

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur
et de la Recherche Scientifique
Centre Universitaire
Colonel Akli Mohand Oulhadj
Bouira



وزارة التعليم العالي و البحث
العلمي
المركز الجامعي
العقيد أكلي محمد أولحاج
البويرة

معهد العلوم الاقتصادية , التجارية وعلوم التسيير

القسم: العلوم الاقتصادية .

التخصص: نقود مالية وبنوك .

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس

تحت عنوان

الجهاز المصرفي ودوره في تفعيل البورصة

تحت إشراف الأستاذ :

بلحنيش عبد الرحمان

من إعداد الطلبة:

صحراوي ربيعة

بلقاسم يمينة

السنة الجامعية 2011/2012

دعاء

* يا ربه لا تدعنا نصابه بالغرور إذا نجحنا ولا نصابه باليأس إذا فشلنا بل
ذكرنا دائماً بأن التسامح هو أكبر مراتب القوة. وإن الانتقام هو أول
مظاهر الضعف.

* يا ربه إذا جردتنا من المال أترك لنا الأمل وإذا جردتنا من النجاح
أترك لنا العناد حتى نتغلب على الفشل.

وإذا جردتنا من نعمة الصحة أترك لنا نعمة الإيمان.

* يا ربه إذا أعطيتنا مالاً لا تأخذ به سعادتنا وإذا أعطيتنا قوة لا تأخذ
بعقلنا.

وإذا أعطيتنا نجاحاً لا تأخذ تواضعنا

وإذا أعطيتنا تواضعنا لا تأخذ المحترارنا بكرامتنا

* يا ربه إذا أسأنا إلى الناس أعطنا شجاعة الاعتذار

وإذا أساء الناس إلينا أعطنا شجاعة العفو والغفران

* يا ربه إذا نسينا فلا تنسانا

آمين يا ربه العالمين وبك نستعين ونتوكل.

شكر وعرفان

الحمد لله الذي تم بفضلہ إنجاز هذا العمل المتواضع.

ثم الشكر والعرفان لأستاذنا الفاضل بلحنيش عبد الرحمان الذي قبل أن يشرف على هذه المذكرة ولم يدخر جهدا في سبيل إخراج هذا العمل على أحسن وجه، ولم يبخل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع أستاذتنا الذين أشرفا على تدريسنا خلال الأربع سنوات وبالأخص الأساتذة: عبيدات، قرينات، مدات، حميدي، عوينان، أوكيل، دحماني، وغيرهم وإلى كل من ساهم بالكثير أو القليل من قريب أو من بعيد في إخراج هذا العمل المتواضع.

فشكراً للجميع والله الموفق.

إهداء

الحمد لله الذي وفقني وأعانني للوصول إلى هذه
المرحلة.

أهدي هذا العمل إلى أمي الحنونة حفظهما الله إلى
أبي في بلاد المغرب.

إلى أخي محمد الذي ساعدني في إنجاز هذا العمل.

وإلى أخواتي حورية و مليكة وزوجة أخي ميرة
وإلى إخوتي في فرنسا.

وإلى كل صديقاتي وبالأخص بالذكر يمينة، سهيلة،
فايزة، وهيبه.

وإلى كل طالب علم وباحث عن المعرفة.

ربيعة

إهداء

الحمد لله الذي أنار دربي، والصلاة والسلام على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

أهدي ثمرة جهدي وعملي هذا إلى من قال فيهما عز وجل "...أخض لهما جناح

الذئب من الرحمة وقتل ربي أرحمهما كما ربياني صغيراً"

أهدي ثمرة عملي إلى من وضعت الجنة تحت أقدامها إلى من منع العجب والعنان

إلى من أفنت عمرها من أجل راحتني "أمي الحبيبة"

وخلي من تعب من أجل تربيته ومنحني يد العون وخرس فيها حب العمل

والمثابرة "أبي الغالي"

إلى أختي ما في الحياة إخوتي وأخواتي: عبدون صلاح، أحمد، صباح، حبيبة، نعيمة،

خديجة، وإلى زوجة أخي أسماء وإلى بھبة البيت الكتكوته "ريتا" وأبناء أختي:

خلاء الدين، راما، زيد، إلى رفيقتي دربي وأعزهم على قلبي بدون إستثناء:

ربيعة، سهيلة، فضيلة، صونيا، عبلة، أمينة، فوزية، غنية، فايزة وإلى كل من لم

تسعم ذاكرتي.

إلى كل من ساعدني في إتمام هذا البحث ولو بكلمة وساهم في جهده في سبيل

نصننا وإرشادنا والأخذ بأيدينا إلى بر النجاح.

وفي الأخير أسأل الله أن يهدي الجميع إلى من فيه الخير ولما يحبه ويرضاه.

يمينة

خطة البحث:

مقدمة

الفصل الأول: مدخل إلى الجهاز المصرفي

المبحث الأول: عموميات حول البنوك.....01

المطلب الأول: نشأة وتعريف البنوك.....01

المطلب الثاني: مكونات ووظائف الجهاز المصرفي.....03

المطلب الثالث: أهداف البنوك وأهميتها.....09

المبحث الثاني: الجهاز المصرفي الجزائري.....11

المطلب الأول: تطور الجهاز المصرفي الجزائري.....11

المطلب الثاني: الجهاز المصرفي الجزائري في ظل الإصلاحات.....11

المطلب الثالث: الجهاز المصرفي الجزائري في الوقت الراهن.....13

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في البنوك.....18

المطلب الأول: الأوراق التجارية.....18

المطلب الثاني: الأوراق المالية.....22

المطلب الثالث: الأوراق الحكومية.....22

المطلب الرابع: تمييز الأوراق التجارية عما يشته به من أوراق مالية وأوراق نقدية..24

الفصل الثاني: مفاهيم أساسية حول البورصة

المبحث الأول: عموميات حول البورصة.....28

المطلب الأول: نشأة وتعريف البورصة.....28

المطلب الثاني: الإطار العام للبورصة وتنظيمها.....31

المطلب الثالث: فئات البورصة.....35

المطلب الرابع: أنواع البورصات وأهميتها الاقتصادية.....	38
المطلب الخامس: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.....	38
المبحث الثاني: آلية التعامل في البورصة.....	46
المطلب الأول: عمليات البورصة وأوامرها.....	46
المطلب الثاني: مؤشرات البورصة وعمليات المضاربة.....	49
المطلب الثالث: تسعيرة البورصة.....	51
المطلب الرابع: مؤسسات سوق الأوراق المالية (البورصة).....	52
المبحث الثالث: بورصة الجزائر.....	55
المطلب الأول: ظروف نشأة بورصة الجزائر.....	55
المطلب الثاني: شروط وأهمية قيام بورصة الجزائر.....	57
المطلب الثالث: شروط وإجراءات قبول الأوراق المالية للتداول في بورصة الجزائر.....	58
المطلب الرابع: التنظيم الهيكلي ومراقبة عمليات البورصة.....	61
الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية	
المبحث الأول: البنوك وأسواق الأوراق المالية.....	67
المطلب الأول: عمليات البنوك في الأوراق المالية.....	67
المطلب الثاني: الوساطة المالية وأسواق الأوراق المالية.....	70
المطلب الثالث: الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية.....	72
المطلب الرابع: تدخل المؤسسات المقرضة في السوق الأولي.....	74
المبحث الثاني: آليات تفعيل سوق الأوراق المالية (البورصة).....	76
المطلب الأول: شروط قيام بورصة فعالة.....	76
المطلب الثاني: العوامل التي يجب توفرها من أجل انتعاش البورصة.....	77

79.....	المطلب الثالث: كفاءة البورصة.
82.....	المطلب الرابع: الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة.
93.....	المطلب الخامس: تدخل المؤسسات المقرضة في السوق الثانوية.
95.....	المبحث الثالث: دور البنوك في تفعيل بورصة الجزائر.
95.....	المطلب الأول: العوامل المؤثرة في تفعيل بورصة الجزائر.
111.....	المطلب الثاني: إجراءات تنشيط بورصة الجزائر.
112.....	المطلب الثالث: تدخل البنك والبورصة في الصفقة في النظام الجزائري.
116.....	المطلب الرابع: أهم الإصدارات التي عرفتها بورصة الجزائر.
121.....	المطلب الخامس: واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة.
122.....	المطلب السادس: وضعية بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيل دورها.

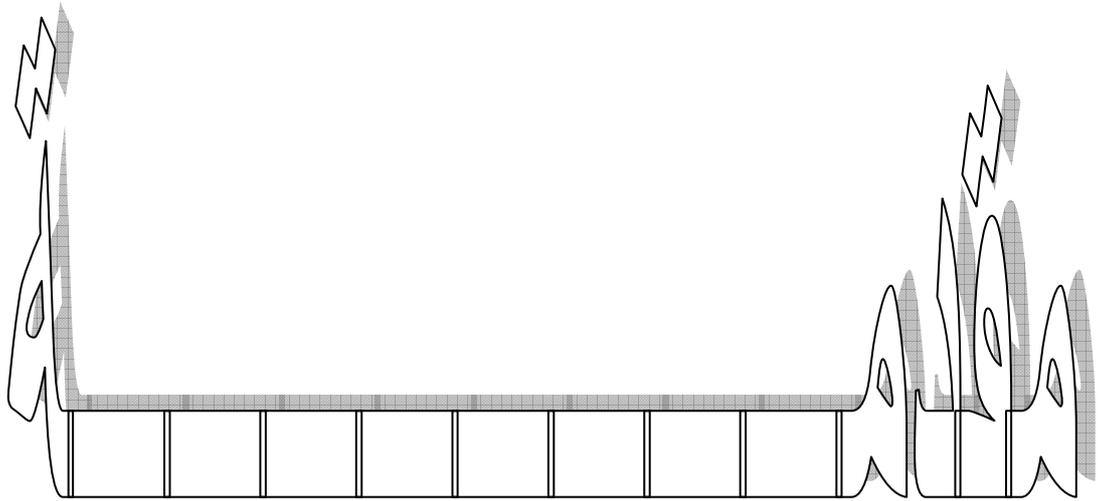
خاتمة

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
	الفصل الثاني	
42	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	(01-02)
	الفصل الثالث	
98	عمليات الخوصصة في الجزائر عن طريق البورصة	(02-03)
99	حصيلة المؤسسات والأصول المتنازل عليها في الجزائر خلال الفترة (جوان 2003-ديسمبر 2005)	(03-03)
100	مؤشرات تطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر خلال الفترة (2005-2006)	(04-03)
102	مؤشرات تطور الشركات الحاملة للأسهم والمسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2006)	(05-03)
103	تطور أسعار الأسهم للشركات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2000)	(06-03)
107	البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر	(07-03)

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
	الفصل الأول	
63	الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم	(01-02)
	الفصل الثالث	
83	مناخ الاستثمار وسياساته	(02-03)
109	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	(03-03)



مقدمة:

يحتل النظام البنكي منذ القدم أهمية بالغة في مختلف القطاعات الاقتصادية، وتزداد هذه الأهمية يوماً بعد يوم، وفقاً للتطورات الهامة التي طرأت على الاقتصاد إضافة إلى التحولات العميقة التي يشهدها المحيط المالي.

فالبنوك في مجملها تكون حلقة تتفاعل داخلها شتى مجالات النشاط الاقتصادي وكلما نما واتسع هذا النشاط زادت تبعاً لذلك حسابات البنوك وتعددت خدماتها، ويصبح من الأهمية بمكان الدور الذي تلعبه في النهوض بالمجتمع وتحقيق التنمية الاقتصادية.

تقوم البنوك بتقديم خدماتها لتسهيل هذه المعاملات، وفي ظل الاهتمام الذي يوليه الأفراد للبنوك ظهرت البورصة في مختلف دول العالم كوسيلة لتنفيذ وتمويل مختلف الاستثمارات الفردية وخطط التنمية القومية لما شهدته من تطور كبير وتنوع في الأدوات الاستثمارية التي تتناسب مع فئات مختلفة، وفي خضم نمو النشاطات ازدادت العلاقة التي تربط البنوك بالبورصة وحفزت هذه العلاقة الإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي من جانب المدخرات الكامنة وتعزيز استثمارات المتعاملين وتبني مختلف الصوابط والأساليب الحديثة.

وتبعاً لما سبق تبرز معالم المشكلة التي نعمل على معالجتها من خلال دراستنا لهذا الموضوع بطرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو الدور الذي تلعبه البنوك في تنشيط بورصة الأوراق المالية؟

ولتوضيح هذا التساؤل أكثر نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- 1) ما هي الأدوات المالية المتداولة في البنوك؟
- 2) مما يتكون الجهاز المصرفي الجزائري؟
- 3) ما هي آليات التعامل في البورصة؟
- 4) فيما تتمثل مؤسسات سوق الأوراق المالية (البورصة)؟
- 5) ما هو واقع البورصة في الجزائر؟
- 6) هل تقوم البنوك بدور المحفز للبورصة في الجزائر؟

الفرضيات:

ومن أجل معالجة إشكالية البحث نضع الفرضيات التالية:

1. تلعب البنوك دوراً هاماً في تنشيط سوق الأوراق المالية.
2. يعتبر الجهاز المصرفي الجزائري المحرك الأساسي والممول لعملية التنمية.
3. يتوقف نجاح الترابط بين البنك والبورصة بنجاح البورصة على المستوى الوطني.
4. وظيفة الوساطة المالية ليست مجرد الوساطة بين المدخرين والمستثمرين.

المنهج المتبع:

للإجابة على أسئلة البحث ودراسة الإشكالية المطروحة ومحاولة اختيار للفرضيات السابقة اتبعنا المنهج الوصفي الذي يناسب نوع الدراسة التي نقوم بها. إذ يساعدنا على عرض جميع المعلومات، والمنهج التحليلي الذي يسمح لنا بتفسير هذه المعلومات وتحليلها وهذا راجع إلى طبيعة الدراسة وموضوع البحث.

أسباب اختيار الموضوع:

- الرغبة الذاتية لمعرفة طريقة عمل البنوك وعلاقتها بالبورصة
- علاقة هذا الموضوع بفرع دراستنا كطلبة بفرع المالية
- الأهمية الكبرى التي تلعبها المؤسسات المالية بصفة عامة والبنوك بصفة خاصة في ظل التغيرات الراهنة.
- معرفة الدور الذي تقوم به البنوك للنهوض بالاقتصاد بالتعاون مع البورصة.

صعوبات الدراسة:

- صعوبة الحصول على الكتب اللازمة لقلتها في هذا الموضوع
- عدم توفر كتب تتعلق بالبورصة في الجزائر

تقسيم الدراسة:

بدأنا دراستنا بمقدمة عامة، وهي عبارة عن مدخل للموضوع، وقد قسمنا الموضوع إلى مطالب ثلاث فصول. كل فصل مقسم إلى مباحث وكل مبحث مقسم إلى مطالب وفروع.

تطرقنا في الفصل الأول إلى مدخل للجهاز المصرفي، من تعريف وأنواع من إلقاء نظرة على النظام البنكي الجزائري وإلى الأدوات المالية المتداولة في البنوك وفي الفصل الثاني تطرقنا إلى مفاهيم أساسية حول البورصة من مفهومها، آلية التعامل في البورصة وإلى بورصة الجزائر وبعدها تطرقنا إلى الفصل الثالث الذي يلم ويجمع كل من الفصل الأول والثاني ويتناول في دراسته دور البنوك في تنشيط سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى آليات تفعيل سوق الأوراق المالية (البورصة)، أما المبحث الأخير فقد تضمن دور البنوك في تفعيل بورصة الجزائر. وفي الأخير ختمنا بخاتمة عامة ملمة بجوانب الموضوع.

الفصل الأول:

مقدمة
الجزء الأول
المصر في

يعرف الجهاز المصرفي لأي بلد بأنه مجموعة المؤسسات و القوانين و الأنظمة التي تتألف منها وتعمل في ظلها المصارف.

يعتبر الجهاز المصرفي أساس الاقتصاد لأنه يعكس مدى تطور اقتصاديات البلدان لأنه يساهم بفعالية كبيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية من خلال إستعماله لتقنيات حديثة لعرض النقد و التحكم في عناصر الاقتصاد الكلي فهو يسيطر على حل الفروع الاقتصادية لذلك تتخذة الدولة أداة تخطيط مالي لتحقيق أهدافها.

ورثت الجزائر نظام اقتصادي منهار بسبب توقف نشاط البنوك وظهور الفقر و الأمية و البطالة...حيث عملت بعد الإستقلال على إقامة جهاز مصرفي يحقق التنمية من خلال الإصلاحات التي قامت بها بعد تأميم البنوك وتوفير مناخ يلائم أهداف السياسة العامة للدولة، حيث مرت بعدة مراحل أهمها إصلاح 1990 والذي بادر للنهوض بالقطاع المصرفي.

تلعب الأوراق التجارية دورًا مساعدًا للنقود، فكلما ازداد التعامل بهذه الأوراق كلما قل تداول النقود وقلت الحاجة إليها وبالتالي الاحتفاظ بكميات كبيرة منها، فالبنوك تستخدم في تعاملها الأدوات المالية من أوراق تجارية وأوراق مالية، وأوراق حكومية إلى غير ذلك مما ابتكره العمل المصرفي و استقرت له آثاره.

ومن هنا سنتطرق في هذا الفصل إلى كل من الجهاز المصرفي الجزائري و الأوراق التجارية المتداولة في البنوك في المبحث الثاني و الثالث على التوالي، ويكون المبحث الأول مخصص لتوضيح بعض المفاهيم الأساسية حول البنوك بصفة عامة ومكونات الجهاز المصرفي إضافة إلى أهداف البنوك وأهميتها.

تعد البنوك في أي بلد الركيزة الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد القومي، حيث تلعب دور ريادي في دفع وثيرة التنمية الاقتصادية و الاجتماعية عن طريق تعبئة المدخرات من الجمهور ووضعها تحت طلب مختلف المشروعات الداخلية و الأجنبية للدولة.

ومع التطورات التي يشهدها العصر الحديث في جميع القطاعات خاصة منها الاقتصادية وجب على البنوك رفع فعاليتها وكفاءتها الإدارية وذلك لتحقيق أهدافها وبرامجها وتوفير الوسائل اللازمة لمتطلبات هذا العصر، لذا سوف نرى في هذا المبحث نشأة البنوك وتعريفها إضافة إلى أنواعها و في الأخير أهداف البنوك وأهميتها في الحياة المعاصرة.

المطلب الأول: نشأة وتعريف البنوك

الفرع الأول: نشأة البنوك⁽¹⁾

ظهرت البنوك في الفترة الأخيرة من القرون الوسطى (القرن 13 و14) بعد ازدهار المدن الإيطالية لتمويل الحروب الصليبية التي كانت تستلزم نفقات طائلة لتجهيز الجيوش، في المقابل كانت ثروات المستعمرات الجديدة مستباحة للمستعمر بما يحقق العائد لممولي الحروب.

كان التاجر والصانع و الصيرفي يقبلون الودائع للمحافظة عليها مقابل شهادات اسمية، وعملوا على استثمار أموالهم الخاصة بإقراضها للغير نظير فوائد، ثم وصلوا مرحلة استثمار أموال الغير كما أنهم سمحوا لعملائهم بسحب مبالغ تتجاوز أرصدة وديانهم مما عرضهم إلى خطر الإفلاس. وفي أواخر القرن 16 نادى بعض المفكرين إلى إنشاء بيوت صيرفية حكومية تحفظ الودائع وتسهر على سلامتها.

وأقدم بنك حمل هذا الإسم في التاريخ هو بنك برشلونة في 1401، أما أقدم بنك حكومي هو (della paizzadipriatta) في البندقية - فينيسيا - عام 1587 وجاء بعده بنك أمستردام عام 1906. أما البنوك المركزية تأخر ظهورها حتى بعد الحرب العالمية الأولى السويد 1668، إنجلترا 1644، فرنسا 1800، حيث كانت بنوك تجارية وتوسع نشاطها في الإصدار النقدي وتحقيق الأهداف العامة.

الفرع الثاني: تعريف البنوك

كلمة "بنك" (Banque, Bank) أصلها هو الكلمة الإيطالية "بانكو" (banco) وتعني مصطبة (banc)، وكان يقصد بها في البدء المصطبة التي يجلس عليها الصرافون لتحويل العملة⁽²⁾.

(1) طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005، ص 55-27.

(2) شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989، ص 24.

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

وردت عدة تعاريف للبنوك منها الكلاسيكية ومنها الحديثة، ومن وجهة النظر الكلاسيكية يعرف البنك على أنه: "مكان التقاء عرض الأموال بالطلب عليها"⁽¹⁾.

كما تعرف المصارف على أنها: "تعمل كأوعية تتجمع فيها الأموال و المدخرات ليعاد إقراضها إلى من يستطيع ويرغب في الاستفادة و إفادة المجتمع منها عن طريق استثمارها"⁽²⁾.

أما من الزاوية الحديثة فيمكن النظر إلى البنك على أنه: "مجموعة من الوسطاء الماليين الذين يقومون بقبول ودائع تدفع عند الطلب أو لأجل محددة وتزاول عمليات التمويل الداخلي و الخارجي وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية وسياسة الدولة ودعم الاقتصاد القومي وتباشر عمليات تنمية الادخار و الاستثمار المالي في الداخل و الخارج بما في ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات وما يتطلب من عمليات مصرفية وتجارية ومالية وفقاً للأوضاع التي يقررها البنك المركزي"⁽³⁾.

وبصفة عامة يمكن تعريف البنوك من خلال نشاطها الأساسي الذي وجدت من أجله و المتمثل في جمع الادخارات من الجمهور وإقراضها للأفراد و المؤسسات إضافة إلى أعمال حديثة اقتضتها ضرورة مسايرة التكنولوجيا و التحولات العميقة في جميع المجالات.

المطلب الثاني: مكونات ووظائف الجهاز المصرفي

يتكون الجهاز المصرفي من ثلاثة أنواع من البنوك هي: البنوك المركزية، البنوك التجارية والبنوك المتخصصة، وكل واحدة من هذه البنوك تتميز بخصائص وسوف نتطرق إليها بالتفصيل في هذا المطلب.

الفرع الأول: المكونات التقليدية

أولاً : البنك المركزي: يعرف بأنه: "المصرف الذي لا يتعامل مع الجمهور (في معظم الأحيان) ولكنه يقتصر تعامله على الحكومة و المصارف الأخرى"⁽⁴⁾.

ويعرف كذلك على انه عموماً مؤسسة عامة تتولى الإشراف وإدارة شؤون النقد و الجهاز المصرفي في الدولة بما يتوافق مع أهداف المصلحة العامة ويأتي في قمة الجهاز المصرفي.

1- خصائص البنوك المركزية: تتميز البنوك المركزية بالخصائص التالية:

✓ تعود ملكية البنوك المركزية للدولة أي تتم إدارتها من قبل أفراد لهم صلة مباشرة بالهيئات الحكومية.

(1) . مروان محمد أبو عرابي، الخدمات المصرفية بين البنوك الإسلامية والتقليدية، دار تنسيق، عمان، 2006، ص20

(2) . زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص03.

(3) . محمد الصيرفي، إدارة المصارف، دار الوفاء لعنوا الطباعة والنشر، مصر، 2007، ص07.

(4) . زياد رمضان، محفوظ أحمد أبو جودة، مرجع سبق ذكره، ص 173

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

- ✓ هدفها ليس الربح المادي بل تحقيق الاستقرار الاقتصادي
- ✓ البنوك المركزية لا تتعامل مع الأفراد وذلك لعدم خلق منافسة بين البنوك المركزية و البنوك التجارية.
- ✓ البنوك المركزية وحيدة ماعدا بنوك الاحتياطي الأمريكي التي لها فروع، كما أنها تقدر على خلق وتدمير النقود القانونية دون غيرها من المؤسسات المالية و المصرفية الأخرى.

2- وظائف البنوك المركزية: باعتباره أعلى سلطة نقدية يقوم بوظائف هامة لأي اقتصاد وهي:

- ✓ البنك المركزي هو بنك الإصدار فهو ينظم إصدار العملة وتغطيتها بالموجودات الأجنبية.
- ✓ يمثل البنك المركزي بنك الحكومة، يحتفظ بودائع الدوائر الحكومية وينظم حساباتها ويسدد التزاماتها ويقدم لها الائتمان ضمن حدود معينة.
- ✓ العمل المصرفي كبنك للبنوك، وذلك عن طريق التعامل مع المصارف المختلفة بقبول ودائعها وإجراء المقاصة بين صكوكها وتقديم القروض لها⁽¹⁾.
- ✓ يراقب عمل المصارف ويتولى تطبيق السياسة النقدية للدولة، ومن وظائفه الحديثة يعمل على تنشيط التنمية الاقتصادية أي مؤسسة للتنمية.

ثانياً : البنوك التجارية: اقتصر نشاطها في البداية على تمويل المشاريع التجارية لذا سميت بالبنوك التجارية وهي وسيط مالي تتمثل مهمتها الأساسية في تلقي الودائع الجارية للعائلات والمؤسسات والسلطات العمومية ويتيح لها ذلك القدرة على إنشاء نوع خاص من النقود هي نقود الودائع⁽²⁾.

1- خصائص البنوك التجارية:⁽³⁾ تتميز البنوك التجارية بالخصائص التالية:

- ✓ أنها أكثر أنواع المصارف مخاطرة في معاملاتها مما يجعلها متحفظة في ممارسة فعاليتها وعليه فإنه تتحمل مسؤوليات جسمية في إدارة الأموال.
- ✓ تعتمد هذه البنوك على رؤوس أموال قليلة مقارنة بحجم الأموال التي تتعامل بها.
- ✓ تهدف هذه المصارف أساساً إلى تحقيق الرغبة في أنشطتها وفعاليتها المختلفة وتعزيز مركزها التنافسي في السوق المصرفي.
- ✓ تواجه متطلبات السيولة أكثر من غيرها من المصارف وذلك لأنها تتعامل بودائع وقروض قصيرة الأجل والحسابات الجارية.
- ✓ تتصف كذلك بتعامل عدد كبير من الجمهور ومنشأة الأعمال معها مقارنة بالمنشآت المالية الأخرى. ويعود السبب إلى قدم تعاملها بالصكوك والحسابات الجارية.

2- وظائف البنوك التجارية: هناك وظائف تقليدية وحديثة:

(1). فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2003، ص 27.

(2). طاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص12.

(3). فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، ص14.

• التقليدية:

- قبول الودائع على اختلاف أنواعها.
- تشغيل موارد البنك على شكل قروض واستثمارات متنوعة مع مراعاة مبدأ التوفيق بين سيولة أصول البنك وربحياتها وأمنها.

• الحديثة:⁽¹⁾

- خدمات استثمارية للعملاء فيما يتعلق بأعمالهم مشاريعهم التنموية لنيل ثقتهم بالمصرف وشراء وبيع الشيكات الأجنبية، إدارة ممتلكات العملاء خدمة بيع وشراء العملات.
- المساهمة في دعم المشاريع التنموية التي تخدم المجتمع بالدرجة الأولى منها المشاريع السكنية.
- تحصيل الأوراق التجارية للعملاء وشراء وبيع الأوراق المالية كذلك حفظها لحساب العملاء، وإصدار خطاب الضمان واستخدام الكمبيوتر.
- تحويل العملة للخارج وإصدار الشيكات السياحية وفتح الإعتمادات المستندية.
- تأجير الخزائن الحديثة للعملاء، خدمات بطاقة الائتمان وتقديم خدمات "تسديد الفواتير" كوكيل مالي.

ثالثاً: البنوك المتخصصة: وتمثل تلك المنشأة التي تختص بتمويل قطاع اقتصادي معين أو أكثر لأجل متوسطة أو طويلة على شكل قروض واستثمارات⁽²⁾.

1- خصائص البنوك المتخصصة:

- تعتمد على رؤوس أموالها وما تصدره من سندات تستحق الدفع بعد آجال طويلة
- تحصل على قروض طويلة الأجل من البنك المركزي و البنوك التجارية.
- تساعد الدولة وتمنحها قروض بأسعار فائدة خاصة لأنها تهدف إلى تنمية القطاعات الإنتاجية المختلفة.
- تحتكر القطاع الذي تموله وتتعرض إلى المخاطر أكثر من غيرها من البنوك لطول آجال مخاطرها.
- لا يقتصر نشاط هذه البنوك على عمليات الإقراض فقط بل تقوم بالاستثمار المباشر إما عن طريق إنشاء مشروعات جديدة أو مساهمة في رؤوس أموال المشروعات القائمة وتقديم الخبرات الفنية والمشورة في مجال تخصص البنك⁽³⁾.

2- أنواع البنوك المتخصصة: هناك عدة بنوك:

- **البنوك الزراعية:** تقدم قروض وتسهيلات إلى القطاع الزراعي حيث تهدف إلى دعم الأنشطة الزراعية للمزارعين والفلاحين وذلك لتحقيق التنمية في هذا القطاع.
- **البنوك الصناعية:** هي مؤسسات مالية تقدم الائتمان الصناعي لإنشاء مشروعات جديدة أو إعادة بناء المشروعات القائمة سابقا تتميز قروضها أنها متوسطة وطويلة

(1) مروان أبو عرابي، مرجع سبق ذكره، ص22-23.

(2) فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، ص14.

(3) عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الغدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، الجزائر، 2004، ص32.

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

الأجل وذلك للمساهمة في تطوير المشاريع الصناعية و الحرفية والصناعات اليدوية...إلخ

• **البنوك العقارية:** تهتم هذه البنوك بتمويل أعمال البناء والتشييد وتدعيم الهياكل والبنوي و العقارات تقدم قروض طويلة الأجل عادة تتجاوز 10 سنوات كما تهدف إلى توفير السكنات للأفراد وتشجيع الحركة العقارية.

• **بنوك التجارة الخارجية:** تختص في تمويل التجارة الخارجية والمعاملات تهدف إلى مساعدة التجارة الخارجية والنهوض بها وتميبتها عن طرق ما تقدمه من تسهيلات مصرفية وعن طريق مختلف الصور الائتمانية التي تمنحها بما في ذلك قروض الاستثمار طويلة الأجل وتمنح كذلك تسهيلات ائتمانية مختلفة الأجل للمنشآت الصناعية كي تستعين بها في النهوض بالإنتاج المخصص للتصدير بالإضافة إلى أنها تختص بفتح الإعتمادات اللازمة لعمليات المقايضة والتبادل الثنائي مع الدول الأجنبية وعملية إعادة التصدير⁽¹⁾.

رابعاً: البنوك الإسلامية: هذه البنوك تستمد فكرتها من الشريعة الإسلامية فهي تقوم على أساس نبد التعامل بالفائدة بين البنك وعملائه بذلك يتم التعامل وفقاً لما أنزله الله تعالى لقوله "يمحق الله الربا ويربي الصدقات و الله لا يحب كل كفار أثيم"⁽²⁾.

تتميز البنوك الإسلامية خلافاً للبنوك الأخرى بالصفة العقائدية، التنموية، الاستثمارية، الإيجابية الاجتماعية.

أما الوظائف التي تقوم بها هذه البنوك تتمثل في⁽³⁾:

1_ استبعاد التعامل بالربا: يقوم على المشاركة في الربح والخسارة وجعل رأس المال شريكا في العمل في تحمل نتائج العمليات الإنتاجية.

2_ توجيه الجهد والاستثمارات التي تخدم أهداف التنمية الاقتصادية: أي يمول المشروعات على أساس المشاركة كمصدر لتحقيق العائد مؤكداً في البنوك الأخرى وكذلك يستبعد البنك الإسلامي تمويل المشاريع المتعلقة بالمحرمات.

3_ ربط التنمية الاقتصادية بالاجتماعية: يقوم البنك الإسلامي بجمع أموال الزكاة في صندوق ويتم صرفه حسب أحكام الشريعة الإسلامية. كما أنه يقدم قروض حسنة بدون عائد وتتمثل أنواع البنوك الإسلامية في⁽⁴⁾:

• **تجارية:** يغلب على أنشطتها العمليات القصيرة الأجل مثل بيع المرابحة.

(1) بن كحلة الحسن، نظام مراقبة التسيير في البنوك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، 2009-2010، ص12

(2) سورة البقرة، الآية 276، القرآن الكريم.

(3) مروان محمد أبوا عرابي، مرجع سبق ذكره، ص62.

(4) عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، مرجع سبق ذكره، ص56.

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

- **إستثمارية:** تهتم أكثر من غيرها إما بتمويل الاستثمارات طويلة ومتوسطة الأجل أو بالمساهمة في القيام بالاستثمار مباشرة.
- **اجتماعية:** تمول بعض الاحتياجات الاستهلاكية والاجتماعية التي تساهم في تحقيق التكافل.
- **إنمائية:** تهتم بمجالات التنمية فضلاً عن مشروعها الخدمات الإنتاجية
- **دولية:** تساهم فيها الحكومات وتتولى المساهمة في تنمية الدول الأعضاء بتقديم جانب من التمويل اللازم للمشروعات المطلوبة.

خامساً: بنوك الاستثمار والأعمال: هي التي تقوم بعمليات تتصل بتجميع وتنمية المدخرات لخدمة الاستثمار وفقاً لخطط التنمية الاقتصادية وسياسة دعم الاقتصاد الوطني ويجوز لها أن تنشئ في هذا المجال شركات الاستثمار أو شركات أخرى تزاوّل أوجه النشاط الاقتصادي المختلفة كما يمكن لها أن تقوم بتمويل التجارة الخارجية.

1- وظائفها: تقوم بثلاث وظائف هي⁽¹⁾:

- **الوظيفة التنموية:** وتتضمن التعرف على فرص الاستثمار وتقييم المشاريع، واختيارها وانقائها للتمويل وتأسيس المشاريع الجديدة وتهيئة المناخ الاستثماري الملائم.
- **الوظيفة التمويلية:** تتلقى بنوك الأعمال جانب هام من مواردها المالية عن طرق قبولها لودائع اتفاقيات القروض التي يمنحها البنك لتمويل إنشاء المشاريع المختلفة.
- **الوظيفة الرقابية:** وتتضمن متابعة تنفيذ المشروعات التي يشارك البنك في تأسيسها ومتابعة تنفيذ اتفاقيات القروض التي يمنحها البنك لتمويل إنشاء المشاريع المختلفة.

سادساً: بنوك التوفير (الإدخار): هي منشأة مالية تتولى تجميع الإدخارات الفردية من الأفراد والمنشأة الخاصة والحكومية على شكل ودائع (غير قابلة للسحب الفوري) ثم إقراضها لأجل مختلفة أو استثمارها.

الفرع الثاني: المكونات الحديثة

أولاً: البنوك الشاملة: المصرف الشامل هو: "المصرف الذي تزول فيه القيود بين البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية بحيث يمكن له مزاوله نشاطه المصرفي والمالي كلياً"⁽²⁾. ظهر مع بداية الثمانينات ويدير أمواله بشكل شامل عن طريق تنويع الخدمات، وانتشرت في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال الشركة القابضة. يمكن وصف المصرف الشامل بأنه غير مقيد بأنشطة محددة أي يقدم أنواع مختلفة من الخدمات.

1- خصائص البنوك الشاملة: تتميز البنوك الشاملة بما يلي⁽³⁾:

- تقوم على أساس الحجم الكبير لمؤسسات البنوك والذي يعتمد على مبدأ التنويع.

(1) محمد سعيد سلطان، إدارة البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص46.

(2) فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص21.

(3) عبد الله الطاهر، موفق على الخليل النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص251.

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

- قوة مركزها المالي بسبب إمكانية حصولها على إيرادات متنوعة المصادر ومن فئات مختلفة.
- قدرتها على تجنب مخاطر الائتمان تجعلها تتجنب الخسائر وعدم سداد القروض وذلك عن طريق مبدأ التنويع القطاعي والجغرافي والمهني، سواء حصولها على الإيرادات أو توظيفها.
- تتصف هذه البنوك باعتمادها على مبدأ التكامل في تقديم الخدمات التي تقدمها للعملاء ومسايرة للتطورات، وإستخدامها الأوراق المالية الجديدة مثل الخيارات، المستقبلات.. إلخ

2- وظائف البنوك الشاملة: تتمثل فيما يلي:

- استقطاب الموارد من جميع الموردين وبشتى الأنواع.
- يقدم كافة أنواع الائتمان ولكل القطاعات الاقتصادية مع التوسع في تنويع الخدمات المصرفية لتشمل أنشطة بنوك الاستثمار و الأعمال.
- تمويل المشاريع والنجارة الدولية وإدارة العقارات لحساب العملاء، كذلك بعض الخدمات الحديثة.

ثانياً: البنوك الإلكترونية: تعرف على أنها: "موقع مالي تجاري إداري استثماري شامل، له وجود مستقل على الخط وفي حالة عجز البنك نفسه عن أداء خدمة ما فإنه يتم اللجوء إلى المواقع المرتبطة التي يتم في العدة التعاقد معها للقيام بخدمات من خلال نفس موقع البنك"⁽¹⁾.

كما يعرف على أنه: "وسيلة إلكترونية لنقل المنتجات والخدمات البنكية التقليدية والحديثة مباشرة إلى العملاء عبر الانترنت. وهي بذلك تمكنهم من الوصول لحساباتهم وإجراء العمليات والحصول على المعلومات"⁽²⁾.

1- خصائص البنوك الإلكترونية: تمتاز البنوك الإلكترونية بما يلي:

- إخفاء الوثائق الورقية للمعاملات.
- فتح المجال أمام البنوك الصغيرة لتوسيع نشاطها باستخدام شبكة الانترنت دون الحاجة إلى فتح فروع.
- القدرة على إدارة العمليات المصرفية للبنوك بكفاءة عالية أي يستطيع البنك اختيار أفضل الأماكن في العالم.
- عدم إمكانية تحديد الهوية لكل طرفا التعاملات الإلكترونية.
- سرعة تغير القواعد لمواكبة التطور السريع في المعاملات الإلكترونية.
- تقدم خدماتها في كل الأوقات وبذلك تحقيق رضا العملاء وتحقيق السلامة والأمن.

2- وظائف البنوك الإلكترونية: تتمثل وظائفها فيما يلي:

- يمكن للعميل الإطلاع على حسابه وإجراء تحويل والاستفادة من الخدمات البنكية، كذلك اختصار الوقت والجهد والمال بالنسبة للعميل.

(1) مروان محمد أبو عرابي، مرجع سبق ذكره، ص93.

(2) محمود محمد أبو فروة، الخدمات البنكية الإلكترونية عبر الانترنت، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص25.

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

- جعل البنوك تتخلى عن النظام الورقي الذي يسبب ارتفاع التكاليف وتقليل الأرباح كما أنه عند إنشاء موقع من طرف البنك يساعده في تخفيض عدد فروعها.
- وقد قامت البنوك الإلكترونية بتقديم خدمات كبرى للشركات التي تباع منتجاتها عبر شبكة الانترنت فيما يعرف بالتجارة الإلكترونية، إذ أصبح تحصيل ثمن مبيعاتها من العملاء الذين يقومون بالشراء وذلك لاستخدام وسائل الدفع الحديثة أو ما يسمى بالنقود الإلكترونية وهو ما أدى إلى تزايد حركات البيع والشراء عبر الشبكة، وعليه نجد أن تلك البنوك الإلكترونية قد قامت بدور كبير سواء في توفير الخدمات البنكية بسهولة ويسر للعملاء عبر الشبكة الانترنت وكذلك في انتشار عمليات البيع والشراء أيضاً على شبكة الانترنت⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أهداف البنوك وأهميتها

الفرع الأول: أهداف البنوك

يهدف النشاط المالي للبنك إلى تعظيم ثروة ملاك المشروع أو بمعنى آخر تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية بما يؤدي إلى تعظيم ثروة أصحاب حق الملكية وتعظيم الثروة هذا يأتي عن طريق تعظيم الإيرادات أو تخفيض المصروفات أو كلاهما معا⁽²⁾.

