

جامعة سعد دحلب بالبليدة

معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

## مذكرة ماجستير

التخصص: نقود، مالية، و بنوك

آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة

حالة الجزائر 2000 - 2004

من طرف

سعيدي فاطمة الزهراء

أمام اللجنة المشكلة من

رئيسا	أستاذ محاضر، جامعة الجزائر	ناصر مراد
مشرفا و مقررا	أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر	باشي أحمد
عضوا مناقشا	أستاذ التعليم العالي، جامعة الجزائر	طيب يسين
عضوا مناقشا	أستاذ محاضر، جامعة الجزائر	علي خالفي
عضوا مناقشا	أستاذة مكلفة بالدروس، جامعة البليدة	بوخدوني وهيبة

البليدة، نوفمبر 2005

## ملخص

تحتل فكرة الأسواق المالية مكانة أساسية بين الأفراد و المنشآت في معظم دول العالم فهي تعتبر من الوسائل الحديثة التي تستعمل لتزويد و ترويج الاقتصاد، هذا الاقتصاد، هذا الاقتصاد الذي هو بصدد تلقي تغييرات جذرية في الأنظمة منذ الأزل البعيد، فوجود هذه الأخيرة تعتبر كضرورة حتمية من أجل البحث عن أنماط تمويل عصرية تسمح بتحقيق أحسن مردودية للمؤسسة عندما تحقق أهدافها التنموية و تتوفر لديها أموال طويلة الأجل و ذلك من خلال ما يقدمه السوق الأولي من أموال من جانب و من جانب آخر فإن هذه السوق لا تكفي لتحقيق ما تسعى إليه المؤسسة فلا بد من توفر السوق الثانوية التي تعتبر الشق الثاني للسوق المالية المنظمة.

تعد الخوصصة من الوسائل الرئيسية و الأداة الفعالة من أدوات الإصلاح الاقتصادي، و تعمل بمعيرة الوسائل الأخرى على إحياء روح المنافسة، حيث أنها مجموعة من السياسات المتكاملة التي تهدف إلى الاعتماد على آليات السوق و دور القطاع الخاص و المنافسة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، فهي بذلك تحقق العديد من المزايا و من أهدافها إعادة هيكلة القطاع العام و تنشيط القطاع الخاص و توسيعه و تنشيط السوق المالية، فهي تعتبر مؤشرا على أسواق المال و تؤثر فيها هذه الأخيرة من جهة أخرى.

من بين الاجراءات التي يمكن أن أو من الواجب اتخاذها لتفعيل و تطوير السوق المالية للمساهمة في عملية الخوصصة، تطوير التشريعات و تحديثها و العمل على إنشاء المؤسسات المالية المتخصصة في خلق و ابتكار الأدوات المالية الجديدة و المبتكرات، بما فيها المشتقات المالية المختلفة و هذا ما يوفر فرص لتقليص المخاطر بالتنوع مع إعداد البرامج التنقيفية اللازمة لنشر الوعي الاستثماري و رفع الوعي الادخاري و التوظيفي و ذلك باستخدام وسائل التوعية و الاتصال و التأكيد على أهمية الاستثمار مع دمج الشركات الصغيرة في الشركات الكبيرة و ذلك من أجل زيادة حجم السوق المالية و هذا ما يجب فعله بورصة القيم المنقولة نتيجة لحدائتها.

## شكر

بعد الحمد و الشكر لله تعالى الذي وفقني للإنجاز هذا العمل و هداني نعمة نافعة ألا وهي نعمة العلم.

أتقدم بالشكر الجزيل و الخالص إلى أستاذي الدكتور باشي أحمد على المجهودات التي بذلها من أجل تأطيري و توجيهي، و الذي لم يبخل علي بتوجيهاته القيمة طوال إنجاز هذا العمل المتواضع.

كما لا أنسى أن أشكر كل من الأستاذ دبوب يوسف و الأستاذة زرفة زهية و كل الأساتذة الذين نلت منبع العلم على أيديهم.

وإلى كل من ساعدني من قريب و من بعيد.

