤيد أن كلا من القطاع المالي أو سوق رأس المال يقوم بدور قيادي، في زيادة الاستثمارات ويؤدي إلى آثار إيجابية على النمو الاقتصادي ويمكن التطرق لأهم الدراسات المؤيدة لكل من الاتجاهين:

**\* الاتجاه المؤيد لاعتماد سوق رأس المال على الاستثمارات:**

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

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

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

(الإجمالي)، أو من خلال عدد الشركات المسجلة في السوق

**-سيولة السوق:** ويقصد بها القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة

**-درجة التقلبات:** ويشير إلى مدى التذبذبات في الأسعار ويقاس من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال عام

**-درجة تركيز السوق:** تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي للوقوف على مدى سيطرة الشركات على السوق

**-كفاءة تسعير الأصول:** تقاس كفاءة تسعير الأصول من نموذج تسعير الأصول الذي يوفر الحكم على القيمة السوقية للورقة المالية من خلال المقارنة بين العائد الفعلي و العائد على الاستثمار

**-تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي:** يعتبر هذا المؤشر من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات ويحتوي هذا المؤشر وفقا لمؤسسة التمويل الدولية على المؤشرات الفرعية التالية:

نشر المعلومات عن الشركات المسجلة، المعايير المحاسبية، قوانين حماية المستثمر، العوائق على الاستثمار الأجنبي و تحويل العملات

**ثالثا- دور كفاءة السوق المالي في نمو الاستثمارات**

توفر سوق رأس المال التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي كما أن الوظائف المختلفة لسوق رأس المال تؤثر على القرار الاستثماري وبالتالي تنعكس على النمو الاقتصادي في المجتمع

**1-العلاقة بين سوق رأس المال و الاستثمارات:**

يعتبر تطور كفاءة سوق رأس المال أحد أهم الشروط الأساسية لتطور القطاع الحقيقي، وزيادة الاستثمارات وذلك لأن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تعبئة المدخرات وتنويع الأصول المتاحة للاستثمار فضلا عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على زيادة تنوع الاستثمارات في المجتمع.

وتتيح أسواق رأس المال التمويل اللازم للاستثمارات عن طريق أدوات مالية متنوعة وعديدة تعمل على تحقيق درجة عالية من المنافسة وتضمن فعالية تعبئة وتخصيص الموارد المالية للاتجاه نحو الاستثمار كما تيسر سوق رأس المال

<sup>8</sup> إيهاب الدسوقي: مرجع سبق ذكره ، ص 80.

تلعب الأسواق المالية الناشئة دور مهم في تنمية الاستثمار وتظهر هذه الأدوار أو المساهمة من خلال ما يلي:

**\* دور الأسواق المالية في زيادة الادخار:** يوفر سوق الأوراق المالية مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض بتوليد أصول مالية أكبر وبالمحافظة على تفضيلاتها، كما يوفر أصولا تعتبر أكبر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطر.

وعليه فهو يؤثر على الميل للادخار وتشجيع الإنفاق الحكومي وزيادة الادخار، فسوق الأوراق المالية تشجع ذوي الفائض على الادخار وعليه زيادة الاستثمار أي زيادة التدفقات المحلية والخارجية لهذه الأسواق.

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

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

**\* توفير التمويل للاستثمار:** تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية

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

(أ) دور أمامي أو مستقبلي.  
(ب) دور خلفي.

ويعتمد هذا الدور على العلاقة الوثيقة بين قرار المديرين وتحديد سعر السهم في سوق رأس المال، وترتبط هذه العلاقة بقيام المتعاملين في السوق بتقديم الحافز اللازم لتوفير المعلومات عن أداء المنشآت.

ويعني الدور الأمامي للسعر في سوق رأس المال أن المتعاملين سوف يرغبون في المعلومات حول الأرباح المستقبلية المتوقعة للفرص الاستثمارية الجارية، وتؤثر المعلومات المستقبلية في قرار الاستثمار الذي يتغير بناء على توقعات تغير الأسعار في المستقبل.

ويعني الدور الخلفي للسعر في سوق رأس المال، الاعتماد على تقييم القرارات الاستثمارية السابقة من خلال بحث تغير واتجاه السعر في السوق الماضي، الأمر الذي يعكس مؤشرا على مدى حدة جودة وكفاءة القرارات الاستثمارية السابقة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري.

