

## 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 الإقتصاد 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 1997/12/12 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 لمواجهة 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 ومنتقلة 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 جُلها 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 تقتصر على 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 أولا 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 للخواص لامتلاك 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 للشاحات، 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.