بذلك فإن البنوك تهدف إلى استمرار تحقيق الأرباح كذلك تعظيم معدل العائد على الاستثمار إضافة إلى تحسين خدماتها ومحاولة تطويرها لمواجهة طلبات عملائها ومحاولة الحفاظ عليها بل وكسب عملاء جدد.

كذلك هناك أهداف أخرى تتعلق بتقليل التكاليف والوقت والمحافظة على نسب معينة من السيولة.

وبهذا فإن البنوك عموماً تطمح إلى الموافقة بين السيولة والربحية والأمان إضافة إلى النمو والاستمرار، والأهداف الثلاثة الأولى تكون متعارضة فيما بينها إذ أنه على البنك تحقيق أقصى ربح ممكن واجتناب التعرض إلى النقص في السيولة وتحقيق أكبر قدر من الأمان للمودعين.

كما تسعى البنوك إلى تحقيق جملة من الأهداف الاجتماعية كتوفير مناصب شغل للأفراد وتقديم لمن هم بحاجة إليها كذلك إلى استمرار النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية.

(1) منير الجنيهي، البنوك الإلكترونية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 13.

(2) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

نظرًا لأهمية البنوك في العصر الحديث بأدائها أرصدة ضخمة من الودائع الصغيرة على مستوى الوفورات المحققة من الحجم الكبير وذلك كما يلي⁽¹⁾:

- بدون هذه الوساطة يتعين على صاحب المال أن يجد الاستثمار المطلوب والعكس بالشروط والمدة الملائمة للثنتين.
- تكون المخاطرة أكبر بدون وجود البنوك لاقتصار المشاركة على مشروع واحد.
- توزع المخاطر نظرًا لتنوع استثماراتها مما يجعل من الممكن الدخول في مشاريع ذات مخاطر عالية.
- يمكن للبنوك الدخول في مشاريع طويلة الأجل لكبر حجم الأرصدة.
- وساطة البنوك تزيد سيولة الاقتصاد بتقديم أصول قريبة من النقود مما يقلل الطلب على النقود.
- تستوعب جميع الرغبات وتستجيب لها لأنها تقدم أصول مالية متنوعة المخاطر والعوائد وشروط مختلفة للمستثمرين.
- تشجيع الأسواق الأولية التي تستثمر وتصدر الأصول المالية التي يحجم عنها الأفراد خوفًا من المخاطرة.

⁽¹⁾ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.

إن نجاح النظام الاقتصادي الجزائري مرهون بمدى فعالية الجهاز المصرفي للدولة ومدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية وتقديمه لخدمات مصرفية متعددة، وقد عملت الحكومة الجزائرية على إرساء قواعد نظام جديد يعرف باقتصاد السوق، وبدأت بالدخول فيه، وهذا ما يتطلب إقامة إصلاحات مالية واقتصادية وسنتناول أهم مراحل التحول في القطاع المصرفي الجزائري.

المطلب الأول: تطور الجهاز المصرفي الجزائري

إنبتق الجهاز المصرفي و المالي الجزائري الحالي عن الهياكل التي أقيمت مباشرة بعد الاستقلال هذه الأخيرة موروثه عن الجهاز المصرفي و المالي الفرنسي. فالأوضاع التي كانت تسود الجزائر في تلك الفترة (جويلية 1962) لم تكن تسمح بإنشاء مؤسسات مصرفية ومالية مستقلة في نظام سيرها على تلك التي كانت موجودة أثناء الاستعمار، لقد اضطرت السلطات الجزائرية آنذاك إلى الاعتماد على الهياكل التي تركتها الأجانب رغم مناقضتها مع توجهات الاقتصاد الجزائري الجديد لاشتقاق هيكل جهاز التمويل وإنشاء البنوك الوطنية.

ما عدا إنشاء بنك الفلاحة والتنمية الريفية سنة 1982 والذي انبتق عن البنك الوطني الجزائري فإن مخطط الجهاز المصرفي والمالي حتى نهاية عشرية الثمانينات يرجع إلى عام 1967 أي مع إنشاء البنوك التجارية الجزائرية المنبثقة عن التأميمات التي مست البنوك الأجنبية (خاصة منها الفرنسية) وهي البنك الوطني الجزائري سنة 1966. استلزم برنامج الإصلاحات الاقتصادية وضع هندسة جديدة للجهاز المصرفي والمالي تتماشى ومبادئ الاقتصاد الحر. ونص قانون 10/90 الصادر بتاريخ 14 أفريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض المعدل والمتمم بالأمر رقم 01/01 المؤرخ في 11 فيفري 2001⁽¹⁾.

وكذا القوانين الأخرى سارت في نفس الاتجاه على ضرورة تعديل هذا الجهاز وإعادة النظر في نظام المؤسسات بهدف إقامة قطاع مصرفي ومالي متنوع ومتطور يقوم على أساس علاقات جديدة مع مختلف القطاعات الاقتصادية التي تعيش مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق، في هذا الإطار تم إنشاء العديد من البنوك الخاصة والمختلفة.

المطلب الثاني: الجهاز المصرفي في ظل الإصلاحات

لقد شهد القطاع المصرفي في الجزائر تطوراً كبيراً نتيجة الجهود التي بذاتها الدولة في إطار الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى السوق وخاصة بعد صدور قانون النقد والقرض ومع ذلك فإن هذا القطاع يواجه عدداً من التحديات أملتتها التغيرات المتسارعة في البيئة الاقتصادية الدولية وسنحاول الوقوف على أهم الإصلاحات التي عرفها الجهاز المصرفي الجزائري من خلال النقاط التالية:

(1) فريجة رشيدة، التمويل الداخلي للاستثمارات العمومية المنتجة في الجزائر، 62-94، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، الجزائر، 1997، ص 96-97.

بموجب القانون رقم 12/86 الصادر في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقروض تم إدخال إصلاح جذري على الوظيفة البنكية، وقد كان روح هذا القانون يسير في اتجاه إرساء المبادئ العامة والقواعد الكلاسيكية للنشاط البنكي، وهو من الناحية العملية ليوحد الإطار القانوني الذي يسير النشاط الخاص لكل المؤسسات المالية مهما كانت طبيعتها القانونية⁽¹⁾.

وفي هذا الإطار يمكن أن نستنتج العناصر الرئيسية التي جاء بها القانون ونعرضها فيما يلي⁽²⁾:

- استعادة البنك المركزي صلاحياته فيما يخص تطبيق السياسة النقدية، وتسيير أدواتها النوعية والكمية.
- تحديد سقف إعادة الخصم المفتوحة لمؤسسات القرض.
- توصية البنوك بأخذ التدابير اللازمة لمتابعة القروض الممنوحة، واتخاذ جميع التدابير الضرورية للتقليل من خطر استيراد القرض.

الفرع الثاني: قانون استقلالية المؤسسات

صدر قانون استقلالية المؤسسات بتاريخ 12 جنفي 1988 وجاء هذا القانون مكملاً ومعدلاً لقانون نظام البنوك وشروط الإقراض بالذات لإعطاء الاستقلالية للبنوك في إطار التنظيم الجديد للاقتصاد والمؤسسات.

وتكمن العناصر الأساسية التي جاء بها قانون استقلالية المؤسسات فيما يلي⁽³⁾:

- بموجب هذا القانون يعتبر البنك شخصية معنوية تجارية تخضع لمبدأ استقلالية المالية والتوازن المحاسبي، ويجب أن يأخذ أثناء نشاطه بمبدأ الربحية والمردودية.
- يمكن للمؤسسات المالية غير البنكية أن تقوم بعمليات التوظيف المالي كالحصول على أسهم وسندات صادرة عن مؤسسات تنشط داخل أو خارج التراب الوطني.
- يمكن لمؤسسات الإقراض اللجوء إلى الجمهور من أجل الإقراض على المدى الطويل كما يمكنها الحصول على قروض خارجية.
- يتم دعم البنك المركزي في تسيير السياسة النقدية.

(1) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 194.

(2) محمود حميدات، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 138.

(3) الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 195-196.

يعتبر القانون رقم 10/90 الصادر في 14 أبريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض نصاً تشريعياً يعكس بحق اعتراف بأهمية المكانة التي يجب أن يكون عليها النظام البنكي، أخذ هذا القانون بأهم الأفكار التي جاء بها قانون 1986 و1988، فقد حمل أفكار جديدة فيما يتعلق بتنظيم النظام في المستقبل، وللأهمية التي يقوم بها.

نحاول أن نتعرض إليها فيما يلي⁽¹⁾:

- استعادة البنك المركزي لدوره في قمة النظام المسؤول الأول عن تسيير السياسة النقدية
- احتلال السياسة النقدية لمكانتها كوسيلة من وسائل الضبط الاقتصادي.
- خلق وضع لمنح القروض يقوم على شروط غير تمييزية
- تقليص ديون الخزينة تجاه البنك المركزي والقيام بتسديد الديون السابقة المتراكمة عليها.
- استقلالية البنك المركزي عند الدور التعاطمي للخزينة
- إبعاد الخزينة عن منح القروض، وأصبح دورها يقتصر على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية المخططة من طرف الدولة.
- استعادة البنك والمؤسسات المالية لوظائفها التقليدية
- أصبح توزيع القروض لا يخضع إلى قواعد إدارية، وإنما يركز أساساً على مفهوم الجدوى الاقتصادية للمشروع.
- سمح قانون النقد والقرض 10/90 بظهور مؤسسات نقدية جديدة نذكر منها:
 - ✓ بنك البركة الذي تأسس في ديسمبر 1990، وهو مؤسسة مختلطة سعودية
 - ✓ البنك الاتحادي وهو عبارة عن بنك خاص تم تأسيسه في 07 مارس 1995 بمساهمة رؤوس أموال خاصة وأجنبية.
 - ✓ بالإضافة إلى هذه البنوك فقد رخص مجلس النقد والقرض بتأسيس بنوك أخرى ذات رؤوس أموال وطنية على سبيل المثال: بنك الخليفة، بنك المناء، الشركة البنكية العربية، سيتي بنك.

المطلب الثالث: الجهاز المصرفي الجزائري في الوقت الراهن

عملية إصلاح النظام البنكي الجزائري الحالي عملية متجددة غير منتهية، وطالما أن المجال المصرفي على المستوى العالمي يتطور باستمرار فلا بد من مواكبة التطور بعملية إصلاح متماشية مع التغيرات الجديدة وقد شملت هذه الإصلاحات ما يلي:

(1) الطاهر لطرش: مرجع سبق ذكره، ص 197.

شمل هذا الإصلاح مجمل الجهاز البنكي وعلى رأسه البنك المركزي كونه المسؤول الأول عن وضع السياسة النقدية، فوجود بنك مركزي قوي من أهم دعائم الإصلاح البنكي. وخاصة فيما يتعلق بالرقابة على البنوك خصوصاً بعد فضائح البنوك الخاصة والتي أثرت بشكل كبير على مصداقية الجهاز البنكي الوطني، وهو الأمر الذي دفع بالسلطات الجزائرية إلى رفع درجة تدخلها في التنظيم البنكي من خلال القوانين الصادرة سنة 2003 و2004 التي لا تترك حرية كبيرة للبنوك للتصرف والعمل دون الرجوع للبنك المركزي.

تشمل هذه القوانين ما يلي⁽¹⁾:

_ الأمر رقم 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 والذي يؤكد على سلطة البنك المركزي النقدية وقوة تدخل الدولة في المنظومة المصرفية، حيث أنه أضاف شخصان في مجلس النقد والقرض من أجل تدعيم الرقابة معينان من طرف رئيس الجمهورية تابعين لوزارة المالية وهذا الأمر الذي يعطي للتدخل الحكومي أكثر جدية.

_ الأمر رقم 01-04 الصادر في 04 مارس 2004 الخاص بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية التي تنشط داخل الجزائر، فالقانون 10/90 ينص أن الحد الأدنى لرأسمال البنوك 500 مليون و10 مليون دج للمؤسسات المالية، بينما الحد الأدنى لرأسمال البنك في سنة 2004 لا يخضع لهذه الشروط سوف ينزع منها الاعتماد وهذا يؤكد على تحكم السلطات النقدية في الجهاز البنكي.

_ القانون رقم 02-04 الصادر في 04 مارس 2004 الذي يحدد شروط تكوين الاحتياطي الإجباري لدى دفاتر بنك الجزائر، بحيث يصل معدل الاحتياطي الإجباري إلى 15 كحد أقصى.

_ القانون رقم 03-04 الصادر في 04 مارس 2004 يخص نظام ضمان الودائع المصرفية ويهدف هذا الضمان إلى تعويض المودعين في حالة إمكانية الحصول على ودائعهم من بنوكهم. يودع الضمان لدى بنك الجزائر حيث يقوم بتسييره شركة مساهمة تسمى "شركة ضمان الودائع البنكية"، تساهم فيه بحصص متساوية وتقوم البنوك بإيداع علاوة نسبية لصندوق ضمان الودائع البنكية تقدر بـ1% من المبلغ الإجمالي للودائع المسجلة في 31 ديسمبر من كل سنة.

(1) خباياة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص 194.

نظراً للدور الذي تلعبه البنوك كوسيط لتمويل الاقتصاد بحيث يجب إرساء منظومة مصرفية فعالة تسعى إلى تحسين جودة خدماتها ورفع أدائها.

ومن أجل ذلك كان من المهم التركيز على العناصر التالية⁽¹⁾:

- تنويع الخدمات والمنتجات المالية للزبائن التي تلبي احتياجاتهم وتطوير وسائل الاتصال قصد السماح بأحسن تلقي ومعالجة وتداول للمعلومات والمعطيات بأكثر سرعة وضمان.
- إعادة هيكلة القطاع البنكي عن طرق تشجيع الاندماج بين البنوك وخاصة الصغيرة منها لإنشاء وحدات بنكية كبيرة يمكنها تقديم خدمات مصرفية متنوعة ومتكاملة.
- زيادة التنافس بين البنوك وذلك عن طريق فتح المجال لبنوك جديدة خاصة وأن الساحة المصرفية لا تزال بحاجة إلى المزيد من البنوك بالنظر إلى ضعف تغطية البنوك بالإضافة إلى وضع القوانين والتشريعات الكفيلة للقضاء على الاحتكار وتنظيم النشاط البنكي على أساس تنافسي.

الفرع الثالث: البنوك والمؤسسات المالية الموجودة حالياً

بعد انفتاح القطاع المصرفي تجاه القطاع الخاص الأجنبي والجزائري بفضل قانون 10/90 أصبح الجهاز المصرفي يتكون من يتكون من 26 بنك ومؤسسة مالية خاصة وعمومية ومختلطة بالإضافة إلى بنك الجزائر والخزينة العمومية والمصالح المالية للبريد والمواصلات وهذا في عام 2001.

أما حالياً توجد البنوك والمؤسسات المالية التالية⁽²⁾:

أولاً: البنوك التجارية: يوجد 21 بنك تجاري وهي:

✓	البنك الخارجي الجزائري BEA
✓	البنك الوطني الجزائري BNA
✓	بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR
✓	بنك التنمية المحلية BDL
✓	القرض الشعبي الجزائري CPA
✓	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط VNEP
✓	الصندوق الوطني للتبادل الفلاحي CNMA
✓	بنك البركة الجزائري

⁽¹⁾ بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 96-97.

⁽²⁾ بنك الجزائر. Http : Bank-of-Algeria .dz

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

ABC Corporation	البنك العربي	✓
	بنك ناتكسي	✓
	المؤسسة العامة للجزائر	✓
	سي تي بنك	✓
	البنك العربي PLC - الجزائر	✓
	BNP Paribas	✓
	بنك تروست الجزائري	✓
	بنك الخليج الجزائري (قولف)	✓
	هاوسين بنك للتجارة والتمويل	✓
	فرنسا بنك الجزائر	✓
	كاليون الجزائر Spa	✓
	بنك السلام الجزائري	✓
	Succursale H.S.B.C	✓

ثانياً: المؤسسات المالية: هناك نوعين من المؤسسات المالية وهما:

- 1- مؤسسات مالية ذات مهمة عامة:
 - ✓ بنك سوفيناس
 - ✓ شركة إعادة التمويل الرهني SRH
 - ✓ القرض الاجاري العربي للتعاون.
 - ✓ ليزينغ المغرب للإيجارات
- 2- مؤسسات مالية ذات مهمة خاصة:
 - ✓ البنك الجزائري للتنمية BAD
- 3- الفروع الأجنبية:
 - ✓ البنك البريطاني العربي التجاري
 - ✓ اتحاد البنوك العربية والفرنسية
 - ✓ القرض الزراعي أندوسيوز
 - ✓ القرض الصناعي والتجاري
 - ✓ البنك الخارجي
 - ✓ بنك فورتيس و بنك سابادال

إن نجاح عملية الإصلاح لن تأتي إلا بمساهمة فعالة بين السوق المالي والبنوك وقصد تنشيط السوق المالي وتفعيله صدر القانون رقم 03-04 الصادر في فيفري 2003 المتعلق بتوسيع مهام الوسطاء في البورصة وتأكيد دور لجنة مراقبة عمليات البورصة بصفتها سلطة تنظيم السوق المالي، كما سمح إنشاء شركة إعادة التمويل الرهنية وشركة ضمان القرض الإجاري من تعديل عام للشبكة المالية الوطنية، هذا الإجراء منح أكثر سلامة وسيولة للسوق الثانوي، إن مواكبة إصلاح النظام البنكي بتنشيط عمل السوق المالي يسمح باستغلال أمثل للموارد المالية وتلبية احتياجات الأعوان الاقتصاديين بأكثر كفاءة . لقد أصبح النظام البنكي الحالي ملزم على مسايرة التطور الحاصل على المستوى العالمي بالقيام بالإصلاحات اللازمة للارتقاء بمستوى الأداء إلى مصاف الأنظمة المصرفية العالمية لأن المنافسة القوية التي تفرضها البنوك الأجنبية ستؤدي إلى إقصائه من دائرة النشاط البنكي⁽¹⁾.

(1) خالدي سمية، البنك وعلاقته بالبورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي، البويرة، 2009-2010، ص16.

ومن أهم هذه الأدوات نجد الأوراق التجارية والأوراق المالية التي تعتبر بمثابة أدوات للائتمان قصير الأجل. بينما الأوراق المالية هي أدوات للائتمان طويل الأجل ومن الجدير بالذكر أن الأوراق الحكومية تعد من بين أدوات الائتمان، وسنتناول هذه الأدوات بقدر من الإيجاز.

المطلب الأول: الأوراق التجارية

الفرع الأول: تعريف الأوراق التجارية

الأوراق التجارية عبارة عن صكوك تتضمن التزاماً بدفع مبلغ من النقود يستحق الوفاء بعد وقت قصير، وتقبل التداول بطريق التطهير أو المناولة ويقبلها المصرف التجاري كأداة تسوية الديون والمراد بالأوراق التجارية هنا الكمبيالة والسند الإذني، أما الشيك فيستحق الدفع لدى الإطلاع بواسطة المصرف المسحوب عليه⁽¹⁾.

وقد عرفت الأوراق التجارية بعدة تعاريف نذكر منها: "أنها أوراق محددة، مستوفية لبيانات معينة، وفقاً لأوضاع، يحددها قانون كل دولة، وتتضمن التزاماً تجارياً بدفع مبلغ نقدي واحد، مستحق الوفاء في تاريخ محدد، مع إمكان نقل الحق، في اقتضائه، من شخص إلى آخر، من طريق التطهير أو المناولة"

ويمكن تعريفها: "بأنها أوراق تجارية محررة وفق أشكال معينة قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقا في مبلغ معين من النقود يستحق الوفاء لدى الإطلاع أو بعد أجل قصير وجرى العرف على قبولها كأداة وفاء". كما يمكن تعريفها: "بأنها صكوك قابلة للتداول تمثل حقا نقديا، وتستحق الدفع لدى الإطلاع، أو بعد أجل قصير، ويجري العرف بعد قبولها كأداة للوفاء، وتقوم مقام النقود في المعاملات"⁽²⁾.

والمقصود بالأوراق التجارية هي: السفتجة والسند لأمر والشيك، وهذه الأسناد تختلف من جهة عن القيم المنقولة (الأوراق المالية) كما تختلف من جهة أخرى عن الأوراق المصرفية (النقود) والسبب في ذلك أنها لا تستوفي الشروط المطبقة على الأسناد التجارية التي تمثل كما ذكرنا مبلغ من النقود يستحق الأداء في أجل قصير، ولقد سعت النظم القانونية في مختلف الدول إلى دعم التعامل بهذه الأوراق وتقويته وحمايته، حتى تحظى بالقبول بين المتعاملين في الأسواق، وتحل محل النقود في الوفاء بالديون وتهدف هذه القوانين إلى الاقتصاد في استعمال النقود، وتحقيق السرعة في إبرام الصفقات وتسوية الالتزامات.

(1) سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2008، ص 89.

(2) عمورة عمار، الأوراق التجارية وفقا للقانون التجاري الجزائري، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 09.

أولاً: السفتجة (الكمبيالة)

مثلها في ذلك مثل سند لأمر وهي عبارة عن ورقة تجارية، ولكنها تختلف عن السند لأمر في بعض الأمور الأساسية، فهي تظهر ثلاثة أشخاص في آن واحد وتسمح بإثبات ذمتين ماليتين في نفس الوقت، وهي عبارة عن أمر بالدفع لصالح شخص معين أو لأمره ومن النقطة بالذات يمكنها أن تتحول إلى وسيلة دفع، فإذا اشترى الشخص (أ) بضاعة من الشخص (ب) وكان هذا الأخير دين إلى الشخص (ج) فيمكن للشخص (ب) أن يحرر وثيقة (بالمواصفات التقنية والشكلية للكمبيالة) بمبلغ معين وتاريخ استحقاق معين (لا يتعدى ثلاث أشهر)، فيأمر فيها الشخص (أ) بدفع ذلك المبلغ في التاريخ المبين إلى الشخص (ج) أو لأمره، يوقع كل من الشخصين (أ) و(ب) على هذه الوثيقة ويعطونها إلى الشخص (ج) المستفيد وهو الذي يؤمر له الدفع.

وأما في حامل هذه الوثيقة نفس طرق استعمالها مثلها هو الشأن بالنسبة لسند الأمر وإما الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ الاستحقاق، وإما خصمها لدى البنك إذ احتاج حاملها إلى السيولة إما تسوية عمليات أخرى بواسطتها ذلك عن طريق تظهيرها إلى الغير وأدخالها في التداول فهي تتحول من مجرد وسيلة قرض تجارية إلى وسيلة دفع، ويحق عند إدخال هذه الورقة في التداول لكل شخص تقدم له أن يطلب توقيعها من طرف المظهر، كما يحق له الرجوع إلى كل من الموقعين عليها في حالة إفسار المدين أو المسحوب عليه وعدم قدرته عن تسديد قيمتها عند حلول تاريخ الاستحقاق ودون الأخذ بعين الاعتبار ترتيبهم الزمني⁽¹⁾.

ثانياً: الشيك (الصك)

وهو من بين وسائل الدفع الأكثر انتشاراً إلى جانب النقود الورقية⁽²⁾، وهو عبارة عن وثيقة تتضمن أمر بالدفع الفوري لمبلغ المحرر عليه، وقد يكون المستفيد شخصاً معروفاً مكتوب اسمه في الشيك، وقد يكون غير معروف إذا كان الشيك محرراً لحامله ولهذا فالشيك هو عبارة عن سند لأمر دون أجل ويشبه الكمبيالة باعتباره يتضمن عملية بين ثلاثة أشخاص (الساحب، المسحوب عليه، المستفيد). ويتم تداول الشيك من يد إلى يد واستعماله في إجراء العمليات فإذا كان هذا الشيك محرراً باسم معين، فإن تداوله يتم بمجرد انتقاله من يد أخرى.

والجدير بالذكر أن الشيك باعتباره أمراً من صاحب الساحب إلى البنك من أجل دفع مبلغ معين إلى شخص آخر هو أساس ما يعرف بنقود الودائع بحيث يسمح بتسوية المعاملات دون تحويل مبالغ حقيقية بل بمجرد القيام بتسجيلات محاسبية في دفتر البنك تبعاً لاستلامه لهذه الشيكات.

(1) بوطريق مصطفى، سماح عبد اللطيف، البنك وعلاقته بالبورصة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات التطبيقية، جامعة مركز البويرة، 2006-2007، ص 22.

(2) قصاري حسينة، شلابي جميلة، دور الأوراق التجارية في الاقتصاد، دراسة حالة الكمبيالة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات التطبيقية، جامعة مركز البويرة، 2003-2004، ص 20.

هو في الأصل ورقة تجارية تحرر بين شخصين لإثبات ذمة مالية واحدة، فهذا السند هو إذا عبارة عن وثيقة يتعهد بواسطتها شخص معين بدفع مبلغ معين إلى شخص آخر في تاريخ لاحق هو تاريخ الاستحقاق، وعلى هذا التعريف يمكن أن نستنتج أن السند لأمر وسيلة قرض حقيقية حيث أن هناك انتظار من جانب الدائن لكي يسدد ما عليه في تاريخ الاستحقاق إلى أي بنك يقبله فينتازل له عليه مقابل الحصول على سيولة ولكنه سوف يخسر نظير ذلك جزء من قيمته، هو مبلغ الخصم الذي يحسب على أساس معدل تعاقدى يسمى معدل الخصم وهو أجر البنك للنتازل عن السيولة والحلول محل هذا الشخص في الدائنية وتحمل متاعب السند.

أما الطريقة الثانية هو استعماله في إجراء معاملات أخرى مع شخص آخر سواء في تسديد صفقة تجارية أو تسديد قرض، ويتم هذا الاستعمال بتقديمه للدائن الجديد عن طريق عملية التظهير شرط أن يتم قبوله من طرف هذا الأخير، وعندما يتم هذا القبول يدخل في التداول وبالتالي يتحول إلى وسيلة للدفع لذلك نقول أن السند لأمر ورقة تجارية تتحول إلى وسيلة الدفع بواسطة التظهير، وتلعب هذا الدور قبل حلول تاريخ الاستحقاق فإن حل هذا الأجل أمكن تحويل هذه الورقة إلى سيولة تامة أي إلى نقود قانونية.

يقتصر عند تحريره على وجود شخصين فقط هما المتعهد والمستفيد، فالمتعهد أو المحرر هو منشئ السند وهو الذي يلتزم بأداء المبلغ إلى المستفيد دون أن يطلب الأداء من شخص آخر كما هو الحال في سند السحب (السفتجة)⁽¹⁾.

رابعًا: سند الخزن (الرهن)

هو أيضًا ورقة تجارية يمكن استعمالها في التداول إذ أراد مجتمع التجار ذلك وهو سند لأمر مضمون بكمية من السلع محفوظة في مخزن عمومي، إن حاجة التجار ومتطلباتهم قد تدفعهم إلى الاحتفاظ بالسلع في مخازن عمومية مجهزة حسب طبيعة السلع وذلك قبل بيعها مقابل شهادة ممنوحة من هذه المخازن أن تثبت الجهة التي تعود إليها ملكية هذه السلع تظهير كميتها ومواصفاتها وقبل بيع هذه السلع، وقد يحتاج صاحبها إلى سيولة، فإذا لم يجد هذه السيولة بطرق أخرى يمكنه الاقتراب من تاجر آخرين أو من البنوك مقابل تقديم سند ملكية البضاعة كضمان أي رهن هذه البضاعة من أجل الحصول على سيولة.

ويمكن لحامل السند الجديد أن يقدمه إلى الغير لنفس الغرض وهكذا يدخل في التداول وينتقل من يد إلى يد أخرى لتسوية المعاملات ومما تجدر الإشارة إليه أن البضاعة المخزنة لا تعطى لمالكها وإنما تعطي لحامل سند الملكية الذي يتحول إلى سند الرهن بمجرد تقديمه إلى الغير كضمان للدين، ولكن هناك بعض الأنظمة التي تحرر فيها المخازن العمومية وثيقتين في آن واحد.

(1) فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، الأوراق التجارية "الجزء الثاني"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان 2009، ص

الفصل الأول: مدخل للجهاز المصرفي

الوثيقة الأولى تعبر عن ملكية البضاعة تمثل سند الرهن وفي أثناء المعاملات يقدم صاحب البضاعة سند الرهن كضمان بينها يحتفظ بسند الملكية.

ويتم تداول سند الرهن عوض شهادة ملكية السلعة، وفي هذه الحالة لا يقدم المخزن العمومي السلعة إلا لمن كان يحمل سند الرهن والملكية في آن واحد وعليه فلا حامل شهادة الملكية ولا حامل سند الرهن بإمكانه الحصول على السلعة المخزنة بتقديم إحدى الوثيقتين فقط بل يجب أن تقدم الوثيقتين مع ويعد هذا الأمر من الضمانات الكبرى التي تقدمها هذه الصيغة مما يزرع الثقة في نفوس كل الأطراف التي تتعامل بهاو وسند الرهن مثله مثل الأوراق التجارية يمكن تقديمه للبنك بغرض الخصم كما يمكن تحويله إلى وسيلة دفع بإدخاله في التداول وانتقاله بين التجار لتسوية المعاملات⁽¹⁾.

الفرع الثالث: الورقة التجارية أداة إئتمان

قد يتفق المشتري مع البائع بأن يدفع قيمة البضاعة بعد مدة من تاريخ الشراء، وهذا ما يحصل عادة في التعامل التجاري، فمثلاً يشتري تاجر المفرد من تاجر الجملة بضاعة قيمتها ألف دينار على أن يدفع القيمة بعد ثلاثة أشهر وعندئذ يحدد لأمر التاجر سند لأمر يتعهد بموجبه دفع المبلغ بعد ثلاثة أشهر من تاريخ الشراء وفي هذه العملية نرى ان البائع قد منح للمشتري مدة ثلاثة أشهر ، بناء على ثقته بأن المشتري سيدفع الثمن بعد انقضاء هذه المدة، فيكون قد منحه ائتماناً خلال المدة المذكورة، وينطبق نفس الحكم عند تحرير المشتري سند السحب لصالح البائع على مدين له بنفس المبلغ مستحق الدفع بعد مرور المدة المذكورة.

يظهر مما تقدم أن السند لأمر وسند السحب يقومان بوظيفة الائتمان، أما الشيك فلا يتضمن للوفاء وبالتالي لا يقوم بالوظيفة المذكورة. ذلك لأن الشيك يستحق الوفاء دوماً بمجرد الإطلاع. والبائع في مثلنا السابق (المستفيد من الورقة التجارية) قد يكون بحاجة إلى المبلغ قبل ميعاد استحقاقه، عندئذ يقوم بتحويل الورقة التجارية عن طريق تظهيرها إلى أحد البنوك، الذي يدفع له القيمة بعد استيفاء فائدة أو عمولة تمثل نسبة مؤوية من قيمة الورقة، وهذه العملية تسمى الخصم (Escompte).

والنسبة المؤوية التي يأخذها البنك من قيمة الورقة تسمى سعر الخصم وقد يحتاج البنك بدوره إلى قبض قيمة الورقة قبل ميعاد الاستحقاق فيجأ إلى البنك آخر ليستوي فيه القيمة بموجب عملية خصم ثانية. كما يحتمل أن تجري عملية الخصم مرة ثالثة وهكذا حتى يحل موعد الاستحقاق فيطالب بقيمتها عندئذ حامل الورقة الأخيرة⁽²⁾.

(1) الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص33.

(2) فوزي محمد سامي، مرجع سبق ذكره، ص22.

الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية

هي أدوات الائتمان طويل الأجل وأهمها الأسهم والسندات وغير أن الأسهم هي من قبيل حقوق الملكية فجملة رؤوسهم هم شركاء في رأس مال وبالتالي لا يحصلون على فائدة وإنما يحققون أرباحاً أو يتحملون خسارة تبعاً لما يفسر عنه المركز المالي للمشروع الذي أصدر هذه الأسهم، أما السندات فهي بمثابة أدوات ائتمان قد تصدرها الحكومات أو المشروعات والمكاتبون في هذه السندات لا يكونون شركاء في رأس المال وإنما مجرد دائنين ومن ثم يتعين أن يتقاضوا فائدة بسعر ثابت يتحدد مقدماً ويستمر حقهم في تقاضيه حتى خارج استهلاك الدين من الجهة التي أصدرته⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية

أولاً: الأسهم

هي أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة وتمثلها صكوك قابلة للتداول. فالسهم يمثل حق المساهم أو الشريك في الشركة كما ينصرف إلى الصك المثبت لهذا الحق والسهم بهذا المعنى يعتبر من قبيل حقوق الملكية، فحامل السهم هو شريك في رأس مال الشركة وبالتالي لا يحصل على فائدة ولكنه يحصل على أرباح أو يتحمل خسارة وذلك تبعاً لما يفسره عنه المركز المالي للشركة أو المشروع الذي أصدر هذه الأسهم⁽²⁾.

ثانياً: السندات

هي صكوك ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، تصدرها الحكومات أو المشروعات، وتعطى للمكاتبين مقابل المبالغ التي دفعوها للجهة المصدرة.

فالمكاتبون في هذه السندات لا يكونون شركاء في رأس المال ولكنهم مجرد دائنين. ومن ثم فهم يحصلون على فائدة بسعر ثابت محدد مقدماً ويستمر حقهم في تقاضيه حتى تاريخ استهلاك الدين من الجهة التي أصدرته⁽³⁾.

(1) أسامة كامل، النقود والبنوك، مؤسسة لورد العامية للشؤون الجامعية، البحرين، 2006، ص 79.

(2) سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005، ص 168.

(3) سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 169.

الفرع الأول: تعريف الأوراق الحكومية

هي عبارة عن أوراق مالية حكومية وهذه الأوراق عبارة عن أسهم وسندات حكومية قد تصدر الحكومة (أو هيئاتها) سندات طويلة الأجل تتراوح مددها بين أكثر من سنة إلى ثلاثين سنة وما يميز هذه السندات الحكومية عن باقي أنواع السندات أنها :

- خالية من الخطر لأنها مضمونة من الحكومة.
- تتمتع بدرجة عالية من السيولة.

وعادة ما تقوم الحكومات بإصدار هذا النوع من السندات لتمويل إنفاقها العام. تصدر من جهات حكومية وشركات حكومية أو مضمونة من الحكومة⁽¹⁾. وتشمل أذون الخزينة و النقود الورقية.

الفرع الثاني: أنواع الأوراق الحكومية

أولاً: النقود الورقية

وهي تعتبر من بين أدوات الائتمان، وليس على أدل ذلك من أنها تسمى أحياناً بالنقود الورقية الائتمانية ودلالة على قبول الأفراد لها، كما أن تداولها فيم بينهم يتوقف على درجة ثقتهم في الجهة المصدرة لها وهي الدولة.

ولذلك فإن الذي له حق إصدار هذا النوع من الائتمان هو الدولة فقط، وإن كان ينوب عنها في الإصدار البنك المركزي باعتباره بنك الحكومة. وتتمتع النقود بميزة كبرى هي قبولها العام كوسيط في المبادلات أو سيولتها الكاملة، وذلك بخلاف أدوات الائتمان الأخرى التي تتمتع بقدر محدود من السيولة كبيراً كان أم صغيراً⁽²⁾.

ثانياً: أذون الخزينة

هي أداة ائتمان قصيرة الأجل تتشابه بصورة كبيرة مع الأوراق التجارية، ولكنها ليست منها. إذن الخزانة هو سند بدين على الحكومة قصير الأجل (ثلاث شهور في العادة). ويتم تداوله بنفس طرق تداول الأوراق التجارية، فإذا احتاجت الحكومة إلى قرض صغير الأجل فإنها تلجأ إلى وسيلة أذون الخزينة ويتم الاكتتاب فيها من قبل الجمهور وعادة ما يتم طرحها عن طريق البنك المركزي، وهي بطبيعة الحال توضح مدى ثقة الأفراد في الحكومة، لأن الضما هنا هي الحكومة وعادة ما يكون إذن الخزينة سنداً لحامله، ويتضمن فائدة على الدين عادة منخفضة لقصر أجله ويمكن خصمه لدى البنوك التجارية⁽³⁾.

(1) عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 175.

(2) سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 169.

(3) سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 170.

المطلب الرابع: تمييز الأوراق التجارية عما يشتهب بها من أوراق مالية وأوراق نقدية

الفرع الأول: التمييز بين الأوراق التجارية والأوراق المالية

قد تشابه الأوراق المالية التي هي أدوات ائتمان طويلة الأجل مع الأوراق التجارية في أنها قابلة للتداول بالطرق التجارية، وأن موضوعها يمثل مبلغًا من النقود.

ومع ذلك فهي تختلف عنها في نواح عدة⁽¹⁾:

- أهم ما يميز الأوراق التجارية هو أنها أوراق تحرر لتسوية التزام معين ناتج من مبادلات تجارية. كدفع قيمة بضاعة، أو مقابل خدمات أما هدف إصدار الأوراق المالية فيتمثل إما في الاستثمار في رأس مال الشركة، أو تمويلها في صور قرض لتلبية احتياجات التمويلية.
- تتميز الأوراق التجارية بقصر أجلها، فهي عادة لا تتجاوز تسعة أشهر، أما الأوراق المالية فهي تمثل أدوات استثمار طويلة الأجل.
- الأوراق التجارية تمثل أوراقًا قابلة للخصم في المصارف، أما الأوراق المالية فلا تتميز بهذه القابلية.
- تتميز الأوراق التجارية بقبولها في العرف التجاري كطريقة لتسوية الديون، وذلك لثبات قيمتها، أما الأوراق المالية تقبل كطريقة لتسوية الديون وذلك يرجع إلى أنها تكون عرضة لتقلبات الأسعار.
- يضمن كل من وقع الورقة التجارية الوفاء بقيمتها في ميعاد الاستحقاق بينما لا يضمن بائع الورقة المالية يسر المؤسسة التي أصدرتها.
- تصدر الأوراق المالية في صورة أوراق متساوية القيمة بينما تصدر الأوراق التجارية عادة لتسوية معاملات تجارية معينة، فتختلف قيمتها في ورقة عنها في ورقة أخرى.
- تتميز الأوراق المالية عن الأوراق التجارية بأن عملية تبادلها، تكون في سوق منتظمة مخصصة لذلك تسمى سوق (البورصة) الأوراق المالية.

(1) عمورة عمار، مرجع سبق ذكره، ص 14.

الفرع الثاني: التمييز بين الأوراق التجارية والأوراق النقدية

بالرغم من اعتبار الأوراق التجارية أداة وفاء وتسميتها (العملة التجارية) واقترابها بذلك من الأوراق النقدية، أي العملة الورقية فإن هناك فروغاً عديدة بين "العملتين". وخصوصاً من حيث كون الأوراق النقدية صادرة بالضرورة عن الدولة ممثلة عادة بالبنك المركزي فيها وبضمانتها، وبالتالي عدم جواز رفض التعامل بها، في حين أن الأوراق التجارية يمكن أن تصدر عن أي شخص سواء أن كان من أشخاص القانون العام أم أشخاص القانون الخاص وبضمانة فقط القوانين والأنظمة. لا يمكن إجبار أحد على قبولها في معاملاتهم الخاصة أو المهنية. هذا بالإضافة إلى أن بالإمكان اشتراط الفائدة بشروط خاصة في كل من سند السحب والكمبيالة، بينما ليست من ثمة فائدة في الأوراق النقدية ثم أن الأوراق التجارية ذات اجل قصير عادة. بينما الأوراق النقدية غير محددة بمدة، كما أن تقادم غير متصور في هذه الأخيرة، بعكس الوراق التجارية التي تخضع لمدة تقادم قصير عادة لا تتجاوز الخمس سنوات وأحياناً السنتين أو السنة الواحدة أو حتى الستة أشهر⁽¹⁾.

(1) أكرم ياملكي، الأوراق التجارية والعمليات المصرفية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 24.

من خلال ما سبق نستنتج أن البنوك والمؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة المالية بي أصحاب العجز وأصحاب الفائض وهناك أنواع منها من حيث الشكل في مجملها الجهاز المصرفي لأي دولة وتعتبر كأى مؤسسة مالية تهدف إلى تحقيق الربح والنمو والاستمرار.