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

- أن المعلومات تتدفق من المنشأة إلى سوق رأس المال وكذلك من سوق رأس المال إلى المنشآت.
- يتجه نشاط المنشآت من خلال قرارات المديرين المبنية على تميز وتغير تدفق رأس المال المستثمر إلى المنشأة ومن المنشأة.
- يعد دور سوق رأس المال دورا مرشدا في تخصيص الموارد بطريقة غير مباشرة.
- يبذل المتعاملون بسوق رأس المال جهدا في الحصول على المعلومات فقط عندما المديرين باتجاهات الأسعار في السوق كمرشد لقراراتهم.

**3- علاقة وظائف سوق رأس المال بنمو الاستثمار:**

مبادلة الدين الخارجي بأسهم إذ يسمح المستثمرين في هذه التقنية شراء التزامات الدولة المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج أو تحويل البنوك الخارجية لديونها للدول النامية إلى استثمار في هذه الدول.

**\* دور الأسواق المالية في الخصوصية<sup>9</sup>: عمدت الكثير من الدول التي انتهجت سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل دور القطاع الخاص في الاقتصاد من خلال تصفية القطاع العام أو ما يعرف بالخصوصية**

ولكن عملية بيع القطاع العام أو الخصوصية يعتريه الكثير من الصعوبات الناجمة عن تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية حيث العلاقة وثيقة بين الخصوصية والأسواق المالية ذات الكفاءة العالية في توفير المناخ اللازم لتمويل الاستثمار وتثشير تجارب الخصوصية في دول العالم بان برامج الخصوصية الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق مالي منظمة وكبيرة بما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للمشروعات المراد خصصتها

وهنا تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصوصية بنجاح فسوق المال تزدهر وتتوسع بوجود عملية الخصوصية وكذلك الخصوصية بحاجة إلى سوق الأوراق المالية قادرة على تسهيل عملية الخصوصية، ويكمن دور سوق الأوراق المالية في عملية الخصوصية في العمليات التالية:

- الإفصاح المالي
- تقييم الأصول
- الاكتتاب و التداول

### الخلاصة :

تعتبر الأسواق المالية من أهم الموضوعات التي تهتم بها معظم الدول النامية في ظل التحولات الاقتصادية نحو اقتصاد السوق حيث تقوم هذه السوق بوظيفة اقتصادية هامة للغاية في ظل آليات السوق وهي توجيه الموارد في الاقتصاد على النحو الأمثل كما تقوم على توفير السبل لتحقيق التقدم

طرح المنشآت للوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع .

ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل كما تتيح سوق رأس المال فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المشاة من خلال إصدارها أوراقا جديدة ومن ناحية أخرى توفر سوق رأس المال زيادة قدرة المنشأة على الاقتراض بصورة غير مباشرة عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة منها مما يجعل هناك ثقة كبيرة في نشاط المؤسسة ويتيح أمامها فرصا للاقتراض والتوسع من مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال

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

**\* تحقيق الاستقرار الاقتصادي :** تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي وتجنب التضخم أو الكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة وبالتالي تغيير مستويات الإقراض و الاستثمار في الاقتصاد وتقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في الأسواق المالية وذلك لان هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة و الأسعار في سوق رأس المال ومن ثم يمكن التأثير في زيادة نمو الاستثمار

**\* دور الأسواق المالية في معالجة المديونية الخارجية:** تجذب أسواق الأوراق المالية الناشئة المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم الأمر الذي يترتب عليه الحد من المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي وما تأتي به المؤسسات الأجنبية من فوائد.

زيادة الاستقرار المالي وكذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي على مشاركة المستثمرين الأجانب على تحمل المخاطر فلجأت الدولة إلى توريق الدين أي تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول ومحاولة التخفيف منها بالإضافة إلى تقنية أخرى متمثلة في

<sup>9</sup>حسان خضر ، مرجع سبق ذكره ، ص12



الاقتصادي للمجتمع وذلك لما تلعبه من دور هام في تمويل التنمية الاقتصادية. يمثل السوق المالي أحد أهم دعائم اقتصاد السوق للدور الفعال الذي يلعبه والمتمثل في التمويل الكفاء للاقتصاد حيث يعمل على تجميع المدخرات وتنظيم حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى أنه يعتبر الوسيلة المثلى لخصوصية المؤسسة وتسعيرها وبالتالي تقييم أوراقها المالية المتداولة مما يعني بالضرورة تقييم أدائها الاقتصادي.