## قائمة الجداول

الرقم	الصفحة
01	مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة
02	المقارنة بين الأسهم و السندات
03	المبالغ المخصصة لعملية التطهير المالي
04	الديون الخارجية لبعض الدول العربية خلال سنة 1983
05	دوافع الخصخصة
06	الاستراتيجيات الثلاثة للتحويل إلى القطاع الخاص
07	التكاليف المتعلقة بالادخار العلني لرياض سطيف
08	نتائج اللجوء العلني إلى الادخار لرياض سطيف
09	التكاليف المتعلقة بالعرض العمومي للبيع لمجمع صيدال
10	التجزئة الابتدائية و النهائية للعرض العمومي
11	حجم الطلب على أسهم مجمع صيدال
12	التكاليف المتعلقة بالعرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي
13	التجزئة الابتدائية و النهائية للعرض العمومي لفندق الأوراسي
14	حجم الطلب على أسهم فندق الأوراسي

## قائمة الأشكال

الرقم	الصفحة
01	مكونات سوق رؤوس الأموال 50
02	الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية 68
03	نموذج قرار الخصوصية 88
04	القيود الموجودة حول اتخاذ القرار 91
05	الإفصاح المحاسبي و علاقته بالسوق المالية 144
06	تنظيم شركة إدارة بورصة القيم 176
07	كيفية عمل المؤتمر المركزي لسندات الجزائر للتسوية 178
08	إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد 197

## الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الجداول و الأشكال

الفهرس

08.....	مقدمة
13.....	1. الإطار العام لسوق رؤوس الأموال
14.....	1.1. تقديم سوق رؤوس الأموال
14.....	1.1.1. تعريف سوق رؤوس الأموال
15.....	2.1.1. وظائف سوق رؤوس الأموال
18.....	3.1.1. خصائص سوق رؤوس الأموال
19.....	2.2. مكونات سوق رؤوس الأموال
20.....	1.2.1. السوق النقدية
27.....	2.2.2. السوق المالية
51.....	3.1. آليات أو أدوات السوق المالية
51.....	1.3.1. أدوات الملكية الدولية و مستجداتها
60.....	2.3.1. أدوات المديونية و مستجداتها
70.....	2. الإطار النظري لدراسة الخصصة
71.....	1.2. الخصصة كأداة اقتصادية
71.....	1.1.2. تعريف الخصصة
73.....	2.1.2. دوافع اللجوء لعملية الخصصة
81.....	3.1.2. الإطار الأساسي لبرامج الخصصة ( متطلبات الخصصة )

2.2.	أهداف و استراتيجيات الخوصصة و طرق تطبيقها	88
1.2.2.	أهداف الخوصصة	89
2.2.2.	إستراتيجية الخوصصة	94
3.2.2.	طرق أو تقنيات الخوصصة	96
3.2.	جدوى سياسة الخوصصة و صعوبات تطبيقها	111
1.3.2.	مبررات الدعوة إلى الخوصصة أو الانتقادات الموجهة للقطاع العام	111
2.3.2.	الآراء المعارضة للخوصصة	112
3.3.2.	صعوبات تنفيذ عمليات الخوصصة في ظل أسواق مالية ضعيفة	113
3.	إستراتيجية تطوير السوق المالية	119
1.3.	دوافع التطوير التنظيمي للسوق المالية	120
1.1.3.	المنظمة العالمية للتجارة و تحرير الخدمات المالية	120
2.1.3.	التكتلات الاقتصادية الإقليمية	123
3.1.3.	العولمة المالية و تحرير النشاط الاقتصادي	124
2.3.	مخطط عملي و أفق تنمية السوق المالية	129
1.2.3.	تنمية الادخار التعاقدية و وسطاء السوق	129
2.2.3.	خلق أدوات مالية جديدة و تطوير القوانين و التشريعات	137
3.2.3.	السياسات الأخرى لتنشيط السوق المالية	142
3.3.	كفاءة السوق المالية	150
1.3.3.	تعريف كفاءة السوق المالية	150
2.3.3.	أنواع كفاءة السوق المالية	153
3.3.3.	معايير قياس أداء و نشاط كفاءة السوق المالية	156
4.	دراسة حالة الجزائر 2000-2004	159
1.4.	سوق القيم المنقولة في الجزائر	160
1.1.4.	نظرة على مختلف الإصلاحات بالجزائر	160
2.1.4.	مراحل إنشاء بورصة الجزائر	164
3.1.4.	تنظيم و سير بورصة الجزائر	168
2.4.	إطلالة على نشاط بورصة القيم المنقولة	189
1.2.4.	القيم المنقولة الممكن تداولها في بورصة الجزائر	190

193.....	2.2.4. قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.
199.....	3.2.4. الشركات المسعرة حاليا في بورصة الجزائر.
207.....	3.4. المعوقات و المقاييس الواجب اتخاذها لتطوير بورصة الجزائر.
207.....	1.3.4. معوقات بورصة القيم المنقولة.
211.....	2.3.4. الأبعاد الواجب اتخاذها لتطوير بورصة القيم المنقولة.

