

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 غير مباشر.

تظهر العلاقة المتناسكة والمباشرة بين النمو الاقتصادي للدولة في نمو سوق رأس المال الوطنية (أساساً سوق الأوراق المالية).

وتمتاز 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 ببلجيكا 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 وحيازتها 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 لقيدها 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 مخصوصة 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 السهلة 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 والقدر 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 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.³

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 التالية¹:

- 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.²

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:²

- 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:¹

- 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 العالية 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 تكون 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 العالية وللمدخرين الحماية اللازمة وتشجعهم أكثر من ذي قبل على استثمار أموالهم في المشروعات الهامة للاقتصاد الوطني.

ويذكر أن العديد من البورصات في أوروبا تخصص أياماً مفتوحة تتيح الفرصة للجمهور حتى يتعرف عليها عن كثب بكل ما يتعلق بأهميتها وكيفية 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.