### الهوامش :

- اسماعيل احمد الشناوي و عبد المنعم، اقتصاديات النقود و البنوك و الاسواق المالية 1- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم و السندات وتحليل الأوراق المالية، عمان /الأردن دار الرشيد للنشر 1982 ص 23<sup>1</sup> -  
<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال، الإسكندرية الدار الجامعية 2000 ص 227  
<sup>1</sup> - نضال الشغال: الأسواق المالية (البورصة)، حلب، دار البيضاء، 2002، ص (21-22).  
 حسان خضر، تحليل القوائم المالية: سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004 ص 9<sup>5</sup>  
<sup>6</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص 106  
<sup>7</sup> أيهاب الدسوقي، نفس المرجع السابق ص 40  
<sup>8</sup> أيهاب الدسوقي: مرجع سبق ذكره، ص 80.  
<sup>9</sup> حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص 12

## بورصة الجزائر بين الانهيار والازدهار

إعداد الأستاذ: هلال أحمد

أستاذ مساعد مكلف بالدروس-الجامعة الإفريقية  
العقيد أحمد دراية-أدرار

### الملخص:

تعد بورصة الجزائر من البورصات العربية التي شهدت انهياراً شديداً منذ الوهلة الأولى لتطبيقاتها إذ حققت هذه البورصة خسائر فادحة في قيمة أسهمها السوقية.

ويرى خبراء ومحللون ماليون بأن هذا التراجع له ارتباط ببعض المتغيرات منها صغر سوقها وضعف الإفصاح وتدفق المعلومات بها وكذلك عدم انفتاحها على العالم الخارجي.

لقد أصبح مؤكداً بأن سوق الأسهم المحلية في البورصة الجزائرية تتجه نحو تكبد أكبر الخسائر، وأنه لم يعد بالإمكان فعل أي شيء يخفف من تلك الخسائر خاصة إذا علمنا بأنها جاءت في مؤخرة الدول العربية خلال الأونة الأخيرة بقيمة تعامل تقدر بـ 302 مليون دولار فقط مقارنة ببعض الدول العربية.<sup>1</sup>

لقد لوحظ خلال الفترة الأخيرة ارتفاعاً في القيمة السوقية لبورصة الجزائر ليصل إلى 97 مليون دولار فقط مقارنة ببعض الدول العربية.<sup>2</sup>

### مقدمة:

نظراً لتبني الجزائر نهج اقتصاد السوق، فإنه من المتصور ضرورة تزويد البلاد بسوق للأوراق المالية والتي من خلالها نستطيع أن نستشف البعد الجهوي والدولي للجزائر. ومن الضروري أن نعرف أن مثل هذا التدخل يجب أن يؤدي إلى جملة من الأشياء نذكر منها مثلاً أنه يتوجب دعوة رؤوس أموال الشركات العمومية بالدرجة الأولى والخاصة الجمهور للاكتتاب وبالتالي إقامة شركات ذات أسهم وسندات. لكنه من المتصور حينئذ التفكير في الحصول على أداة لقياس أصول هذه الشركات حتى تضمن مسألة التمويل المباشر والمستمر لمختلف

الاستثمارات وفي نفس الوقت نكون بصدد توفير فرص توظيف مثلى لأموال المدخرين باحتمال حصولهم على فوائد وأرباح.

في هذه المداخلة المعنونة ببورصة الجزائر بين الانهيار والازدهار نحاول أن نتعرف على مكانة البورصة الجزائرية من خلال التطرق إلى العناصر التالية:

- نشأة بورصة الجزائر: حيث نتعرض إلى دراسة مرحلة إنشاء شركة القيم المنقولة (SVM)، ثم مرحلة إنشاء شركة إدارة بورصة القيم (SGBV).

- دعوة الجمهور للاكتتاب وقبول القيم المنقولة للتداول في بورصة الجزائر.

- تواجد الأوراق المالية ببورصة الجزائر: حيث نتعرض إلى معرفة إجراءات القبول ثم إجراءات إدخال القيم المنقولة وتداولها ببورصة الجزائر ثم أخيراً نظام المقاصة والتسوية المعتمد فيها.

- تقييم نشاط بورصة الجزائر: حيث نتعرف على وضعية بورصة الجزائر من خلال مؤشرات لشركات جزائرية قامت بالانضمام إلى بورصة الجزائر.