219.....	خاتمة
224.....	قائمة المراجع

## مقدمة

مع حصول العديد من الدول على استقلالها السياسي و سعيها منها في الحصول على استقلالها الاقتصادي و تحت وطأة الضغوط و الاختلالات الاقتصادية و الاجتماعية، رأت حكومات تلك الدول أن إصلاح هذه الاختلالات و تحقيق معدلات فعالة للتنمية لن يتحقق إلا بزيادة دور الدولة في النشاط الاقتصادي و زيادة دور القطاع العام في إنتاج السلع و الخدمات، و بالفعل نمت القطاع العام و زاد حجمه و سيطرته على مجريات النشاط الاقتصادي، و بمرور الزمن تعهد هذا القطاع بأكثر مما يستطيع و عجزت العديد من الشركات العامة عن تحقيق أهدافها بصفة عامة و الإنتاجية بصفة خاصة، و توالى الخسائر المالية و اختلت الهياكل المالية للعديد من وحدات القطاع العام و ازدادت معدلات السحب على المكشوف و حجم الإعانات المقدمة من قبل الحكومة، بل و أصبح لا أمل في استمرار هذا القطاع في النشاط الاقتصادي إلا من خلال الدعم المستمر من ميزانية الدولة و خلق بيئة احتكارية، و لقد انعكست الأوضاع السابقة بالعديد من الآثار السلبية على مستوى أداء القطاع العام و من ثم على مستوى أداء الاقتصاد القومي، و بعد أن كان ينظر إلى القطاع العام على أنه وسيلة جيدة لتحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية أصبح عبئا ثقيلا عليها.

تحت وطأة العجز المتزايد و المتراكم في الموازنات العامة، و التدهور المستمر في الأوضاع المالية و الاقتصادية و زيادة عبء المديونية الداخلية و الخارجية و الانخفاض المستمر في مستوى الأداء لاقصادي، ازداد الاهتمام بموضوع نقل الملكية العامة إلى القطاع الخاص أو الذي عرف بالخصوصية التي أصبحت منهجا و أسلوبا جديدا يختلف عن بعض الجهود الحكومية السابقة و القائمة على إلغاء التأمين، و نالت برامج التخصيص اهتمام العديد من الدول المتقدمة و النامية على حد سواء، و كذا اهتمام العديد من المؤسسات المحلية و الإقليمية و الدولية، و لشيوع فكرة الخصوصية و اختلاف أساليبها و تعدد أهدافها أصبحت تعكس أمالا و طموحات مختلفة، حيث يؤكد الكثير من أنصارها على الكفاءة و بما تؤدي إليه من زيادة الإنتاج و تحسين الجودة و خفض تكلفة الوحدة المنتجة في حين يأمل آخرون إلى أن

تؤدي إلى كبح نمو الإنفاق العام و تقليل عجز الموازنة العامة و تدبير موارد مالية لسداد الديون الحكومية المتركمة.

و بالرغم من تعدد الوسائل و الأساليب التي يمكن أن يتم من خلالها تنفيذ برامج الخصخصة و لكي تتم هذه الأخيرة على نطاق و اسع و تحقق أهدافها بفاعلية يستلزم ضرورة توافر العديد من الشروط الفنية من أهمها تنشيط و تطوير السوق المالية في الدول التي لديها أسواق و خلق أسواق جديدة في الدول التي لا توجد بها.

و نظرا للأهمية الحيوية التي تلعبها الأسواق المالية من خلال تشابك قطاعات الاقتصاد الوطني من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز، فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض و مصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز ، فقد أصبحت هذه الوسيلة أحد الأهداف الرئيسية لبرامج الخصخصة، وباستقرار تجارب بعض الدول النامية يتضح أن أسواق المال البدائية قد شكلت عائقا أو قيادا رئيسيا على تنفيذ برامج الخصخصة بفاعلية و على نطاق و اسع، كما أن الأسواق المالية النامية و المتطورة كانت عاملا ايجابيا في مواجهة العديد من المشاكل المحتملة لتنفيذ برامج التخصيص و ساعدت على اتساع نطاقه و زيادة فاعليته، و من ناحية أخرى فإن تنفيذ برامج الخصخصة أصبح وسيلة فعالة لتنمية و تطوير السوق المالية.

أما بالنسبة للجزائر فقد شهدت منذ الاستقلال تحولات اقتصادية عديدة، حيث انتهجت سياسة اقتصادية مبنية على أسس النظام الاشتراكي، لكن و مع التحولات السياسية و الاقتصادية أصبحت تلك السياسة لا تلبي متطلبات الواقع المعاش، إضافة إلى أنها أورثت البلاد اقتصادا هشاً، و قد حولت الدولة تدارك الهفوة تلك الناجمة عن سياستها بانتهاج مخطط متفتح يشمل مجالات اقتصادية متعددة غير قطاع المحروقات خاصة بعد تفاقم المشاكل سنة 1986 نتيجة انخفاض أسعار البترول التي كانت الخطوة الأولى للإصلاحات الاقتصادية من أجل الخروج من التخطيط المركزي و القطاع العام إلى اقتصاد يسيره القطاع الخاص، حيث تغير مسار الاقتصاد الجزائري من النظام الموجه إلى نظام اقتصاد السوق.