أما من خلال عرض الجهاز المصرفي الجزائري نستنتج أنه مر بعدة إصلاحات بشكل مستمر سواء في هيكله أو في نوع القوانين المنظمة له غير أن أهم إصلاح هو قانون النقد والقرض والذي يعتبر تغيير جذري في هيكل النظام المصرفي الجزائري.

إن الأدوات المالية تتنوع بحسب طبيعتها ومضمونها من أوراق تجارية وأوراق مالية وأوراق حكومية، ونظراً لدور البنوك ومكانتها في اقتصاديات الدول فإن كفاءتها في القيام بمهام والتعامل بالأدوات المالية ينعكس على تحقيق التنمية مما يتطلب تطويرها.

الفصل الثاني:

مفاهيم أساسية حول البرص

تمهيد الفصل:

انتشرت ثقافة البورصة في المجتمع، حيث لم تعد قاصرة على أصحاب المدخرات الكبيرة بل إن المساهمين الصغار أصبحوا يبحثون عن فرص للكسب السريع في هذه الأسواق التي ظلت حتى وقت قريب لا يدخلها غير العالمين ببواطنها. ولأن المستثمر في البورصة هدفه الرئيسي هو الوصول إلى بر الأمان والربح بمحفظة المالية لذلك لا بد من إقامة سوق مالي نشيط يسمح بتبسيط العمليات وجلب الادخار وتوظيف الأموال.

وإن الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية يتوجب وجود قاعدة مؤسسية ملائمة وظروف ومحيط اقتصادي ملائم

ومن هنا سوف يتم التطرق في هذا الفصل إلى كل من آليات التعامل في البورصة وبورصة الجزائر في المبحث الثاني و الثالث على التوالي، ويكون المبحث الأول مخصص لتوضيح بعض المفاهيم الأساسية حول البورصة بصفة عامة وإلى الإطار العام للبورصة وتنظيمها وفئات البورصة وأنواع البورصات والأدوات المالية المتداولة في البورصة.

المبحث الأول: عموميات حول البورصة

عندما نتناول الحديث عن البورصة علينا أن ندرك جيدا أن البورصة كأداة ليست هدفاً أو غاية في حد ذاتها بل تعتبر أسلوباً تنموياً فعالاً نجح في أداء مهامه في الكثير من الدول التي تتميز بوضع اقتصادي ملائم مبني على اقتصاد السوق.

المطلب الأول: نشأة وتعريف البورصة

الفرع الأول: نشأة البورصة

إن كلمة بورصة تعود إلى القرن الخامس عشر حيث التجار القادمون من "فلورنسا" يجتمعون أمام مبنى فاندر بورص Vander Bourse في مبنية Bruges البلجيكية وكانوا لا يصطحبون معهم بضائعهم، بل كانت تتم الارتباطات بينهم في شكل عقود وتعهدات، وبذلك استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية أساسها الثقة المتبادلة بين الطرفين.

وعليه لفظ Bourse يعبر عن المكان الذي يلتقي فيه التجار و المتعاملون بشكل دوري لإبرام الصفقات و العقود و الاتفاق الحاضر و الأجل عليها⁽¹⁾. وبعد ذلك نشأت البورصات المتخصصة في كل من ليون بفرنسا سنة 1459، إن أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم وبناء مدينة Anvers في بلجيكا سنة 1640 وفي لندن⁽²⁾ 1773.

كما عرف التجار نظام بورصات السلع، إلا أن نشأة البورصة المتخصصة قد جاءت متأخرة على النحو التالي:

في ليون بفرنسا سنة 1459، وفرانكفوت بألمانيا وبرشلونة بإسبانيا 1512، وأمستردام بهولندا عام 1608، وفي لندن ببريطانيا 1695، ونيويورك بالولايات المتحدة عام 1992، وفي بروكسل ببلجيكا 1801، وميلانو بإيطاليا 1808 ومدريد بإسبانيا 1881 والقاهرة 1904 والجزائر 1988.

(1) محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003، ص 133.

(2) شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس لنشر، الجزائر، 1993، ص 07.

الفرع الثاني: تعريف البورصة

يرجع البعض كلمة "بورصة" Bourse إلى أحد مصدرين الأول: هو فندق في مدينة Bruges كان يزين واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس Trois Bourses وكان يجتمع فيه لتصرف الأعمال عملاء مصرفين ووسطاء ماليين. و الثاني نسبة إلى عائلة Van Der Bure في مدينة Bruges نفسها حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليين. وكان يقال : "ذهبنا Chez Les Bourses" وبعدها تطورت فأصبحت " ذهبنا A La Bourse"⁽¹⁾. البورصة هي سوق ثان منتظم يهدف إلى جمع رؤوس الأموال لتشجيع الأفراد على الادخار و الاستثمار وتوفير الموارد المالية الطويلة ومتوسطة الأجل بتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض وبشروط أفضل.

يمكن اعتبار البورصة ذلك المكان الذي يلتقي فيه المتاجرون لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات، الجمعيات المحلية ، الدولة بقصد إنشاء وتوسيع المشاريع و المستثمرين الذين يعتبرون أصحاب فائض في رؤوس الأموال⁽²⁾ .

البورصة هي مكان يلتقي فيه العرض و الطلب على الأسهم و السندات وغيرها من الأوراق المالية، بذلك يتحدد سعر تلك الأوراق وفقاً لقانون العرض و الطلب⁽³⁾.

عرف القانون الفرنسي البورصة على أنها المكان الذي يلتقي فيه وكلاء الصرف تحت رقابة السلطة العمومية⁽⁴⁾.

أما التعريف الذي نرى اعتماده، أن البورصة سوق منظمة تنعقد في مكان معين، في أوقات دورية، بين المتعاملين بيئاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية. ويعمل في هذا السوق أشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية، ولا يجوز أن تتم العمليات بالصيغة التجارية. علماً أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة لمجرد دخوله في إحدى عمليات البورصة.

(1) محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص14.

(2) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص37.

(3) محمد سويلم، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار و بورصة الأوراق المالية، جامعة المنصورة، مصر، ص267.

(4) CODE COMMERCE FRANCAIS

أولاً: البورصة في الإصطلاح الإقتصادي

لقد حدد مفهوم البورصة بصورة شاملة الدكتور محسن الخضيرى حيث يقول⁽¹⁾: "البورصة مكان معلوم و محدد مسبقا يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل بيعا و شراء و يتوفر فيها قدر مناسب من العلانية و الشفافية بحيث تعكس أثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتحدد بناءا عليها الأسعار سواء صعودا أو هبوطا أو ثباتا. كما يتم خلالها رصد و متابعة المتغيرات و المستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة و يسر، وبالتالي يمكن قياس أثارها و معرفة اتجاهاتها وتحليل هذه الإتجاهات و التنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل ثم في النهاية يمكن إتمام حركة المعاملات بجوانبها المالية، الإقتصادية، القانونية، و تيسير عملية نقل الملكية و التسجيل القانوني لعملية البيع أو للشئء المباع".

ثانياً: البورصة في الإصطلاح القانوني

لقد عرف قانون التجارة الفرنسي البورصة (المادة 71) بأنها مجمع التجار و أرباب السفن و السماسرة و الوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة⁽²⁾.

الفرع الثالث: مفهوم بورصة الأوراق المالية.

يطلق الاقصاديون على سوق الأوراق المالية عدّة أسماء تشير إلى مدلول واحد كسوق الأسهم و السندات، سوق رأس المال، السوق المالية، و من الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم: (بورصة الأوراق المالية). لقد عرفت بورصة الأوراق المالية بتعريفات عدة:

- هي سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال السماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة و لوائح محددة، و تنتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة، فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض و الطلب شأنها في ذلك شأن أية سلعة أخرى.

- سوق منظمة لتداول الأوراق المالية، و يحكم المتعاملين فيها تشريعات و لوائح معينة تقوم فيها على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح و التشريعات.

(1) محسن احمد الخضيرى- كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة - ص10.

(2) شعبان محمد إسلام البروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، ص27.

- سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، و هي بذلك توفر المكان و الأدوات و الوسائل التي تمكن الشركات و الأفراد و السماسرة و الوسطاء من تحقيق رغباتهم و القيام بعمليات التبادل و إتمام المبادلات و المعاملات بيعا و شراءاً⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الإطار العام للبورصة وتنظيمها

الفرع الأول: الإطار العام للبورصة

إن العمل داخل البورصة يكون بداية بقيام مصدري الأوراق المالية بعرضها على المدخرين للاكتتاب بها و هذا اللقاء يمثل الدورة المالية الأولى وهو ما يسمى بالسوق الأولي أو سوق الإصدار يلي ذلك خطوة ثانية تتمثل في قيام حاملها ببيعها مقابل سيولة نقدية أو لإعادة استثمارها في استثمارات بديلة وعليه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية تتكون من :

أولاً: السوق الأولي: (أو سوق الإصدار)

وهي الأسواق التي تتم فيها ترويج وبيع الإصدارات من الأوراق المالية طويلة الأجل لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم و تتمثل الإصدارات في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب سواء في اكتتاب عام صادر عن الشركات أو اكتتاب خاص صادر عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار.

وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريق مباشر حيث تقوم هذه الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم و السندات التي أصدرتها. من خلال ما يسمى بأسلوب المباشر للبيع أو ببنك الاستثمار. وإما أن يتم ذلك بطريق غير مباشر وهو قيام مؤسسة متخصصة-عادة مؤسسة مالية- بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً⁽²⁾.

ويكون عادة الإصدار لحساب مؤسسة مالية متخصصة مثل: مارلنش Merrillyunch بوسطن الأولى First Boston Coporation في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الدول التي

(1) محمد أحمد الخضري، مرجع سبق ذكره، ص26.

(2) عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص281.

تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر وقد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة بها مهمة الإصدار⁽¹⁾.

ثانياً: السوق الثانوي (أو سوق التداول)

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الصادرة من قبل سوق الإصدار والزبائن والعملاء الأساسيين في سوق التداول هم المستثمرون وليسو الشركات المصدرة للأوراق المالية ومن أهم خصائص هذه السوق توفر عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية لبيعها عند الحاجة إلى قيمتها نقدًا باستطاعة المستثمرين شراء وبيع الأوراق المالية أو بمعنى التداول عن طريق المضاربة عن طريق المزاد العلني⁽²⁾.

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق على هذا السوق بالبورصة وقد يتخذ السوق ثانوي أي التداول شكلين هما :

1_ أسواق منظمة: وهي البورصة التي تخضع لقوانين و القواعد التي تضعها جهات الرقابة وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة و التي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض و الطلب ويجب التعامل في مكان هادئ محدد ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق لشروط تختلف من دولة إلى أخرى.

2_ أسواق غير منظمة: وهي المعاملات إلي تتم خارج البورصات المنظمة وتدعى كذلك بالأسواق الموازية ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق وهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار و المستثمرين ولا يتم مقابل العرض و الطلب على الأوراق المالية.

الفرع الثاني: تنظيم البورصة

يختلف التنظيم للبورصات من دولة على أخرى سبقت أنظمة الاقتصاد و السياسة المتبعة لهذه الدول. وسنحاول التركيز بشكل عام على بعض المبادئ و النظم للبورصات المتواجدة بشكل أساسي لدى معظم البورصات العالمية.

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، 2002، ص74.

(2) محفرز جبار، البورصة، البورصة وموقعها من الأسواق والمؤسسات المالية، الجزائر، 2002، ص60.

ويعود تنظيم البورصة إلى ما يلي⁽¹⁾:

أولاً: لجنة البورصة: تكون اللجنة للبورصة مهمتها الأساسية تنمية وتنظيم سوق الصكوك المالية والعمل على زيادة وحماية مصالح لحاملي الأسهم والسندات المالية وتهتم بالأعضاء والوسطاء والمشاركين في البورصة.

1_ تكوين اللجنة : غالباً ما يوجد رئيس ومجموعة أعضاء يتراوح عدد الأعضاء بحسب كبر حجم البورصة ويتم تحديدهم بناء على قرار من وزارة المالية وتكون مدة اللجنة أربع سنوات في معظم البورصات .

2_ صلاحيات اللجنة: أيضاً تختلف هذه الصلاحيات من بورصة إلى أخرى ولكن وبشكل موجزة يمكن التركيز على الصلاحيات التالية للجنة البورصات.

- موافقة على موازنة السنة القادمة ومراقبة تنفيذها.
- موافقة اقتطاع حساب السنة السابقة.
- وضع نظام خاص للعملاء .
- وضع نظام خاص لمستخدمي البورصة .

ثانياً: مفوض الحكومة "ممثل": يجب تواجد ممثل للحكومة داخل الأعضاء أو داخل تنظيم البورصة يقوم ويعمل على تطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بها و ويكون له الحق في الاعتراض على قرارات لجنة البورصة التي يراها مخالفة للقوانين والأنظمة.

ثالثاً: الأعضاء المشتركين و الوسطاء: تضم البورصة غالباً وبشكل عام ثلاث أجزاء رئيسية هي:

1_ الأعضاء: ويندرج تحت بند الأعضاء كل من:

- المصارف والبنوك المحلية والبنوك الأجنبية
- كل الشركات المساهمة العامة التي يزيد رأسمالها عن حد معين من قبل الدولة وتختلف من دولة الأخرى.

⁽¹⁾ وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل ، عمان، 2008، ص 228-231.

2_ المشتركون: ويندرج تحت هذا البند ما يلي:

- الأشخاص الحقيقيون والمعنويون الذين يتعاطون ويمارسون تجارة العملات والأوراق المتقدمة.
- شركات المساهمة المحلية لا يزيد رأسمالها عن الحد المذكور سابقاً المحدد من قبل الدولة، ويندرج تحت هذا البند جميع الشركات المحلية والأجنبية.
- بعض التجار والصناعيين وذلك بتقديم طلب انضمام للبورصة ويكون الحق للجنة البورصة قبول أو رفض هذا الطلب.

3- **العملاء:** هم أشخاص متعاملون محليون من نفس الدولة وهم من غير الأعضاء في البورصة وأعطى لهم حق التوسط في عمليات البيع والشراء التي تتم على الصكوك المالية. ويطلق عليهم مجتمعنا اسم وسيط، وبشرط على كل عميل سرية تامة بحيث لا يجوز أن يتوج بأسماء الزبائن الذين يعمل لحسابهم إلا بإذن زبائنه.

رابعاً: المبادئ العامة لتنظيم عمليات البورصة:

- 1- أن يتم الاجتماع في ساعات محددة، يحق للجنة تعديل هذه المواعيد وهذه الساعات عند الحاجة.
- 2- أن يمسك العملاء سجلاً خاصاً لتدوين العمليات، ويبين في لسجل تاريخ إجراء العملية ورقمها التسلسلي وعدد الصكوك المشتراه، ونوعها وأسعارها، وعلى العملاء المذكورين أن يمسكوا سجلاً آخر يدونون فيه المعلومات ذاتها.
- 3- **تحديد السعر:** تجري الصفقات داخل ساحة البورصة بوجود أمين عام للبورصة ويطلق عليه اسم (المسعر) ويشمل العمليات في سجل يبين فيه نوع الصك أو كمية التعامل بهاو سعر البيع والشراء.
- 4- **العمليات العاجلة:** يتم بهذه العملية أن يقوم الوسطاء بتسديد المبالغ المستحقة لزبائنهم قيمة الصكوك التي يستلمونها خلال (24) ساعة التي تلي تاريخ بيعها في البورصة، وكل عملية نقدية بحيث أن تجري وتسديد في البورصة قبل موعد افتتاح الجلسة التالية بساعة واحدة على الأقل.
- 5- **العمليات الآجلة:** عمليات يلزم بموجبها كل من المشتري و البائع على تصفيتهما بتاريخ معين لاحق.
- 6- **السعر الرسمي:** فوراً بعد رفع الجلسة يجتمع في أحد المكاتب لإدارة البورصة، أمين عام البورصة(المسعر)، وعضو اللجنة أو العميل المكلف بالمراقبة لتثبيت أسعار الأقفال بعد تدقيقها ثم ينظمون أمر ويوقعانه وبالتالي تعلق لائحة الأسعار داخل البورصة.

المطلب الثالث: فئات البورصة

الفئات الرئيسية في البورصة هي:

الفرع الأول: فئة المقرضين (المستثمرين)

تتضمن الأفراد والمؤسسات المالية التي بإستثمار أموالها بإقامة مشاريع أو مؤسسات تعود عليها بالنفع الوفير أي بفائدة عالية، مخاطر ضئيلة، علما بأن هذه الفئة تقوم بالاستثمار في البورصة إذا ما استطاعت الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفير عامل الأمان والسيولة في آن واحد. وأهم هؤلاء المستثمرين الأفراد المستثمرون التأسيسيون، ويتكون هؤلاء أساساً من شركات التأمين، صناديق الادخار والتوفير، صناديق المعاشات والنقابات، البنوك التجارية، وتجمعات التوظيف المشترك التي تتكون من صناديق الاستثمار، وكذا المؤسسات التي تكون عادة مانحة لرؤوس الأموال⁽¹⁾.

وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في تغطية الاستثمار أو العجز لديها بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية⁽²⁾.

الفرع الثاني: فئة المقرضين (المصدرين)

وتتضمن الفئة التي تكون بحاجة إلى أموال حيث تؤمن هذا الاحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأس المال، يشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمار، كما يمكن أن تتضمن الأوراق المالية بعض السندات الصادرة عن الهيئات الخاصة أو الحكومية (البنك المركزي-الخزينة).

المطلب الرابع: أنواع البورصات و أهميتها الاقتصادية

الفرع الأول: أنواع البورصات

تصنف البورصات على عدة أسس وعليه فقد تم تقسيمها إلى أربعة مجموعات يمكن التعرف على أنواعها في الآتي:

أولاً: من حيث المنتجات المتداولة في البورصة: تقسم البورصات على هذا الأساس إلى:

(1) محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص136.

(2) فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص61.

☞ بورصة البضائع: ويتم فيها تداول سلع معينة مثل السلع الزراعية، السلع المعدنية، العقارات... الخ

☞ بورصة الخدمات: وهي متعددة المجالات التي يمكن استخدامها فيها ومثلها: السياحة، الفنادق، التأمين، النقل، تجارة الديون.... الخ

☞ بورصة الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات، وتتعلق بعرض وبيع الحقوق الخاصة بالاحتكار والعلامات التجارية وصفقات تنظم المعلومات... الخ

ثانيًا: من حيث المدى الزمني: على هذا الأساس تقسم إلى نوعين منها⁽¹⁾:

☞ بورصة منتجات حاضرة: حيث يتم التعاقد عليها على أن يكون الاستلام والتسليم وقبض الثمن فوراً

☞ بورصات عقود آجلة: حيث يتم التعاقد عليها دون التسليم والاستلام حيث تتم المضاربة على السعر فقط ويؤجل الثمن لأجل محدد.

ثالثًا: من حيث مدى التعامل الجغرافي: وتنقسم البورصات على هذا الأساس إلى ما يلي:

☞ بورصات محلية: هذه البورصات تتعامل على المستوى المحلي وهي بورصات محدودة النشاط وتكون مكملة في نشاطها للبورصات الدولية في كثير من الاقتصاديات.

☞ بورصات دولية: وهي بورصات دولية كبيرة ومتوسطة الحجم وتمتد معاملاتها إلى أكثر من دولة وعادة نشاطها يشمل معاملات مختلفة ومتنوعة.

رابعًا: من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: (التمثيل الحكومي فيها): هنا نميز نوعين من البورصات:

☞ بورصات رسمية: وتنشأ وفق القوانين و القواعد، وتمارس فيها النشاطات و المعاملات وفق التنظيم الحكومي ويتواجد فيها ممثل حكومي يراقب و يتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب بغرض منع المخاطر التي يمكن أن تنتج عن هذه المعاملات والمحافظة على الاستقرار.

☞ بورصات غير رسمية: هذه البورصات تعمل بشكل غير رسمي في ضوء قواعد خاصة بها، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من الجهات الرسمية ولهذا فهي تتضمن مخاطر حتمية وأكيدة.

(1) محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 133-134.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية للبورصة

للبورصة أهمية أساسية ودور رئيسي في الحياة الاقتصادية، إذ تتيح الفرص لتقابل العرض والطلب على الأموال، كما أنها تعتبر مقياساً لحركة الاستثمار ومرآة لتجميع الادخار في البلاد، ويمكن تبين أهمية البورصة في الاقتصاد من خلال مايلي:

- تسهل بورصة الأوراق المالية عملية الاستثمار الخاصة بالأجل القصير، وذلك عن طريق استثمار الأموال الفائضة مؤقتاً عن حاجات أصحابها في شراء الأوراق المالية عن طريق البورصة لتقتهم التامة في إمكانية بيعها في أي لحظة وفي أي وقت يشاؤون، إذ تتمتع هذه الأوراق بنوع من السيولة بالإضافة إلى تحقيق عائد في كثير من الحالات وعليه نقول لولا البورصة لما تمكن هؤلاء من الحصول على عائد ولبقت أموالهم معطلة.

- توزيع الأموال على مختلف القطاعات، بحيث تلعب البورصة دوراً هاماً كجهاز لتوزيع الإدخارات على مختلف النشاطات الاستثمارية، ويتم ذلك من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في سوق المال المنظم حيث يمكن أن تتدخل الحكومات عن طريق ممثلها في توجيه الطلب على هذه الأوراق، وتستخدم في ذلك المؤشرات الخاصة بالأسعار أو خاصة بالمراكز المالية للمشروعات.

- المحافظة على استقرار الأسعار، حيث تعمل البورصة على تجنب تقلبات الأسعار فالبورصة تساعد المتعامل الاقتصادي مهما كان نشاطه (زراعي، صناعي، تجاري...) على تجنب أخطار تقلبات الأسعار، عن طريق ما يعرف بعملية التغطية في البورصة.

- تحقيق المنافسة الضرورية، حيث تعمل البورصة على تأمين حرية التبادل، ففي فترة الانتعاش الاقتصادي يلاحظ كثرة التعاون فيها ويدفع الأجل في الحصول على أرباح وافرة للمتعاملين في البورصة، عادة يتسابقون في جني الأرباح من خلال تسابقهم مع الأحداث وبالتالي دفع عجلة التنمية والعكس صحيح في حالة الركود الاقتصادي حيث يلجأ المتعاملون في الأوراق المالية إلى حركة بطيئة في طلب شراء الأوراق المالية.

- توفير التمويل الاقتصادي الملائم، حيث تعمل البورصة بشروط سهلة وبتكاليف منخفضة في الغالب مقارنة مع الوسائل الأخرى لتمويل، وبذلك فالبورصة سوقاً مثالياً لتحقيق آلية العرض والطلب بالنسبة لوسائل التمويل من خلال جهاز الأثمان (السعر)، كون عمليات البورصة تجري في جلسة واحدة، وفي ظل المنافسة التامة والعلنية.

- العمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وإتاحة الحركة الكاملة فضلا عن ضمان العقلانية والشفافية عن المعاملات التي تتم على الأوراق المتداولة وعن أسعارها⁽¹⁾.

(1) صلاح الدين حسن السيد، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، 2003، ص12.

المطلب الخامس: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية

هي عبارة عن أدوات أو مجالات استثمار وتمويل طويلة وقصيرة الأجل يتم التداول عليها في سوق منظم خاص به يسمى سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية وبمعنى آخر هي: " أدوات الاستثمار المالي وهي تعد أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو لصاحبها في استيراد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت"⁽¹⁾.

وبالتالي هي أدوات استثمار تكون على شكل مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً. كما أنها تضمن لأصحابها في نهاية المدة حق استرداد قيمتها الأصلية أو جزء من الأصول المادية المقابلة لها بالإضافة لحق التصرف فيها وفي أي وقت يشاء.

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية.

أولاً: الأسهم.

أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وعرف السهم على انه صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في البورصة بطرق تجارية حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت نقدية أو عينية⁽²⁾.

وتعرف الأسهم أيضاً: تشكل رأس المال المكتسب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة. وبالتالي فإن كل من رأس المال المعلن ورأس المال المساهم مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرين⁽³⁾.

أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

(1) فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص75.

(2) مصطفى شدي شيحة، زينب عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993،

ص196.

(3) هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003، ص92.

1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:

أ- أسهم إسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في سجل وتشتمل على ما يلي: الاسم، اللقب، الوطن، جنسية المساهم، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، عنوان الشركة، رأس مالها، مركزها، البيان المدفوع من قبل الأسهم (المبالغ). وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.

ب- الأسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى يد أخرى ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم الحائز لها.

2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

أ- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأسمال الشركة المساهمة العامة كالمساهمة على شكل استثمار، مخزونات، براءة الاختراع ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي سيقابلها.

ب- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية و لا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أو عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

ج- أسهم مختلطة: هي الأسهم التي تدفع بعض قيمته عينياً ويسدد الباقي منها نقداً.

3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

أ- أسهم عادية: هي وثيقة مالية تصدر عن شركة المساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب في السوق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية إلى متغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقسيمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة وفي نهاية تصفيات ممتلكات الشركة فإنها آخر من يجري تسديدها.

ب- أسهم ممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية، ولكنه يختلف عن السهم العادي من عدة نقاط مهمة.

ثانياً: السندات

السند عبارة عن أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض بدفع مبلغ من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين مع دفع فائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين⁽¹⁾.

وبالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو إقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة وتعتبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا.

أنواع السندات: تنقسم السندات إلي الأنواع التالية⁽²⁾ :

1_ من حيث جهة الإصدار:

أ_حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية

ب_غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العامة والسندات العقارية وغيرها.

2_ من حيث مدة الأجل:

أ_قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.

ب_متوسطة الأجل : تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.

ج_طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

3- من حيث الشكل:

أ_باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلي المصدر أو الجهة الرسمية.

ب_باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الإستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.

(1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993، ص

411.

(2) فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص76-77.

4_ من حيث الجنسية:

أ_ محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

ب_ أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.

ج_ دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

5_ من حيث الضمان:

أ_ مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.

ب_ غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

6_ من حيث طبيعة الفائدة:

أ_ فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها طويلة المدة.

ب_ فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

7_ من حيث قابلية التحويل:

أ_ قابلة للتحويل: يعطى لصاحبها الحق بإستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

ب_ غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق بإستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الجدول رقم (01-02):

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية عامل المقارنة
المرتبة الثالثة	المرتبة الثانية	الدرجة الأولى في السداد	أولاً: الحق في الحصول على دخل - من حيث الأسبقية - من حيث مبلغ الدخل أو العائد
المرتبة الثالثة والمتبقي	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ
المرتبة الثالثة والمتبقي	المرتبة الثانية	المرتبة الأولى	ثالثاً: الحق في الاسترداد القيمة - تاريخ الاستحقاق
المتبقي غير ملزم	القيمة الاسمية غير ملزم	إجباري	
ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	محدد مسبقاً وله تاريخ استرداد	

المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 40.

ثالثاً: المشتقات

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأساسي أو المرتبة كالأسهم والسندات والسلع ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات وعقود آجلة، عقود مقايضة، عقود خيارات وغيرها من العقود المالية ذات خصائص متماثلة⁽¹⁾.

أنواع المشتقات: يمكن التمييز بين الأنواع التالية من المشتقات:

1- عقود الإختيار: تعتبر عقود الإختيار مشتقات وأصول مالية التي تتداول في أسواق الإختيار، والتي قد تكون مستقلة أو من السوق الحاضرة.

(1) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، القاهرة، 2003، ص 212.

عقود الإختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة ، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة⁽¹⁾.

ويعتبر إتفاق للمتاجرة في زمن متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً⁽²⁾.

قبل المرور إلى أنواع حق الخيار يجب توضيح بعض العناصر⁽³⁾ :

مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.

محرر الإختيار: هو الشخص الذي عقد الاختيار مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الخيار.

سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.

السعر السوقي: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

وفيما يلي مختلف أنواع عقود الخيار⁽⁴⁾:

أ- **خيار النداء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء وليس الالتزام بالشراء ، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه ، وإذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه ، إذا يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة ، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق عليه.

ب- **خيار الطرح:** يعطي الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه ، يلجأ إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

(1) منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص 605.

(2) خالد وهيب الحناوي، الاستثمار مفاهيم وإستراتيجية، دار المسيرة، عمان 1998، ص 309.

(3) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم السندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 232-233.

(4) حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص 55-56.

2- عقود مستقبلية: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، تمثل تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه⁽¹⁾.

ومن أنواعها:

أ- عقود مستقبلية على سعر الفائدة:

هي عقود تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق، بصفة عكسية عن التي يتم تعيينها في البداية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المفترضة⁽²⁾.

ب- عقود مستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:

عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقًا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثابتة تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد⁽³⁾.

ج- عقود مستقبلية على سلع:

هو بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد

ويتمثل الفرق بين العقود الآجلة والمستقبلية فيما يلي⁽⁴⁾:

- العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية على عكس العقود المستقبلية التي توفر الحماية لطرفي التعاقد لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.
- مخاطرة عدم القدرة على التخلص من الالتزامات العقد المستقبلية يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإيداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تمامًا مع العقد الأجل فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر

(1) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 413.

(2) زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص 100.

(3) عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق ودورها في تحقيق تحول مشروعات القطاع العام إلى ملكية خاصة، دار النهضة العربية، عمان، 1996، ص 40.

(4) أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص 240.

أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف راغب في الانسحاب.

- التسوية اليومية للعقد: في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية إما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.

رابعاً: الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم بل مزجت بين خصائص ومميزات الأسهم⁽¹⁾.

ومن أنواعها:

1- أسهم ممتازة: جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية⁽²⁾.

2- شهادات الاستثمار: عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة ، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثل الأسهم العادية ،لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص. وبالتالي فالشركة تتحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

ومن خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت ولحاملها الحق في الأرباح والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

(1) منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 68.

(2) Y-Simon, encyclopédie de marché, financiers, economica, paris,1997,p03.

المبحث الثاني: آلية التعامل في البورصة

لقد إتسع نطاق التعامل بالأوراق المالية في البورصة نظرا للتطور الذي يشهده الاقتصاد في مختلف الدول بشكل عام، خصوصا بعد إنشاء البورصات التي تتمتع بعدد من المزايا التي يعتمدها المستثمر في تحقيق أهدافه.

المطلب الأول: عمليات البورصة وأوامرها

الفرع الأول: عمليات البورصة

تتمثل عمليات البورصة فيما يلي (1):

أولاً: العمليات العاجلة: تتميز بأنها تتم فوراً فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم حتى يتمكنوا من تسليمها وقت البيع، هذا بالنسبة لبورصة الأوراق المالية، ما بورصة البضائع (السلع) يتم بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها في المخزن أو عينة ممثلة لها، عادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري لهذا تعرف بالسوق الحرة.

ثانياً: العمليات الآجلة: تتميز بأنها دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى موعد "التصفية" وتجري هذه التصفية عادة كل شهر مرة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية حسب التنظيم المعمول به في البورصة وبالتالي تمتاز هذه الصفقات بالمضاربة كما هو الحال بالنسبة للعمليات الآجلة.

إلا أنه في بورصة البضائع (السلع) تكون الفترة الفاصلة بين تاريخ الاتفاق على الصفقة وتاريخ تصنيفها محل مضاربة بين المتعاملين للاستفادة من تغيرات الأسعار وتعتبر العقود المبرمة بمثابة عقود مستقبلية يجب على البائع أن يقدم البضاعة للمشتري في الوقت المتفق عليه كآخر أجل وعلى المشتري أن يستلمها ما دامت مطابقة للمواصفات المحددة ، قد تسلم السلع محل التعاقد دفعة واحدة أو على دفعات محددة وقد حددت هذه الصيغة الأخيرة أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في بورصة شيكاغو ، وأحسن مثال على إبرام عقود ضخمة -بيع بترول- وتسليمه على دفعات قد تدوم سنوات ،كما أن تعاقد العمليات الآجلة وانتشارها جعل الدول تلجأ إلى تنظيم أسواق خاصة بتلك الأنشطة والتي تسمى بأسواق العقود المستقبلية.

(1) محود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 135-136.

وأقيمت هيئات رسمية تشرف عليها وتراقبها كخرف المقاصة التي تقوم بتوفير الضمانات وتسهل عقد العمليات وتطوير السوق بصفة عامة.

الفرع الثاني: أوامر البورصة

تتاح أمام المستثمر أوامر ذات أشكال متعددة تتوافر بها شروط الأمر ومن هذه الأشكال⁽¹⁾:

أولاً: الأمر بالسعر المحدد: بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم أو سعر البيع مسبقاً ومثل هذا السعر يمثل الحد الأدنى في البيع والحد الأعلى في حالة الشراء.

ثانياً: أمر السوق: بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق هذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهاراته وكفاءته وأمانته بالحصول على أفضل الأسعار سواء في حالة الشراء أو البيع، أمر السوق أكثر الأشكال شيوعاً واستخداماً في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: الأمر بالسعر الأول (سعر الافتتاح): يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على الورقة المالية في الغالب يبلغ هذا الأمر أثناء التداول أو بداية جلسة التداول ، وتكمن صعوبة تنفيذ الأمر في التقلبات السعرية للأسعار لذلك يتطلب السرعة والمتابعة المستمرة عند التنفيذ.

رابعاً: الأمر بالسعر الأفضل: يعطي هذا الحق المرونة والحرية بتنفيذ الصفقة، لأن الأمر لا يحدد بدقة السعر في حالة البيع والشراء هنا توقيت إصدار الأمر يلعب دور في تحديد السعر الأفضل فإذا كان الأمر بداية الجلسة يصبح سعر الافتتاح الأفضل، وفي أثناء الجلسة، ظروف السوق، مهارة الوسيط تلعب دور في تحديد السعر الأفضل.

خامساً: الأمر مع التوقف عند سعر معين: تعطي مثل هذه الأوامر إلى الوسطاء للحد من خسائر الأرباح أو الخسائر الرأس مالية.

سادساً: الأمر المحدد بزمن: في الغالب تتزامن هذه الأوامر مع الأوامر المحددة فتحدد الأخير بمهلة زمنية لتنفيذه قد تكون يوم، أسبوع، شهر.

إن السبب وراء إصدار مثل هذه الأوامر تحسباً للظروف الاقتصادية وظروف سوق الأوراق المالية التي ربما تتغير أما باتجاه مصالح الزبون أو بالاتجاه المعاكس.

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة غرمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004، ص 173-176.

سابعاً: الأمر بالسعر التقريبي: يعتبر هذا الأمر أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت. إذ يترك الزبون الوسيط حرية تنفيذ الصفقة أعلى بقليل من السعر عند الشراء أو أدنى بقليل من السعر عند البيع يظهر هذا الأمر مدى أمانة ومصداقية الوسيط تجنباً للمخالفات والاعتراضات.

ثامناً: الأمر الحر أو المطلق: تصدر هذه الأوامر، لتعطي حرية التصرف للوسيط في تنفيذ الصفقة، وكما يراها الوسيط مناسبة لمصلحة الزبون، في هذه الأوامر لا تتحدد نوع، سعر أو كمية الأوراق المطلوبة.

تاسعاً: الأوامر المركبة والمحددة: ليست هناك حدود لأفكار المتعاملين في البورصة، ولا لأشكال أوامرهم، فهناك تشكيلة من الأوامر وصورها يجري استخدامها وتعديلها بصفة مستمرة، ومن أمثلتها:

1_ تعبير بدون التزام: مثل هذه التعابير ترافق الأمر بالسعر الأفضل، هذا التعبير يلزم الوسيط بالبحث عن صفقة مقبولة لا تحدث فجوات كبيرة بالأسعار وتظهر أهمية هذا التعبير في حالة عرض كميات كبيرة تؤثر في مستوى الأسعار السوقية.

2_ لفظة (تقدير): هذا اللفظ يلزم الوسيط بالمحافظة على السعر السابق، ومراقبة ظروف السوق لتجنب الفروقات الكبيرة، وبما يخدم مصلحة الزبون.

3_ تعبير الحد الأدنى: وبموجبه يحدد الزبون حد أدنى لتنفيذ الصفقة في حالة الشراء أو البيع.

4_ تعبير كل شيء أو لا شيء: وبموجبه لا يجوز للوسيط التنفيذ الجزئي للصفقة في حالة البيع أو الشراء.

عاشراً: الأوامر المحددة للكمية:

1_ أمر الكل أو العدم: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت سيقوم الوسيط بتنفيذ الأمر أما إذا لم تتوفر فيتم الانتظار حتى تتوفر كل الكمية المطلوبة أو المعروضة.

2_ أمر الكل أو العدم لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت سيقوم الوسيط بتنفيذ الأمر وإذا لم تتوفر يتم إلغاء الأمر وهذا ما يميز أمر fill or kill عن all or none.

3_ أمر التنفيذ ولو لجزء من الكمية لحظة الوصول: fil land kill

يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت تم التنفيذ، وإذا توفر جزء من الكمية يتم التنفيذ بمقدار ذلك الجزء ويتم إلغاء الباقي (إلغاء الأمر).

المطلب الثاني: مؤشرات البورصة وعملية المضاربة

الفرع الأول: مؤشرات البورصة

مؤشر السوق هو قيمة تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم لذلك يمثل السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم⁽¹⁾.

أولاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

1_ مؤشر داو جونز الصناعي: dow jones

يمثل المؤشر أكثر شهرة في الولايات المتحدة ويعكس تطور 30 سهماً صناعياً بالغة الأهمية، أحتسب هذا المؤشر للمرة الأولى عام 1848 من قبل ناشرين لـ: walle street journal هما: charles h- dow و edward D Jones

2_ مؤشر ستاندر أند بور: standard and poor

بدأ تكوينه عام 04-03-1957 ويعتمد بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، وهو على قدر كبير من الشهرة والاستخدام⁽²⁾.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، 2002، ص151.

(2) ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العربية، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003، ص 253.

ثانيًا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

هناك مؤشرات يكثر استخدامها في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما⁽¹⁾:

1_مؤشر نيكاي Nikkei :

تم إنشائه عام 1950 يتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيًا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2_مؤشر توبيكس Topix :

تم إنشاؤه بتاريخ 04-01-1968 هذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونًا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر من مؤشر نيكاي.

ثالثًا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:

هناك مؤشران هما⁽²⁾:

1_مؤشر كاك لكثافة الأسهم CAC: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991.

2_مؤشر كاك 40 CAC 40: ويتم حسابه انطلاقًا من عتبة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إباراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص253.

رابعاً: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

هناك مؤشرين أكثر استخداماً وشهرة في بريطانيا وهما⁽¹⁾:

1_ مؤشر فاينا شل تايمز: يعد أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا يتكون من 100 من الأسهم المتداولة في بريطانيا.

2_ مؤشر فاينا شل لكثافة الأسهم: يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام.

الفرع الثاني: عملية المضاربة

هي بيع وشراء الأوراق المالية لحاجة راھنة ولكن للاستفادة من فوارق الأسعار الناتجة عن تنبؤ في تغير قيمة هذه الأوراق.

بحيث يقوم المضارب بالشراء عندما تنخفض الأسعار لضعف الطلب وكثرة العرض فيسعى بصورة غير مباشرة إلى زيادة الطلب وبالتالي رفع السعر كما أنه يلجأ إلى البيع عندما ترتفع الأسعار فيكثر العرض وكمياتها في السوق فتتخفض الأسعار وهكذا.

المطلب الثالث: تسعيرة البورصة

يقصد بتسعيرة البورصة أو سعر البورصة القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة وتسجل في لوحة التسعيرة داخل جهاز البورصة، ويعكس هذا السعر تلاقي كل من العرض والطلب على بيع وشراء الأوراق المالية ومن أهم أشكال التسعير نجد:⁽²⁾

الفرع الأول: نقطة التوازن

تكون نقطة التوازن نتيجة تلاقي العرض والطلب عند نقطة معينة، ويختل هذا الوضع في حال قصور العرض عن مجارات الطلب عندما لا يمكن تلبية طلبات المشترين، والعكس في حال عدم مجارات الطلب للعرض حيث لا تتم أيضاً تلبية طلبات البائعين.