### (I) نشأة بورصة الجزائر:

في نهاية الثمانينات وبداية التسعينيات ومع انتشار موجة الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الجزائر في تلك الأونة، بدأ يظهر الميل نحو إقامة اقتصاد السوق، وعلى ضوء ذلك صدرت ترسانة من التشريعات تتضمن قوانين تنص على إنشاء بورصة الجزائر.<sup>3</sup>

هذا ولقد تم إنشاء بورصة الجزائر في مرحلتين هما:

**1- مرحلة إنشاء شركة القيم المنقولة (SVM):<sup>4</sup>**

بتكوين المؤسسات المالية المعروفة بصناديق المساهمة، أنشئت شركة القيم المنقولة (SVM) وذلك في 09 ديسمبر 1990 وذلك من طرف الجمعية العامة لصناديق المساهمة، حيث اعتبرت بمثابة شركة مساهمة رأسمالها يقدر بثلاثمائة

<sup>1</sup> لقد قدرت قيم تعاملات بورصة دبي في نفس الفترة بـ 81 مليار دولار، بورصة الكويت بـ 41.8 مليار دولار، بورصة مصر بـ 36 مليار دولار أما بورصة تونس فلقد قدرت قيم تعاملاتها بـ 400 مليون دولار.

<sup>2</sup> بورصة مصر وصلت إلى قيمة سوقية تقدر بـ 84.8 مليار دولار، أما بورصة تونس فلقد وصلت إلى 8.8 مليار دولار.

<sup>3</sup> أنظر الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 23 ماي 1993، العدد 34 منها وخاصة المواد من 1-4 والتي لها علاقة بإنشاء بورصة الجزائر.

<sup>4</sup> société des valeurs mobilières.

4- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

بالنسبة للشركاء في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم، فننوه إلى أنه اعتباراً من 15 جويلية 1998 تم تخلي الأعضاء المؤسسين للشركة عن حصصهم في أسمال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة وهم على التوالي:<sup>3</sup>

- شركة الراشد المالي ERRACHED MALI EL المؤسسة من طرف CNMA، CCR، BEA

- الشركة المالية العامة SOGEFI المؤسسة من طرف CPA، CNEP، CAAT.

- الشركة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP المؤسسة من طرف SAA، BDL، BNA

- شركة توظيف القيم المنقولة SPDM المؤسسة من طرف CAAR، BADR،

- شركة الاتحاد البنكي UNION BROKERAGE المؤسسة من طرف UNION BANK.

لقد أقر بوجود الوسطاء في عمليات البورصة المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة. لحصول الوسيط على الاعتماد يجب تقديم مجموعة من الضمانات من بينها ما يلي:

1- الاكتتاب في رأسمال الشركة،  
2- التحلي بالتنظيم وامتلاك الوسائل التقنية الملازمة لنشاط الشركة،  
3- التحلي بالنزاهة والكفاءة بالنسبة للشخص الوسيط.

وبالنسبة لمهام الوسيط فهي محددة كما يلي:  
1- التفاوض بشأن القيم المنقولة لصالح زبائنه،

2- تسيير عن طريق توكيل محفظة للأوراق المالية،

3- التفاوض بشأن القيم المنقولة لحسابه الخاص،

4- توظيف الأوراق المالية لحساب الغير،

5- القيام بالسعي لإبرام صفقات متعلقة بأحد النشاطات السالفة الذكر.

وعشرون ألف مليون دينار جزائري (3200000000000 دج).

لقد لاقت هذه الشركة مشاكل عديدة ناتجة عن ضعف رأسمالها الذي لم يسمح لها بأن تقوم بأي نشاط يذكر، ناهيك عن الدور غير الواضح الذي كان يجب أن تلعبه هذه الشركة على مستوى الاقتصاد الوطني.

2- مرحلة إنشاء شركة إدارة بورصة القيم (SGBV):<sup>1</sup>

نظراً للصعوبات التي لاقتها شركة القيم المنقولة، فقد تقرر رفع رأسمالها إلى تسع ملايين وثلاثمائة وعشرون ألف مليون دينار جزائري (932000000000 دج) وذلك في فبراير من سنة 1992 بالإضافة إلى تغيير اسم الشركة إلى شركة إدارة بورصة القيم (SGBV).

وتعتبر شركة إدارة بورصة القيم بمثابة شركة مساهمة (SPA)، أنشأت بتاريخ 25 ماي 1997 وفقاً للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وهي بمثابة الإطار المنظم الموضوع في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة على أساس أنها ومنذ نشأتها عملت على وضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات تداول الأوراق المالية.

وبالنسبة للأعضاء المؤسسون للشركة فهم على التوالي:

- البنوك الوطنية: BDL، BEA، BADR، BNA، CPA، CNEP، CNMA، شركات التأمين الوطنية: CAAR، CCR، SAA، CAAT.