فقام المشرع الجزائري بإصدار مجموعة من التشريعات و التنظيمات من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية و إنعاش الاقتصاد الوطني و كذا دفع المؤسسات إلى مواكبة التطورات التي يشهدها الاقتصاد العالمي و الاستفادة من الآليات الموجودة به إذ تنامي الاتجاه نحو الاهتمام

بسوق الأوراق المالية أو البورصة التي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار، موازاة مع إصدار قوانين اقتصادية تتعلق بإصلاح المؤسسات العمومية.

و رغم أن سوق القيم المنقولة في الجزائر حديثة النشأة فقد واجهتها مجموعة من المشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها لذلك تظهر لنا أهمية دراسة سبل تطوير و تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الأساسية و تسهيل عمليات الخصصة.

### إشكالية البحث:

من خلال هذا العمل يمكن طرح و صياغة الإشكالية على النحو التالي:

- كيف يمكن تطوير السوق المالية بالشكل الذي يمكنها من تسهيل عملية الخصصة ؟  
و من هذا التساؤل يمكن طرح التساؤلات التالية:

- ما طبيعة سوق رؤوس الأموال ؟

- ما ماهية الخصصة ؟ و ما هي طرقها و أساليبها ؟

- هل يعتبر تطوير السوق المالية عامل أساسي للمساهمة في عملية الخصصة ؟

- ما هي الظروف المحتملة للإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر ؟ و ما هي مختلف الإجراءات الواجب توفرها من أجل تطويرها ؟

في هذا الإطار نقوم بصياغة بعض الفرضيات على الشكل التالي:

- إن وجود سوق رؤوس الأموال له دور بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظرا لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة.

- إن ظهور الخصصة نتيجة حتمية لتدهور القطاع العام و فشله في تناول المشاكل الاقتصادية و غير الاقتصادية.

- إن السوق المالية البدائية و الضعيفة تشكل قيادا رئيسيا في تنفيذ برامج الخصصة.

- يمكن لسوق القيم المنقولة أن تحقق الأهداف المنوطة بها إذا توفرت على مجموعة من العوامل و الأساليب من خلال ضمان استمرارية المعاملات و زيادة عدد المشاركين و تنوعهم.

### أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيار موضوعنا هذا له أسباب شخصية و أخرى موضوعية يمكن أن نتحصر في ما

يلي:

- الرغبة الشخصية في الإلمام بموضوع السوق المالية و التعمق في تفاصيله لما يكتسبه من مكانة و أهمية على المستوى العالمي.
- اعتبار الخصوصية إحدى مظاهر العولمة و اقتصاد السوق الأكثر انتشارا في العالم.
- اعتبار السوق المالية الحجر الأساس في تطبيق سياسة الخصوصية و من المقومات الأساسية و الهامة لنجاحها.
- إن تطوير و تنشيط السوق المالية من شأنه أن يسهل عملية الخصوصية و يتيح للمستثمر فرصة المفاضلة و اختيار الأداة التي تناسبه باعتباره عصب السوق المالية.
- كون موضوع تطوير السوق المالية للمساهمة في الخصوصية موضوعا أثار اهتمامي منذ بداية دراستي الجامعية و باعتباري طالبة ضمن تخصص نقود، مالية، بنوك.
- تنعكس كفاءة الأسواق المالية على كفاءة و تطوير الوضع الاقتصادي هذا ما استوجب الاهتمام بتحسين كفاءة هذه الأسواق.
- تعتبر بورصة القيم المنقولة في الجزائر حديثة النشأة فمن فضولي التعرف على مختلف العوائق التي حدثت من تطورها و التعرف على الأشياء التي كنت أجهلها.

### المنهج المتبع:

من خلال هذا البحث قمنا بإتباع المنهج الوصفي التحليلي بهدف إبداء أكبر عدد ممكن من المعلومات التي تخص صلب الموضوع و ذلك من خلال سرد مختلف التعاريف المتعلقة بالمصطلحين اللذين يدور حولهما البحث و هما الخصوصية و السوق المالية، و كذا المنهج التاريخي كدراسة لنشأتها رغبة منا للوصول إلى الأهداف المرجوة و انجاز دراستنا على أكمل وجه.

### الصعوبات:

إن الصعوبات التي واجهتني في بحثي هذا هي صعوبات يعاني منها جل الطلبة و التي تتمثل في قلة المراجع التي يمكن الاعتماد عليها و كذا انعدام المعطيات و الإحصائيات، هذا بالإضافة إلى أن الجزائر و مع حداثة سوق القيم المنقولة و الغموض المتعلق بالخصوصية اللذين شكلا عائقا أمامي للتوصل إلى النتائج المراد الوصول إليها خاصة و أنني قمت بتحديد فترة التطوير من سنة 2000 إلى 2004.