(2) محمد أمين زويل، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، 2002، ص 151.

(1) براق محمد، بورصة القيم المتداولة، أطروحة دكتوراه حولة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 179.

(2) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 251-252.

الفرع الثاني: التسعير بالمناداة

يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء في الردهة ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات التي في حوزتهم، لدي 'ai، أخذ je prends ويستعمل هذان التعبيران للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء، ونظرا للضجيج في الردهة يلجأ الوسيط إلى استعمال إشارة باليد أفقيا في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع.

الفرع الثالث: التسعير بالمعارضة

تدون في سجل خاص ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي هذه التسجيلات لمعرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة ويعتمد نجاح هذه الطريقة على فعالية شخصين: المسعر وهو موظف البورصة والخبير وهو مندوب أحد الوسطاء.

ويعتمد المسعر في هذه الطريقة إلى تعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود معينة.

الفرع الرابع: التسعير بواسطة الصندوق

تستعمل هذه الطريقة بصورة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى توازن عن طريق التسعير بالمعارضة، حيث يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد وتعتمد إدارة البورصة إلى تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

المطلب الرابع: مؤسسات سوق الأوراق المالية (البورصة)

حتى تعمل سوق الأوراق المالية بصورة جيدة، استدعى الأمر إلى ضرورة توفر مؤسسات مالية وسيطة من شأنها أن تؤدي دورا مهما في تدفق الموارد من المدخرين إلى المستثمرين وتمثل مؤسسات سوق الأوراق المالية في تلك المؤسسات المكلفة دون سواها من المؤسسات المالية الأخرى بتداول وتسجيل الأوراق المالية والحقوق المرتبطة بها ولا يمكن لهذه المؤسسات القيام بعملها ما لم تحصل على ترخيص بذلك بالإضافة إلى توفير الضمانات الكافية ونجد من بين هذه المؤسسات⁽¹⁾ :

(1) العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص 50-52.

الفرع الأول: بنوك الإستثمار والأعمال

بنوك الإستثمار والأعمال هي بنوك تقوم بعمليات تتصل بتجميع المدخرات لخدمة الإستثمار وفقا لخطط التنمية الاقتصادية وسياسات دعم الاقتصاد القومي تدعى كذلك ببنوك الأعمال وهي ليست بنوك بالمعنى العادي فهي لا تقوم بتلقي وإصدار الودائع (لا تقوم بالإقراض) ، وإنما تكتفي بالقيام بعمليات الشراء والبيع لصالح الشركات التي تلجأ إليها رغبة في الإقراض والحصول على موارد مالية وقد تقوم بهذا عن طريق وساطة شركات البورصة، كما يمكن لهذه البنوك (بنوك الإستثمار) إن تستثمر أصولها مباشرة في البورصة.

وتظهر وساطة بنوك الإستثمار في بيع الأوراق المالية من خلال تقديم النصيحة للشركة بشأن إصدار أسهم أو سندات، فإذا اقترحت على الشركة إصدار سندات فإنها تعطي لها نصيحة تتعلق بأجل استحقاق السندات وسعر الفائدة عليها، وبعد أن تقرر الشركة نوع الورقة المالية التي ستصدرها تتقدم إلى بنك الإستثمار الذي يعمل كمتعهد يضمن للشركة سعر معين لأوراقها ثم يقوم ببيعها للجمهور، فإذا كان حجم الإصدار صغيرا يمكن لبنك إستثمار واحد أن يتولى الإصدار، وإذا كان حجم الإصدار كبيرا فإن مجموعة بنوك إستثمار تعرف بإتحاد رأس المال وهي التي تتولى الإستثمار ويكون الهدف من وراء ذلك تسويق الإصدار بمعنى القيام بإعلانات في وسائل الإعلام والاتصال للمشتريين المحتملين مثل البنوك وشركات التأمين أو قد يتم البيع المباشر للجمهور.

الفرع الثاني: البنوك المتخصصة

تعرف البنوك المتخصصة على أنها مؤسسات مالية ومصرفية تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم نوعا محددًا من النشاط الاقتصادي وفقا للقرارات الصادرة بتأسيسها والتي لا يكون قبول الودائع تحت الطلب من أنشطتها الأساسية ولمساهمتها المباشرة في التنمية يطلق عليها أحيانا: مصارف التنمية وأحيانا أخرى مؤسسات إقراض متخصصة.

تتعامل البنوك المتخصصة بأدوات الائتمان المختلفة في السوق المالية ومن شأنها أن تمارس مهمة الوساطة المالية بين أنواع محددة من المقرضين والمقترضين، وتمتاز هذه البنوك بكبر حجم رأسمالها الذي يزيد بشكل كبير عن مجموع أموال الغير لديها، كما أن معظم القروض التي تمنحها تكون طويلة الأجل إضافة إلى ذلك لا تبتعد هذه البنوك عن تمويل القطاعات ذات المخاطر العالية فهي تجاوزت هذه المحاذير بهدف تحقيق التنمية الشاملة وذلك عن طريق قيامها بالإستثمار المباشر أو بإنشاء مشروعات جديدة أو المساهمة في رأسمال المشروعات وتقديم الخبرات الفنية والمشورة في مجال تخصص البنك.

الفرع الثالث: تجار وسماسرة الأوراق المالية:

يضطلع السماسرة بشراء وبيع الأوراق المالية لعملائهم مقابل عمولة، بالإضافة إلى أن معظم السماسرة يقدمون المشورة لعملائهم عن الاستثمار، فالمستثمر الفرد لا يستطيع بيع وشراء الأوراق المالية مباشرة في سوق الأوراق المالية ولكن يجب أن يقوم بذلك بالمرور عبر سمسار يكون عضوا في البورصة.

أما تجار الأوراق المالية فهم يشبهون إلى حد ما السماسرة ولكنهم ليسوا مجرد وكلاء للمشتريين والبائعين، إذ تكون لهم قائمة بالأوراق المالية حتى ولو كانت صغيرة جدا مقارنة بحجم تعاملاتهم وحينما يطلب منهم مشتري يستطيعون بيع الأوراق المالية المطلوبة من الموجودات لديهم، ويختلف تجار الأوراق المالية عن بنوك الاستثمار في أنهم يقومون بالاتجار أساسا في السوق الثانوية أي في البورصة، بينما تعمل بنوك الاستثمار في السوق الأولية.

الفرع الرابع: البورصات المنظمة

تنقسم الأسواق الثانوية للأوراق المالية إلى بورصات منظمة وبورصات غير منظمة، وتتميز البورصة المنظمة بأنها مكان مركزي وتعمل كهجين من سوق المزاد حيث يقوم تجار الأوراق المالية بصناعة السوق عن طريق قيامهم بشراء وبيع الأوراق المالية طبقا لأسعار معينة، وهناك أيضا ما يسمى المتخصص الذي يساعد على إتمام التعامل في أوراق مالية معينة، فإذا قام بالتوفيق بين رغبات المشتريين ورغبات البائعين فهو يعمل كسمسار وإذا لم يتم التوفيق يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون الأوراق المالية، وغالبا ما ينصب على أنواع معينة من الأوراق.

المبحث الثالث: بورصة الجزائر

لقد تأخرت عملية إنشاء بورصة الجزائر كثيرا، على الرغم أنها من بين المشاريع ومراحل الإصلاحات الاقتصادية التي أقرتها قوانين 1988 إذ يدخل إنشائها ضمن إصلاحات نظام التمويل من الإصلاحات الشاملة، والسبب يرجع هنا إلى عدم استعداد هذه الشركات.

حيث عرفت الجزائر تحولات هامة بغرض معالجة وتدارك الوضعية الحالية فسارعت بإصلاحات لتحرير الاقتصاد وتهيئة المحيط، ارتأت السلطات العمومية إلى إنشاء بورصة الجزائر إذ أن البورصة تعتبر أداة فعالة ومكان لإلتقاء قوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد.

المطلب الأول: ظروف نشأة البورصة في الجزائر

الفرع الأول: الإطار القانوني للبورصة

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التنفيذ عام 1988 بصور قانون 06-88⁽¹⁾.

وفي نفس السنة أصدر المشرع الجزائري عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وتحويل المؤسسات العامة إلى شركات أسهم التي تدير حسب أحكام القانون التجاري المكمل لقوانين عام 1988.

وفي الفترة الممتدة من 1990 إلى 1992 تم إنشاء ما يعرف بشركة القيم المنقولة التي تأسست اعتمادا على صناديق المساهمة الموجودة (8 صناديق) وقدر رأسمالها بـ: 3200000 دج ويدير هذه الشركة مجلس إدارة يتكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة. والجزائر في هذه الفترة لم تستطع إنشاء بورصة بالمعنى الحقيقي لعدم توفر الإطار القانوني والظروف المناسبة.

إنطلقت عملية وضع الإطار القانوني للبورصة منذ 1992 وذلك بعد رفع رأسمال البورصة إلى 93200000 دج وذلك في فيفري 1992 كما تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10⁽²⁾ وذلك في 25 أفريل 1993 بالمرسوم رقم 93-08.

(1) قانون 06/88 المؤرخ في 22 جمادي الأول 1408 الموافق لـ 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 12/68 المؤرخ في 19 أوت 1986، والمتعلق بنظام البنوك والنقد، الجريدة الرسمية رقم 26 المؤرخة في 18 ذو القعدة 1411هـ.

(2) المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 87 المؤرخة في 29 ديسمبر 1997.

وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المذكور سابقا بدأ العمل في البورصة وأقر إنشاء منطمتين:

- 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي يرمز لها ب: COSOB وهي المتحكمة في سوق القيم المنقولة.
- 2- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة. SGBV وهي شركة أسهم أسست بين الوسطاء في عمليات البورصة وتسهر هذه الشركة على السير الحسن لعملية المبادلات.

الفرع الثاني: مراحل إنشاء البورصة في الجزائر

لم يكن قرار إنشاء البورصة الجزائر وليد الصدفة بل لعوامل وظروف عديدة في الاقتصاد، هذا الأخير الذي كان يعتمد في تمويله أساسا على القروض البنكية مما أدى إلى زيادة التضخم وانخفاض قيمة العملة وبالتالي ضرورة إيجاد مصادر مالية جديدة للتمويل من أجل تحسين بيئة الاستثمار في الجزائر. وتسهيل عملية الخوصصة ولقد تم إنشاء البورصة في الجزائر في مرحلتين هما:

المرحلة الأولى: 1990-1992: اتخذت الحكومات عدة إجراءات بعد أن حصلت بعض المؤسسات المالية على استقلاليتها وكذا إنشاء صناديق المساهمة من جملة هذه الإجراءات أنشأت شركة القيم المنقولة (CVM). ومهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول العظمى وتأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية رأسمالها 3200000 دج يديرها مجلس إدارة مكون من (08) أعضاء كل عضو ممثل لصندوق⁽¹⁾.

المرحلة الثانية: 1992- إلى يومنا هذا: هذه الفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها ودورها الغير واضح الذي يجب أن تلعبه في فبراير 1992 رفع رأسمال الشركة إلى 9320000 دج كما أن أسهم الشركة تغير إلى (BVM) "بورصة الأوراق المالية" والبورصة لها مقام مادي بقصر المعارض، كما صدرت في هذه المرحلة أهم القوانين والمراسيم المتعلقة بشركات المساهمة وإمكانية اللجوء العلني للاذخار وأشكال وأنواع الأوراق المالية والوسطاء والهيئات المنظمة والمراقبة للسوق.

وبتمويل من البنك العالمي وفرنسا تم اتخاذ تدابير جديدة لإعادة تنشيط بورصة الجزائر، فقد اعتبر السيد صادمي علي رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 28 جوان 2004 الموافق لـ 09 جمادى الأول 1425 هـ.

(1) ص. حفيظ، مقال بجريدة الخبر، العدد 4125، بتاريخ 29 جوان 2004، ص.2.

إن التدابير المتخذة في إقواب تأسيس شركة الحفظ المركزي للأوراق المالية ستسمح بإعادة تنشيط بورصة الجزائر وبلوغ المعايير الدولية المعمول بها في هذا المجال. ومن بين التدابير المتخذة إلغاء التعامل ماديا بالأسهم والسندات وأنه سيتم تنظيم لقاءات تحسيسية بغية إقناع المتعاملين بأهمية التدابير الجديدة المرتبطة أساسا بتأمين كل التعاملات المالية وتلك الخاصة بالأسهم والسندات والسوق المالي. فيما قامت الخزينة الفرنسية بتمويل الجزء الخاص بالتجهيز وجزء آخر ضمنته البنوك العمومية والشركات المعنية "صيدال"، "الأوراسي"، و"رياض سطيف"⁽¹⁾.

المطلب الثاني: شروط وأهمية قيام بورصة الجزائر

البورصة مؤسسة مالية ضرورية لقيام اقتصاد عصري وهي ضرورية لتمويل وتنشيط الحياة الاقتصادية في الدول، لا سيما إذا توفرت شروط فعاليتها وحسن تنظيمها وسيرها.

الفرع الأول: شروط قيام بورصة الجزائر

- تحرير الأسعار والتجارة الخارجية
- تشجيع الاستثمار الخارجي.
- وضع قواعد جديدة تخص علاقات العمل.
- اعتماد برنامج واسع للخصوصية.
- استقرار وحدة النقد، ومحاولة السيطرة على التضخم.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي.
- تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.
- يجب أن يكون الهدف النهائي من تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.
- الاهتمام بوسائل الإعلام⁽²⁾.

الفرع الثاني: أهمية قيام البورصة

مما لا شك فيه أن إنشاء بورصة تكتسي أهمية بالغة فهي تعمل على تكميل وتنويع موارد التمويل فبعد ضعف الموارد البنكية وصرامة مؤشرات البنوك ورقابة البنوك والدور الجديد المسند لمؤسسات القروض الذي أصبح يعتمد على التجارة وانسحاب الخزينة من عمليات الاستثمار المنتجة، كان من الضروري إنشاء سوق مالية في الجزائر، أضف إلى ذلك أنه ينظر من تأسيس سوق مالية ظهور إمكانيات تمويل جديدة غير تضخمية تعتمد على الاستعمال

(1) درار نصيرة، بورصة الجزائر حقيقة وأفاق دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات الجامعية التطبيقية، 2003-2004، ص53-54.

(2) لخضر عزي، تكوين الأسعار، دروس ملقاة على طلبة التجارة الدولية، معهد العلوم التجارية، جامعة المسيلة، ص22.

المباشر لموارد الادخار الموجودة، لأن القروض البنكية المحرر الوحيد لتمويل الاستثمارات يؤدي إلى تفاقم التضخم:

- جذب الادخارات المحلية والأجنبية وذلك بتتويج صيغ التوظيف مع توجيهها للاستثمارات المنتجة.
- يمكن للسوق المالي أن يكون إطاراً ملائماً للقيام بعمليات إعادة تنظيم وهيكل الصناعة⁽¹⁾.
- السوق المالي بديل آخر للتوظيف بالنسبة للمدخرين الذين يستعملون مدخراتهم في توظيفات عقارية، أو في نشاطات المضاربة في القطاع الغير رسمي.
- عصره تسيير المديونية الخارجية.
- بروز مساهمات العمال بفضل فتح رأس مال المؤسسات لهم.
- تحفيز الإيداعات المالية.

المطلب الثالث: شروط وإجراءات قبول الأوراق المالية للتداول في بورصة الجزائر

تحدد شروط قبول الأوراق المالية للتداول في السوق بموجب النظام العام للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 ومن بين هذه الشروط نجد⁽²⁾:

الفرع الأول: شروط قبول الأوراق المالية

أولاً: الشروط العامة: وتتمثل الشروط العامة فيما يلي:

- يجب أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاث الأخيرة.
- تقديم تقرير تقييمي لأصولها منجز من طرف خبير محاسب مستقل، مع إثبات وجود هيئة مراجعة الداخلية، ويطلب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم محافظ الحسابات في تقريره بشأن الرقابة الداخلية.
- يجب أن تكون السنة المالية الأخيرة رابحة.
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف اللجنة.
- يجب أن تكون أسهم الشركة مدفوعة قيمتها بكاملها.
- ضرورة إعلام شركة إدارة البورصة بالتخلي عن عناصر الأصول في حالة ما إذا قامت الشركة بذلك قبل أن تتقدم بطلب الدخول للبورصة.

(1) وسيلة عبد الواحد وآخرون، تحليل علاقة النشاط المالي لمؤسسة اقتصادية ببورصة القيم المنقولة، مذكرة تخرج لنيل شهادة التطبيقية للدراسات الجامعية، معهد العلوم التجارية، المسيلة، 2000، ص38-39.

(2) بن صوشة تامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية، -دراسة حالة الجزائر- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص106.

- عدم تمكين مساهم من حق مراقبة الشركة على حساب غيره من المساهمين أو استعمال معلومات مميزة أو خاصة لحسابه.

ثانياً: الشروط الخاصة: وتتمثل الشروط الخاصة فيما يلي:

1- شروط قبول الأسهم:

- يجب أن يكون للشركة رأسمال لا يقل عن مائة مليون دينار (100.000.000 دج).
- يجب أن توزع على الجمهور 20% من رأسمال الشركة الإجمالي.
- يجب أن يكون لها 300 مساهم على الأقل، يوم إدخالها في البورصة.

2- شروط قبول السندات:

- يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساوياً على الأقل 100 مليون دج.
- يجب أن يكون عدد حائزي السندات مائة (100) حائز على الأقل يوم الإدخال، ويجب أن تضع زيادة على ذلك مصلحة للتدقيق الداخلي وضمان خدمة مقبولة لنقل السندات.
- قيم القروض المصدرة من قبل الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد الحاملين.

الفرع الثاني: إجراءات قبول الأوراق المالية في بورصة الجزائر

هناك عدة إجراءات يجب أن تتبعها الشركة لإدخال أوراقها المالية للتداول في بورصة القيم المنقولة بالجزائر، حيث تتمثل هذه الإجراءات فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: تحضير عملية الإدخال:

وتتم هذه العملية عن طريق:

- اختيار الهيئة الاستثمارية التي تساعد على التحضير للدخول في البورصة، حيث تتشكل هذه الهيئة من الطاقم أدناه:

- اختيار وسيط في عمليات البورصة بغية تحضير ملف القبول وتقديم استشارات مالية، بالإضافة إلى المساعدة على تحديد سعر العرض.
- بنك الإدخال.
- محافظ حسابات.

(1) حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998، ص 23-25.

- مكتب خبرة محاسبية لتقييم الأصول المالية.
- وكالة اتصال.

- التسليم الرسمي لملف القبول الإدخال في قيد البورصة، ويتكون ملف قبول الدخول من:

➤ طلب قبول مرفق بملف مبسط يحتوي أربع جوانب:

- ✓ توثيق عام حول الشركة.
- ✓ توثيق متعلق برأس مال الشركة.
- ✓ وثائق اقتصادية ومالية.
- ✓ وثائق قانونية.

➤ مشروع بيان مذكرة إعلامية.

➤ تعيين وسيط العمليات بالبورصة لمتابعة إجراءات القبول والانتماء.

كما يجب إيداع طلب القبول في مفاوضات البورصة شهرين قبل تاريخ تسعير البورصة. ونفس الأجل يمنح للجنة من أجل دراسة ملف القبول والتي يحق لها أن تطلب تعديلات قبل منح تأشير القبول.

ثانياً: إجراءات عملية الإدخال:

بعد قبول إدراج الأوراق المالية للشركة في البورصة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تعمل شركة إدارة البورصة بتنظيم إجراءات الإدخال وذلك وفقاً لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 تقوم بإعلام الجمهور بواسطة نشر إعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعير وذلك تحت رقابة اللجنة.

ويحتوي الإعلان على ما يلي:

- هوية الشركة المصدرة.
- الوسيط أو الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بمتابعة إجراءات القبول والإدخال.
- عدد وطبيعة وخصائص الأوراق المالية.
- السعر الذي يقترحه المدخلون.
- إجراءات أخرى معتمدة للتسعير الأولى.

كما يجيز النظام الخاص ببورصة الجزائر ثلاث أنواع من الإجراءات التي يمكن أن تنتهج في عملية الإدخال وهي:

- الإجراءات العادي ويطبق فيما يخص الأوراق المالية الشبيهة بالأوراق المسعرة وكذا بالنسبة لسندات الدين.
- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد.
- لإجراء العرض العمومي بأدنى سعر.

المطلب الرابع: التنظيم الهيكلي لبورصة الجزائر

- لقد حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 أسس تنظيم سوق القيم المنقولة التي تتكون من هيئتين، تقوم بتسيير البورصة ومراقبتها وإقامة الصفقات بها وهما:
 - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)
 - شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)
- بالإضافة إلى ذلك فقد تم تحديد القانون الأساسي للوسطاء في عمليات البورصة.

الفرع الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تأسست اللجنة عن طريق المرسوم التشريعي رقم 93-10 في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة وزاوت أعمالها ابتداء من فيفري 1996. تعتبر اللجنة هيئة تمتاز بالاستقلالية الإدارية والمالية، كما أن لديها مهمة تنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بالحرص على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- تحقيق الشفافية في تسيير القيم المنقولة.

تتكون اللجنة من رئيس يمارس نشاطه بصفة دائمة وستة (06) أعضاء غير دائمين ويعين الرئيس لعهد مدتها 4 سنوات وهم كما يلي⁽¹⁾:

- 1) قاضي يقترحه وزير العدل.
- 2) عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- 3) عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- 4) عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسابهما في المجال المصرفي أو البورصي.

تملك اللجنة تحت تصرفها أمانة مجهزة بمصالح إدارية وتقنية تعمل تحت تصرف رئيس اللجنة.

(1) نظام رقم 94-176 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34 المؤرخة في 23 ماي 1993، ص10.

الفرع الثاني: شركة إدارة بورصة القيم (S G B V)

إن شركة إدارة بورصة القيم مطالبة بتجهيز الاقتصاد الجزائري ببورصة تكون مرآة لمكانتها وحجمها الجهوي والدولي منذ نشأتها في 25 ماي 1997 عكفت على القيام بكل التدابير العملية. والتقنية اللازمة للتبادلات للقيم المنقولة وذلك بغية⁽¹⁾:

- ترخيص انفتاح رأسمال المؤسسات العمومية والخاصة المنظمة على شكل شركات ذات أسهم (SPA).
- الحصول على حصة من أصول هذه الشركة.
- تحقيق تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي الوطني.
- الحصول على مصدر سيولة من الادخار المستثمر على المدى الطويل.

شركة إدارة بورصة القيم هي شركة ذات أسهم مكونة من طرف وسطاء عمليات البورصة الذين ينفردون بحق التفاوض في الأوراق المالية المتداولة في البورصة، لحساب زبائنهم ولحسابهم الخاص فهي إذن مطالبة بتقديم خدمة ذات نوعية.

ويكون القيام بمهام الشركة تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومن أوائل المؤسسات التي اكتتبت في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم هي:

1- البنوك الوطنية:

- بنك التنمية المحلية BDL
- البنك الخارجي الجزائري BEA
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR
- البنك الوطني الجزائري BNA
- القرض الشعبي الجزائري CPA
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP
- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNM

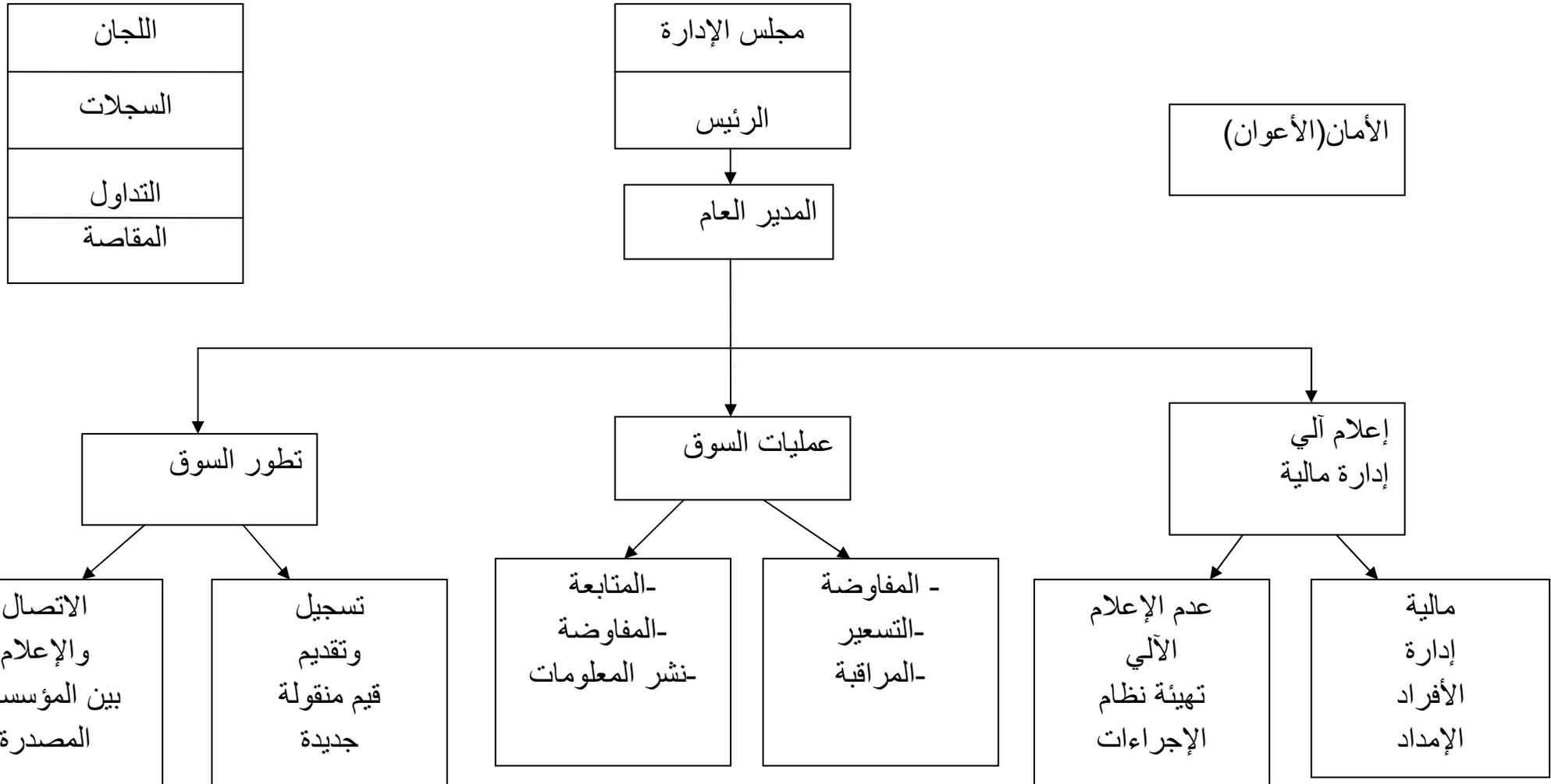
2- الشركات الوطنية للتأمين: caar / ccr / saa / caat

(1) Collection guide plus- le guide de la bourse et des opérations boursières « la bourse d'aller » p,9-10.

3- البنوك الخاصة: مجموع البنوك (الاتحاد البنكي)¹ يمكن اختصار
تنظيم (تسيير) شركة بورصة القيم في الشكل رقم (01): Annales de la COSOB publication
N° , p21.

⁽¹⁾ Annales de la COSOB publication N° , p21.

الشكل رقم: (01-02)
الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم



المصدر: جمال الدين سحنون، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص52.

خاتمة الفصل:

تعد بورصات الأوراق المالية المنتظمة، المؤسسات المالية الأكثر تعاملًا من قبل المستثمرين لعقد العديد من الصفقات المالية، يلعب الوسطاء دورًا أساسيًا في تنفيذ توجيهات الزبون بشأن الصفقة عبر أوامر يشترط بها الوضوح والدقة لنوع سعر و كمية الورقة المالية موضوع الصفقة.

وبهذا الصدد بإمكان المستثمر أن يتعامل بالعديد من الأوامر بأشكال متعددة تتسجم ورغبة المستثمر بعقد الصفقة. ومع تطورات البورصات ونضوجها يبتكر المتعاملين بها من صناع للسوق، العديد من العمليات الهدف تفعيل دور البورصة، وزيادة نشاطها ، فهناك العمليات النقدية والأخرى الآجلة والتداول الهامش والبيع القصير، هذه العمليات أتاحت أمام المشتري خيارات متعددة ومتنوعة في التعامل بالأوراق المالية.

الفصل الثالث:

كيفية أداء الجهاز البنكي في
تنسيق سوق الأوراق المالية

تمهيد الفصل:

تشكل البورصة ركنًا أساسيًا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص، ويبرز دور هذه السوق كأحدى 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 الوساطة هذه من خلال تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية المختلفة وذلك مع المحافظة في نفس الوقت على عنصر السيولة.

العمليات التي تبدأ في سوق قد تنتهي في سوق آخر، مثال ذلك في سوق النقد لتمويل شراء أسهم وسندات طويلة الأجل ريثما يبيعها حاملها في السوق المالية كما يمكن للبنوك أن تلجأ إلى السوق في حالة افتقادها لمصادر التمويل على مستوى السوق النقدي. لذلك على البنوك أن ترفع وتحسن من أدائها لمواجهة النظام الاقتصادي الجديد الذي يعتمد على السرعة ودقة تنفيذ الأوامر خاصة استعمال التقنيات الحديثة في مجال اتصالات بين البنك والبورصة.

ومن هنا سوف يتم التطرق في هذا الفصل إلى كل من آليات تفعيل سوق الأوراق المالية ودور البنوك في تفعيل بورصة الجزائر في المبحث الثاني والثالث على التوالي ويكون المبحث الأول مخصص لتوضيح الدور الذي تلعبه البنوك في تنشيط البورصة.

المبحث الأول: البنوك وأسواق الأوراق المالية

إن العمليات التي تتم بين البنك والبورصة تساهم في استقطاب أكبر عدد من المدخرين لكل منهما مقابل عمولة. بالإضافة إلى تسهيل عمليات إجراء الصفقات وتسليم و استلام الأوراق المالية التي يساهم فيها البنك فهو يضمن سلامة العمليات التي تتم بين الوسطاء وبالتالي بين المستثمرين والمدخرين. مما يشجع المبادلات بالبورصة.

المطلب الأول: عمليات البنوك في الأوراق المالية

الفرع الأول: شراء وبيع واستلام الأوراق المالية كودائع

تتمثل عمليات الشراء وبيع واستلام الأوراق المالية كودائع فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: شراء وبيع الأوراق المالية

يشترى البنك الأوراق المالية لغرض بيعها بعد مدة لتحقيق الربح بالشراء في سوق الأوراق المالية عند انخفاض الأسعار ويحتفظ بها في محفظة الأوراق المالية، وعند ارتفاع أسعارها يقوم بإعادة بيعها للحصول على أرباح ويقم البنك بتنفيذ الأوامر لحساب عملائه وتتم عملية الشراء والبيع عن طريق سماسرة ومدوبيهم بالبورصة.

ثانياً: استلام الأوراق المالية كودائع

تقوم البنوك التجارية باستلام الأوراق المالية بصفة أمانة نظير الحصول على نسبة مئوية من القيمة الاسمية لورقة بتسليم أجور الإيداع مقدما عن سنة. فالعميل يطمئن على أوراقه من السرقة والضياع عندما تكون في عهدة البنك الذي يقوم بحفظها في خزائن محروسة جيدة، كما يقوم البنك بإدارة هذه الأوراق بتحصيل الكوبونات وتقييدها في حساب العميل في الوقت المناسب وتحصيل السندات المستهلكة واستخدام حقوق السهم. يستفيد البنك من هذا الإيداع على أجور كما يضمن زبونية عملائه، فالعميل الذي يودع أوراقه المالية في البنك يفتح له حسابا جاريا يودع به الأموال الفائضة عن حاجته ويخصم لديه الأوراق التجارية ويكلفه بشراء وبيع الأوراق المالية.

ثالثاً: إيداع الأوراق المالية

- 1- إيداع بصفة التأمين: السلفيات التي تكون بضمان أوراق مالية تستدعي من المقترض إيداع الأوراق المالية في حيازة البنك بصفة مؤقتة حتى سداد قيمة الصفقة.
- 2- إيداع بصفة مؤقتة: تقوم البنوك باستلام أوراق مالية لإيداعها بصفة مؤقتة للقيام بعمليات معينة، كقبض أوراق مستهلكة، أو استبدال الشهادات المؤقتة بأسهم قابلة للتداول و عديد

(1) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص60.

العمليات التي تستدعي وجود أوراق مالية لدى البنك، ويكون البنك مسئول عنها في حالة الضياع أو السرقة أو التلف.

الفرع الثاني: التأمين في استهلاك السندات

يرتفع سعر السندات السوقية عن سعر إصدارها في الحالة التي يكون فيها الاستهلاك السنوي كبيراً، مما يؤدي إلى قلة العدد الموجود منها في التداول، حيث تقوم الشركة المصدرة برفع القيمة الاسمية لحامله أو يدفع لهم النصيب إذا كان الحظ حليف حامله، هذا في حالة السندات ذات نصيب. أما في حالة السندات ذات الفائدة المرتفعة، عندما ينخفض سعر الفائدة السوقية عن سعر فائدتها، يجد حامل السند من مصلحته أن يتفادى الخسارة المحتملة مثل هذه السندات، فيلجأ إلى التأمين عليها، ويقوم البنك بهذا التأمين كعملية من العمليات التي تدر عليه أرباحاً. وفي حالة السند المستهلك إما أن يعطي البنك لحامل السند المستهلك سند آخر بدلاً منه، له نفس حقوق السند المستهلك أو يعطيه قيمته السوقية يوم السحب وذلك مقابل إعطاء البنك السند المستهلك، أما إذا كان الاستهلاك هو آخر استهلاك سنوي للسند فليس للبنك إلا أن يدفع قيمة السند السوقية⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إصدار الأوراق المالية نيابة عن الهيئات والشركات

إن البنوك بفضل علاقتها واتصالها بالسوق في مركز يسمح لها بتمثيل الأوراق المالية لذا نجد الشركات التجارية والصناعية والهيئات العامة تلجأ إليها لإصدار أسهمها وسنداتهما بإحدى الطرق التالية⁽²⁾:

- يتقاضى البنك نظير الإصدار عمولة على كل ورقة مصدرة ويختلف مقدار العمولة تبعاً لصعوبة التثمين وقيمة الورقة وشروط الإصدار، في هذه الحالة لا يتحمل البنك أي خطر.
- تضمن البنوك تغطية الإصدار بأن تصدر الأوراق كما في الحالة السابقة إلا أن الأوراق التي لا تباع بعد تاريخ معين يأخذها البنك لحسابه وبذلك تضمن الشركة إمكان قيامها قانونياً وأن تعمل بانتظام مع ذلك التاريخ.
- قد يكون لبعض البنوك نقابة لشراء كل الأوراق المصدرة دفعة واحدة لإعادة بيعها فيما بعد، ولهذه الطريقة مخاطر إذ أن أعضاء النقابة مضطرون لرقابة السوق حتى لا تتخفف الأسعار بسبب كثرة العروض.

(1) براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-

2006، ص 230.

(2) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 76.

الفرع الرابع: أعمال النقابات المالية والكوبونات

تتمثل أعمال النقابات المالية والكوبونات فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: أعمال النقابات المالية

تشارك البنوك في نقابات لعرض القيام بأعمال مالية تحصل من خلالها على أرباح وتتخذ هذه النقابات أشكالاً مختلفة:

1- **نقابات الإصدار:** تقوم الشركة المصدرة بتصريف كل أسهم الشركة دفعة واحدة بسعر أعلى وبما أن علاقات المؤسسين التجاريين محدودة فإنهم يلجئون إلى البنوك بفضل معاملاتهم وعلاقاتهم الأوسع وثقة الزبائن فيما يمكنها تصريف الأسهم بسهولة، تقوم البنوك بشراء الإصدارات لحسابها وتحت مسؤوليتها لبيع الأوراق فيما بعد بسعر أعلى، ولشراء مثل هذه الإصدارات لا بد من رؤوس أموال ضخمة يعجز البنك الواحد توفيرها. لذلك تشارك عدة بنوك على شكل نقابة لإجراء هذه العملية.

2- **نقابات الضمان:** يقتصر دورها على شراء ما لا يمكن للشركة أن تبيعه من الأوراق المصدرة في تاريخ معين في هذه الحالة تضمن النقابة الاكتتاب في مل الإصدارات لحسابها وتشتري النقابة الأوراق بسعر أقل من القيمة الاسمية ثم تبيعهما بسعر أعلى عندما يتم بيع الأوراق المالية تقسم النقابة الأرباح المحققة بين الأعضاء على أساس مساهمتهم في رأس المال في العملية، مع العلم أنه بالإمكان أن تحقق خسارة باهظة.

3- **نقابات تعزيز الأسعار في البورصة:** تحتاج المشروعات إلى مصاريف باهظة والوقت قد يطول ولا يبدأ المشروع بتحقيق الأرباح إلا بعد مدة، خلال هذه المدة تهبط أسعار أسهم الشركة وكذلك في أوقات الكساد الصناعي حيث لا تحقق المشروعات أرباحاً، فالوصول إلى المحافظة على مستوى أسهم الشركات لا بد من استثناء نقابات لهذا الغرض لحفظ التوازن بين العرض والطلب لهذه الأوراق وبالتالي المحافظة على مستوى الأسعار.

4- **نقابات البورصة:** هي عبارة اتفاق بضعة بنوك للتأثير على أسعار الأوراق المالية، فمثلاً الشركة تقوم بشراء كمية كبيرة من أسهم الشركة المراد أداء الحركة عليها خلال فترة الكساد أو هدوء السوق المالي ثم تقوم بعمل حملة إعلانية واسعة النطاق لإظهار مزايا الشركة وما ينتظر من رفاهيتها ونجاحها.

فإذا أقبل الجمهور على الاكتتاب بالأسهم وارتفعت أسعارها تقوم النقابة ببيع الأوراق وبالتالي تحقق أرباح ويتطلب هذا النوع من لنقابات الخبرة ودراية بالدراسات المالية وأحوال السوق.

ثانياً: الكوبونات

(1) مسعود برياش، تقييم محاسبة الأوراق المالية المسعرة في بورصة القيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الليسانس في العلوم التجارية، جامعة المسيلة، 2001، ص89.

الكوبون هو عبارة عن جزء ينفصل عن وصلة مرفقة بسهم أو سند تدفع بموجبه أرباح فوائد الورقة المالية.

تقوم البنوك بخصم الكوبونات وهي عملية تشبه خصم الأوراق التجارية ويجب التفريق بين كوبونات الأسهم وكوبونات السندات كما يلي:

1- **كوبونات الأسهم:** تمثل أرباح يمكن معرفة قدرها فهي تمثل قيمة متغيرة وقد لا تدفع عنها أرباح.

2- **كوبونات السندات:** تمثل فوائد معروفة القيمة مقدما بهذا عملية الخصم على الكوبونات السندات ذات فائدة ثابتة.

بجانب عملية خصم كوبونات الأوراق المالية تقوم البنوك بتحصيل الكوبونات نظير أجر يسمى عمولة تحصيل، فهي تقوم بتحصيل كوبونات الأوراق المالية المودعة لديها بصفة أمانة وتأمين أو التي يقدمها العملاء للتحصيل وبخاصة إذا كانت الأوراق أجنبية فالبنك بما له من فروع ومراسلين وعلاقات قد تمتد إلى البلدان الأجنبية في مركز يسمح له بتحصيل هذه الكوبونات بمصاريف قليلة غالبا ما تكون هذه البنوك نفسها شركات مساهمة وبمجرد تقدير الجمعية العمومية للبنك قيمة الكوبون الذي يقترحه مجلس الإدارة يقوم البنك بنفسه بدفع قيمة كوبونات الهيئات والشركات الأخرى⁽¹⁾.