- بنك خاص يدعى UNION BANK.  
أما بالنسبة لمهام شركة إدارة بورصة القيم فهي على التوالي:<sup>2</sup>

1- التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة،

2- التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة وتسيير نظاماً للتداول والتسعيرة،

3- تنظيم عمليات المقاصة على الأوراق المالية،

<sup>1</sup> société de gestion de la bourse des valeurs.

<sup>2</sup> شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص ص51-52.

<sup>3</sup> قد يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي.

**المجموعة الثانية:** أصول الدين؛ أوراق المساهمة، السندات العادية، السندات القابلة للتحويل وسندات مرفقة بإذن اكتتاب.

بالنسبة لتسجيل الأوراق المالية فإنه ملزم بها الأشخاص الآتية أسماؤهم:<sup>2</sup>  
أ- بالنسبة لتسجيل الأسهم فإن شركات المساهمة هي الوحيدة التي لها حق تسجيل أسهمها في نظام التسعيرة.

ب- بالنسبة لتسجيل السندات فإن الدولة أو الجماعات المحلية فقط هي التي لها حق تسجيل سندات، إضافة إلى السندات الصادرة من طرف شركات المساهمة وعن شروط التسجيل للأوراق المالية فإنها محددة كما يلي:

#### أ- بالنسبة للأسهم:

- أن يكون مبلغ رأسمال الشركة لا يقل عن 100 مليون دج،  
- أن تكون نسبة 20% من رأسمال الشركة معروفة بين عموم المستثمرين يوم الإصدار،  
- أن يكون رأسمال الشركة موزعاً بين 300 مساهماً على الأقل في يوم الإصدار.

#### ب- بالنسبة للسندات:

- أن لا تقل قيمة القرض عن 100 مليون دج يوم الإصدار،  
- أن تكون هذه السندات موزعة بين 100 حامل سند على الأقل يوم الإصدار.

### (III) تواجد الأوراق المالية ببورصة الجزائر:

**1- إجراءات القبول:** قبل تسجيل أوراقها في نظام التسعيرة لشركة إدارة بورصة القيم، فإنه يتوجب على الشركة المعنية أن تعين وسيطاً في عمليات البورصة يرافقها في مشوارها. هذا وإن قبول الأوراق المالية للتداول يجب أن يخضع للشروط التالية:<sup>3</sup>

- تقديم طلب قبول لشركة إدارة بورصة القيم،  
- القيام بإيداع مشروع مذكرة معلومات ونشرة إصدار مرفقتين بوثائق لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للحصول على تأشيرة اللجنة،

## (II) دعوة الجمهور للاكتتاب وقبول القيم المنقولة للتداول في بورصة الجزائر:

**1- دعوة الجمهور للاكتتاب في بورصة الجزائر:** إننا نتحدث عن دعوة الجمهور للاكتتاب عندما يتم إصدار ورقة مالية وتكون معلنه إلى عدد معين من الأشخاص يجب أن لا يقل عن 100 شخص، حيث يتوجب حينئذ على كل شركة مساهمة أو هيئة عمومية تصدر أوراقاً مالية أن تنشر مذكرة إعلامية لفائدة الجمهور تتضمن بعض المعلومات الضرورية التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره بالاككتتاب وذلك في ظروف علمه الكامل بالورقة المالية الصادرة من طرف الشركة في إطار هذه العملية.

ومن المعلوم بأن هذه المذكرة الإعلامية يجب أن تخضع إلى تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) وذلك قبل عرضها على الجمهور.

وبخصوص نشرة الإصدار فهي وثيقة تتضمن بشكل مختصر ومركز المعلومات الضرورية اللازمة للقيام بعملية الاكتتاب.

وبالنسبة للشركة التي تقوم بإصدار الأوراق المالية، فإنه يتوجب عليها من أجل القيام بتوظيف أصولها اللجوء إلى إما إلى البنوك والمؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة أو إلى أساليب الإشهار المختلفة.

## 2- قبول القيم المنقولة للتداول في بورصة الجزائر:

إن شركة إدارة بورصة القيم تقبل عموماً نوعين من الأوراق المالية:

أ- الأسهم العادية الصادرة من طرف شركات المساهمة.  
ب- السندات العادية.

ويتضمن القانون التجاري الجزائري أنواع أخرى من الأوراق المالية تصدر من طرف الدولة أو الهيئات العمومية أو شركات المساهمة وهي غير مسجلة حالياً في نظام التسعيرة ببورصة الجزائر.