- و نظرا للدور الفعال الذي يمكن أن يلعبه تطوير السوق المالية في تسهيل عملية الخصخصة و محاولة مني إعطاء الدراسة حقها في الوصف و التحليل قمت بتقسيمها إلى أربعة فصول:
- يتم التطرق في الفصل الأول إلى سوق رؤوس الأموال و مختلف مكوناتها من سوق نقدية و سوق مالية و كذا الأدوات المالية المتداولة في هذين السوقين.
  - في حين يهتم الفصل الثاني و الذي تمت تسميته بالإطار النظري لدراسة الخصخصة بإيضاح هذه الأخيرة من خلال طرح مفاهيمها و أهداف و استراتيجيات و طرق تطبيقها و جدوى و صعوبات تطبيقها في ظل أسواق مالية ضعيفة.
  - أما الفصل الثالث فعرضت فيه إستراتيجية تطوير السوق المالية من خلال التطرق إلى دوافع التطوير التنظيمي و أفق تنمية السوق المالية عن طريق سرد تعاريف لكفاءة هذه الأخيرة و كيفية قياس أداء و نشاط كفاءتها.
  - و في ختام الفصول نتعرض إلى دراسة بورصة الجزائر من خلال إسقاط ما تم تقديمه نظريا على واقع الاقتصاد الجزائري من خلال إعطاء نظرة عليها و على أهم المعوقات و المقاييس الواجب اتخاذها لتطوير بورصة القيم المنقولة من أجل تسهيل عملية الخصخصة.

## الفصل 1

### الإطار العام للأسواق المالية

تطورت فكرة سوق رؤوس الأموال منذ أن بدأ الإنسان باستثمار مدخراته إلى أن وصل مرحلة تطلبت وجود مشاريع استثمارية كبيرة الحجم تحتاج إلى تمويل أكبر من طاقته الادخارية، الأمر الذي دفع الأفراد إلى تجميع مدخراتهم للدخول في مشاريع إنتاجية مربحة تسهم في تنمية هذه المدخرات و تستهدف تحسين مستوى المعيشة عن طريق تحسين مستوى الدخل لديهم، وقد برزت أهمية سوق رؤوس الأموال منذ الحرب العالمية الثانية لأثرها في إحداث التنمية الاقتصادية و تعويض ما خلفته الحرب من دمار، واستمرت هذه الفكرة في التطور إلى أن وصل إلى إنشاء شركات المساهمة التي يشترك في ملكيتها عدد كبير من المساهمين.

وتحتل سوق رؤوس الأموال مركزا حيويا في النُظم الاقتصادية الحديثة نظرا لما تقوم به من وظائف و مهام وهي تمثل حلقة من حلقات إنماء القطاع المالي في أي دولة، فهي تعتبر بمثابة وسيط بين أطراف الادخار من أفراد و مؤسسات، و بين المشاريع المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويلها، أي أن أهمية هذه الأسواق تتبع في مقدرتها على تجميع و تنمية رأس المال المدخر و توزيعه على مجالات الاستثمار المختلفة الأمر الذي ساعد علي تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية.

و في هذا الفصل الذي اعتبره كمقدمة تعريفية حاولت أن أقدم فيه مجموعة من المفاهيم المتعلقة بسوق رؤوس الأموال و التي يمكن أن تخدم الموضوع الذي نحن بصدد دراسته و ذلك من خلال إعطاء مختلف الوظائف و الخصائص التي تتميز بها هذه الأخيرة.

و لأن سوق رؤوس الأموال تتكون من سوقين اثنين فإنني سوف أتطرق إلى كل من هذين السوقين ألا و هما السوق المالية و السوق النقدية .

و في آخر هذا الفصل سوف أحاول عرض مختلف الآليات أو الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية، و بذلك أكون قد عرضت مختلف المفاهيم المتعلقة بهذا الفصل و الذي تم تسميته بالإطار العام لسوق رؤوس الأموال.

### 1.1.1. تقديم سوق رؤوس الأموال

تظهر سوق رؤوس الأموال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية لدى الأفراد و المؤسسات التي ترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به على شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل، في حين توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني من عجز في الموارد المالية، و بحاجة إلى طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة معينة، لذلك تلجأ هذه الوحدات ذات العجز إلى المجموعة الأولى ذات الفائض و يترتب على ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر من خلال السوق المالية، لذا فالسوق المالية تؤدي دورا بالغ الأهمية في جمع المدخرات و تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز المالي، سواء مباشرة أو بطريق غير مباشر عن طريق الوسطاء .