المطلب الثاني: الوساطة المالية وأسواق الأوراق المالية

كما هو معلوم فإن المؤسسات المالية والبنوك تلعب الدور الأساسي في تشكيل الوساطة المالية في البورصة وبالتالي فهي ذات علاقة كبيرة بالأسواق المالية وهذا ما كان محل الكثير من الدراسات التي قام بها العلماء من أجل تحديد العلاقة الحقيقية بينهما، فحسب (1984) Diamond (1981) Stieglitz and Weiss وباحثين آخرين. تتميز المصارف والوسطاء الماليون الآخرون عن أسواق الأوراق المالية في كونهم يخفضون التباين في المعلومات الخاصة بالمؤسسات الذي يكون سبباً في انتقاء غير ملائم للمؤسسات، كما أنهم يتصدون لعدم الفعالية الناجمة عن الاختلاف في المعلومات، ففي حالة عدم قدرة المستثمرين التمييز بين المؤسسة الجيدة والمؤسسة الضعيفة فالمشترون الخارجيون للأسهم يدفعون السعر الذي يعكس القيمة المتوسطة للمؤسسات لتي تصدر هذه الأسهم، لكن قد يكون هذا السعر مغري للمؤسسات الضعيفة وغير مغري للمؤسسات الجيدة التي تقرر بذلك عدم إصدار الأسهم بهذا السعر، هذا ما يجعل بعض النظريات تؤكد على أهمية الوسطاء الماليين وعلى إخفاق (ضعف) سوق الأوراق المالية في تخصيص رأس المال، أثناء دراسة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليين، لاحظ Levine (1996 b) Demirguc أنه عندما ينمو البلد وينتقل من فئة الدول ذات الدخل المنخفض إلى فئة الدخل المتوسط فإن سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليون خارج البنوك، تتطور بسرعة كما وجد بالاعتماد على بيانات مقطعية لأربعة

(1) محمد عبد العزيز، عبد الكريم، محاسبة البنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1996، ص 527-529.

وأربعين دولة نامية ومتطورة للفترة (1986-1993) أن مستوى تطور سوق الأوراق المالية مرتبط إيجاباً مع تطور الوسطاء الماليين، أي كلا القطاعين متكاملين وهما ينموان في نفس الوقت (آنيا)، وقد اعتمدت هذه الدراسة على مجموعة من مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية (مقياس الحجم الإجمالي لقطاع الوساطة المالية، توزيع القروض، الفرق بين معدل فائدة الإقراض والاقتراض وحجم مجموعة معينة من الوساطة الماليين مثل البنوك، شركات التأمين وصناديق المعاشات)، وتم بحث العلاقة بين مختلف المؤشرات منفردة كما تم اللجوء لاستعمال مؤشرات مركبة لتطور كل من سوق الأوراق المالية والوسطاء الماليين.

وفي نفس السياق تشير (Levine 1996) إلى أن الدول التي تمتلك مصارف متطورة (مقاسة بنسبة إجمالي قروض المصرف للقطاع الخاص للناتج المحلي الإجمالي)، تميل للنمو بشكل أسرع من الدول التي تمتلك مصارف غير متطورة، ولتقييم العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والمصارف والنمو الاقتصادي تقوم الباحثة في هذه الدراسة بتجزئة العينة من 38 دولة إلى أربعة مجموعات حسب درجة سيولة سوق الأوراق المالية وحسب درجة تطور مصرفها، فالنتيجة كانت أن الدول التي لديها أسواق تتمتع بالسيولة ومصارف متطورة تنمو أسرع من الدول التي لها مصارف غير متطورة وأسواق أوراقها المالية غير سائلة، كذلك الدول التي تتميز أسواقها للأوراق المالية بالسيولة العالية تكون سريعة النمو بغض النظر عن مستوى مصرفها وبشكل مماثل الدول التي تكون مصرفها جد متطورة تكون سريعة النمو بغض النظر عن مستوى سوق أوراقها المالية، أي أن لكل منهما أثر مستقل عن الآخر على النمو الاقتصادي مع أن بسبب استقلالية تأثير أسواق الأوراق المالية عن تأثير المصارف على النمو الاقتصادي غمض لكن عموماً يمكن إرجاعه إلى أنهما يقدمان خدمات مختلفة، وقد خلصت دراسة (Demirguc and Maksimvic 1996) إلى أن هناك تكامل بين سوق الأوراق المالية والمصارف⁽¹⁾

كذلك أن الدراسات التطبيقية للعلاقة بين أسواق الأوراق المالية والبنوك والنمو الاقتصادي نذكر دراسة (Levine and Zevrvos 1998b) التي اعتمدت على البيانات المقطعية لـ 47 دولة وللفترة 76-93. في بحثها عن العلاقة بين نمو سوق الأوراق المالية والبنوك والنمو الاقتصادي معبراً عنه بأربع مؤشرات تتمثل في معدل النمو الاقتصادي، تركز رأس المال، نمو الإنتاجية والادخار الخاص، هذه الدراسة اتسعت للبحث عن العلاقة بين سيولة السوق، حجمها وتذبذبها واندماجها من جهة والمعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي. من نتائج الدراسة نجد أن سيولة السوق (مقاسة بنسبة حجم التداولات لحجم السوق ونسبة حجم التداولات لحجم الاقتصاد). مرتبطة إيجابياً ومعنوياً بكل من المعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي، تركز رأس المال ونمو الإنتاجية، وتعتبر السيولة معمل قوي لنتبأ لكل من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد. نمو رأس المال ونمو الإنتاجية ذلك

(1) قحام سفيان، بودينة حسين وآخرون، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل أداء البورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة اليسانس في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي محند أكلي أولحاج، البويرة، 2010-2011، ص 80-81..

بعد مراقبة مجموعة من العوامل تمثلت في بداية الفترة. الاستثمار في التعليم في بداية الفترة، الاستقرار السياسي، السياسة الضريبية، انفتاح التجارة، استقرار الاقتصاد الكلي وطبيعة النظرة المستقبلية لأسعار أسواق الأوراق المالية. والهدف من إدراج هذا العمل الأخير كان لمعرفة هل أداء أسواق الأوراق المالية والبنوك مرتبط بأداء الاقتصاد أم أنه مرتبط بتوقعات المتعاملين لنمو أسرع كما يظهر أن مستوى البنوك (مقاس بنسبة قروض البنوك للمؤسسات الخاصة للنتائج المحلي الإجمالي) يكون معملاً جيداً للتنبؤ بكل من النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، نمو الإنتاجية وتكون خدمات سوق الأوراق المالية والبنوك مختلفة عن بعضها البعض.

إن المقاييس الأخرى لمؤشرات نمو سوق الأوراق المالية (الحجم، التذبذب الاندماج) لم تبدو مفسرة للنمو الاقتصادي بمختلف مقاييسه، كما أنه لم تظهر الدراسة أي ارتباط (أو أثر) للمؤشرات المالية على معدلات الادخار الخاص وطبعاً هذا يعارض فكرة الأثر السلبي للسيولة والاندماج على معدلات الادخار وتعطيل السيولة المرتفعة لنمو الإنتاجية. ولهذا أعاد (2001) Arest Demetriades and Luintel فحص العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور سوق الأوراق المالية مع مراقبة قطاع المصارف التجارية وتذبذب سوق الأوراق المالية، حاول هؤلاء الباحثون دراسة العلاقة في المدى الطويل بين التذبذب سوق الأوراق المالية تطور سوق الأوراق المالية تطور النظام المصرفي ومستوى الدخل وتحديده اتجاه السببية في هذه العلاقة وهذا بين الناتج وتطور النظام المصرفي من جهة وبين الناتج وتطور سوق الأوراق المالية ن جهة ثانية . لقد طبعت هذه الدراسة على خمسة دول (ألمانيا، الو.م.أ، اليابان، المملكة المتحدة وفرنسا) معتمدة على معطيات فصلية لكل من الناتج ومؤشرات تطور النظام المصرفي تطور سوق الأوراق المالية وتذبذبها للفترة الممتدة من السبعينات إلى الثمانينات.

المطلب الثالث: الجهاز المصرفي ودوره في إنشاء سوق الأوراق المالية

لا تقوم البنوك جميعها بأعمال مصرفية من نوع واحد، كما أنها ليست كلها خاضعة لنظام واحد، ولقد اقتضى تعدد الفعاليات المصرفية من حيث الاختصاص أن تصنف البنوك إلى الأنواع التالية:

الفرع الأول: تصنيفات البنوك: يمكن تصنيف البنوك وفق المعايير الآتية⁽¹⁾:

أولاً: البنوك حسب فعاليتها: تقسم البنوك حسب نوع فعاليتها إلى بنوك ودائع وبنوك أعمال، فبنوك الودائع هي تلك التي تتلقى من الجمهور الودائع تحت الطلب أو لمدة لا تتجاوز السنتين، وهي تتميز باتصالها بجمهور كبير من الناس.

أما بنوك الأعمال فهي التي تقوم فعاليتها الرئيسية بالاشتراك والمساهمة في المشاريع القائمة، أو التي هي في طور التأسيس وفتح الاعتمادات، لمدة غير محددة، للمشاريع العامة التي يتعلق بها هذا الاشتراك.

ثانياً: البنوك حسب شموليتها: تنقسم إلى بنوك ذات فروع متعددة وبنوك إقليمية فالأولى تشمل فعاليتها عدة مناطق بالبلاد، ويكون لها فروع في أكثر المراكز التجارية والصناعية الهامة، وتلعب هذه البنوك

(1) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص57.

في الواقع دور اقتصاديا هاما، إذ تتلقى القسط الأكبر من الودائع، وتقوم بتقديم القسط الأكبر من الاعتمادات والتسهيلات.

أما البنوك الإقليمية، فتحصر فعاليتها في مدينة واحدة أو مركز واحد، وتقوم عادة بدور الوسيط بين مختلف الزبائن والبنوك الإقليمية الأخرى.

ثالثاً: البنوك حسب علاقتها بالدولة: تنقسم البنوك حسب هذا التصنيف إلى:

- بنوك القطاع العام.

- بنوك القطاع الخاص.

- بنوك مختلفة.

رابعاً: بنوك حسب جنسيتها: وتنقسم على:

- البنوك الوطنية.

- البنوك الأجنبية.

- البنوك الإقليمية مثل صندوق النقد العربي.

- البنوك الدولية مثل البنك الدولي.

الفرع الثاني: دور البنوك في إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية

تؤدي البنوك دور رئيسيا في عملية إنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال العناصر الآتية:

- تؤدي دور الوساطة في السوق كوسيط لصالح الغير، وتساعد البنوك سوق الأوراق المالية من خلال الصفقات التي تتم داخلها .

- تستطيع البنوك المتخصصة المساهمة والمشاركة في إنشاء مؤسسات جديدة في سوق الأولية أي سوق الإصدار، وتتولى في سوق التداول تسويق الأوراق المالية الجديدة.

- تساهم البنوك في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل، وتكون هذه البنوك جميعا تحت وصاية البنك المركزي، الذي يتدخل لتعديل الانحرافات إذا وجدت عن طريق الائتمان، سواء بتوسيع أو الانكماش حسب السياسات التي ترغب الدولة في تطبيقها شرط ألا تعيق نمو السوق⁽¹⁾.

للجهاز المصرفي دراية ومعرفة بالوضع المالي لكل شركة، لأنه يتعامل معها ويقرضها، أو يمسه ودائعها، وبالتالي فإن البنك يستطيع أن يعرف القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتعامل معه، وعلى أساس هذه القيمة يمكن أن يتصرف البنك في عمليتي التمويل والتسويق، سواء لصالحه أو لصالح زبائنه، كما يمتلك هذا الجهاز العديد من الكوادر المالية والمصرفية المؤهلة والملمة بأنواع الأوراق المالية، الأمر الذي يمكنها من توجيه زبائنها نحو الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، علما بأن ثقة الزبائن في البنك وفي توفير الخبرة له سوف يسهل مهمة البنك في إقناع هؤلاء الزبائن، وتزويد من قدرته على ترويج وتسويق الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، كذلك يمكن للبنوك أن تشجع زبائنها على الاستثمار في الأوراق المالية من خلال القروض لغرض شراء الأسهم، الأمر الذي يساعد على توسيع قاعدة الملكية، علما بأن هذا الاتجاه سوف يتيح الفرصة أمام العاملين

(1) سليم عبد الرحمن، مبادئ الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 448.

لامتلاك عدد من أسهم الشركات التي يعملون فيها، كما يمكن للمصارف التجارية أن تقوم بتدوير محافظ الأوراق المالية، سواء لحساب صغار المستثمرين أو لحسابها، من خلال شراء الأسهم التي تطرح الاكتتاب العام، ولا يتم تغطيتها بالكامل، وعندما تشهر الشركة نفسها، وتبدأ في العمل يكون المستثمرون قد اطمأنوا إلى استقرار هذه الشركة، فيزداد الطلب على أسهمها فتتولى هذه المصارف إعادة طرح الأسهم للبيع مرة أخرى.

المطلب الرابع: تدخل المؤسسات المقرضة في السوق الأولي

الفرع الأول: تكوين ورفع رأس المال

1- في الشركات المنغلقة: تتدخل المؤسسات المقرضة في الشركات المساهمة الخفية الاسم التي يتم إنشائها دون اللجوء إلى النداء العام للاذخار بحيث تقوم المنشآت المقرضة بالربط بين زبائنها الذين بإمكانهم الاستجابة لطلبات مؤسسي الشركة.

بإمكان المؤسسات المقرضة الاكتتاب بمجموعة من الأسهم، وهذا الاكتتاب يعتبر مساهمة مؤقتة للبنوك والتي لا يمكن الاحتفاظ بها لأكثر من سنة، فعمليات إنشاء شركات المساهمة الخفية الاسم أدى إلى اتساع دور البنوك في الادخار بعد إلغاء صريح عند الموثق ووضع هذه الأموال عند البنوك.

2- في الشركات التي تقوم بالنداء العام للاذخار: في إطار رفع رأس مال الشركة التي تقوم بالنداء العام للاذخار بتدخل مصرفي بطرق مختلفة⁽¹⁾:

- عن طريق مستشاريه لتحضير العملية، تحديد الإصدار ومبلغ علاوة الإصدار.
- عادة الشركة المصدرة تطلب من المصرفي ضمان سير عملية رفع رأس المال على أكمل وجه، فيما يخص السندات، تقوم البنوك بتقديم نصائح ومساعدة الشركات المصدرة للسندات وذلك لتحديد شروط القرض وتنفيذ الإجراءات الإدارية اللازمة، أما بالنسبة للودائع المالية المتعلقة برفع رأس المال فبنك الودائع له نفس الدور الذي يلعبه في حالة الودائع المتعلقة بإنشاء الشركة كما بإمكان بنك الودائع القيام بشهادات الإيداع.

(1) ابوطريق مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 69.

الفرع الثاني: توظيف القيم المنقولة من طرف المؤسسات المقرضة

1- عمليات التوظيف: نادرًا ما تقوم الشركات باستقبال المكتتبين على مستوى إدارتها، يتم الاكتتاب عامة عن طريق الوسطاء الماليين (البنوك) وذلك باستقبالهم على مستوى الشبايك، إذ تدخل البنوك يصبح حتمي في الحالة التي تكون فيها عملية الإصدار جيدة وتتداول في البورصة.

يقوم المصدر للأوراق المالية بالاتصال بالمؤسسات المقرضة ويتم اختيار الوسيط استنادا إلى خبرته في تنفيذ عملية الإصدار أو على أساس عقد في بعض الأحيان يقوم البنك بتقييم الشركة المصدرة لتبيان إذا كانت بحاجة إلى الرفع من رأس مالها الخاص أو أموالها طويلة الأجل، عملية توظيف الأوراق المالية تتم عن طريق المؤسسات المقرضة، وذلك بالبحث عن مكتتبين جدد أو محصلين على أوراق. في حالة إصدار أوراق جديدة يتم البحث عن مكتتبين نهائيين ليس لهم نية إعادة بيع الأوراق لكن أن يكونا مكتتبين لعدد كبير من الأوراق لإعادة بيعها⁽¹⁾.

أنواع التوظيف:

أ- التوظيف لحساب يخص الأوراق المعروضة للاكتتاب

ب- توظيف مضمون: تقوم المؤسسة المقرضة بضمان عملية الاكتتاب بقيمة المبلغ الذي ضمنته لمصدر الأوراق ولمدة محددة ومهما كانت نتيجة التوظيف. أما بالنسبة لتوظيف سندات المؤسسات المقرضة بضمان التوظيف فهذا الضمان يسمح للمؤسسة المصدرة للسندات بالحصول على رؤوس الأموال.

(1) خادي سمية، مرجع سبق ذكره، ص64.

المبحث الثاني: آليات تفعيل سوق الأوراق المالية (البورصة)

إن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلبًا ضروريًا من مطالب اقتصاد السوق وفعالية النشاط الاقتصادي ومسايرة التحولات الاقتصادي والعالمية. يمكننا القول عن بورصة الأوراق المالية أنها بورصة كفأة إذا كانت أسعار الأسهم المتداولة فيها تستجيب بسرعة لكل المعلومات التي ترد المتعاملين فيها بحيث يؤدي هذا إلى تغيير وجهة نظرهم اتجاه المؤسسة المصدرة للورقة المالية المتداولة سواء كان ذلك إيجابيًا أو سلبياً.

المطلب الأول: شروط قيام بورصة فعالة

حتى يتمكن من إنشاء بورصة الأوراق المالية تعمل كسوق مالية منظمة لا بد من توفر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي⁽¹⁾:

1- زيادة الحاجة إلى الأموال وتوفير احتياجات الشركات منها: لتكلفة أقل للحد من الاعتماد على القروض كمصادر مالية، ومن ثم الحد من خلل الهياكل تمويل الشركات وزيادة مرونتها في تحقيق مزيد من الأرباح، كما يمكن من الاستغلال الأفضل لموارد الدولة وزيادة النمو في الدخل القومي.

2- توفير الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة

3- ارتفاع معدلات التنمية الاقتصادية أو النمو الاقتصادي للدولة

4- زيادة كمية أنواع الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتغطيتها لمختلف القطاعات

5- وجود قواعد قانونية وإدارية تنظم التعامل في بورصة الأوراق المالية وتحد من عمليات المضاربة في الأوراق المالية مما يجعل على تحقق الاستقرار الاقتصادي والمالي للدولة

6- أن تكون هناك درجة عالية من الإفصاح المالي ونشر بيانات فورية عن الشركات المقيدة في البورصة

7- وجود مناخ جيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات يشجع الأفراد على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو متعددة الجنسيات ذات استثمار مشترك وزيادة عدد المنشآت المالية التي تؤدي إلى الخدمات المصرفية

8- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة وإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار الورقة المالية التي تناسب ظروفه.

9- تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب...إلخ.

10- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.

11- نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.

(1) قحام سفيان، بودينة حسين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص22.

المطلب الثاني: العوامل التي يجب توفرها من أجل انتعاش البورصة حتى تنتعش البورصة يجب توفر العوامل الآتية⁽¹⁾:

1. توفر بيئة استثمارية مستقرة ومحفزة للقوى الاقتصادية على تنمية وتنويع الاستثمارات
2. نسيج متكامل ومتجانس من المؤسسات والهيئات الفاعلة في البورصة (هيئات تنظيم وتسيير البورصة، البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة، غرفة المقاصة والإيداع، هيئات التوظيف الجماعي، وسطاء عمليات البورصة... إلخ) فغياب أي هيئة فعالة في السوق يجعل الهيئات المتواجدة حاليًا تلعب أدوارًا ليست خاصة بها، وهو ما يتقل كاهلها، فلا يجعلنا نقوم بدورها الأساسي بالشكل المطلوب، كما لا يمكنها نظرًا لطابعها تعويض الهيئات الغائبة لطابع التخصص المطلوب وأهميته في تجسيد فعالية السوق.
3. نظام إعلامي فعال وهادف يمكن من تكوين معلومات متطورة وصحيحة حول السندات والشركات المصدرة، وبشكل محفز ومشجع على الاستثمار في القيم المنقولة، وفي هذا الخصوص ينادي بعض المحللين المختصين بتثبيت فكرة حقوق المستثمر الصغير وحمايته على غرار حماية المستهلك.
4. أدوات مالية كافية ومتنوعة تشتمل: السندات، الأسهم، سندات الخزينة، الخيارات وغيرها.
5. معهد ومدارس متخصصة في تكوين خبراء وتقنيين يعملون في البورصة بأساليب متطورة، فنية، مالية وفكرية.
6. اعتماد الإعلام الآلي كوسيلة لمد شبكة معلومات واتصالات يستطيع بموجبها المحللين، المستثمرين والمهتمين بالإحالة بكل ما يتعلق بالبورصة وما يور حولها.
7. تنظيم سوق رأس المال وفق قواعد ونظم محددة، واضحة، ومتكاملة تضمن حرية وانضباط وشفافية السوق.
8. إعطاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها صلاحيات رقابية تجعلها قادرة على مراقبة مدى سلامة الإجراءات المتبعة من قبل الشركات وحماية أموال المساهمين.
9. تشجيع المدخرين على استثمار أموالهم بحرية مع توفير المعلومات اللازمة والكاملة لتمكينهم من اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب.
10. تحقيق توازن بين الرغبة في حماية المدخرين، خصوصًا الصغار منهم وبين إيجاد سوق رأسمال منظم وحر.
11. توفير نظام يضمن فض المنازعات بإجراءات سريعة وفعالة وكذا التدخل عند حدوث ظروف غير طبيعية تؤدي إلى ارتفاع الأسعار ارتفاعًا غير مبرر خلال فترة معينة، وتوقيف التعامل وتجميده لفترة معينة حتى زوال الظروف على غرار باقي الهيئات المنظمة للبورصات الأجنبية.

(1) بوخلخال عثشة، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير فرع قانون الأعمال، جامعة الجزائر، 2001-2002، ص185.

12. اعتماد الجهاز المصرفي للبعد البورصي، ذلك أن لهذا الجهاز دوره أيضاً في تفعيل دور البورصة لأنه يدعم السوق، حيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتغطية الإصدارات وإدارة محافظ القيم المنقولة والتوسط في تداولها بين الزبائن و وسطاء عمليات البورصة، وقيام البنوك بهذا الدور بحرية سوف يعزز من قوة الجهاز المصرفي ودفع البورصة إلى لعب الدور الذي لعبته وتلعبه باقي البورصات في الدول الأجنبية خاصة المتطورة منها.

13. لعب الصحافة الاقتصادية المتخصصة (وخاصة المجالات) دورها بشكل مرضي، فهي وسيلة ضرورية لإيصال المعلومات المتعلقة بهذا السوق إلى المهتمين، إذ أن رغم ظهور بعض العناوين البارزة خاصة بالمجال الاقتصادي. إلا ان المطلوب منها مما يؤديه، لأنه ما من شك في أن للإعلام دوره في تسهيل التقرب من البورصة، وعليه ينبغي على أجهزة الإعلام التأكيد على المفهوم والإدراك السليمين للبورصة ودورها كآلية حقيقية للاستثمار الفعال يقوي الشركات القوية ويساعد الضعيفة منها على الازدهار.

14. تطوير مهنة المحاسبة ومراجعة الحسابات، فمن شأن ذلك توثيق الثقة بالبيانات المحاسبية المنشورة ولتي تراجعها مكاتب محاسبة مستقلة، بحيث تعطي صور حقيقية عن أوضاع الشركات من الناحية المالية وهو ما يعزز ثقة المستثمرين في الشركات والتعامل فيما تصدره في السوق من قيم منقولة.

15. تشجيع مسؤلي المؤسسات الموجودة والممكن إنشائها على ضرورة التفارقة بين ذمتهم المالية والذمة المالية للمؤسسة التي هم مسئولون عنها، فهؤلاء لا يكادون يفرقون بين الذمتين وهو ما يقوي فيهم الرغبة في البقاء في مناصبهم والتعامل مع عمال المؤسسة ومع العالم الخارجي على أساس أن المؤسسة هي ملك لهؤلاء المسئولين، وهو أمر نتائجه الوخيمة عديدة وعلى رأسها أن المواطن لا يثق بالدولة نتيجة عدم ثقته بشخص المسئول، فكيف له أن سينتشر في شركة أو مؤسسة لا يثق في مسئوليتها، هذا من جهة ومن جهة أخرى نجد أن عمال المؤسسة بدورهم لا يفرقون بين شخص مسير المؤسسة والمؤسسة ذاتها فينتقمون أو يأخذون بثأرهم من المسئول غير العادل، المتعسف وغير النزيه في المؤسسة دون أن يدركوا بأن هذه الشخصية معنوية وأنها تنهض بهم.

16. العمل بشكل جدي من جانب السلطات المعنية على توفير استقرار الأنظمة الاقتصادية، الاجتماعية، الأمنية، القانونية، الجمركية والنقدية، فهي عوامل مترابطة وعدم استقرارها ينفرد المستثمرين، ولن يقوم اقتصاد بلد إذا لم يتنوع ويتعدد فيه الاستثمار والمستثمرين كما ونوعاً.

المطلب الثالث: كفاءة البورصة

الفرع الأول: تعرف كفاءة البورصة

إن معنى كفاءة الأسواق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء تعتبر دالة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه الأخيرة تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقا وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقا، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائيا. هذه العشوائية ليست ناجمة عن قوى الطبيعة ولكنها تنتج من محاولة كافة المشاركين في السوق تحقيق الأرباح من خلال استخدام ما لديهم من معلومات، حيث يقوم أعداد كبيرة منهم بمحاولة اقتناص أي فرصة تتاح من اقل معلومة تتوافر لديهم، مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات بسرعة في السعر السوقي للورقة على نحو تتعدم معه فرصة أيا منهم في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

يمكن التطرق إلى فكرة السوق الكفاء من خلال ما كتبه ساموياسون سنة 1965 في مقال بعنوان "إثبات أن التقديرات السلمية للأسعار تنقلب بصورة عشوائية في السوق الكفاء" بحيث تم التوصل إلى انه في السوق الكفاء معلوماتيا لا يمكن التنبؤ بالتغيرات في الأسعار إذا كان قد تم تقديرها بصورة صحيحة، وقد أضاف سامويلسون أن كفاءة البورصة تتحقق عندما توفر المعلومات لكافة المتعاملين على حد سواء بصورة آنية وبدون تكلفة، وكذلك عندما تتماثل توقعاتهم بالنسبة للأسعار. أما في بحث آخر لنفس المفكر أفاد بأن "السوق تام الكفاءة يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تنذبذبية القيمة الذاتية للأوراق المالية ليتساوى السعر السوقي للورقة مع قيمتها الذاتية في أي وقت من الأوقات". وبالتالي يمكن اعتبار أن السوق يتمتع بالكفاءة عندما تعكس الأسعار بصفة تامة كافة المعلومات المتاحة عن السهم⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

أولاً: الكفاءة الكاملة: يمكن القول بأن السوق الكفاء هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا بالطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.

(1) جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، بالعلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص36.

- هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية⁽¹⁾:
- عدم وجود قيود على التعامل، مما يتيح للمستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم، مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبياً، مما يعني قابلية الأوراق للتجزئة.
 - توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وما يسمح بأن تكون توقعات المتعاملين متماثلة.
 - وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.
 - تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: تعتمد الكفاءة الاقتصادية للبورصة على البحث المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، حيث تشتد المنافسة بينه وبين المتعاملين الآخرين للوصول إلى المعلومات والبيانات اللازمة لتحقيق هذه المنفعة، غير أنه يتوقع وجود فترة من التباطؤ الزمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، مما يؤدي إلى توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لفترة معينة، إلا أنه يون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة يحقق من خلالها المستثمر أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل.

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة البورصة

أولاً: الكفاءة التخصيصة: تعبر الكفاءة التخصيصة عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن أسواق الكفاء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلاً بالنسبة للمجتمع، ويعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. وفي هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر والثاني غير مباشر. فمن خلال الدور المباشر فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشترون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحققها هذه المؤسسة، وهذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق وتفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها وزيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها مت إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراض وهي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها.

(1) جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 37.

ثانياً: كفاءة التسعير: في هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعي الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق وكذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب، كما لا يستطيع أياً من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظراً لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم، فلا يمكن القول إذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.

ثالثاً: كفاءة التشغيل: إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية يمكن القول إذا أن كفاءة التشغيل قد تحققت في هذه السوق، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إذا أساساً على كفاءة التسعير. أما عن المتعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دوراً هاماً في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقاً أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة وبيوت الخبرة وصناع السوق من شأنه أن يخلق جواً من التنافس بينهم في السوق، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل والأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.

الفرع الرابع: مستويات الكفاءة في السوق:

يقسم الباحثون كفاءة المستوى التنافسي للأسواق إلى ثلاث مستويات : حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً(مدى وطبيعة العلاقة القائمة بين الأسعار المتداولة فيها من جهة والمعلومات المتاحة للمتعاملين عن الشركات المدرجة من جهة أخرى) وقد قام كل من "هاري موربرت" و "بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات⁽¹⁾:

• فرض الكفاءة الضعيفة :

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمتها السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

• فرض الكفاءة شبه القوية :

تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت تلك المعلومات في نشر في الشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

⁽¹⁾وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية(الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،

• فرض الكفاءة القوية :

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

المطلب الرابع: الشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة

إقامة سوق فعالة للأوراق المالية يتطلب مجموعة من المقومات التي تعتبر ركائز تقوم عليها أسواق الأوراق المالية، وتتمكن بها السوق من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، لهذا سيتم من خلال هذا المطلب تناول هذه المقومات وهي :

- توفير مناخ استثماري ملائم
- متطلبات أساسية على المستوى الكلي
- المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني.

الفرع الأول: توفير مناخ استثماري ملائم

سوف يتعرض هذا الفرع إلى النقاط الآتية:
-تعريف المناخ الاستثماري؛

- المناخ الاستثماري وسياساته.

أولاً: تعريف المناخ الاستثماري

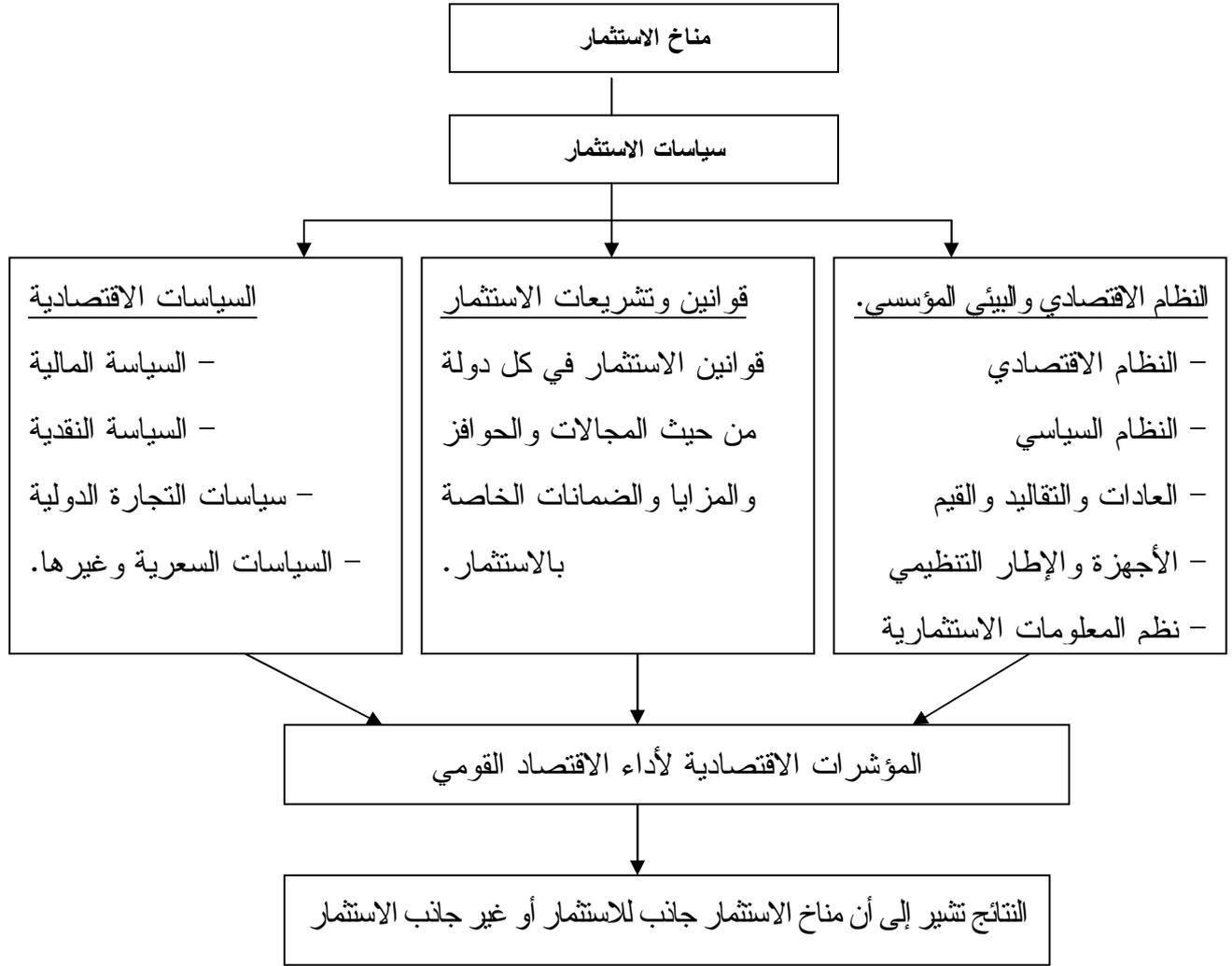
يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية، والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وهذا يعني أنه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية، الاجتماعية والاقتصادية، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما:

- عامل الثقة.
- عامل التنظيم.

ثانياً: مناخ الاستثمار وسياساته

يمكن التعبير عن مناخ الاستثمار وسياساته من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-02): مناخ الاستثمار وسياساته



المصدر: عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 391.

السياسي يجذب رؤوس الأموال ويحد من هروبها، فالاستثمارات تهرب حين يكون الوضع الأمني والسياسي مضطربا، ويشكل المحيط السياسي أهم العوامل الضرورية لإنشاء البورصة، حيث يلعب دورا مهما في تنشيط تنمية المدخرات والاستثمارات بطريقة آلية وحررة، خاصة في ظل اقتصاد السوق.

كما للمشاركة الاجتماعية دورا حاسما في تفعيل وتنشيط اقتصاد ما، وفي تحقيق التنمية الشاملة للمجتمع، فبدون المشاركة الاجتماعية لا يمكن أن تتحقق مخططات الدولة الاقتصادية والتنموية⁽¹⁾ ويمكن اختصار المشاركة الاجتماعية فيما يلي:

- **المستوى التعليمي:** في هذا المجال ينصب اهتمام الدول على وضع خطوط عامة طويلة الأجل، لتأهيل أفراد المجتمع لاكتساب العلوم والخبرات الفنية، وتكوينها بصورة فعالة يسهل معها التعامل مع المستجدات والتطورات في عالم المعرفة والجانب الاقتصادي جزء من هذه المعارف.

(1) شندي جمال حطيب، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العريية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002، ص: 165.

وهكذا تتكون إطارات مؤهلة ذات خبرة وكفاءة فعالة للتعامل مع التشريعات المنظمة للسوق المالية ككل، وتنفيذ الإجراءات الخاصة بسوق الأوراق المالية، لأن عدم وجود تلك الإطارات سيؤدي إلى آثار سلبية على أداء السوق وعدم تنشيطها، مما ينعكس على النشاط الاقتصادي ككل.

- **الثقافة البورصية:** التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري ومهم، لما يمثله من رافد مهم للاستثمارات في الأوراق المالية، ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة إلى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة، للتعريف بالبورصة وإظهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الاقتصادية لجميع الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات وأفراد، وتسعى لإيجاد مؤسسات وساطة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي، كما تشجع الدولة التعامل في البورصة عن طريق تخفيض الضرائب المقررة على العوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية، وإلغاء رسوم التعامل في البورصة وتنشيطها، وتشجيع صغار المدخرين على استثمار أموالهم فيها.

- **العامل الديني:** لهذا العامل أهمية كبيرة في توجيه المدخرات وخاصة في المجتمعات الإسلامية التي تنظر إلى أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية على أنها محرمة شرعاً، وبالتالي يكون الاستثمار فيها شبه محرماً، ولكن يمكن فتح المجال للبنوك وبيوت المال الإسلامية لإصدار أوراق مالية تسمى شهادات الإيداع الإسلامية وهي قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وإصدار شهادات الاستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين أو نشاط معين، والسماح للقيام بعمليات التأجير التمويلي وإنشاء صناديق الاستثمار.

الفرع الثاني: المتطلبات الأساسية على المستوى الكلي لإنشاء سوق الأوراق المالية
يمكن حصر المتطلبات الأساسية لأسواق الأوراق المالية على المستوى الكلي من خلال العناصر التالية:

- مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته
- الادخار
- مستوى الدخل
- سعر الفائدة

أولاً: مستويات النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته

تتغير البنية التمويلية للمؤسسات أي المزج بين الوسطاء الماليين وسوق الأوراق المالية بتطور البلد، ويتضح هذا بمقارنة البنية التمويلية للبلدان في مستويات مختلفة من النمو، أو مقارنة نفس البلد في أزمنة مختلفة، فكلما انتقلنا من الدول ذات الدخل الضعيف إلى الدول ذات الدخل المرتفع، نلاحظ أن دور المصارف التجارية والمؤسسات المالية غير المصرفية في تزايد، بينما ينخفض دور المصرف المركزي، كما يلاحظ أن القروض الممنوحة للقطاع الخاص نسبة للنتاج المحلي الخام في الدول الغنية تكون أكبر مما هو عليه في الدول الفقيرة، فنسبة النظام المالي ككل وسوق الأوراق المالية للنتاج المحلي الخام تكون أكبر الدول الغنية، إذ تعتمد الدول في المراحل الأولى من تطورها أساساً في التمويل على المصارف التجارية، ثم بتزايد النمو تصبح تلجأ شيئاً فشيئاً للوسطاء الماليين المختصين، وأسواق الأسهم

التي تبدأ بالنمو والازدهار، لكن قد تكون الدول في نفس المستوى من النمو لكنها تختلف في بنيتها التمويلية.

بالرغم من اعتبار أن تطور سوق الأوراق المالية ميزة مشتركة للتطور المالي والاقتصادي، فإن الكثير من المحللين يرون أن هذه السوق في الدول النامية ما هو إلا مكان تأثيره الإيجابي في النمو الاقتصادي ضعيف، بينما أثاره السلبية المكبوتة كبيرة، ويرى محللون آخرون أنه طالما أن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف، فسوق الأوراق المالية غير مهم في النمو الاقتصادي، وقد لاحظ مايير MAYER عام 1988، بأن حتى الأسواق الكبيرة لا تمثل مصادر هامة لتمويل الشركات⁽¹⁾.

كما أن تحقيق معدلات نمو اقتصادية متزايدة قابلة للاستمرار يتطلب إزالة العوائق التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي.

وفي هذا السياق فإن تحديد عوامل النمو الاقتصادي وطرق تفاعل تلك العوامل يساعد واضعي السياسة الاقتصادية على تفهم عملية النمو الاقتصادي والتأثير على نتائجها، وبمعنى آخر يمكن لواضعي السياسة الاقتصادية اختيار سياسات مناسبة، وترسيخ وتطوير عملية النمو، بعد التعرف على العوامل المؤثرة على تلك العملية، الأمر الذي يعكس أهمية بناء النماذج الاقتصادية لتوضيح عملية النمو الاقتصادي.