هذه الأوراق يمكن تقسيمها إلى مجموعتين:<sup>1</sup>  
**المجموعة الأولى:** أصول رأسمال؛ الأسهم العادية، أسهم التمتع، الأسهم المجزأة، شهادات الاستثمار وشهادات حق التصويت.

<sup>2</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

<sup>3</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

<sup>1</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

**\* طريقة العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:** هذه الطريقة تتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من الأسهم بسعر ثابت محدد مسبقاً.

هذا وتقوم شركة إدارة بورصة القيم بتحديد الطريقة المتبعة في إدراج القيم المنقولة بمعية الشركة التي تصدر القيم وكذلك الوسيط المرافق لها في العملية وتنشر حينها إشعاراً في النشرة الرسمية للتسعيرة تذكر فيه جميع المعلومات المتعلقة بالعملية خاصة:<sup>3</sup>

- هوية الشركة التي تصدر القيم المنقولة،
- تحديد الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بإدراج القيم المنقولة،
- تحديد عدد الأوراق المالية مع ذكر طبيعتها وخصائصها،
- تحديد السعر المطلوب من طرف الشركة،
- تبيان الطريقة المقررة لإدراج الورقة في نظام التسعيرة.

### 3- تداول القيم المنقولة ببورصة الجزائر:

في البداية يجب أن ننوه إلى أن مسألة تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر يخضع لزاماً لسلطة الوسطاء في عمليات البورصة وكل عملية منجزة خارجة عن هذه السلطة تعتبر ملغية.

إن بورصة الجزائر هي سوق مركزية مسيرة بالأوامر وهي متواجدة بمكان ثابت وهو قاعة التداول المتواجدة بشركة إدارة بورصة القيم أين يلتقي الوسطاء لعرض أوامرهم.

بالنسبة لطريقة التسعير، فيلاحظ أن المعمول بها في الجزائر هي طريقة التثبيت والتي تعتمد على تطبيق سعر وحيد لمجموع الصفقات المنجزة بالنسبة لكل ورقة مالية خلال حصة تداول بالبورصة.

ويعتبر السعر الوحيد هذا ناتج عن ملاقة جميع أوامر البيع والشراء المعروضة من طرف الوسطاء وهو يقوم بتحقيق أعلى مستوى للكمية المتداولة.

### 4- المقاصة والتسوية:<sup>4</sup>

- نشر الوثائق المالية المصادق عليها للنشاطات السنوية الثلاثة الأخيرة على الأقل،
- تحقيق أرباح خلال النشاط السابق،
- تمكينها من توفر نظام للمراجعة الداخلية،
- التكفل بعملية نقل الملكية للأوراق المالية،
- التعهد بالإفصاح عن كل معلومة من شأنها التأثير على سعر الأوراق المالية بالبورصة.

هذا وتلتزم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالإدلاء بقرار القبول وذلك في أجل أقصاه 60 (ستون) يوماً وذلك ابتداءً من تاريخ إيداع ملف القبول، حيث يأخذ قرار اللجنة حينئذ بعين الاعتبار مصلحة المدخرين ومصلحة السوق وكذا الشروط المحددة في النظام العام لبورصة الأوراق المالية.

### 2- إجراءات إدخال القيم المنقولة في

**بورصة الجزائر:** تتمثل هذه المرحلة في الإجراء الواجب اختياره لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة عند الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة. ويتضح الإجراء عموماً تبعاً للأهداف التي تسعى المؤسسة العارضة لأسهمها أو سنداتها إلى تحقيقها وفي هذه الحالة تتكفل إدارة البورصة بالاتفاق مع هذه المؤسسة والوسطاء في عمليات البورصة بإعلام الجمهور على افتتاح إدخال قيم منقولة وهذا بواسطة نشر إعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعيرة.<sup>1</sup>

هذا ويعتمد النظام العام لبورصة الجزائر على ثلاث طرق لإدراج القيم المنقولة في نظام التسعيرة:<sup>2</sup>

**\* الطريقة العادية:** تستعمل هذه الطريقة عادة عندما يتعلق الأمر بالقيم التي حدد سعرها من قبل، ويعتبر الإجراء العادي هذا، ذاك الذي يمكن شركة إدارة بورصة القيم عندما يكون رأسمال الشركة موزعاً بين الجمهور، من تسجيل قيمة في جدول للأسعار مباشرة حتى يتم التداول عليها في السوق ضمن شروط التسعيرة وهذا انطلاقاً من سعر الإدخال.