و إذا كنا قد عرضنا فيما سبق الدور الذي تقوم به سوق رؤوس الأموال و أهميتها بوجه عام فقد أن لنا أن ننتقل من التعميم إلى التخصيص من خلال تقديم تعريف سوق رؤوس الأموال وظائفها و مختلف الخصائص التي تتميز بها .

### 1.1.1.1. تعريف سوق رؤوس الأموال

سوق رؤوس الأموال بالمعنى الواسع هي المكان الذي تنفذ فيه مجموعة من العمليات المالية، أي هي مكان مقابلة الاحتياجات و الطاقات التمويلية للعملاء الاقتصاديين، فهي تعتبر السوق الذي تتبادل فيه القيم المنقولة مقابل النقود، كما تشمل على سوق أولي يسمح للمؤسسات بالتمويل وللمدخرين الحصول على أوراق جديدة، وسوق ثانوي يسمح بإعادة بيع الأوراق المالية .

كما تعرف أيضا بأنها تنظيم يجمع بين المقرضين و المقترضين مما يوفر الموارد المالية للمؤسسات و الحكومات عند سعر معين (سعر الفائدة) و يحقق للمقرضين فرصة الحصول على عائد مقابل التنازل على نقودهم [1] ص 07.

كما يمكن تعريف السوق المالية بأنها تلك الآلية الائتمانية التي يتم من خلالها حشد و تجميع و توزيع ادخارات الشركات و الحكومات إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية و غير الإنتاجية.

### 2.1.1. وظائف سوق رؤوس الأموال

تؤدي سوق رؤوس الأموال دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي:

- تقديم التسهيلات و الترتيبات اللازمة لتحويل المدخرات من الأفراد الذين يتوافر لديهم فائض من الأموال و ليس لديهم فرص استثمارية منتجة للاستثمار هذا الفائض إلى الأفراد أو المنظمات الذين لديهم فرص استثمارية منتجة و لكن يفتقرون إلى التمويل اللازم لتمويل هذه الفرص [2] ص 06، أي أن سوق رؤوس الأموال تقدم التسيير اللازم لانتقاء أصحاب المدخرات الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في أصول مالية كالأسهم و السندات، و أصحاب الأفكار الاستثمارية المنتجة الذين هم في حاجة إلى هذه المدخرات لاستثمارها في أصول عينية، فكأي سوق نجد أن سوق رؤوس الأموال يمكن البائعين ( مصدرو الأصول المالية) من بيع الأصول، إلى المستثمرين (أصحاب المدخرات) الذين يرغبون في استثمار أموالهم في هذه الأصول المالية.

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، و توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي، حيث تشجع سوق رؤوس الأموال على تنمية عادة الادخار الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، و من ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، و هذا ما يساعد على خدمة أغراض التنمية و الحد من التضخم كما يساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء في أسهم أو سندات ) وفقا للاتجاهات الأسعار .

- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد المجتمع، لسد نفقاتها المتزايدة و تمويل مشروعات التنمية. و ذلك عن طريق إصدار السندات و الأذون التي تصدرها الخزانة العامة ذات الأجل المختلفة و من هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال و لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي و الخارجي، حيث أن عمليات البيع و الشراء في بورصة الأوراق المالية، تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما زادت مظاهر الائتمان لتشمل

الأوراق المالية المتداولة في البورصة العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق، كغطاء لعقد القروض المالية [3].

- تسعير الأصول المالية و ذلك من خلال تفاعلات قوى العرض و الطلب داخل السوق، أي من خلال التقاء و تفاعل المشتريين مع البائعين لهذه الأصول المالية، فالمشتريين لهذه الأصول المالية يرغبون في تعظيم معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة وذلك بعرض أقل سعر ممكن بينما يسعى البائعون إلى الحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة ممكنة، و يتم التفاعل بين المشتريين و البائعين سعياً وراء تحقيق رغباتهم إلى أن ينتهي بتخصيص مدخرات المجتمع إلى الأفراد أو المنظمات القادرين على استخدام هذه المدخرات الاستخدام الأفضل، بهذا يحصل المشتري (المستثمر) في الأصول المالية على أعلى عائد ممكن بينما يحصل البائع لهذه الأصول على التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة، فالأوراق داخل هذه السوق بمثابة إشارات لتخصيص الموارد [4] ص 108- 109.