واستمر الاقتصاديون منذ زمن بعيد في اعتبار القطاع المالي والمصرفي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية، وذلك نظراً لدوره في التعرف على المشروعات الإنتاجية الناجحة وتمويلها. ويلاحظ خلال السنوات القليلة الماضية تزايد الاهتمام بدور أسواق المال كعامل رئيسي في التنمية، وذلك من خلال النموذج الاقتصاد القياسي، النظرية التي تم اقتراحها واستخدامها في هذا السياق. ويؤيد العديد من تلك النماذج الدور الفعال لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي، ويلاحظ في هذا السياق أنه قد تم اختيار أثار عدد من المؤشرات الأسواق المالية باستخدام نماذج الانحدار متعدد المتغيرات، إذ تشير إلى عدد من النتائج الأساسية منها أن أسواق الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي، وأن لدرجة سيولة الأسواق المالية تأثيراً أكبر على النمو، مقارنة بأثر حجم تلك الأسواق، وأن لكل من الأسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي أثراً مستقلة على النمو، بمعنى أنهما يكملان، ولا يستبدلان بعضهما البعض، كما يشير بعض الباحثين إلى الآثار الإيجابية لمستوى سيولة السوق ودرجة تذبذبها على النمو الاقتصادي، في الوقت الذي يعتقد البعض الآخر أن الارتفاع الشديد في سيولة أسواق الأوراق المالية والتذبذب العالي فيها يعوقان الاستثمارات،

وبالتالي يؤثران سلباً على النمو، ومنه تبرز أهمية إنشاء سوق للأوراق المالية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية، وتنمية المدخرات ومن ثم تخصيصها للأنشطة الاستثمارية المختلفة على نحو الذي يؤدي

⁽¹⁾ سامية زيطاري، ديناميكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

إلى زيادة الاستثمار، وبالتالي زيادة مستوى التشغيل، وتخفيض البطالة، وزيادة الدخل القومي، ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ويتحقق النمو الاقتصادي من خلال عونين اقتصاديين هما:

1- القطاع العام: هو القطاع المملوك للدولة كلياً أو جزئياً، وتشرف على إدارته وتسييره الدولة، حيث تضع له السياسات والخطط لتحقيق أهداف التنمية، وهنا يمكن للأسواق الأوراق المالية المساهمة في تحويل القطاع العام إلى القطاع الخاص، تماشياً مع أهداف الدولة، للدخول إلى اقتصاد السوق، وتتخلى تدريجياً عن دور الدولة التقليدي في تسيير الاقتصاد.

2- القطاع الخاص: يمكن للقطاع الخاص قيادة التنمية الاقتصادية، وزيادة حجم الاستثمار والتوظيف كما يساهم القطاع الخاص في إنشاء سوق الأوراق المالية وتنشيطها عن طريق إدراج مؤسساتهم في قوائم هذا السوق، وإصدار أوراق مالية متنوعة تساهم في زيادة فعالية التدويل بما تجمعه من مدخرات، وتوجيهها نحو الاستثمارات التي بدورها تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

ثانياً: الادخار تعريفه وأنواعه: قبل تناول مختلف أنواع الادخار يتم التطرق إلى تعريفه :

1_ تعريف الادخار: يعرف الادخار كما يلي :

- **التعريف الأول:** "ذلك الجزء من الدخل أو النتائج الجاري الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، وإنما تم توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل أو تحافظ على مستواه المحقق فعلاً" (1)

- **التعريف الثاني:** "أنه ناتج النشاط الاقتصادي الذي لا يستهلك، بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات.

أما العوامل غير اقتصادية هي:

1-عدم الاستقرار السياسي: إن عدم الاستقرار السياسي الناتج عند تغير الحكومات في فترات وجيزة، الاغتيالات السياسية، الحروب الأهلية، تؤثر على توقعات الدخل، الأسعار النشاط الاقتصادي، وبالتالي زيادة درجة المخاطرة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الادخار.

2- العوامل الدينية: هناك من الآيات الدينية الكريمة التي تخضع إلى الاعتدال في الإنفاق، وعدم الإسراف، والتوسط في الاستهلاك، وعدم التفاخر في الاتفاق، والبعد عند التبذير، حتى يستطيع الإنسان أن يعيش بقية عمره في أمان بعيداً عن الفقر، وهذا لا يعني أن يبخل الإنسان على نفسه وأهله وأسرته وعشيرته، إذ يقول الله تعالى "ولا تجعل يدك مغلولة إلى عنقك، ولا تبسطها كل البسط فتقعد ملوماً محسوراً" (2)

إلا أنه هناك مشكلة تعيق العملية الادخارية ألا وهي الربا، إذ تعتبر هذه الأخيرة قضية من القضايا التي تمثل اختناقات في تمويل التنمية الاقتصادية، وذلك لأن الأفراد في مجتمعاتنا لا يؤمنون بمشروعية فوائد الإيداع باعتبار أنها الربا المحرم.

(1) محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مطبعة زهراء الشرق، 1997، ص: 01.

(2) سورة الإسراء الآية 29 .

3- العوامل النفسية: الادخار كضرورة نفسية تساعد الإنسان على التحرر من الخوف والقلق، وتساعده على البحث عن الاستقرار والشعور بالأمن والأمان والاطمئنان على المستقبل، وبالقطع فإن الإنسان الذي ينمو لديه مثل هذه الأحاسيس، وتتأصل في نفسه ويصبح قادراً على العطاء غير متوتراً وآمن ومستقر وطموح.

ثالثاً: مستوى الدخل

يعتبر الدخل من أهم العوامل المحددة للادخار، باعتباره ذلك الجزء من الدخل المتاح الذي لم يستهل، وعليه فإن الشخص صاحب الدخل المرتفع يكون بمقدوره الادخار أكثر من ذوي الدخل الضعيفة، وهو ما يدل على أن مداخل الأشخاص وتغيراتها محدد أساسي للادخار، ويمكن اعتبار أن مستوى الدخل الكلي المتاح من أهم العوامل المحددة لمستوى الإنفاق الاستهلاكي الكلي، وبالتالي لمستوى الادخار الكلي، ومع ذلك يتوقف مستوى الإنفاق الاستهلاكي عند أي مستوى للدخل المتاح على نمط توزيع هذا الدخل بين الطبقات، وبصفة عامة أن تحقيق المزيد من المساواة في توزيع الدخل قد يؤدي إلى زيادة نسبة ما يوجه للاستهلاك وبالتالي تقليل ما يوجه للادخار⁽¹⁾.

رابعاً: سعر الفائدة

قبل التطرق إلى العناصر المحددة لسعر الفائدة يتم تعريف الفائدة

1-تعريف الفائدة: يقصد بالفائدة لغة: الفائدة ما استفادت من علم أو مال، جمع فوائد.

وفي المعجم الوسيط: الفائدة ما يستفاد من علم أو مال أو ربح المال في زمن محدد بسعر وتعرف الفائدة في المحيط المصرفي والمالي كما يلي:

-**التعريف الأول:** يقصد بالفائدة في المعنى الجاري المبلغ الذي يدفعه المقترض إلى المقرض لقاء قيام هذا الأخير بإقراضه مبلغاً من النقود لفترة زمنية محددة، وهذا المبلغ ينسب إلى أصل مبلغ القرض بنسبة مئوية معينة، فالقاعدة بعبارة أخرى هي ثمن أو مقابل استخدام النقود⁽²⁾

-**التعريف الثاني:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجره المال المقترض، أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر، ويقال أيضاً أن سعر الفائدة هو عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة.

-**التعريف الثالث:** يعرف سعر الفائدة على أنه أجر النقود يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتاً له عن السيولة⁽³⁾.

(1)-محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 31.

(2) عادل أحمد حشيش وزينب حسين عوض، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:

(3) الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 70.

الفرع الثالث: المتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني لإنشاء سوق الأوراق المالية

من المقومات الرئيسية الفعالة لإنشاء سوق الأوراق المالية نجد الجانب التشريعي الذي ينظم ويحكم هذا السوق، ومن بين القوانين المرتبطة بسوق الأوراق المالية والتي يتناولها هذا المطلب مايلي:

- قانون الشركات

- قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها

- قوانين الأنظمة الضريبية

- التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي

- قانون الخوصصة

أولاً: قانون الشركات

يعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بالسوق الأوراق المالية، فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لتأسيس الشركات المساهمة العامة وتسجيلها، كما يحدد هذا القانون أنواع الأدوات المالية التي يمكن للشركات المساهمة العامة إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، وإجراءات التخصيص، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها من الأمور التي تتضمن شؤون الشركات، كما يتضمن أحكاماً تساعد على توفير الحماية، وضمان لحقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي، ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها.

وتنقسم الشركات حسب التصنيف القانوني إلى:

1- **شركات الأشخاص:** تقوم شركات الأشخاص على الاعتبار الشخصي، والثقة المتبادلة بين الشركات، ويوجد ثلاثة أنواع من الشركات الأشخاص:

- **النوع الأول: شركة التضامن** (1) تعتبر شركات التضامن من أكثر الشركات التجارية انتشاراً، نظراً لأنها تتكون من عدد قليل من الشركات يعرف كل منهم الآخر ويثق به، بل أنها غالباً ما تكون بين أفراد أسرة واحدة لضمان التعارف بينهم، وللشركاء بالتضامن صفة التاجر، وهم مسؤولون من غير تحديد، وبالتضامن على ديون الشركة ويتألف عنوان الشركة من أسماء جميع الشركاء، أو من أسماء أحدهم أو أكثر متبوع بكلمة وشركاؤهم،

- **النوع الثاني: شركة التوصية البسيطة:** تعرف الشركة التوصية البسيطة بأنها "الشركة التي تعقد بين شريك واحد أو أكثر مسؤولين ومتضامنين وبين شريك واحد أو أكثر يكونون أصحاب أموال فيها وخارجين عن الإدارة ويسمون موصين"

(1) عباس حلمي المنزلاوي، قانون التجاري، الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الرابعة، 1994، ص:

- النوع الثالث: شركة المحاصة⁽¹⁾، وهي نوع من الشركات التي يتعاقد فيها اثنان أو أكثر للقيام بعمل واحد أو أكثر، يؤديه أحد الشركاء باسمه الخاص، مع تقسيم الربح أو الخسارة فيما بينهم، وهي شركة خفية ومستترة بالنسبة للغير، ولا وجود لها إلا فيما بين الشركاء ولكن القانون نص عليها. احتفاظ كل شريك بملكته لحصته إذا كانت عتية، أما إذا كانت حصته مالية فهي تكون ضمن رأس مال الشركة. نستنتج فيما سبق أن شركات الأشخاص لا يمكن أن تصدر أسهما أو سندات قابلة للتداول في البورصة، ويرجع السبب إلى طبيعة التضامنية بين الشركاء إلا إذا تم تحويلها إلى شركات المساهمة.

2_ شركة المساهمة: تعرف شركة المساهمة بأنها شركة ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي أكتتب فيها، ويكون للشركة اسم تجاري مشتق من الغرض من نشاطها. وتتميز بالخصائص التالية:

- أن رأس المال شركة المساهمة ينقسم إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول.

- أن كل شريك لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة إلا بقدر قيمة ما يملكه من أسهم، كما أنه لا يكتسب صفة التاجر لمجرد دخوله في الشركة.

- أن الشركة المساهمة لا تعنون باسم الشركاء، ولا باسم أحدهم، وذلك لأن شخصية الشريك ليس لها أدنى اعتبار في تكوينها.

ثانياً: قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها⁽²⁾

يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم وإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق، والشكل القانوني له، وأهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية وتحدد أعضاء السوق والالتزامات المترتبة عليهم وبشكل عام فإن قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها يتضمن العناصر الآتية:

1- نوعية وطبيعة الأوراق المالية: وهي تعليمات إدراج وشطب الأوراق المالية فهي تعليمات تنظم عملية إدراج الأوراق المالية للتداول في السوق، وإيقافها، أو شطبها، وذلك بما يحقق المحافظة على سلامة التداول بالأوراق المالية وحماية حقوق المتعاملين بهذه الأوراق.

2- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: تناول منظروا المحاسبة مفهوم الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في القوائم المالية بوجهات نظر مختلفة، فقد جاء على سبيل المثال أن القوائم المالية يجب أن تصرح عن المعلومات التي تساعد المستخدم عن معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الوحدة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، أما البعض الآخر فإنه يرى أن الإفصاح يعمل غالباً على ربط الإفصاح المحاسبي بالمفهوم العام لوسائل الاتصال، والذي يقوم على أساس أن الوحدة الاقتصادية تمثل جزءاً من البيئة، وعليه فالمحاسب يقيس خصائص الوحدة التي يعمل بها، ثم ينقل نتائج قياساته على شكل رسائل دورية، ممثلة في القوائم المالية إلى المستخدمين، والتي تعد بالنسبة لهم

(1) صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مطابع الأهرام، مصر، 1998، ص، 61.

(2) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص، 61-62.

مصدر المعلومات، في حين يمكن أن يفهم الإفصاح المحاسبي على أنه أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتقييم الأداء وتقييم السيولة وربحية الوحدة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط.

ولعله من الواضح أنه هناك تبايناً بين المفاهيم نتيجة شيوعها وعمومياتها، لذا من الصعب توفير مفهوم موحد للإفصاح في المحاسبة، بل أن شمولية واتساع نطاقه في المجال المحاسبي أدى تطبيقه إلى خلق مشكلات رئيسية يمكن حصرها في العناصر الآتية:

- **الجهات المهتمة بالمعلومة:** تتعدد الجهات المستخدمة والمستفيدة من المعلومات الواردة في القوائم المالية، وطبيعي أن يختلف مستوى الإدراك، والفهم لتلك الجهات وإزاء هذه المشكلة، يقترح الباحثون حلاً واقعياً، وذلك بتطبيق نموذج القوائم المالية إلى تلبية احتياجات مستخدم / مستهدف يتم تحديده وبعدها يجعل هذا المستخدم محورياً أساسياً في تحديد أبعاد الإفصاح المناسب عن المعلومات.

- **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها:** تتأثر عادة مشكلة تحديد حجم العينة أو كمية المعلومات الواجب الإفصاح عنها في تقرير الشركة، فالشركات بطبيعة الحال كثيراً ما تتردد في زيادة مستوى الإفصاح المالي بدون ضغط من مهنة المحاسبة أو الحكومة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن زيادة الإفصاح ربما يؤدي إلى أضرار في مصلحة الشركة، وبشكل خاص حينما يشغل الإفصاح من قبل المنافسين، لهذا نجد المحاسبين يتبعون العرف المحاسبي لتحديد الحد الأدنى من الإفصاح، أما من حيث نوعية المعلومات، فكثيراً ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، فمفهوم الأهمية النسبية الملائمة، التوقيت، الموضوعية... الخ.

- **زمن الإفصاح عن المعلومات:** إن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية لا يمكن أن يكون فاعلاً ما لم يتم مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصال المعلومات المحاسبية لمتخذ القرار في وقت مبكر، وذلك لأن أي تأخير في إيصالها سيؤثر على قراره، وطالما أن الكثير من القرارات تتخذ نتيجة الإطلاع على التقارير المالية للشركات، لذا فمن المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعاً بقدر الإمكان، لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة، لكي تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستخدمين.

وأن أهمية تحديد عنصر التوقيت واضحة وصريحة من قبل المهنيين، ويتبين لك من خلال الإلاح على المحاسبين ومطالبتهم بتقديم تقاريرهم المالية خلال فترة محددة من السنة، عادة بعد ثلاثة أشهر من تاريخ نهاية السنة المالية.

- **كيفية الإفصاح عن المعلومات:** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تأخذ مخرجاته أشكالاً متعددة، منها القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية وغيرها، ولكي تحقق مجموعة المخرجات الغاية المرجوة منها، لا بد أن تعرض المعلومات بالشكل الذي يسهل من قراءتها وفهمها، وتمتاز بالبساطة والوضوح، وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

وفي الأخير يمكن استنتاج أن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة لكل شركات الأموال بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة، مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق، وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، ويحقق الإفصاح الشفافية عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة سوق الأوراق المالية.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

3- الأحكام المتعلقة بالوسطاء: يحدد قانون سوق الأوراق المالية ترخيص الوسطاء وشكلهم القانوني، ونوعية أعمالهم، وطبيعة الرقابة عليهم، كما يحدد القانون التزامات الوسطاء اتجاه السوق، والحدود الدنيا لرؤوس أموالهم، والعقوبات والإجراءات التي تفرض عليهم في حالة مخالفتهم للقوانين، وتخضع الوسطاء لرقابة السوق المستثمرة المحافظة على ملاءتهم المالية، باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء هي أحد أهم مقومات سلامة التداول في سوق الأوراق المالية، كذلك تنظم هذه الأحكام نوعية وطبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء، وتحدد المؤهلات الأشخاص العاملين وسلوكياتهم.

4- تعليمات تداول الأوراق المالية: وهي التعليمات التي يتم من خلالها تنظيم وتنفيذ عمليات التداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق تحديث عملية التداول ومكنتها.

5- تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها: تنظم هذه التعليمات إجراءات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها، فهي تحدد إجراءات التسوية والتقاضي بين الوسطاء، وعمليات التسوية والتقاضي بين الوسطاء وعملائهم، وإجراءات التسوية والتقاضي بين العملاء والسوق من حيث احتساب وتسديد عمولات السوق، ومواكبتها مع تطبيق المعايير الدولية وتهدف هذه التعليمات إلى:

- نقل الملكية الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري فور إتمام الصفقة.
- إتمام عملية التسوية المالية بين السوق والوسطاء المعتمدين عن طريق بنك التسوية في اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة.

6- المخالفات والعقوبات: تحدد هذه الأحكام طبيعة المخالفات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن أهمها استغلال المعلومات الداخلية أو تزويج الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية أو على سمعة أي جهة مصدرة.

ثالثاً: قوانين الأنظمة الضريبية

تعتبر القوانين الضريبية من القوانين الهامة ذات العلاقة لسوق رأس المال، وتستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة، بحيث تكون أقل من العبء الضريبي على الشركات المقفلة والعائلية، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، ويرجع ذلك

إلى أن طغيان الطابع المغلق لمثل هذه الشركات يعتبر عاملاً محدداً لنمو الأسواق بالنظر لقدرتها المحدودة نسبياً على التوسع في استثماراتها، وبالتالي في النمو والاستمرار، مقارنة مع الشركات المساهمة العامة التي تملك نوافذ متعددة للتوسع.

كما تشمل الحوافز من جانب آخر الإعفاءات أو تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

رابعاً: التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي

تتضمن هذه التشريعات الأسس والقواعد التي تنظم الاستثمارات الأجنبية ومساهمة المستثمرين الأجانب في المشروعات الوطنية، بما فيها الاستثمارات الأجنبية في أسهم الشركات المساهمة العامة، وتهدف هذه التشريعات بما توفره من مزايا وتسهيلات للمستثمرين إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها أو تحضيرها على الدخول

خامساً: قانون الخصخصة

تعني القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسات عمومية، أو جزء منها، أو كل رأس مالها، أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين للقطاع الخاص، وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كيفية تحويل التسيير وممارسته وشروطه⁽¹⁾ وتهدف الخصخصة إلى⁽²⁾:

- تحسين الكفاءة الاقتصادية: ويتحقق من خلال المنافسة التي تعني تخصيص الموارد وحسن تسييرها، حيث تسعى كل منشأة أو شركة إلى تحقيق أرباح عن طريق المنافسة، مما يعني تحكماً أفضل في التكاليف، وتحقيق كفاءة في تسيير وإدارة المنشآت أو الشركات بما ينعكس على تحسين الكفاءة الاقتصادية.

- توسيع قاعدة الملكية: ويتم ذلك عن طريق الاكتتاب العام للأسهم التي تصدرها المؤسسات المعروضة للخصخصة من طرف الدولة.

- تنشيط سوق الأوراق المالية: حيث يسعى المستثمرون ورجال الأعمال للحصول على مصادر تمويلية لاستثماراتهم الجديدة أو لإنشاء شركات جديدة، وذلك عن طريق البنوك أو البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، وزيادة عرض الأوراق المالية للاكتتاب العام في البورصة مما يساهم في تنشيطها.

(1) الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26/08/1995 والمعدل بالأمر الرقم

95-11 المؤرخ في 19/03/1997، العدد 48 ص، 95.

(2) عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول في البورصة، مكتبة النهضة العربية، مصر، 1996 ص، 25.

المطلب الخامس: تدخل المؤسسات المقرضة في السوق الثانوية

سوق رؤوس الأموال عرفت في السنوات الأخيرة تحولات كبيرة والتي ساهمت في الحصول على نسبة كبيرة في مدخرات الأشخاص وخزينة المؤسسات بالسوق. يتميز هذا السوق باختلاف وتنوع المنتجات، وفعالية التقنيات، مما يحتم تنظيم قدرات خاصة بالمتخلين الماليين. يعطى لمؤسسات المقرضة صلاحية التدخل في بعض عمليات البورصة أو تسيير أوراق مالية ومن بين هذه الصلاحيات يوجد⁽¹⁾:

الفرع الأول: حساب إيداع الأوراق

عند إبرام عقد الأوراق المالية مع المؤسسات المقرضة بإمكان الزبون التدخل بصفة أوسع ولكن دون الحصول على إذن للتسيير، وذلك راجع إلى الالتزامات المفروضة على المؤسسة المودعة للأوراق ومن بين هذه الالتزامات:

- المحافظة أو الاحتفاظ بالأوراق مع منع هذه المؤسسات الاككتاب أو الحصول عليها.
- على المودع تنفيذ الأوامر الصادرة من صاحب الحساب في اقرب وقت ولا تتخل في عملية الاككتاب.
- إن إعلام الزبون بالمعلومات لا يقتصر على التسيير الإداري للأوراق فقط بل أيضاً على الأحداث المؤثرة في حياة الشركة.

الفرع الثاني: تسيير محفظة الأوراق

عكس المرحلة الأولى، بإمكان صاحب المحفظة إسناد عملية التسيير لمختص له القدرة الواسعة والخبرة في عملية الاختيار وتنفيذ عملية التوظيف. دور المؤسسات المقرضة ذو أهمية في حالة ما إذا أسندت لها مهمة تسيير المحفظة بحيث هي التي تبادر في أخذ القرار بالبيع أو الشراء، إذا الاتفاقية المكتوبة تحدد درجة المبادرة للموكل في أخذ القرار في هذه ليس الزبون حق التدخل في التسيير وإعطاء أوامر البيع أو الشراء أو معاتبة البنك على عدم تنفيذ أوامره، لكون المؤسسات المقرضة لها إستراتيجية عامة مدروسة التي يمكن أن تكون غير متوازنة في حالة تدخل الزبائن في كل مرة في أي وقت.

في عملية تسيير محفظة الأوراق المالية قامت المؤسسات المقرضة بخلق معدلات تسيير للقيم المنقولة، مما أدى إلى إنشاء شركة الاستثمار ذات رؤوس متغيرة وكان للبنوك أساس ودور كبير في خلقها وفي استثماراتها وحيويتها.

(1)خالدي سمية، مرجع سبق ذكره، ص64.

الفرع الثالث: نقل الأوامر الخاصة ببيع البورصة والأوراق المالية

في إطار وضع حد للحواجز التنظيمية بين البورصة والبنك قامت كل البنوك الكبرى بالاشتراك مع عملاء الصرف بالبورصة الذين بدورهم يعتبرون وحدة تابعة للبنك كم خلال هذه الشركة توسعت الخدمات المقدمة من البنك لزبائنه والمتعلقة ببورصة القيم، تنفيذ الأوامر الخاصة بالتفاوض إذن التسيير.

عادة تقوم البنوك بعملية نقل الأوامر من زبائنها إلى شركات البورصة فقط أما المؤسسات المقرضة تقوم بتسجيل هذه الأوامر حسب الترتيب الزمني.

تتم عملية التفاوض بعد أو قبل حصة التفاوض كتابياً أو عن طرق التيلغرام أو هاتفياً، أما البنوك تطلب أن يكون شفهي أو متبوع فيها بعد بأمر كتابي لاستعانة به في حالة تيري البنك للعملية التي قام بها، كما على البنك والمؤسسات المقرضة تغطية الأوامر الصادرة لأجل.

بإمكان المصرفي تقديم أوامر البورصة باسم زبائنها، ويصبح للزبون نوع من التدخل المباشر على البورصة، عادة المصرفي ينقل الأوامر باسمه، لا توجد علاقة مباشرة بين المصدر للأوامر شركة البورصة.

أما المؤسسات المقرضة مسئولة أما الزبون في حالة وجود خطأ في نقل الأوامر أو تنفيذ شركة البورصة.

المبحث الثالث: دور البنوك في تفعيل بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر وليدة التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية في فترة الإصلاحات في إطار ما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني وينشط في بورصة الجزائر عدة متعاملون لينسبون إلى وسطاء في عمليات البورصة والذين توكل لهم مهمات الوساطة في عمليات البورصة، والمتعاملون الآخرون والذين يمارسون مهامهم من خلال شركات الاستثمار بمختلف أنواعها ويتداول في بورصة الجزائر العديد من الأوراق المالية وفق للأوامر وإجراءات وشروط حددها المشرع الجزائري على غرار تلك المتعامل بها في البورصات العالمية الأخرى.

المطلب الأول: العوامل المؤثرة في تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

سوف يتم التطرق إلى العوامل التقنية و الاقتصادية ثم إلى العوامل المتعلقة بمصدري الأوراق المالية والوسطاء وفي الأخير إلى العوامل المتعلقة بالضبط.

الفرع الأول: العوامل التقنية والاقتصادية

أولاً: العوامل التقنية: تتمثل هذه العوامل فيما يلي⁽¹⁾:

1_ الأدوات المالية: توفر بورصة الجزائر قيما متنوعة معروفة التداول وللاستثمار فيها، حيث تتمثل هذه القيم في الأدوات المالية التالية:

_ الأسهم: يحدد القانون التجاري 1993 أصناف مختلفة من الأسهم يمكنها أن تتداول في بورصة الجزائر وهي:

* الأسهم العادية

* أسهم التمتع

* أسهم ذات أولوية في توزيع الأرباح

* أسهم ذات الأذن للاكتتاب في أسهم

* السهم الخصوصي الذي تم إدخاله بمقتضى المرسوم التنفيذي 96-133 المتعلق بكيفيات ممارسة السهم الخصوصي.

والملاحظ أن سوق الأسهم في الجزائر لم يشهد تطورا منذ انطلاقة سنة 1999 بل بالعكس فقد عرف جمودا رهيبا جعل المؤسسات العمومية تعزف عن الانضمام إلى البورصة بسبب المشاكل الكبيرة التي واجهت أسهم المؤسسات المقيدة بالبورصة، حيث عرفت أسهم هذه المؤسسات انخفاضا كبيرا في قيمتها السوقية مما أدى إلى انسحاب مجمع صيدال سطيف من البورصة سنة 2006.

_ سندات الدين: يمكن إيجاد الأنواع التالية من السندات في بورصة الجزائر:

* السندات ذات المعدل الثابت

(1) جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 250.

*السندات ذات المعدل المتغير

_ القيم المهجنة: والمتمثلة في:

*شهادات الاستثمار

*السند ذو قسيمة اكتتاب في الأسهم

_ **صناديق الاستثمار:** يعتبر هذا القطاع من الاستثمار شبه خال من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، حيث أنه ما عدا شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير الوحيدة الموجودة "سليم" التي تم اعتمادها سنة 1998 لم يتم فتح على الجمهور.

2_ **الأعلام الاقتصادي:** إن السياسة الإعلامية و الإشهارية الموجهة للمساهمين في البورصة الجزائرية وكذا إلى الجمهور الواسع لا تعد متطورة بما في الكفاية، حيث أنها تكتفي بالإعلانات عبر وسائل الإعلام وعلى وجه الخصوص الجرائد اليومية التي لا تخصص التغطية الكافية لنشاطات البورصة، مما يدل على ضعف هذه السياسة في الجزائر. ولكن بالرغم من ذلك فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تحاول أن تقيم علاقات مع وسائل الإعلام الوطني السمعي البصرية وكذا الصحافة المكتوبة وذلك بهدف نشر ثقافة البورصة لدى الجمهور الواسع، ولهذا الغرض تعمل على تنظيم التظاهرات و الأيام الدراسية حول البورصة. ففي هذا السياق تقوم اللجنة بتوزيع مطويات تحتوي على كل المعلومات المتعلقة بنشاط البورصة وأدواتها وكيفية التعامل فيها وذلك بهدف تعميم ثقافة البورصة لدى الجمهور الواسع إضافة إلى الوسط الإعلامي.

3_ **التطور التكنولوجي:** يسعى القائمين على بورصة الجزائر على اقتناء أحدث الأجهزة لضمان تسيير فعال ومحكم لأنشطتها المتعلقة بالتداول، وفي هذا الإطار تحصلت بورصة الجزائر على برامج دعم تسمح بتحديث وتطوير السوق المالي الجزائري، وذلك من خلال انطلاق نشاطات المؤتمن المركزي على السندات حيث أن هذا البرنامج تم تحويله من طرف البنك العالمي وكذا الخزينة العمومية الفرنسية. وفي السياق قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإمضاء عقد متابعة تقنية في 11 مارس 2001 مع أورو كلير فرنسا (Euroclear France) الذي يعد المؤتمن المركزي على السندات في فرنسا. وفي جوان 2002 كان بحوزة المؤتمن المركزي للسندات المقرات، الإطارات المؤهلة وكل معدات الإعلام الآلي التي تسمح بالبدء في استغلال البرامج المتحصل عليه لدى أورو كلير.

كما وضع تحت تصرف الوسطاء هياكل في عمليات البورصة وماسكي الحسابات حافظي السندات لدي البنوك ووسائل وأجهزة الإعلام الآلي التي تسمح لهم بالتكفل الملائم بهذين النشاطين. أما عن نظام التسعير في بورصة الجزائر فالنظام المستعمل هو نظام السعر المحدد (Fixing) المستعمل أيضا في بورصة تونس. لهذا يمكن اعتبار أن بورصة الجزائر مستعدة من حيث التجهيزات والمعدات المتطورة، غير أن هذه المعدات تبقى شبه متوقفة نظرا لقلّة النشاط في البورصة الذي لا يسمح باستغلالها أحسن استغلال. Cosob-Rapport annuel 2004,P:31_4 **التوريق:** لا يعد التوريق من النشاطات المعروفة أو المعمول بها في المحيط المالي الجزائري بالرغم من أن الظروف أكثر من

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

مواتية لتطوير هذه التقنية خاصة وأنه من بين أوليات البرنامج الرئاسي الذي يتم السعي لتنفيذه قبل نهاية 2009 هو انجاز 1.000.000 سكن، وبالتالي يصبح التوريق من بين أفضل الطرق التي تسمح بتمويل تنفيذ هذا البرنامج الاستراتيجي الهام.

إلا أنه وفي إطار اللقاءات التي خصها رئيس الجمهورية لمختلف القطاعات، استقبل الرئيس في 22 سبتمبر 2007 الفاعلين في القطاع المالي حيث تم التطرق إلى محورين استراتيجيين للإصلاح ألا وهما:

_ إصلاح نظام المالية العمومية بهدف توظيف أكثر فعالية للموارد العمومية والترجمة على أرض الواقع للسياسة العمومية حسب القطاعات.

_ إصلاح النظام البنكي والمالي لدعم خدمة الاقتصاد والمؤسسة، ففي هذا الإطار وبهدف تطوير محيط سوق القروض الرهنية عدة أهداف شرع في تنفيذها بالاعتماد على دعم تقني من البنك العالمي حيث أنه تم استهداف البرامج التالية:

~ انجاز برنامج تكويني لفائدة كل الأطراف الفاعلة.

~ وضع جهاز للتوريق خاص بالقروض الرهنية.

~ خلق الظروف القانونية والضريبية اللازمة لتطوير مجال القروض من خلال تدابير قانون المالية.

~ تحديد برنامج عمل لمختلف القطاعات المعنية بتطوير القرض الرهني

ثانياً: العوامل الاقتصادية: إن العوامل الاقتصادية التي من المفروض أن تكون عاملاً فعالاً لتنشيط بورصة الجزائر لم ترقى إلى المستوى المطلوب لتحقيق تطلعات القائمين على البورصة نظراً للظروف التي تمر بها بورصة الجزائر والصعوبات التي تواجهها، حتى برنامج الخصخصة الذي كان من المفروض أن تعتمد بشكل كبير على البورصة لتحقيق الأهداف المرجوة منه، يمكن القول أنه تجاهل تقريباً هذه الآلية إن صح التعبير، إضافة إلى غياب الاستثمار الأجنبي في البورصة الذي لم يشجع على تطوير هذه السوق⁽¹⁾.

1_ الأفراد: إن تدخل الأفراد في سوق البورصة في الجزائر لا يعرف الاهتمام اللازم من طرف هؤلاء نظراً للظروف التي لا تزال تعرفها بورصة الجزائر والتي لا يمكن أن توفر السيولة اللازمة التي تسمح لهم بالقيام بتعاملاتهم في إطار سوق التداول، وبالتالي فإن هذا التدخل يقتصر في إطار سوق الإصدار أين عرفت سندات بعض الشركات استحواد الأفراد لنسبة معتبرة منها عند فترة الاكتتاب، فعلى سبيل المثال كانت حصة الأفراد عند الاكتتاب المتعلقة بأسهم شركة صيدال تقدر بـ35% من إجمالي العرض العمومي سنة 1999، بينما بلغت حصة الأفراد في العرض المتعلق بسندات الخطوط الجوية الجزائرية سنة 2004 فقد بلغت نسبة 48.41% من إجمالي العرض العمومي للبيع المقدم من طرف هذه الشركة، إلا أن عدم توفير البورصة للسيولة اللازمة التي تسمح

(1) جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص253-254.

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

بتداول هذه الأوراق المالية أدى إلى عدم ثقة الأفراد بسوق التداول ومن ثم امتصاص الأوراق المالية من طرف القطاع المؤسسي الذي أصبح يستحوذ على غالبية الأوراق المالية المتوفرة في السوق.

2_ الخوصصة: انطلق برنامج الخوصصة في الجزائر في سنوات 1993-1994، أي أنه متواصل منذ 13 سنة كاملة حيث يعود تاريخ الأمرية الأولى المنظمة لعملية الخوصصة إلى 26 أوت 1995، والتي كانت مسبقة بالمادتين (24 و 25) من قانون المالية التكميلي 1994 الذي سمح لأول مرة بالتنازل عن الشركات العمومية وفتح رأس مال الشركات التابعة للدولة للمتعاملين الخواص، والجدير بالذكر أنه وإلى غاية 2001 تعتبر حصيلة الخوصصة في الجزائر مخيبة حيث تلخصت هذه الحصيلة فيما يلي:

~ ثلاث عمليات عن طريق البورصة تمت على النحو التالي:

عمليات الخوصصة في الجزائر عن طريق البورصة

جدول رقم (03-02)

النسبة من رأس المال الاجتماعي المعروض للاكتتاب	تاريخ الانضمام	عدد الأسهم المدرجة	عدد الأسهم	الرأسمال الاجتماعي (دج)	قطاع النشاط	البيان المؤسسة
20%	1999/09/13	1.000.000	5.000.000	5.000.000.000	الصناعات الغذائية	الرياض/سظيف
20%	1999/09/20	2.000.000	10.000.000	2.500.000.000	الصيدلة	مجمع صيدال
20%	2000/02/14	1.200.000	6.000.000	1.500.000.000	الخدمات	الأوراسي

المصدر: la bourse d'Alger-Premier anniversaire, Octobre 2000

~ التنازل عن بعض الصيدليات العمومية

~ ثلاث عمليات شراكة مع متعاملين أجانب (سيدار، فرفوس، إناد)

~ التنازل عن أصول بعض الشركات العمومية للدولة

وفي 20 أوت 2001 صدرا أمرية جديدة تنظم التخلي لصالح المزيد من عمليات الخوصصة من طرف الدولة حيث شملت كل الشركات باستثناء شركة سوناطراك، الشيء الذي أعطى بعضا من الديناميكية لمسار الخوصصة حيث أن الأرقام التي نشرتها وزارة المساهمة وترقية الاستثمار المكلفة بهذا الملف تشير إلى بعض التقدم الذي يتوجب الإشارة إليه بما أن 1270 شركة كانت معنية بالخوصصة، منها 459 مؤسسة عمومية اقتصادية و713 فرع. وهنا يتعلق الأمر بالأساس بمؤسسات متوسطة وأغلبها مؤسسات صغيرة، بينما 145 مؤسسة هي عبارة عن شركات كبرى حسب ما تشير وزارة المساهمة وترقية الاستثمار. إلا أن الحصيلة التي نشرها مجلس مساهمات الدولة بتاريخ 22 مارس 2006.

فإنها توضح عمليات الخوصصة المنجزة بين جون 2003 وديسمبر 2005 كانت على النحو التالي:

حصيلة المؤسسات والأصول المتنازل عليها في الجزائر
خلال الفترة (جوان 2003_ ديسمبر 2005)

جدول رقم (03-03)

التنازل لمتعاملين خواص وطنيين	التنازل لمتعاملين أجنب	التنازل لمجموعات أجزاء	المجموع
124	31	83	238

المصدر: عبد المجيد بوزيدي_الخوصصة: أية حصيلة؟ 20 فيفري 2007، www.maktoobblog.com

3_ الاستثمار الأجنبي: أشار التقرير الذي أصدرته المؤسسة العربية لضمان الاستثمار سنة 1998 إلى التطور الإيجابي للأوضاع في الجزائر خلال تلك السنة، حيث أن حجم الاستثمارات الأجنبية بلغ نحو 1,43 مليار دولار منها 1,18 مليار في قطاع المحروقات و 243,9 مليون دولار في القطاعات الأخرى⁽¹⁾، هذه النتائج بدأت تظهر بعد الوضعية الصعبة التي عاشتها الجزائر قبل سنة 1998 أين بدأت تهتم بتوفير بعض عناصر المناخ الاستثماري حيث أقدمت على إجراءات من قبيل الانفتاح السياسي وتنفيذ إصلاحات اقتصادية واسعة النطاق وإقامة بعض هياكل البنية التحتية، ويظهر ذلك جليا من خلال طبيعة التشريعات الاقتصادية والنتائج التي حققتها عمليات التصحيحات الهيكلية بعد صدور قانون الاستثمار في أكتوبر 1993 وكذا قانون 1995 ثم قانون 2001 الذي تضمن عدة مزايا جمركية وتبسيط الإجراءات الإداري وتوسيع مجال النشاط، مما يدل على أنه هناك اهتماما أكبر بالاستثمار الأجنبي الذي تسعى الجزائر من خلاله إلى حث الشركات الأجنبية على الاهتمام بفرض الاستثمار التي تمنحها الجزائر للمتعاملين الاقتصاديين من كل الدول. وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى أن كل هذه الجهود لم تقدم النتائج المرجوة بالرغم من كل التحفيزات المقدمة من طرف الحكومة الجزائرية وذلك نظرا للعديد من العوامل خاصة من الجانب الأمني والعراقيل الإدارية كما توضحه بيانات الجدول الآتي:

مؤشرات تطور الاستثمار الأجنبي المباشر
في الجزائر خلال الفترة (2001-2006)

جدول رقم (03-04)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات البيان
1,2	0,42	0,62	0,62	0,97	1,18	الاستثمار الأجنبي المباشر (مليار دولار)

المصدر: www.el-mouradia.dz

4_ الربط مع البورصات العالمية: إن بورصة الجزائر لا تزال تعاني من العديد من المشاكل التي لا تسمح أن تتوفر لديها مقومات الربط مع البورصات العالمية وذلك نظرا للعديد من الأسباب من بينها بتنشيط البورصة، إلا أن القائمين على البورصة في الجزائر يسعون جاهدين للرفع من مستوى البورصة وذلك من خلال محاولة توفير مختلف الشروط التي تسمح بتنشيطها وذلك من خلال مشاركة لجنة تنظيم البورصة ومراقبة عملياتها في أشغال المنظمة الدولية لسلطات الضبط بصفقتها عضوا في أشغال هذه المساهمة من خلال لجنة الرؤساء ولجنة الأسواق الناشئة واللجنة الجهوية لإفريقيا والشرق الأوسط. ومن بين نشاطات التعاون التي قامت بها اللجنة يمكن ذلك⁽¹⁾:

- التعاون في إطار برنامج المساعدة للشراكة الأوروبية ومتوطية
- التعاون مع الوكالة الكورية للتعاون الدولي ومعهد التنمية الكوري (KOICA/KDI)
- التعاون مع المعهد الإفريقي المتعدد الأطراف (IMA)
- التعاون مع مجلس الأخلاقيات في القيم المنقولة (CVDM) المغرب

الفرع الثاني: العوامل المتعلقة بمصدري الأوراق المالية والوسطاء

أولاً: المصدرون: من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى التزامات مصدري الأوراق المالية في إطار نشاطاتهم في بورصة الجزائر، إضافة إلى تطور قيمة وحجم الشركات المدرجة في البورصة. كما يلي⁽²⁾:

1_التزامات مصدورا الأوراق المالية: يتوجب على شركات التي تصدر أوراقا مالية في بورصة الجزائر الالتزام بمجموعة من التدابير التي تسمح بحماية المستثمرين وذلك بموجب النظام رقم 2000-02 المؤرخ في 2 يناير سنة 2000:

(1) كسوب، التقرير السنوي، 2006، ص 36.