### \* طريقة العرض العمومي للبيع بسعر

**أدنى:** تتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من الأسهم بسعر أدنى يقبل به المتدخلون، حيث يعملون على إبراز عوامل الجذب لصالح الجمهور وهذا لضمان نجاح عملية الإدخال.

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية، العدد 87، الصادرة بتاريخ

1997/11/18، المادة 51، ص 10.

<sup>2</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

<sup>3</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

<sup>4</sup> نصر علي طاحون، إدارة محافظ الأوراق المالية، دار

النهضة العربية، 2003، ص 84-85 (بتصرف).

عدد العمليات اختلف حيث مر من أول عملية أثناء أول جلسة إلى 354 أثناء الجلسة رقم 24.<sup>2</sup> إن قيمة تعامل بورصة الجزائر وصلت إلى أكثر من 217039600 دج وهو ما يعادل (3252017 دولار أمريكي) خلال الجلسة رقم 19. وهكذا استقرت هذه الرسالة إلى 2178000000 دج وهو ما يعادل (290322580 دولار أمريكي) في 04 سبتمبر 2000.<sup>3</sup> إن العديد من المؤسسات هم في إطار الانضمام لاسيما في إطار برنامج خصصة المؤسسات العمومية، وهذا سيساهم حتماً في تفعيل السوق المالي في الجزائر.

#### خاتمة:

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 والتي دخلت حيز التطبيق عام 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وإنشاء صناديق المساهمة أين تحولت الشركات العامة إلى شركات مساهمة تدير بموجب أحكام القانون التجاري.

غير أن عملية التحول هذه لاقت جملة من العقبات نذكر من بينها:

**(1) العقبات القانونية؛** حيث أن غالبية الشركات المنظمة هي شركات عمومية أي تعود ملكيتها إلى الدولة وأن أسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة، بمعنى آخر أن انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر بدون تدخل الأفراد، وأن أهمية البورصة لا تظهر إلا إذا كان الأفراد أنفسهم بإمكانهم الحصول على جزء من الأسهم وهذا بطبيعة الحال يفترض خصصة هذه الشركات أولاً.

**(2) العقبات الاقتصادية؛** حيث أن أغلبية الشركات المنظمة هي شركات خاسرة، وهذا الوضع بالتأكيد لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه الشركات وبهذا نخلص إلى أنه لا يمكن أن نتصور وجود بورصة في بلد ما دون أن يدير هذا البلد اقتصاداً للسوق.

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر والدور الذي تلعبه أصبحت تشكل جزءاً من حياة المجتمع الجزائري وثقافته وعاداته، كما أن وسائل الإعلام كالتلفزة والراديو والجراند والمجلات مما تبثه عن

تهدف المقاصة إلى تسوية جميع العمليات المنجزة على القيم المنقولة والمبرمة في البورصة وهي تتم بتسليم المبالغ المستحقة من طرف المشتري للوسيط في عمليات البورصة وتسليم القيم المنقولة من قبل الوسيط للمشتري.

وتتكفل بعملية الوساطة هذه، شركات الوساطة العاملة في مجال الأوراق المالية وكذلك البنوك. فمن حيث شركات الوساطة وهي التي تباشر نشاطاً أو أكثر من أنشطة تعاملات الأوراق المالية. أما البنوك فهي أقرب المؤسسات المالية تعاملات مع البورصة فمن الناحية التاريخية كانت البنوك هي التي تقوم بعمليات التداول (بيع وشراء الصكوك) وكانت تتعامل معها كأوراق تجارية. وحتى الآن ومع الترخيص بإنشاء شركات وساطة لا زالت البنوك تعمل جنباً إلى جنب مع هذه الشركات في كثير من الأنشطة -عمليات الترويج- عمليات المقاصة والتسويات- عمليات تكوين صناديق الاستثمار وتكوين محافظ الأوراق المالية وتقديم القروض للعملاء بضمن الأوراق المالية التي بحوزتهم طبقاً للأصول وللأعراف المصرفية علاوة على أن البنك شركة مساهمة ولا مانع من طرح بعض أسهمه الخاصة برأس ماله للتداول في البورصة.<sup>1</sup>