- يساعد سوق رؤوس الأموال على إعادة تقييم أدوات السوق، حيث كل سهم أو سند له سعر يتحدد تبعاً لتوقعات المستثمرين بالنسبة للفوائد المستقبلية المتوقعة، و إذا كانت سوق رؤوس الأموال بشكل سليم فإن سعر أي أصل مالي يعطي بكل لحظة صورة حقيقية عن القيمة الفعلية، و ضمن هذه الشروط فإن السوق يعطي مؤشرات دقيقة جداً بالنسبة للمستثمرين و للأصحاب المؤسسات أما بالنسبة للمستثمر، فأسعار القيم المتحركة في سوق متكامل تعني التوقعات عن المردودية و التي يجب أن تكون متوازنة من الخطر، أما بالنسبة لصاحب المؤسسة فإنها تساعد على تحديد العوائد على الأسهم [5] ص 12.

- تقوم سوق رؤوس الأموال بتخفيض تكاليف عقد الصفقات، التي تؤدي إلى تحفيز المتعاملين في السوق من بائعين و مشتريين للأصول المالية إلى عقدها، وبالتالي حقن السوق بالمعلومات التي تتوافر لهم عن المنظمات الجيدة و المنظمات غير الجيدة فتتوافر هذه المعلومات و مع انخفاض تكاليف عقد الصفقات يقوم الأفراد ببيع الأوراق المالية للشركات ذات الأداء الجيد و بالتالي حقن السوق بالمعلومات التي تعكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للمنظمة المصدرة للورقة المالية، أما إذا كانت تكاليف عقد الصفقات مرتفعة بالدرجة التي يتلاشى معها عائد الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية، لا يكون هناك دافع لدى الأفراد الذين تتوافر لديهم المعلومات عن هذه الفرص لشراء الأوراق المالية للمنظمات أصحاب الفرص الاستثمارية، نتيجة عدم وجود السوق الكفاء

- تقديم التسهيلات اللازمة التي تمكن أصحاب الأصول المالية كحزمة الأسهم و السندات من بيع هذه الأصول عند الضرورة لتمويل احتياجاتهم المالية العاجلة، و هذه الوظيفة للأسواق تعني أن الأسواق توفر السيولة للأصحاب الأصول المالية لتمويل احتياجاتهم المالية، و السيولة بمعناها الشامل تعني القدرة على شراء و بيع الأصول بسهولة و بسعر معلوم (أي بسعر لا يختلف كثيرا عن سعر آخر عملية تمت على هذه الأصول).

و هذا التعريف للسيولة لا ينطوي فقط على كون السوق القادر على تنفيذ أوامر الشراء و البيع بسرعة، و التي قد تصل إلى دقائق معدودة في كثير من أسواق العالم بل على إمكانية تنفيذ هذه الأوامر بأسعار لا تختلف كثيرا عن أسعار الإقفال للأخر عملية تمت على هذه الأصول بافتراض عدم توافر معلومات جديدة عن هذه الأصول، لذلك فاتصاف السوق بالاعتدال، أي بوجود تغيرات طفيفة في الأسعار بين عملية و أخرى يعبر عن تحقيق السيولة التي تتوفر بوجود شروط أساسية في السوق و التي نذكر من بينها ما يلي:

#### - أن يكون السوق سوقا عميقا

يتصف هذا السوق بوجود تدفق مستمر لأوامر البيع و الشراء بأسعار أقل من و أكبر من السعر الحالي للسوق، بعبارة أخرى أن يكون هناك العديد من البائعين و المشترين على استعداد للبيع و الشراء بأسعار أقل من و أكبر من سعر آخر عملية لذلك و مع أي خلل يحدث في سوق رؤوس الأموال نتيجة عدم توازن العرض و الطلب، و ما يترتب عليه من تغيير في الأسعار يكون هناك العديد من أوامر الشراء و البيع و بأسعار أعلى و أقل من سعر آخر عملية مما يمنع حدوث تقلبات حادة في الأسعار.

و الجدير بالذكر أن صفة العمق للسوق لا تشترط بتركيز السوق في موقع ما كوجود بورصة القيم المنقولة في الجزائر فقط بل يمكن أن تتحقق بوجود فروع لها في كامل الوطن بما يسمح بوجود التدفق المستمر للأوامر البيع و الشراء دون توقف.

#### - أن يكون السوق سوقا كثيفا:

أي تكون أوامر البيع و الشراء المتدفقة إلى السوق ذات أحجام كبيرة، و بذلك للاستفادة من اقتصاديات الحجم في تحقيق الاعتدال المنشود، فكلما كبر حجم الصفقات كلما قلت تكاليفها كعمولة السماسرة و فروق الأسعار التي يحصل عليها صناع السوق أو المتخصصون، الأمر

الذي يشجع البائعين و المشترين على دخول السوق و إتمام عمليا تهم و منع حدوث التقلبات الحادة في الأسعار كما أوضحنا سلفا.