(2) جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 258.

- إعداد المذكرات الإعلامية عند اللجوء علانية إلى الادخار أو الانضمام إلى البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية.
- نشر الكشوف المالية السداسية والسنوية ونشر رأي محافظ أو محافظي في صحة هذه الكشوف وقانونيتها

- إعلام الجمهور بكل معلومة أو بأي حدث يؤثر في نشاط الشركة أو في وضعيتها المالية

2_ تطور قيمة وحجم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر: الملاحظ أن سوق البورصة في الجزائر لا يزال ينتظر رؤية أرضية مزودة بقيم منقولة جديدة_ الأسهم والسندات_ بهدف التوصل إلى الخروج من حالة الركود التي هي فيها بالرغم من أنه في أواخر 2006 ارتفع حجم رؤوس الأموال في سوق السندات بالجزائر إلى 120 مليار بسبب إصدار ثمانية مؤسسات كبرى لسنداتها، فمنذ سنة 1999 لم تشهد البورصة في الجزائر أي تطور فيما يخص عدد المؤسسات المدرجة في البورصة إلى غاية 2006 والذي ظل يساوي ثلاث شركات تتعلق بسوق الأسهم كما هو في الجدول التالي:

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

مؤشرات عن تطور الشركات الحاملة للأسهم والمسعرة
في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2006)

الجدول رقم (03-05)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	السنوات	
								البيانات	
7,22	6,72	6,58	6,13	5,82	5,26	4,20	4,67	رقم الأعمال (مليار دج)	البنوك
0,55	0,43	0,46	0,48	0,19	0,38	0,27	0,72	النتيجة الصافية (مليار دج)	
23	20	20	24	09	13,60 و 40	20	36	الأرباح المدفوعة (مليار دج)	
1,69	1,64	1,43	1,20	1,13	0,95	0,89	0,76	رقم الأعمال (مليار دج)	المؤسسات الائتمانية
0,68	0,47	0,36	0,30	0,25	0,2	0,17	0,17	النتيجة الصافية (مليار دج)	
45	40	35	30	25	22	20	19	الأرباح المدفوعة (مليار دج)	
-	4,56	4,68	6,44	8,37	13,39	20,23	22,23	رقم الأعمال (مليار دج)	الشركات الخاصة
-	1,17	0,90	1,39	0,81	0,18	1,60	2,28	النتيجة الصافية (مليار دج)	
-	-	-	80,5	115	138	230	230	الأرباح المدفوعة (مليار دج)	

المصدر: كسوب_ التقرير السنوي (2005+2006)

الملاحظ من هذا الجدول أن الأرباح الموزعة على المستثمرين خلال الفترة محل الدراسة من طرف الشركات المسعرة لا يشجع على الإطلاق الإقبال المتزايد للمستثمرين على استثمار أموالهم في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى عدم انضمام شركات أخرى إلى البورصة خاصة إن عرفنا أن

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

الأسعار السوقية لأسهم هذه الشركات المقيدة بالبورصة سجلت انخفاضا كبيرا كما هو موضح في الجدول التالي مقارنة مع أسعار الاكتتاب نظرا لعدم توفير بورصة الجزائر للسيولة المطلوبة التي تسمح بتداول الأوراق المالية في أحسن الظروف.

تطور أسعار الاسهم للشركات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2000)

الجدول رقم (03-06)

السنوات		2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	البيان
صيدال	أعلى سعر (دج)	440	360	360	470	585	795	800	825	
	أدنى سعر (دج)	360	345	345	395	510	510	710	765	
الأوراسي	أعلى سعر (دج)	415	300	280	270	275	380	405	-	
	أدنى سعر (دج)	300	260	260	250	210	260	365	-	
الرياض سطيف	أعلى سعر (دج)	-	-	1050	1045	1645	2300	2325	2340	
	أدنى سعر (دج)	-	-	1000	945	1050	1560	2325	2300	

المصدر: كسوب_ التقرير السنوي 2006، ص: 43

أما فيما يتعلق بسوق السندات فلم تعرف بورصة الجزائر إنظام سوى شركة سونطراك التي تم انطلاق نشاط البورصة بسنداتها بتاريخ 10 جانفي 1998 وبمبلغ يقدر بـ12,5 مليار دينار، وظل هذا السند مسعر بالبورصة إلى غاية سنة 2003 أين انقضت آجال استحقاقه. لقد كان من المفروض أن يمثل هذا السند دافعا قويا لانضمام العديد من المؤسسات الأخرى إلى البورصة نظرا لحجمها ووزنها بالنسبة للاقتصاد الوطني، إلا أن الوضع ظل على حاله حتى سنة 2005 أين استأنف القسم الخاص بالسندات في بورصة الجزائر عمليات إدخال سندات جديدة حيث سجل إدخال سندات سونلغاز بمبلغ 5.000.000 دينار واتصالات الجزائر بمبلغ 5.000.000 دينار جزائري التي وضعت في متناول الجمهور على الترتيب في 2005 و 2006 وبالتالي بلغت القيم المقبول تداولها في بورصة الجزائر مع نهاية سنة 2006 عدد أربعة سندات اثنان منها يمثلان سندي رأسمال لشركتي صيدال ومؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي مع انسحاب مجمع الرياض سطيف من البورصة واثنان آخران يمثلان سندي دين شركتي سونلغاز واتصالات الجزائر⁽¹⁾.

(1) كسوب - التقرير السنوي، 2006، ص 22.

لكن الملاحظ هو أن سوق البورصة في الجزائر لا يزال ينتظر رؤية أرضيته مزودة بقيم منقولة جديدة_ الأسهم والسندات_ بهدف التوصل إلى الخروج من حالة الركود التي هي فيها بالرغم من أنه في أواخر 2006 ارتفع حجم رؤوس الأموال في سوق السندات بالجزائر إلى 120 مليار دينار بسبب إصدار ثمانية مؤسسات كبرى لسنداتها وهي: شركة إعادة تمويل الرهن SRH، الجزائر للاتصالات Algérie Télécom، الشركة الوطنية للأشغال البترولية ENTP، الشركة الجزائرية للتقريب ENAFOR، الشركة الخاصة للمواد الغذائية سيفيتال CEVITAL، سونلغاز للكهرباء والغاز SONAELGAZ وشركة الخطوط الجوية الجزائرية Air Alagérie⁽¹⁾. ولكن بالرغم من هذه الإصدارات لا تزال هذه الشركات تخشى من تسيير بعض المعوقات الجديدة التي يمكن أن تواجهها من خلال تسعير سنداتنا في البورصة مثل الإعلان بصفة منتظمة عن المعلومات الخاصة بالشركة والتي تفرضها التدابير القانونية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بالرغم من أن التسجيل في البورصة يضمن شفافية أكبر من شأنه أن يدفع المؤسسات إلى القيام بإصدارات جديدة في المستقبل إذا أرادت الرجوع إلى السوق، أضف إلى هذا أنه ستتاح لهذه الإصدارات إمكانية اختصار الوقت للتعريف بأوراقها المالية بما أن قيمها معروفة في السوق.

ثانياً: الوسطاء: يتم التطرق من خلال هذا العنصر إلى تطور نشاط الوساطة المالية في عمليات البورصة في الجزائر وكذا دور البنوك الجزائرية في تفعيل هذا النشاط.

1_ تطور نشاط الوساطة المالية في عمليات البورصة في الجزائر: يتم اعتماد وسطاء عمليات البورصة في الجزائر من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعد أن تتوفر لدى هؤلاء الوسطاء الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للجنة وذلك حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في 03-07-1996، وتخص هذه الشروط كلاً من⁽²⁾:

_ الأشخاص الطبيعيين: يشترط للأشخاص الطبيعيين ما يلي:

~ بلوغ سن 25 سنة على الأقل

~ التمتع بكامل القوى العقلية

~ امتلاك محاملائم لمزاولة النشاط

~ تقديم طلب الاعتماد على مستوى اللجنة

~ تكوين الملف الذي يثبت مساهمته في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم حيث يجب دفع ما يعادل 2 مليون دينار جزائري.

_ الأشخاص المعنويين: يشترط للأشخاص المعنويين ما يلي:

~ الحد الأدنى لرأس المال مقدراً بـ 1 مليون دينار جزائري

~ امتلاك محلات تليق لحماية مصالح زبائنهم

(1) كسوب- التقرير السنوي، 2006، ص 23-24.

(2) منشورات شركة إدارة بورصة القيم.

~ أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل الذي يتكفل بالإدارة العامة للشركة ويتمتع بالأهلية
~ تقديم طلب الاعتماد لدى اللجنة

بالإضافة إلى هذه الشروط التي يجب أن تتوفر في الوسيط فإنه لا بد أن تكون لديه تنظيمات ووسائل تتلاءم مع مهامه المتمثلة في تداول الأوراق المالية لصالح زبائنه كما جاء في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993.

أما بالنسبة للوسطاء الذين يمارسون نشاط الوساطة في بورصة الجزائر فقد تم اعتمادهم بمقتضى المرسوم رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة الذي سمح للبنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق المساهمة بمزاولة مهمهم لفترة مؤقتة قدرها 05 سنوات ابتداء من تاريخ اعتمادهم مما سمح بإنشاء شركات الوساطة التالية⁽¹⁾:

1_ الراشد المالي: يقدر رأس مال هذه الشركة بـ 9.000.000 دج ، تعمل كوسيط ذو نشاط غير محدود، تم تأسيسها بعد الحصول على اعتماد من طرف اللجنة تحت رقم: 99-01 بتاريخ 1999. وهي مكونة من :

~ البنك الخارجي الجزائري

~ الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي

~ مركز الصكوك البريدية

2_ الشركة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP : يبلغ رأسمالها 9.000.000 دج، وهي تمارس نشاطًا غير محدود تم تأسيسها بعد الحصول على الاعتماد من طرف اللجنة تحت رقم 99-02 بتاريخ جويلية 1999. وهي تتكون من :

~ البنك الوطني الجزائري

~ بنك التنمية المحلية

~ الشركة الجزائرية للتأمين

3_ الشركة المالية العامة SOGEFI : تمارس هذه الشركة نشاطًا غير محدود، يقدر رأسمالها 9.000.000 دج، تم تأسيسها بعد الحصول على الاعتماد تحت رقم 99-04 بتاريخ جويلية 1999. وهي مكونة من:

~ القرض الشعبي الجزائري

~ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط

~ الصندوق الجزائري للتأمين

4_ شركة توظيف القيم المنقولة SPDM B/C : يقدر رأسمالها بـ 9.000.000 دج وهي تمارس نشاطًا غير محدود، تم تأسيس هذه الشركة إثر حصولها على اعتماد اللجنة تحت رقم: 03-99 بتاريخ جويلية 1999. وهي مكونة من :

~ البنك الجزائري للتنمية الريفية

~ الصندوق الجزائري للتأمين وإعادة التأمين

5_ اتحاد بنك بورصة Union Brokerage(Bank-Bourse) : تتكون هذه الشركة من اليوتين بنك، يقدر رأسمالها بـ 9.000.000 دج تمارس نشاطًا محدود، تم تأسيسها إثر الحصول على اعتماد اللجنة تحت رقم 05-99 في جويلية 1999.

وبمقتضى المرسوم رقم: 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تمت تصفية شركات الوساطة السابقة الذكر (بعد الاعتماد الذي منح لها والذي كان بصفة انتقالية لمدة 05 سنوات) وإنشاء أقسام مختصة بتسيير القيم المنقولة والمتمثلة في البنوك العمومية التي طلبت الاعتماد من اللجنة، وبهذا تم اعتماد 06 بنوك عمومية بصفة وسيط في عمليات البورصة وكان ذلك سنة (1) 2004. وبالتالي أصبحت تركيبة الوسطاء في بورصة الجزائر كما يلي:

(1) العربي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 108.

البنوك المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية بالجزائر

الجدول رقم (03-07):

البيان البنك	تاريخ الاعتماد	رقم مقرر كسوب	فئة النشاط المرخصة
البنك الجزائري للتنمية الفلاحية	2004/03/04	005/04	-التفاوض للحساب الخاص -التفاوض للحساب الغير
البنك الوطني الجزائري	2004/03/14	007/04	-التفاوض للحساب الخاص -التفاوض للحساب الغير
بنك التنمية المحلية	2004/10/14	008/04	-التفاوض للحساب الخاص -التفاوض للحساب الغير
البنك الجزائري الخارجي	2004/10/03	014/04	-التفاوض للحساب الخاص -التفاوض للحساب الغير
القرض الشعبي الجزائري	2004/10/03	015/04	-التفاوض للحساب الخاص -التفاوض للحساب الغير
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	2004/12/28	027/04	-التفاوض للحساب الخاص -التفاوض للحساب الغير

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2004، ص: 31.

ونظراً لضعف نشاط التداول في بورصة الجزائر، لم تسجل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أي طلب اعتماد للوساطة في عمليات البورصة خلال سنتي 2005 و2006⁽¹⁾، بينما في سنة 2007

(1) كسوب - التقرير السنوي، 2006، ص 29.

تقدم 03 متعاملين أجنب من أجل الحصول على اعتماد اللجنة، حيث أن متعاملين من بين الثلاثة بصدد استكمال ملفاتهم بينما ينتظر الآخر الاعتماد لدى اللجنة.

يتوفر مختلف وسطاء بورصة الجزائر (البنوك) على فائض سيولة لا بأس به، فإذا ما تم توظيفه في البورصة يساعد حتما على تنشيطها، غير أن ذلك الفائض لم يتم استغلاله على أكمل وجه وذلك بسبب تعلق البنوك برؤوس أموالها التأسيسية التي لا تسمح القوانين بتعدي أسقف محدودة من تلك الأموال.

يقوم وسطاء بورصة الجزائر بعدة مهم من بينها: ماسك الحسابات وحفظ السندات الذي يعد من بين الآليات الجديدة التي تم إدخالها على نشاط البورصة، حيث يسجل اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة—07 بنوك تزاوول هذا النشاط وهي : البنوك العمومية الستة المعتمدة لمزاولة نشاط الوساطة المالية إضافة إلى البنك الوطني لباريس_ الجزائر BNP Paribas Eldjazair الذي تم تأهيله من طرف اللجنة بتاريخ 17 نوفمبر 2005.

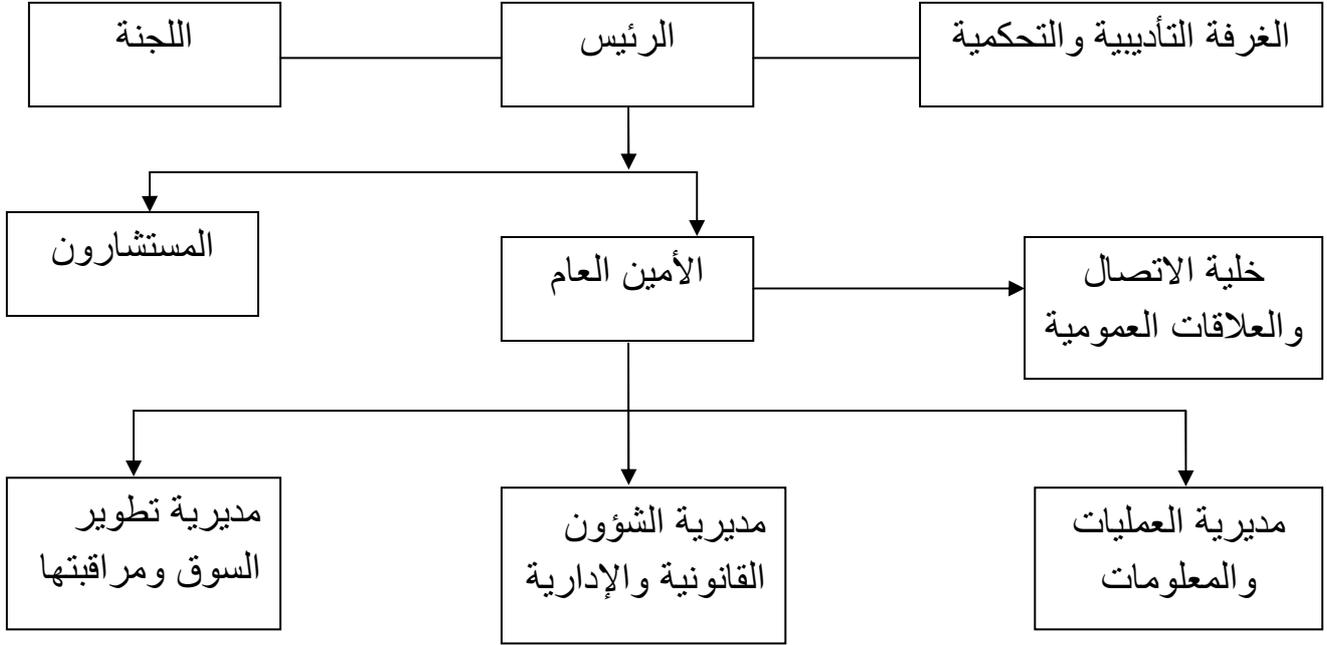
2_ البنوك وبورصة الجزائر: من خلال دراستنا لتركيبية الوسطاء في عمليات البورصة لاحظنا أن كل الوسطاء هم عبارة عن بنوك عمومية تزاوول نشاطها في هذا الإطار وبالتالي يمكن القول أن البنوك في الجزائر تعد العصب الرئيسي لبورصة الجزائر، إلا أن هذه البنوك ليس لديها قيما مقيدة في البورصة بالرغم من برنامج خصصة البنوك العمومية الذي يعد موضوع الساعة في الجزائر حيث يمكن أن تكون البورصة من أحسن الآليات لتنفيذ هذا البرنامج، إضافة إلى فائض السيولة الذي بحوزة هذه البنوك والذي يمكن توظيفه لتنشيط البورصة في الجزائر خاصة من خلال سوق السندات الواعد الذي بدأ يأخذ منحى إيجابي ومتسارع، إلا أن هذا الفائض لم يتم استغلاله على أكمل وجه وذلك نظرا لتعلق البنوك برؤوس أموالها التأسيسية التي لا تسمح القوانين بتعدي أسقف محددة من رؤوس الأموال هذه.

الفرع الثالث: العوامل المتعلقة بالضبط

يتولى مهمة ضبط وتنظيم البورصة في الجزائر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تسهر على القيام بمهام متعددة موكلة إليها بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، حيث تعتبر سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

أولاً: الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

الشكل رقم (03-03) الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها



المصدر: كسوب - التقرير السنوي 2006، ص 39.

ثانياً: تنظيم ورقابة السوق (مؤشرات الأداء الرقابي للجنة)

تتلخص المهام التي تقوم بها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها فيما يلي⁽¹⁾:

_ حماية المستثمرين في القيم المنقولة

_ حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها حيث تسمح هذه المراقبة للكف بالضبط بالتأكد من:

~ احترام الوسطاء عمليات البورصة القواعد إلزامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليس أو غير منصف

~ سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر

~ القيام بإدارة السندات وتسييرها وفق الأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها
_ أما السلطات التي زودها المشرع للجنة لتمكينها من القيام بمهامها فتمثل في الآتي:

~ السلطة التنظيمية حيث تقوم بسن الأنظمة المتعلقة بالخصوص:

(1) جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 265.

- ❖ القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة وعلى هيئات التوظيف الجماعي القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات_حافظي السندات
- ❖ واجبات الإعلام التي يتعين على الشركات القيام بها عند إصدار قيم منقولة من خلال اللجوء العلني للادخار
- ❖ تسيير قواعد حافظة القيم المنقولة
- ❖ قواعد عمل شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات
- ~ سلطة الاعتماد والتأهيل حيث تعتمد على:
- ❖ الوسطاء في عمليات البورصة
- ❖ شركات الاستثمار ذات رأسمال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف كم تقوم بتأهيل ماسكي الحسابات_حافظي السندات
- ~ سلطة المراقبة والتفتيش والتحقيق حيث يسمح بالقيام با يلي:
- ❖ احترام المتخلين في السوق الأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق
- ❖ امتثال الشركات التي تطلب العلني للادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها
- ❖ إدراج التوصيات في حالة معاينة مخالفات
- ~ السلطة الأدبية والتحكيمية: تضم اللجنة في إطار تنفيذ مهامها على غرفة تأديبية وتحكيمية تقوم بما يلي:
- ❖ في المجال التأديبي تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم
- ❖ في المجال التحكيمي تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سوق البورصة والذي يمكن أن يحدث:
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة
- بين الوسطاء في عمليات البورصة

ثالثًا: واقع الحوكمة في الجزائر:

لا توجد قوانين صريحة تتعلق بالحوكمة في الجزائر، إلا أننا يمكن أن نجد بعض المواد والأحكام التنظيمية التي تشير إلى الحوكمة والتي تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خاصة تلك التي تتعلق بسلطة الرقابة والتحقيق المخولة لها في إطار السهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها حيث أنه يتعين على الشركات المسعرة أن تقوم عملاً بنظام اللجنة رقم 2000-02 المؤرخ في 2 يناير سنة 2000 بنشر كشوفها المالية السنوية وكذا رأي محافظ أو محافظي الحسابات في صحة هذه الكشوف وقانونيتها. كما يتعين عليها أن تعلم الجمهور بكل المعلومات مهمة أو بأي حدث يؤثر في نشاط الشركة أو في وضعيتها المالية. أما عن الإحصائيات المتعلقة بنتائج تدخلات جهاز

الضبط المتمثل في لجنة تنظيم البورصة ومراقبة عملياتها فلا توجد معلومات صريحة عن حجم التدخلات وعددها التي قامت بها اللجنة في إطار مباشرة مهمها والتي من المفروض أن تتم الإشارة إليها من خلال التقارير السنوية للهيئة كما هو الشأن بالنسبة لبورصتي مصر وتونس⁽¹⁾.

المطلب الثاني: إجراءات تنشيط بورصة الجزائر

الفرع الأول: تعزيز عرض الأوراق المالية

يتمثل الهدف الرئيسي للسياسات المتعلقة بالتأثير على عرض الأوراق المالية في العمل على تنشيط إصدار حجم واسع ومتنوع من هذه الأوراق والسعي للحفاظ على قدرة السوق على امتصاصها. ويمكن تعزيز عرض الأوراق المالية للمؤسسات بتحقيق ما يلي⁽²⁾:

أولاً: تهيئة الشركات المالية: يتطلب تطوير البورصة كخطوة أولى توفير شبكة متكاملة من المؤسسات المالية المتطورة والفعالة سواء تلك المتواجدة على مستوى السوق الأولية أو الثانوية كما يلي:

ـ **ففي السوق الأولية:** لا بد من قيام البنوك بدورها في توزيع الإصدارات الجديدة باعتبارها أداة لضمان الاكتتاب فيها وهي التي يمكن أن تضمن حسن سير العمل في بورصة الأوراق المالية.

ـ **في السوق الثانوية:** هناك حاجة إلى إنشاء مؤسسات مالية إضافية تلب دوراً في تنشيط السوق وذلك بتوفير السيولة للسوق من خلال تفاوضها على الأوراق المالية لحساب زبائنها، وهي بذلك تساهم في تشجيع تداول الأوراق المالية وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين.

ثانياً: الأسلوب الإلزامي: أي إصدار تشريعات تلزم بعض المؤسسات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العام أو الإدراج التلقائي لأسهمها في البورصة عندما يصل رأس مال هذه المؤسسات إلى حد معين.

ثالثاً: الأسلوب التشجيعي: ويتمثل في السياسات الضريبية الهادفة إلى تشجيع التوسع في إصدارات المؤسسات الخاصة بهدف مساعدتها على جذب المدخرات والتخفيف من حدة ميل الأفراد إلى الاستهلاك. ويمكن للحوافز الضريبية أن تأخذ أشكالاً عديدة من بينها:

ـ إعفاء الإصدارات الجديدة من الضريبة على توزيعات القيم المتداولة لعدد من السنوات، وهذا ما يؤدي إلى اشتراك مساهمين جدد.

ـ إعفاء الشركات من الضريبة على الأرباح عن الجزء الموزع على المساهمين، وهذا يشجع الشركة على إعادة استثمار أكبر جزء من أرباحها.

ـ تجزئة القيمة الاسمية للسهم من شأنه زيادة عرض الأوراق المالية والمساعدة على جذب ذوي المدخرات الصغيرة.

(1) جمال الدين سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 266-267.

(2) العربي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 102-103.

_ اتخاذ قرار يمنح المؤسسات العمومية مزايا وإعفاءات ضريبية شرط إدراجها في البورصة وهذا ما يساعد هذه المؤسسات على الحصول على التمويل اللازم لتطويرها ولتنشيط البورصة في آن واحد.

الفرع الثاني: تشجيع الطلب على الأوراق المالية

تتطلب عملية تطوير البورصة تكثيف الجهود من جانب الطلب، وهذا باتخاذ إجراءات لتنشيطه وتوجي مدخرات الأفراد لحيازة الأوراق المالية من أسهم وسندات، وضمان حماية المدخرين، وهذا عن طريق ما يلي:

- خلق الوعي الادخاري والاستثماري عند المواطنين.
- تخفيضات ضريبية على حيازة الأوراق المالية.
- خلق الثقة من السوق من خلال حماية المستثمرين وفرض الرقابة على المؤسسات المدرجة خلال الاطلاع على كل المعلومات اللازمة في قواعد الإفصاح.

الفرع الثالث: تفعيل الدور الإعلامي والتثقيفي

وذلك عن طريق الإجراءات التالية⁽¹⁾:

- تخصيص برامج تثقيفية في وسائل الإعلام المختلفة للتعريف بأهمية الادخار والاستثمار في البورصة ووسائله.
- تعميم الوعي الاستثماري للمواطن من خلال إدراج هذه المعلومات في البرامج التعليمية والتربوية، الثانويات والجامعات.
- رفع كفاءة الإطار العاملة في المؤسسات المالية المتدخلة في البورصة، وهذا عن طريق التجارب والبعثات التدريبية في البورصات الأكثر تقدماً.

المطلب الثالث: تدخل البنك والبورصة في الصفقة في النظام الجزائري

كما تعمقنا في دراسة العلاقة بين البنك والبورصة كلما وجدنا أهميتها وذلك لوجود عديد المفاهيم والآراء التي تزيد من أهمية العلاقة وهذا راجع إلى العلاقة الوثيقة بين مراحل النمو الاقتصادي للدولة ومراحل نمو أنظمة التمويل المرتبطة بنظام عمل البنك والبورصة لديها.

الفرع الأول: المتدخلون في السوق الثانوية (البورصة)

يتدخل في السوق الثانوي كل من⁽²⁾ :

_ الوكالة البنكية

_ Interface de la Bourse de la BNB- DFT/Bourse

_ وسيط عمليات البورصة (IOB)

(1) العربي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 103.

(2) خالدي سمية، مرجع سبق ذكره، ص 67.

أولاً: دور الوكالة: هي الوسيط بين الزبون ووسيط عمليات البورصة (IOB) وممثل الوكالة هي مديرية المالية الخزينة (DFT)

تقوم الوكالة بوضع شبك مخصص لجمع وتنفيذ أوامر البورصة المقدمة من طرف المستثمرين والمدخرين هذا الشبك يضع تحت تصرف المشتري والبائع الأسهم للحصول على المعلومات والوثائق اللازمة وأوامر البورصة. الشخص الذي يستقبل الزبائن في هذا الشبك عليه أن يكون مؤهلاً لهذا النوع من العمليات وامتلاك سجلات العمليات وهما:

1- سجل خاص بعمليات الشراء

2- سجل خاص بعمليات البيع

ثانياً: دور مديرية المالية (DFT/Bourse):

هو تعبير رابط بين شبكة البنك ووسيط عمليات البورصة (IOB) في حالة شراء الأوراق المالية وتمثل مهامه في:

1- التحقق من توفير السيولة لدى وسيط عمليات البورصة (IOB) في حالة شراء الأوراق المالية
2- بالإضافة إلى التأكد من توفر الأوراق المالية التي تقدم لوسيط عمليات البورصة (IOB) في حالة بيع هذه الأوراق.

3- تدعيم أوامر البورصة الصادرة من الوكالات ومراقبة صحتها

4- تتابع نتائج المفاوضة لأوامر البورصة

5- متابعة إشعار التنفيذ الصادر من وسيط عمليات البورصة (IOB) لكل وكالة

6- التأكد من أن الوكالات استلمت وأرسلت إشعار التنفيذ للزبائن

7- حذف كل الحواجز التي تعيق تنفيذ أوامر البورصة

ثالثاً: دور وسيط عمليات البورصة (IOB)

هو الوحيد الذي يمكنه الدخول إلى منطقة سماسة الصرف وتمثيل الأوامر المجمعة من البنك ويتمثل دوره في :

1- يأخذ على عاتقه الأوامر والشروط القانونية للتفاوض

2- تمثيل أوامر البورصة في يوم التفاوض

3- إرسال نتائج المفاوضات لمديرية المالية والخزينة

4- إعداد إشعارات التنفيذ لكل وكالة

5- تسديد أوامر الشراء

رابعاً: دور شركة بورصة اليم لبورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي سوق منظم مسير بأوامر تحدد السعر هو نتيجة لمواجهة العرض والطلب في إطار مفاوضات.

أن توقيف عملية التفاوض تكون معلنه قانونياً من طرف شركة تسيير بورصة القيم والتي هي يوم الاثنين من كل أسبوع.

نمط التسعيرة هو عن طريق التثبيت، هذا النوع من التسعيرة يسمح بتنفيذ أكبر من أوامر البورصة. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة تقدم لوسيط عمالات البورصة النتائج مقارنة مع الأوامر المقدمة للتفاوض من طرف هذا الأخير.

الفرع الثاني: خطوات الصفقة

لا يمكن للزبون أن يقدم أوامر إذا تم فتح حساب عند أحد الوسطاء في عمليات البورصة أو عن طرق البنك، والوثائق المستعملة لهذا الحساب هي:

أولاً: وثيقة فتح حساب الأوراق:

تستعمل هذه الوثيقة للحصول على المعلومات الخاصة بالزبون مرفقة بوثائق تثبت صحة هذه المعلومات ثم ترسل إلى مديرية المالية والخزينة والذي بدوره يقدمها للوسيط بمجرد فتح هذا الحساب بإمكان وسيط عمليات البورصة أن يتصل بالزبون مروراً بالبنك وينفذ أوامره باستعمال الرقم المقدم للزبون.

ثانياً: اتفاقية فتح الحساب:

هذه الاتفاقية بين صاحب الحساب ووسيط عمليات البورصة الذي يختاره الزبون توجد نسختين الأولى تقدم لوسيط عمليات البورصة والثانية للزبون، وهي الوثيقة التي تسجل فيها الوكالة البنكية رقم الحساب الذي يستعمل في صفقات جديدة.

ثالثاً: وثيقة الإمضاء: بمجرد أن تتم عملية الإمضاء ترسل وثيقة الإمضاء وترسل وثيقة فتح الحساب والاتفاقية.

الفرع الثالث: أوامر البورصة والتسيير المحاسبي

أولاً: أوامر البورصة: تطبق الأوامر على الأسهم والسندات، والأوامر الذي تصل عليه شركة تسيير بورصة القيم هو أمر بسعر محدد في حالة الشراء والبيع أين يحدد السعر الأعلى للشراء والإذنى للبيع.

يمكن تقسيم الأوامر حسب مدة الصلاحية وحسب الاتجاه حيث⁽¹⁾:

1_ من حيث الصلاحية:

1.1 _ أمر خاص باليوم: صلاحيته تكون فقط في حصة البورصة التي تلي تاريخ إصدار الأمر.

2.1 _ أمر لمدة محددة: إن صلاحية سير مفعول هذا الأمر لا تفوق ثلاثين يوماً ابتداءً من يوم إصدارها الأمر على مستوى الوكالة البنكية وفي حالة عدم تحديد صلاحية الأمر فإنه يعتبر أمر خاص باليوم.

2_ من حيث الاتجاه:

1.2_ الأمر بالشراء: تقدم نفس الوثيقة سواء للأمر أو الشراء فقط على الزبون أن يشطب إشارة "البيع" إذا أراد أمر الشراء، والعكس صحيح.

(1) شمعون شمعون مرجع سبق ذكره، ص78.

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

وتكون هذه الوثيقة على عدة نسخ للوكالة البنكية، نسخة للزبون نسخة لمديرية المالية والخزينة كما تحتوي هذه الوثيقة على الأمر المأخوذ من سجل خاص بالشراء.
يحدد سعر الأمر بالشراء على سعر لا يفوق عن 5% مقارنة من آخر تسعيرة ويتم حساب المبلغ كالاتي:

$$\text{مبلغ الدفع} = (\text{عدد الأسهم} \times \text{السعر}) + \text{العمولة}$$

$$\text{مبلغ العمولة} = (\text{عدد الأسهم} \times \text{السعر}) + 1,5\%$$

لتقادي المشكل مع الزبائن يجب تحديد أمر الشراء لمدة 30 يوم.

* **عملية تنفيذ الأمر:** بمجرد التفاوض في البورصة وإشعار التنفيذ أو عدم التنفيذ يقدم الزبون مروراً على مديرية المالية والخزينة الذي يحصل عليها من طرف وسيط عمليات البورصة الذي يتم بالصفقات من قبل أن تقام تسويتها على أساس المبلغ الحقيقي للأسهم الذي طبق عليها الأمر كلياً أو جزئياً.

2.2 _ الأمر بالبيع: كل أمر بالبيع يحتم الحصول على شهادة ملكية الأسهم التي تقدم كلياً أو جزئياً للبيع، وعلى الزبون أن يملأ وثيقة الأمر بالبيع التي تشبه وثيقة الأمر بالشراء. فقط على الزبون شطب العبارة اللازمة.

الأمر بالبيع يجب أن يحمل رقم الأمر المأخوذ من سجل بيع الأوراق المالية والمدة التي لا تفوق 30 يوماً، في هذه الحالة يجب ملاً الإطار الخاص بصلاحية الأمر مثل الإصدار 2006/03/17 إلى 2006/04/16 اليوم المحدد.

ثانياً: التسجيل المحاسبي

الأوراق المشتراة أو المباعة لحساب الزبون عن طرق وسيط عمليات البورصة لا يوجد لها تسجيل محاسبي بالبنك. فهذا الأخير يعتبر كوسيط فقط ما بين وسيط عمليات البورصة والزبون ولضمان سير العمليات يكون:

_ تسليم الأوراق المالية

_ تسجيل تدفقات الخزينة

من أجل أن تكون المراقبة جيدة، على البنك بالمتابعة المحاسبية على هذا الأساس تقوم الوكالات بفتح سجل به أوامر الزبون الشراء أو البيع.

الفرع الرابع: تسيير الأوراق المالية

أولاً: مسك ومتابعة السجلات على مستوى الوكالات

تسمح هذه السجلات بتسجيل عمليات دخول وخروج الأوراق المالية على مستوى الوكالة والمتابعة الفردية لأوامر الزبون. وعلى هذا الأساس يوجد سجلان هما⁽¹⁾:

1_ سجل خاص بشراء الأوراق المالية: يحتوي على كل المعلومات التي تحتاجها الوكالة والأطراف الأخرى وهي:

(1) حوليات لجنة تنظيم البورصة رقم 01، 1998.

_ هوية الأمر

_ القيمة

_ رقم حساب وسيط العمليات (IOB)

_ الكمية (عدد الأسهم)

_ المبلغ الإجمالي (عدد الأسهم مضروب في المبلغ المحدد)

_ إشعار التنفيذ (تنفيذ كلي أو جزئي مع تحديد الأسهم المشتراة)

_ مخزون الأوراق المالية (مبرر بالوثائق الخاصة بإرسال وتحصيل الأوراق المالي)

_ تاريخ الحصول على الأوراق من طرف مديرية المالية والخزينة والخروج للأوراق المرسلة للزبون.

2_ سجل خاص ببيع الأوراق المالية: يحتوي على نفس المعلومات الخاصة بعملية الشراء فقط بدلا من الشراء هناك بيع.

ثانياً: تخزين الأوراق المالية

نظريا الوكالة تقوم بتخزين الأوراق المالية، فكل ما تحصل عليه من الزبون في عملية البيع يقدم لمديرية المالية والخزينة والعكس صحيح.

تطبيقا هناك فرق بين عملية الاستلام والتسليم، في هذه الحالة تخزن الأوراق المالية بخزينة الوكالة، فكل عملة دخول أو خروج للأوراق المالية يتم بإمضاء وثيقة استلام أو وثيقة تسليم للبنك والبورصة دور مزدوج على المستوى الداخلي للدولة وعلّة المستوى الخارجي مع الدول الأخرى.

حيث يتمثل دورهما في تجميع الموارد المالية وتوجيهها وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال تداول الأوراق المالية، وذلك بالربط بين المدخرين والمستثمرين عن طرق خلق التعاملات وتنظيمها، بالإضافة إلى تقديم كل الأدوات المالية لإشباع حاجات المتعاملين.

وعلى المستوى الخارجي عن طرق الربط بين المتعاملين الاقتصاديين داخليا وخارجيا بهدف تطوير التعاون الاقتصادي.

المطلب الرابع : أهم الإصدارات التي عرفتها بورصة الجزائر

الفرع الأول: القرض المستندي لمؤسسة سوناطراك¹ :

كانت هذه أول عملية تم القيام بها في فترة إنشاء السوق المالية الجزائرية حيث تمثلت في إصدار هذا القرض المستندي من طرف مؤسسة سوناطراك وكدأب أي تجربة جديدة، كان يجب أن تترك هذه العملية أثرا طيبا في أذهان المتعاملين الاقتصاديين. ولم يكن اختيار هذه المؤسسة وليد الصدفة فلقد ارتبطت سوناطراك في أذهان الناس بكونها عماد الاقتصاد الوطني، أضف إلى ذلك كونها المؤسسة الوطنية الأكثر نجاعة والأكثر مردودية وبالتالي فقد تم تنفيذ هذه العملية بهدف تربوي أكثر منه مالي خاصة إذا ما قمنا بمقارنة معدلات الفائدة التي منحها القرض بمعدلات الفائدة الحالية للسوق آنذاك، حيث كان يبدو جليا لعيان أن أسعار الفائدة كانت ستخفض بصفة محسوسة على إثر

¹ M.Rahni Directeur Général de la SGBV, OPCIT.

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

برنامج التصحيح الهيكلي مما يدفعنا إلى القول بأن هذه العملية من جانب اقتصادي ومالي ليست ذات مردودية بل على العكس.