#### (IV) تقييم نشاط بورصة الجزائر:

يعد تقييم نشاط البورصة في الجزائر بمثابة الخطوة الثانية بعد إجراء انضمام المؤسسات العمومية إلى البورصة والذي من خلاله نستطيع معرفة الوضع الحقيقي للسوق المالية في الجزائر. ويمثل إصدار السندات الإلزامية لسوناطراك في (جانفي 1998م) بمثابة العملية الأولى في سوق رأسمال في الجزائر، ففتح هذا النجاح الطريق أمام العديد من العمليات الأخرى كزيادة رأسمال مؤسسة الرياض سطيف (نوفمبر 1998) وفتح رأسمال عبر مناقصة بيع لمجمع صيدال (فيفري 1999) ثم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي (جوان 1999)... الخ، ويعتبر التعامل الأول الذي جرى على مستوى السوق الثانوي في 13 سبتمبر 1999 الأول من نوعه وذلك بالتدخل المتتالي للمؤسسات العمومية الأربعة السالفة الذكر. وبعد 52 جلسة فإن

<sup>2</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

<sup>3</sup> وثائق تصدر عن بورصة الجزائر.

<sup>1</sup> نصر علي طاحون، نفس المرجع السابق، ص84 (بتصرف).

أخبار البورصة وأسعار الأوراق المالية وأسعار  
العملات الصعبة كل يوم أصبح يشكل جزءاً من  
حياة هذا المجتمع.

**قصيدة ألقيت بمناسبة اختتام أشغال الملتقى****بعنوان:****أنا لا أعرف شيئاً في مجال الاقتصاد**

الأستاذ: محمد حاج قويدر

قسم اللغة والأدب العربي جامعة أدرار

اعذروني سادتي.

أنا لا أعرف شيئاً في مجال الاقتصاد.

قد أتيت اليوم لكن

أن لا أملك من أمري شيئاً.

قد سعت بي قدمي.

ومشى الفكر على هدي خطاي.

فجأة ألقيت نفسي بين أهل الاقتصاد.

قدر الله وما شاء فعل.

ولي العذر إذن.

إذ أنا لبيت لما

أن دعاني بعض إخواني أهل الاقتصاد.

وأنا يا سادتي أجهل إنسان يعلم الاقتصاد.

أنا لا أعرف ما البورصة؟ ما معنى اقتصاد السوق؟ ما

معنى صراع الطبقات؟

وكذا لا أعرف ما معنى مضافات القيم؟

لا ولا أعرف ما معنى البني؟

فسواء عندي السفلى أو العليا إذن.

أنا لا أعرف سوق الأسهم.

لا ولا أعرف بيع السندات.

أنا لا أعرف شيئاً اسمه تعريفة للجمركة.

لا ولا أعرف من آدمهم أو ماركس.

أنا لا أعرف شيئاً في مجال الاقتصاد.

أنا لا أعرف أكثر مما يعرف يقال وقصاب وخباز

وفلاح وكل الكادحين أن لي أجرة شهر.

حار في تدبيرها فكري، وفي الشوق إلى طلتها ضيعت

عمري.

أنا لا أعرف إلا أنه في مطلع العام السعيد.

تقفز الأسعار لكن

يستقر الأجر كالطود الأشم.

يكسر الإعصار والريح وأمواج الغضب.

هكذا نرجح حيناً بعد حين للوراء.

نحن قوم لا نبالي إن رجعنا القهقري

أنا لا أعرف أن سعر البصل المسكين ذات سند.

فاق سعر الموز والتفاح، حاز الظفرا

حينها سيح لله جموع الفقراء.

قادر إن شاء يسمو بالوضيع ويذل الكبراء.

اسمحو لي سادتي...

إن أنا جاوزت قدرتي وتكلمت قليلاً في مجال الاقتصاد.

أنا لا أبتاع أو هاماً ولا أرقب أحلاماً ولا أقتات من رؤيا

السراب.

أنا لا أبتاع أدواني بمالي.

أنا لا أرغب أن أبتاع داء السكري.

لا ولا عجز الكلى، أو أي ضغط دموي.

أنا كالعصفور حر وقنوع.

لي فراخ في انتظاري.

لي أرض هي أولى بكفاحي واصطباري، وهي مأوى

بعد موتي لصغاري

أنا أؤثر أن أسعد في يومي هذا وكفى

وغداً يفعل ربي ما يشاء.

اعذروني سادتي...

قد تجاوزت حدودي، وتكلمت بما يغضب أهل الاقتصاد.

أنا لا أعرف إلا: "يا حبيباً زرت يوماً أيكه"

لا ولا أعرف إلا وصف أطلال لليلي وسعاد

فاعذروني... أنا لا أفقه شيئاً في مجال الاقتصاد.

أنا أجهل إنسان يعلم الاقتصاد.