وقد كانت خصائص هذا القرض كالتالي :

الشركة المصدرة : شركة سوناطراك (الشركة الوطنية للبحث والاستكشاف والإنتاج والنقل والتحويل وتسويق المحروقات).

قرار الإصدار : رقم 805 بتاريخ 1997/11/09 من طرف وزير الطاقة والمناجم.

مبلغ القرض : الابتدائي : 5000.000.000 دج.

الإضافي : 7126.000.000 دج.

عدد السندات : 115.000 سند تتوزع كما يلي : 25000 سند بقيمة 100000 دج

40000 سند بقيمة 50000 دج

50000 سند بقيمة 10000 دج

سعر الفائدة : 13% ثابتة سنويا ومعفاة من كل ضريبة

تاريخ الإصدار : 1998/01/04 (تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97/001 بتاريخ 1997/11/18).

مدة القرض : 05 سنوات ابتداء من تاريخ إصدارها

وقد تم الاتفاق مع البنك الخارجي الجزائري كمقدم صف مع العديد من البنوك وشركات التأمين الأخرى، لتصريف هذه السندات، مع ضمان 100% من طرف البنك الخارجي الجزائري. كما يدفع المصدر فائدة رأس المال دوريا ويسدد رأس المال المقترض في نهاية المدة. تكاليف العملية :

- تكاليف الوسطاء : عمولة مقدم الصف 0.25%

عمولة التسيير 0.20%

عمولة التوظيف 1.50%

- نفقات الطبع : 12 دج للسند

- نفقات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : 0.075%

ولم تسعر سندات سوناطراك في البورصة حتى 1999/10/18 حيث كان تخضع للتسعير خارج البورصة من طرف لجنة أعدت لهذا الغرض. وأصبحت المفاوضات تتم عن طريق شركة إدارة البورصة وذلك يوم الاثنين صباحا من 9:30 حتى 10:30 وذلك وفق التسعيرة الثابتة.

الفرع الثاني: أسهم إرياض سطيف :

أنشأت سنة 1983 بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسميد، المطاحن، العجائن الغذائية SEMPAC، حيث أصبحت شركة ذات أسهم قدر رأس مالها الاجتماعي بـ 100 مليون دج، إرتفع فيما بعد إلى 4 مليار دج وفي إطار برامج الخوصصة للمؤسسات العمومية تم الدخول إلى البورصة

عن طريق اللجوء العلني للادخار، حيث تم رفع رأس المال إلى 5مليار دج وذلك بزيادة قدرها 1مليار دج موزعة على 1000000 سهم، قيمة كل سهم 1000 دج. خصائص العملية :

مبلغ لإصدار : 1000.000 سهم بقيمة 1000 دج للسهم
أسهم اسمية

رقم التأشير : تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 98/01 المؤرخة في 1998/06/27. وتمت أول تسعيرة للأسهم يوم 1999/09/13 ويعتبر انطلاقة البورصة الحقيقي باعتبار أسهم رياض سطيف أول شركة تسعر أسهمها في البورصة.

إلا أن هذه العملية لم تحضى بقبول كبير لدى المتعاملين حيث تم تصريف 51% من الإصدار واضطرت البنوك المشكلة لنقابة التوظيف وعلى رأسها بنك الفلاحة والتنمية الريفية إلى الاكتتاب في الباقي، ويمكن تفسير هذا الفشل بانعدام ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري أساسا، وبفشل النظام البنكي والمالي الذي عجز عن خلق ثقافة مالية معينة لدى المجتمع ولم يستطع إقناعهم بالاستثمار في هذا المجال.

ولم تكن البورصة تعكس الحقيقة المالية للشركات المتداولة فيها، حيث نبهت "صيدال" مرارا إلى أن القيمة الاسمية لأسهم الشركة تناقض الوضعية المالية للمؤسسة؛ فقد سجلت أسهم الشركات تراجعاً في وقت كانت تعرف فيه حصيلة إنتاجية وتحقق أرباحاً. وفسر الخبراء ذلك بقلة تداول الأسهم وعدم خضوعها لقانون العرض والطلب، واعتماد أصحاب الأسهم على الاحتفاظ بها على غرار السندات لجني أرباح تظل هامشية، وأدى هذا في الأخير إلى انسحاب رياض سطيف من البورصة وقد تم اتخاذ هذا الإجراء، بهدف استعادة حصة من رأسمال الشركة سبق لها أن تنازلت عنها من أجل خصوصتها كلياً. وقد تم الترخيص بالعرض العمومي للسحب الذي يتمثل في إعادة شراء الأسهم من أصحابها خلال شهر ماي 2006. من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة، عقب القرار الذي أصدرته الجمعية العامة الاستثنائية للرياض - سطيف-. وقد حدد سعر المناقصة العمومية الممتدة من 30 جويلية إلى 18 سبتمبر 2006، بـ1500 دج للسهم⁽¹⁾.

الفرع الثالث: مجمع صيدال

انبثق المجمع الصناعي صيدال عن إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال، وذلك بتاريخ 1998/02/02، وتتهم هذه المؤسسة عموماً بإنتاج، استيراد، تصدير وتسويق المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية.

دخولها إلى البورصة كانت عملية تدخل ضمن خصوصية المؤسسات العمومية وذلك عن طريق عرض عمومي للبيع وذلك بقرار من اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة بتاريخ 1998/06/18، هذا

(1) الخبر، صفحة الاقتصاد، 2006/07/26.

الفصل الثالث: كيفية أداء الجهاز البنكي في تنشيط سوق الأوراق المالية

العرض خصص 20% من رأس المال الاجتماعي، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دج للسهم.

خصائص الإصدار :

مبلغ الإصدار : 500.000.000 دج

عدد الأسهم : 2000.000 سهم

سعر الإصدار : 250 دج / للسهم

رقم التأشير : تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 98/04 بتاريخ 1998/12/24

الوسيط المكلف بمرافقة الإصدار : المؤسسة المالية العامة SOGEFI

حدود الطلب : موظفو مجمع صيدال : 40 سهم على الأكثر

أشخاص طبيعيين آخرون : 2000 سهم على الأكثر

أشخاص معنويون : 300.000 سهم على الأكثر و 4000 سهم على الأقل

تم البدء في تسعيرة أسهم المجمع في البورصة بتاريخ 1999/05/24 وهذا بسعر إدخال 800 دج.

الفرع الرابع: فندق الأوراسي

طبقا لقرار من اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة في يوم 1998/02/05، المصادق عليه من طرف الجمعية العامة غير العادية للأوراسي بتاريخ 1998/06/21 تقرر فتح 20% من رأس مال هذه المؤسسة (1.5 مليار دج) للمساهمة الخاصة، أي ما يعادل 300.000.000 دج.

خصائص الإصدار⁽¹⁾:

مبلغ الإصدار : 300.000.000 دج

عدد الأسهم : 1.200.000 سهم

سعر الإصدار : 250 دج

الوسيط المكلف بمرافقة الإصدار : الراشد المالي

حدود الطلب :

أشخاص طبيعيين : موظفو الفندق : 100 سهم على الأكثر

أشخاص طبيعيين آخرون : 2000 سهم على الأكثر

أشخاص معنويون : المؤسسات العمومية : 10.000 سهم على الأقل و 100.000 سهمك على

الأكثر

أشخاص معنويون آخرون : 200 سهم على الأقل و 20.000 سهم على الأكثر

تم التسعير الرسمي لأسهم الأوراسي في البورصة في 2000/02/14 بسعر 400 دج للسهم.

⁽¹⁾ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي_مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص143.

الفرع الخامس: سندات سونالغاز :

وقد كانت خصائص هذا القرض كالتالي :

الشركة المصدرة : المؤسسة الجزائرية للكهرباء والغاز.

مبلغ القرض : 15.000.000 دج.

عدد السندات : 1500 سند

سعر الفائدة : 5.3% في السنة الأولى وتصل إلى 7%.

تاريخ الإصدار : ماي 2005

وفي 2006/05/29 تم التسعير الرسمي لسندات سونالغاز في بورصة الجزائر، وذلك بعد حصول الشركة على موافقة الهيئة الخاصة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة. وستطبق التسعيرة على السندات التي صدرت في ماي 2005، وحددت لجنة التفاوض لشركة تسيير بورصة القيم، السعر المرجعي لسندات سونالغاز خلال حصة التفاوض الأولى بـ 10,101 بالمائة من قيمة تسعيرها في البورصة.

الفرع السادس: سندات اتصالات الجزائر

خصائص هذا القرض كما يلي :

تاريخ القيام بالعملية : من 2006/09/17 إلى 2006/10/17.

الشركة المصدرة : شركة اتصالات الجزائر

مبلغ القرض : 20 مليار دينار

عدد السندات : 2 مليون أي بسعر 10 آلاف دينار للسهم الواحد مع اكتتاب أدنى من سنيين

سعر الفائدة : فترة استحقاق إجبارية من خمس سنوات وسعر فائدة متزايد مقسم كالاتي

4% في السنتين الأولى والثانية

4.5% في السنتين الثالثة والرابعة

7.9% في السنة الخامسة

تشارك في إنجاز هذه العملية 08 بنوك، ستة منها عمومية وبنكان خاصان هما : البنك الوطني الفرنسي وسوسيتي جينرال، وقد تم اعتماد البنك الوطني الجزائري كمقدم صف. كما يقوم مكتب الاستشارة التقنية والمالية "ستراتيجيكا" بالإشراف المباشر على هذه العملية.

المطلب الخامس : واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة

الفرع الأول: شركات في طريقها إلى البورصة

البورصة في انتظار أن تفي شركة الخطوط الجوية بالتزامها القاضي بطرح القروض المستندية الخاصة بالجمهور الواسع للتداول في البورصة. وحتى سندات الخزينة التي يتم تداولها حاليا خارج سوق البورصة، يمكن لها أن تمر منه لإضفاء شفافية أكبر.

وكانت البورصة قد أعدت إستراتيجية جديدة قدمت لوزارة المساهمات وترقية الاستثمارات، تقترح فيها خوصصة الشركات العمومية الكبيرة عبر البورصة، حيث اقترحت فتح رأسمال كل من القرض الشعبي الجزائري واتصالات الجزائر عبر البورصة، لكن هذه المرة بنسبة أكبر من الشركات الأخرى المتداولة أسهمها في البورصة، وذلك بنسبة 40 بالمائة عوض 20 بالمائة. هذه الإستراتيجية مازالت لم تفعل إلى حد الآن.

وستتم إعادة رسملة البورصة، والتي ستكلف 400 مليون دينار، من أجل مساعدة المستثمرين في اللجوء إلى سوق البورصة. وبالرغم من الركود الذي يعرفه نشاط البورصة، فإن قيمة الأسهم المتداولة بدأت تعرف تحسنا طفيفا في الأيام الأخيرة، ولا تزال قيمة سهم صيدال التي وصلت إلى 415 دينار للسهم أقل من القيمة التي سجلها عند انطلاق عملية تداوله في البورصة، والتي كانت تقدر بـ800 دينار⁽¹⁾.

الفرع الثاني: تقييم أداء البورصة:

لقد بقي مستوى التعامل في بورصة الجزائر منذ إنشائها ضعيفا إلى أقصى الحدود، فلا القطاع الخاص تطور وأصبحت شركاته كثيرة وقابلة للإدراج في البورصة، ولا الحكومة تخلت عن الشركات العمومية، ولا هيئات البورصة استطاعت أن تحافظ على الشركات القليلة التي أدرجت بها. فهاهي شركة الرياض سطيف تتسحب للسماح لها بخصصتها بالكامل. وهذا إنما يعد مؤشرا على الفشل؛ لأن أحد أهم أهداف البورصة هو المساهمة في خوصصة المؤسسات، حيث سمح للمؤسسات بطرح 20 بالمائة من أسهمها في البورصة كأحدى آليات الخوصصة. وفي الوقت الذي توقع المراقبون بأن يرتفع عدد المؤسسات في بورصة الجزائر، أخذ يتضاءل، بل إن الوضع قابل للتطور إذا ظلت الأمور على حالها، مع تهديد شركات أخرى بإمكانية الانسحاب.

وحسب الأرقام الخاصة بالبورصة والمتعلقة بآخر المداولات، نلاحظ تقلص عددها إلى عملية واحدة في الأسبوع، بينما كانت في عمليات التداول اثنين، بعد تقلص عدد المداولات، بحيث سجلت مثلا في المداولة الخاصة بالاثنين 2006/07/17 تعاملين فقط الأول خاص بسندات سونلغاز والآخر خاص بشركة صيدال، هذه الأخيرة قدر سعر بيع السهم فيها بـ 420 دينار. أما بالنسبة للحصة الخاصة بيوم الاثنين 2006/07 24، فلم تسجل فيها أية مداولة، وكانت قيمة التبادلات فيها معدومة.

(1) خالد عيجولي: مرجع سبق ذكره، ص145.

- أوضح تقرير حديث لصندوق النقد الدولي بأن تطور السوق المالي في الجزائر لا يعيقه الإطار المؤسسي والتنظيمي الذي تم تكييفه بطريقة جيدة، بالإضافة إلى الأرضية التقنية التي تعتبر عملية، إلا أن المحيط السياسي والاقتصادي والاجتماعي مازال دون المستوى :
- التردد السياسي حيث مازالت الدولة عاجزة عن اتخاذ قرارات حازمة في مجال الخصوصية وإصلاح النظام المالي (بنوك، شركات التأمين،... إلخ)؛
 - ضعف مؤسسات الوساطة، حيث لم تلعب دورا في إقناع مؤسسات جديدة بالدخول إلى البورصة، كما لم تستطع حتى الحفاظ على المؤسسات المدرجة من خلال تحريك قيمها في السوق عبر توعية المتعاملين وإرساء ثقافة البورصة؛
 - عدم ملائمة التشريعات القانونية السارية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية أو المصرفية؛
 - ضعف البنية الاقتصادية من حيث الإنتاج والنوعية والمنافسة؛
 - طول الإجراءات البيروقراطية وتعقيدها تؤدي حتما إلى إجماع المستثمرين من إقامة مشروعات استثمارية وأيضا الاستثمار في الأوراق المالية المعروضة للتداول؛
 - قلة المؤسسات المدرجة في البورصة والمهيمن عليها من طرف القطاع العام؛
 - غياب البيانات عن أداء الشركات سواء المنضوية في البورصة أو غيرها يلقي بظلاله على مستقبل البورصة إذ لا يمكن لهذه الأخيرة أن تنمو إلا في مناخ تسوده الشفافية. وهو ما يحتم القيام بإجراءات سريعة وعاجلة لتدارك الوضع ومنها على سبيل المثال :
 - الإسراع في إعادة رسملة البورصة، من أجل مساعدة المستثمرين في اللجوء إلى سوق البورصة؛
 - الإسراع خصوصية الشركات العمومية الكبيرة عبر البورصة (القرض الشعبي الجزائري واتصالات الجزائر...)، لكن هذه المرة بنسبة أكبر من الشركات الأخرى المتداولة أسهمها في البورصة، وذلك بنسبة 40 بالمائة وأكثر عوض 20 بالمائة؛
 - تحرير المعاملات المالية والتجارية وإزالة القيود الإدارية وتبسيط إجراءات الاستثمار؛
 - العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات المغربية والعربية وحتى العالمية للاستفادة من تجاربهم وخبراتهم المتنوعة.

المطلب السادس: وضعية بورصة الجزائر ومتطلبات تفعيل دورها

الفرع الأول: أسباب ضعف الاستثمار في بورصة الجزائر

تعرف بورصة الجزائر مشاكل كثيرة مما أدى إلى وجود عراقيل تشد من نشاط البورصة وحالت دون انطلاقها الفعلية أهمها⁽¹⁾:

أولاً: العراقيل القانونية: وتتمثل في تلك القوانين التي تقف حجر عثرة في تحقيق بعض المبادئ الاقتصادية التي تهيئ الظروف المناسبة لقيام البورصة كالتسيير الإداري، عدم مواكبة القوانين للتطورات الاقتصادية، التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات اقتصاد السوق.

(1) خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسات الحديثة للإنتاج، 2000، ص 203-205.

ثانياً: العراقيل الاقتصادية: وتتمثل في:

- أن أغلب الشركات ملك الدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من اضطرابات مالية وقد تمت لفترات طويلة، إن السبب الأول في الحالة التي آلت إليها يعود إلى سوء التسيير الذي يتضح في غياب الكفاءات المهنية اللازمة إهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بالمسؤولية ما دامت الأملاك عمومية وليست خاصة.
- معدلات النمو هي معدلات مالية ما عدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للاقتصاد الجزائري.
- يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الاستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة... الخ.
- وهي ما يطلق عليه السوق الموازية التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة، ذلك أنها تضمن أرباحاً سهلة وتجنب المخاطر.
- وإن الضرائب تمثل عبئاً ثقيلاً على المؤسسات المصرحة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة.
- وكذلك انتشار التضخم وعدم ارتفاع عائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة وعدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود إلى انعدام الثقة وتدهور الوضع الاقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلّة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة.

ثالثاً: العراقيل الإدارية: تتبين في أنماط البيروقراطية التي تسود الجزائر حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين.

رابعاً: العراقيل الإعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار ومن هنا نستخلص لا استثمار بدون ادخار ولا ادخار بدون تكوين سوق الأوراق المالية ولا سوق الأوراق المالية بدون بورصة القيم.

الفرع الثاني: الشروط الأساسية لتفعيل البورصة في الجزائر

انطلاقاً مما سبق فإن بورصة الجزائر تنتسم في الوقت الراهن بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية

المستدامة، ويمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر حتى تمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها وهي فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: ضرورة التسوية الاقتصادية: يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة لابد من توفير قطاع خاص نشيط وحرية المنافسة، وأيضاً لابد من توفير المناخ الاستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الاستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون اقتصاد السوق شرطاً رئيسياً لقيام بورصة قيم متداولة في الجزائر.

ثانياً: الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم أنه توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الادخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لابد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع رغم أن مؤشرات التضخم منخفضة حالياً في الجزائر، إلا أن هذا لم يساهم في تنشيط البورصة.

ثالثاً: الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية: تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان المتخلفة والدول العربية والجزائر خاصة بضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإدارة في الاستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي للعديد من المؤسسات التي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنوع الأدوات المالية في هذه البورصات، عدم توظيف الادخار في شكل سندات إما لانخفاض العائد أو الأسباب الدينية كتحريم الفائدة.

رابعاً: الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة: تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذا كانت جملة المعلومات مفيدة لتقديم الأوراق المالية وتسمح بذلك باتخاذ قرارات الادخار والاستثمار.

خامساً: توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من مشاريع مربحة على المستوى الاقتصادي والمالي لأن مرد ودية المؤسسات المسجلة قيد الشروط اللازمة لجذب الادخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

(1) براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة العامة، المدرسة الوطنية للادارة، المجد، العدد 21، 2007،

سادساً: حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفهم واستثماراتهم المالية: إن الحصول على عوائد معقولة لقاء توظيف واستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد من المدخرين، ووجود شركات مساهمة ناجحة.

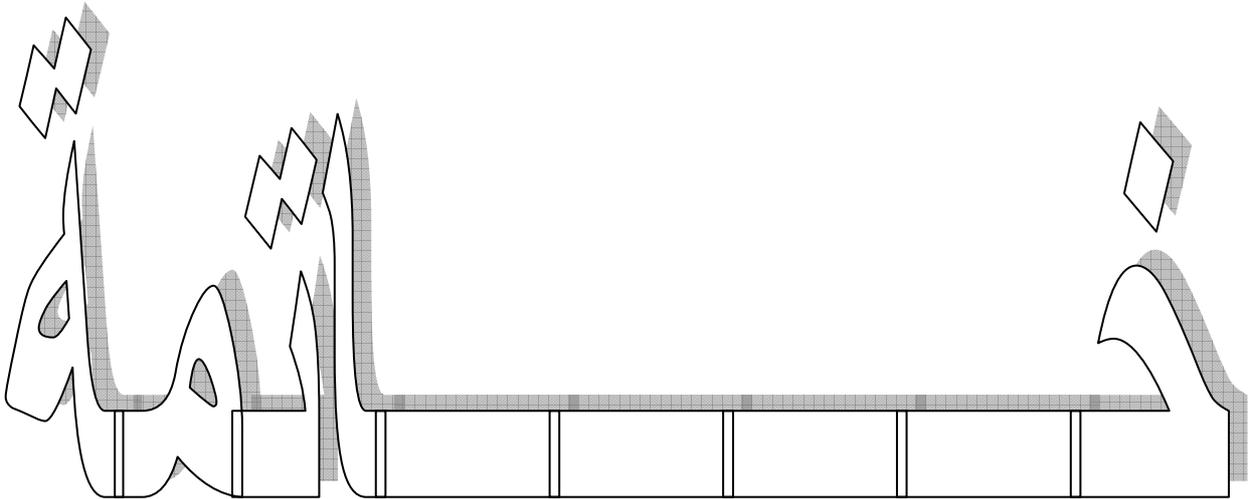
سابعاً: تكيف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الاقتصادية: من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة وذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات مهما كانت طبيعتها، فإن متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الاقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة.

ثامناً: وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاستقرار القانوني: يعتبر الاستقرار السياسي أهم عامل لابتدال رؤوس الأموال الفائضة بدل المدخرين وحسن توجيهها كما أن وجود جهاز تشريعي مرن يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفعالية لترقية ونمو سوق البورصة، وتوفير 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 بناءً على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف عمليات السوق.

خاتمة الفصل:

أن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلبًا ضروريًا من مطالب اقتصاد السوق وفعالية النشاط الاقتصادي ومسايرة التحولات الاقتصادي المحلية والعالمية. ولقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل وعرفت العديد من المشاكل منذ إنشائها وهناك عدة عوامل تؤثر على أدائها وفعاليتها في الاقتصاد إيجابيا وسلبيا. زمن خلال تعرفنا علة وضعية بورصة الجزائر كنموذج للدول النامية تطرقنا إلى إجراءات تحسين أداء البورصة وفعاليتها.

اعتماد الجهاز المصرفي للبعد البورصي، ذلك أن لهذا الجهاز دوره أيضا في تفعيل البورصة لأنه يدعم السوق. حيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتغطية الإصدارات وإدارة محافظ القيم المنقولة والتوسط في تداولها بين الزبائن ووسطاء عمليات البورصة. وقيام البنوك بهذا الدور بحرية سوف يعزز من قوة الجهاز المصرفي الذي لعبته باقي البورصات في الدول الأجنبية خاصة المتطورة منها.



البورصة عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين المتعاملين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، ومن أجل التقريب بين البائعين والمشتريين وكذلك من أجل التفاوض على القيم المنقولة في البورصة تطلب الأمر وجوب تدخل فئة متخصصة في المعاملات المالية هي فئة الوساطة المالية، تتمثل مهمتها أساساً في تقديم المساعدات والنصائح للمعاملين في البورصة، تنفيذ لأوامر من بيع وشراء الأوراق المالية وكذلك تسيير المحافظ المالية.

لقد أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تحتل مكانة هامة ضمن السوق المالية وخاصة على مستوى البورصة، حيث شهدت تلك المؤسسات الوسيطة تطوراً ملحوظاً من خلال نوعية وحجم الخدمات التي تقدمها لمختلف الأعوان الاقتصاديين وكذلك من خلال توفرها على إمكانية معتبرة في المجال المالي، كما أصبحت تلك المؤسسات تساهم في تطوير البورصة وتلعب دوراً في زيادة كفاءتها وفعاليتها.

وللجهاز المصرفي دوراً هاماً في تفعيل وتنشيط البورصة لأنه يدعم السوق، حيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتغطية الإصدارات وإدارة محافظ القيم المنقولة والتوسط في تداولها بين الزبائن ووسطاء عمليات البورصة. وقيام البنوك بهذا الدور بحرية سوف يعزز من قوة الجهاز المصرفي الذي لعبته باقي البورصات في الدول الأجنبية خاصة المتطورة منها.

النتائج العامة للبحث:

ومن خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج يمكن إبرازها فيما يلي:

« تساهم بورصة القيم المنقولة في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، خاصة فيما يتعلق بالبنوك التجارية التي تسعى لذلك وهو ما يصاحبه نمو وازدهار للاقتصاد، كما أنها تحد من معدلات التضخم في الاقتصاد من خلال جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات.

« من أجل إدراج المؤسسات في البورصة ومن أجل تداول أوراقها المالية، يجب الالتزام ببعض الشروط التي تضعها لجنة تنظيم البورصة. وللجهاز المصرفي دراية ومعرفة بالوضع المالي للمتعاملين لأنه يتعامل معها كثيراً، يمكن أن يزود بها بنك المعلومات في البورصة حتى تتحقق لها الكفاءة للدخول بقيمها إلى البورصة.

« يسعى الوسطاء الماليون في البورصة من أجل القيام بدورهم بكل فعالية إلى توفير مجموعة من المعلومات الدقيقة والمستمرة عن القيم المنقولة والمؤسسات المصدرة لها وقطاع نشاطها، حيث تقف جودة الاستثمار على مقدار توفر المعلومات كمياً ونوعياً وفي الوقت المناسب.

« يساهم الجهاز المصرفي في سوق الأوراق المالية من خلال إنشاء صناديق استثمار حيث تقوم بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل بمنحها في شكل قروض تتابع مدى نجاح المؤسسات التي تستفيد منها.

« أما تزايد حاجة المتعاملين في البورصة إلى معاملات مالية أكثر فعالية وملائمة، ومن أجل ضمان استمرارية البورصة وتطويرها، تقوم مؤسسات الوساطة المالية بعدة عمليات من شأنها تسهيل المعاملات والسرعة في تنفيذها بالإضافة إلى أنها تستخدم تقنيات حديثة وذلك بجعل خدماتها المالية أكثر سهولة وملائمة ومرونة بالنسبة للمتعاملين، ومن جملة هذه الخدمات ما يلي:

- حماية المتعاملين من اتخاذ قرارات غير صائبة بشأن الاستثمار المالي.
- تسهيل تبادل المعلومات فيما بين المتعاملين عن طرق توفيرها لتلك المعلومات وكذلك عن طريق التحقق من المعلومات التي توفرها الجهات الأخرى: المؤسسات المدرجة أو الصحف...

وفيما يخص بورصة الجزائر، فقد تم التوصل إلى النتائج التالية:
لا تزال بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الجزائري ضئيلة، ولا يعود ذلك إلى حداثة نشأتها فحسب وإنما راجع كذلك إلى جملة من العراقيل التي كانت السبب في جمودها والتي حالت دون تطورها من بينها:

« عدم توافر المعلومات اللازمة لشفافية السوق وكذلك غياب ثقافة لدى الأفراد عن البورصة والتي لا يمكن أن تتوفر لديهم إذا لم يكن باستطاعتهم توفير البعض من دخلهم، مما أدى إلى عدم اتخاذ قرارات مالية عقلانية .

« تعاني بورصة الجزائر من قلة المؤسسات المقومة فيها بالإضافة إلى محدودية الأصول المالية المتداولة فيها، والتي تتركز في معظمها على الأسهم العادية والسندات العادية فقط وهذا ما يدل على عدم تطور البورصة وانخفاض الوعي الاستثماري فيها.

« لا تزال تحتاج الوساطة المالية في بورصة الجزائر إلى تفعيل دورها في تنشيط البورصة، حيث يلاحظ توفر القليل من المؤسسات الوسيطة التي عمل على مستوى البورصة والتي تتمثل أساساً في البنوك العمومية، وعدم التنوع في تلك المؤسسات الوسيطة من شأنه أن ينعكس سلباً على حجم ونوعية المعاملات المالية وبالتالي على تطور البورصة.

للإجابة على الإشكالية يبرز أن للبنوك دوراً في تفعيل البورصة وتحفيزها متعددًا ومتنوعًا نذكر منه:

- ✓ تسعى البنوك جاهدة من خلال تأديتها لدور الوسطاء الماليين بين مختلف المتعاملين نظراً لقلّة وجود مؤسسات مالية متخصصة في الوساطة المالية.
- ✓ نظراً لوجود المصرف منذ العصور القديمة فهو مكسب ثقة للمتعاملين معه فتطور السياسة المالية نتجت بتطور الجهاز المصرفي وتطوره ينجم عنه تطور تفعيل وتحفيز البورصة.
- ✓ آليات التعامل في البورصة موضحة في شكل عمليات البورصة وأوامرها، ومؤشراتها وعمليات المضاربة، وتسعير البورصة...

✓ واقع البورصة وأفاقها مرتبط بإزاحة العوائق التي تقف حاجزاً في وجه البورصة، خاصة من خلال الدراسات الدقيقة والحديثة حول الأسواق المالية العالمية ومحاولة تطبيقها بالتكنولوجيات الحديثة في السوق المالية المحلية.

التوصيات:

- من خلال النتائج التي تم التوصل إليها يمكن تقديم جملة التوصيات التالية:
- نشر الوعي حول آلية عمل البورصة وتوفير عنصر الثقة في عمليات الاستثمار والادخار عن طريق سد العجز في المجال الإعلامي.
 - ضمان تدفق المعلومات الاقتصادية والمالية إلى كافة المستثمرين في الوقت المناسب مع ضمان سرية المعلومات غير القابلة للنشر في الوقت ذاته.
 - تشجيع شركات القطاع العام على طرح أسهمها للاكتتاب العام عن طريق البورصة.
 - حتى تكون المعاملات المالية فعالة في البورصة ، ومن أجل تطوير هذه الأخيرة يجب توفير عدد كبير من مؤسسات الوساطة المالية المتطورة التي تعمل على تنشيط سوق الاكتتاب والتداول بالإضافة إلى توفير المعلومات وفتح الحساب للمتعاملين بحيث يكون الوسطاء الماليين مسؤولين عن إتمام الصفقات وترويجها وفق لأوامر المتعاملين.
 - إنشاء غرفة مقاصة وتسهيل الاتصال بين البنوك والربط الآلي بين وحدات الجهاز المصرفي والبنك لسهولة تسوية المعاملات المالية الناتجة التعامل في البورصة.
 - تفعيل الإدراج المشترك بين البنوك من شأنه تعزيز فرص التعامل من شأنه خلق بيئة قانونية متناسقة في كل البلاد.
 - ضرورة تحقيق تكامل بين البنوك والبورصات ضماناً لتدفق رؤوس الأموال.

أما بالنسبة إلى بورصة الجزائر فيمكن تقديم جملة من التوصيات من أجل تجاوز مختلف العقبات التي تقف كحاجز أمام تطورها:

- ضرورة إدراج عدد كبير من المؤسسات في البورصة بحيث تساهم على تنشيطها وبالتالي جلب عدد أكبر من المستثمرين من أجل توظيف أموالهم فيها.
- العمل على استقطاب مؤسسات القطاع الخاص عن طريق البورصة، الذي من شأنه زيادة عدد المتعاملين وبالتالي تنشيط البورصة.
- تعميق الوعي للبورصة لدى الأفراد عن طريق تعريف المهتمين بالشركات والعمليات التي تتم في البورصة، وكذلك من خلال إبراز أهمية البورصة ودورها الفعال في تشييط الاقتصاد.
- العمل على بعث سوق الأسهم تدريجياً والذي يمكن أن يتم عن طريق إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

الجهاز المصرفي ودوره في تفعيل البورصة/خاتمة

- ضرورة إنشاء مؤسسات الوساطة المالية بعدد أكبر والعمل على تكوينها وتأهيلها لاكتساب خبرات العامل مع البورصة نظراً للدور الهام الذي تقوم به في تنشيط البورصة من خلال توفيرها للسيولة
- ضرورة فتح قناة خاصة لإعلام أسعار الأسهم والسندات للمؤسسات النشطة والمقومة بالبورصة.
- الشفافية والحياد في تبليغ المعلومات وفق نظام يجلب أكثر من المتعاملين.

آفاق البحث:

من خلال دراستنا لهذا الموضوع ومن أجل تحقيق الأهداف المرجوة منه برزت لنا مجموعة من التساؤلات التي نقدمها في الختام لمن يبحث ومن لديه الرغبة في ذلك لتكون انطلاقة لدراسات وبحوث في مجال يتسع الكلام فيه لإحداث قفزة بالاقتصاد نذكر منها:

- ❖ هل تؤثر الوساطة المالية للبنوك في تقويم القيم المنقولة؟
- ❖ ما هي المؤشرات المالية الممكن اعتمادها حسب المعايير الدولية في بورصة الجزائر؟

وفي الأخير نأمل أن نكون قد ساهمنا ولو بقدر ضئيل بدراستنا لدور البنوك في البورصة وتفعيلها وتحفيزها.

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
2. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، القاهرة، 2003.
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة غرمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة للنشر، والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.
4. أكرم ياملكي، الأوراق التجارية والعمليات المصرفية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
5. خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم إستراتيجية، دار الميسرة ، عمان، 1998.
6. خبابة عبد الله، الاقتصاد المصرفي، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
7. خليل الهندي، العمليات المصرفي والسوق المالية، المؤسسات الحديثة لإنتاج، 200.
8. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
9. زياد سليم رمضان، محفوظ أحمد جودة، الاتجاهات المعصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
10. سامر بطرس جلدة، النقود والبنوك، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2008.
11. سعيد السلطان، إدارة البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2005.
12. سليم عبد الرحمان، مبادئ الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
13. شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989.
14. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1993.
15. شعبان محمد إسلام البروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر المعاصر.

16. شتدي جمال حطيب، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال/، مؤسسة، طابا للنشر، مصر، 2002.
17. طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
18. صلاح جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطابع الأهرام، مصر، 1998.
19. عبد الباسط وفاء حسن، لبورصة الأوراق ودورها في تحويل مشروعات القطاع العم إلى ملكية خاصة، دار النهضة العربية، عمان، 1996.
20. عبد الطاهر، موفق على الخليل، النقود والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن 2006.
21. عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، الجزائر، 2004.
22. عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قريفاص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
23. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
24. عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول، مكتبة النهضة العربية، مصر، 1996.
25. عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
26. عباس حلمي المنزلاوي، قانون تجاري الشركات التجارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
27. عادل أحد حشيش، حسين عوض، مبادئ علو الاقتصاد، دار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999.
28. عمورة عمار، الأوراق التجارية وفقا للقانون التجاري الجزائري، دار الخلدونية، للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
29. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، 2003.

30. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008. فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، الأوراق التجارية "الجزء الثاني"، دار الثقافة للنش و التوزيع، عمان، 2009.
31. محفوظ جبار، البورصة، البورصة وموقعها من الأسواق والمؤسسات المالية، الجزائر، 202.
32. محمد الصيرفي، إدارة المصارف، دار الوفاء لدينا الطباعة والنشر، مصر، 2007.
33. محمد أمين زوبيل، حلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر ن 2002.
34. محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار في مصر، مطبعة الزهراء الشرق، 1997.
35. محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003
36. محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار و بورصة الأوراق المالية، جامعة منصور، مصر.
37. محمد صال الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، 2002.
38. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم السندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
39. محمد عبد العزيز، عبد الكريم، محاسبة البنوك، دار النهضة العربية، بيروت، 1996.
40. محمد مطر، إدارة الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003.
41. محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
42. محمود حميدات، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2006.
43. محمود محمد أبو فروة، الخدمات البنكية الالكترونية عبر الانترنت، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

44. مروان أبو عرابي، الخدمات المصرفية بين البنوك الإسلامية، والتقليدية، دار تنسيق ، عمان، 2006.

45. منير الجنيهي، البنوك الالكترونية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

46. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، 2002.

47. منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.

48. ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003.

49. هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003.

50. وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل، عمان، 2008.

المذكرات:

1. بن كحلة الحسن، نظام مراقبة التسيير في البنوك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي، البويرة، 2009-2010.

2. بوطريق مصطفى، سماح عبد اللطيف، البنك وعلاقته بالبورصة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات التطبيقية الجامعية، مركز البويرة، 2006-2007.

3. درار نصيرة، بورصة الجزائر واقع وأفاق دراسة حلة مجمع صيدال، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات الجامعية التطبيقية، البويرة، 2003-2004.

4. خالدي سميقة، البنك وعلاقته بالبورصة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، المركز لجامعي، البويرة، 2009-2010.

5. قصاري حسينة، شلابي جميلة، دور الأوراق التجارية في الاقتصاد، دراسة حالة الكميالة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات الجامعية التطبيقية، البويرة، 2003-2004.

6. قحام سفيان، بودينة حسين، وآخرون، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل أداء البورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الليسانس في العلوم الاقتصادية، البويرة، 2010-2011.

7. مسعود بريباش، تقييم محاسبة الأوراق المالية المسعرة في بورصة القيم المقولة، مذكرة لنيل شهادة الليسانس، علوم تجارية، جامعة المسيلة، 2001.

8. وسيلة عبد الواحد وآخرون، تحليل علاقة النشاط المالي لمؤسسة اقتصادية ببورصة القيم المنقولة، مذكرة تخرج لنيل شهادة التطبيقية لدراسات الجامعية، معهد العوم التجارية، المسيلة، 2000.

قائمة الرسائل والأطروحات:

1. العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009.

2. بن صوشة تامر، أثر الرقابة والمعلومات على أداء سوق الأوراق المالية، دراسة حلا الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009.

3. بوخلخال عائشة، بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق، بحث مقدم لنيل شهادة الماجستير، جامعة الجزائر، 2001-2002.

4. فريحة رشيدة، التمويل الداخلي للاستثمارات العمومية المنتجة في الجزائر، 62-94، رسالة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1997.

50. براق محمد، بورصة القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه حولة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

6. برييش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطور الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

7. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

8. براق محمد، بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

9. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة مصر، تونس، الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه بالعلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008.

10. وليد أحمد الصافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002-2003.

11. سامية زيطاري، دينامية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة، حال أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، 2004.

القرآن الكريم:

1_ سورة البقرة، الآية 176.

2_ سورة الإسراء، الآية 29.

المجلات والدوريات والجرائد:

1_ الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26/08/1995، والمعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19-03-1997، العدد 48.

2_ ص. حفيظ، مقال بجريدة الخبر، العدد 4125. بتاريخ 29 جوان 2004.

3_ براق محمد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة العامة، المدرسة الوطنية للإدارة، المجد، العدد 21.2007.

4_ قانون 06/68 المؤرخ في 22 جمادى الأولى 1408 الموافق ل 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 12/68 المؤرخ في 19 أوت 1986 والمتعلق بنظام البنوك والنقد، الجريدة الرسمية رقم 26 المؤرخة في 18 ذو القعدة 1411هـ.

5_ المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 87 المؤرخة في 29 ديسمبر 1997.

6_حواليات لجنة ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1997.

7_محمد أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة.

8_حواليات لجنة تنظيم البورصة رقم 01، 1998.

9_منشورات شركة إدارة بورصة القيم.

10_كسوب - التقرير السنوي (2005+2006)

11_كسوب- التقرير السنوي(2006)

12_ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2004.

*La bourde d'Alger-premier anniversaire, octobre 2000.

*COSOB-Rapport annel.2004.

*Guide de l'admission , COSOB, Alger, Novembre 1997.

*Collection guide plus-le guide de la bourse et des opérations boursières « la bourse d'Alger ».

*Annales de la COSOB publication N°.

*CODE commerce francats.

الملتقيات ودروس:

_حس عطا عني، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر 6-10 مارس 2005، المنظمة العربية للتنمية الإدارية.

-لخضر عزي، تكوين الأسعار، دروس ملقاة على طلبة التجارة الدولية، معهد العلوم التجارية ، جامعة المسيلة.

المواقع الإلكترونية:

*WWW.mektooblog-com.2007. عبد المجيد بوزيدي'الخصوصة، أين حصيلة؟20 فيفري.

*WWW.el-mouradia.dz.

*WWW.majalisana.com.

*<http://bank-of-algeria.dz>.