### - أن يكون السوق مرنا:

و هذه المرونة تجعل السوق قادر على الاستيعاب الفوري لهذا التدفق المستمر لأوامر البيع و الشراء ذات الأحجام الكبيرة، و لتحقيق هذه الصفة لابد أيضا توافر نظام إلكتروني يتسم بالسرعة و انخفاض التكاليف و أن يكون على المستوى الذي يمنع حدوث أي عرقلة أو تعطيل لبعض الأوامر لفترات زمنية معينة و إلا انعكس ذلك سلبا على كل من عمق و كثافة السوق و اعتداله.

### 3.1.1. خصائص سوق رؤوس الأموال:

تختص سوق رؤوس الأموال بطبيعة خاصة، تتمثل في أن التداول يتم فيها بين النقود و الأدوات المالية الأخرى، فالمشتري يدفع نقودا مقابل الصكوك التي تتمثل في أسهم أو أوراق مالية إلا أنه لا يستلم أصول حقيقية، ويقوم الناس بشراء الأدوات المالية من أجل العائد المنتظر حصوله أثناء الاحتفاظ بها وكذلك من أجل الارتفاع المنتظر في قيمتها، ويلاحظ أن الصكوك المتبادلة في الأسواق المالية تمثل حقوقا للملكية أو ديونا على الشركات وهذا يعني أن شراء الورقة المالية يؤدي إلى إنشاء نوعين من العلاقات الاقتصادية الهامة، والمتمثلة في العلاقة بين المشتري للورقة المالية وبين المؤسسة أو الشركة التي قامت بإصدارها، وكذلك العلاقة بين المستثمرين أنفسهم.

لهذا لابد أن ينظر لتبادل الأوراق المالية في السوق على أنه أمر يتعدى تأثيره على البائع والمشتري إلى المؤسسات الاقتصادية القائمة، وإلى الأفراد المشتركين في تلك المؤسسات، وهذا الأمر يستدعي وضع قواعد تحكم سلوك بائعي الأوراق المالية ومشتريها بطريقة لا تضر بمصالح غيرهما من ذوي العلاقة بين الشخصيات الطبيعية والمعنوية، ومما يساعد على صياغة قواعد السلوك المطلوبة وتصور أهميتها، و تفهم الدور التي تقوم به سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني، ومن المعروف أن مستويات الإنتاج والنمو في ذلك الاقتصاد تتوقف على عمليتين متناظرتين، الادخار والاستثمار، ولا بد أن يكون هناك سبيل لتحويل المدخرات من المدخرين إلى استثمارات في يد المستثمرين لهذا نشأت وسائل كثيرة ومؤسسات متعددة تقوم بهذا التحويل.

وتعتبر سوق رؤوس الأموال إحدى السبل الهامة لتحويل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين، ويتم ذلك في الاقتصاد الوضعي بأسلوبين، الأول عن طريق مصادرة المدخرين لصالح القطاع العام في النظم الماركسية، والثاني عن طريق قيام المدخرين بإقراض المستثمرين بعض مدخراتهم على أساس ربوي، وتقديم بعضها الآخر على شكل مساهمات، وهذا يعني أن قيام المؤسسات الإنتاجية ببيع الأوراق المالية للجمهور هو إحدى الوسائل المهمة لتجميع المدخرات تمهيدا لاستثمارها، وهذا هو الدور الأول والأساسي لسوق رؤوس الأموال [6] ص 42.

## 2.1. مكونات سوق رؤوس الأموال

جرى تقسيم سوق رؤوس الأموال بصفة عامة إلى سوقين رئيسيين، أولهما السوق النقدية و ثانيهما السوق المالية، أما السوق الأول فيتعلق بالمعاملات القصيرة الأجل التي لا تتجاوز سنة، ويتولى الجهاز المصرفي ممثلاً في البنك المركزي و البنوك التجارية القيام بهذه العمليات بما في ذلك تقديم التسهيلات الائتمانية الصناعية و التجارية و الاستهلاكية، وتعتمد المؤسسات النقدية في تقديمها لهذا الائتمان على ما تحوزه من أصول نقدية سائلة بطبيعتها ( نقود قانونية، نقود ودائع) و يختص السوق الثاني بالمعاملات ذات الأجل المتوسط و الطويل، و ينقسم بدوره إلى سوقين فرعيين، يتعامل إحدهما عن طريق الأوراق المالية و هو الذي يهمننا في هذه الدراسة، بينما يتعامل الآخر عن غير طريق الأوراق المالية و تقوم بهذه العمليات مؤسسات ادخارية و استثمارية خاصة، تعتمد في تأدية وظائفها على مواردها من الادخارات التي يرغب أصحابها في استغلالها لمدة طويلة، و هناك أكثر من سوق نوعية داخل السوق المالية، فهناك الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية، بالإضافة إلى وجود أسواق ثالثة و أسواق رابعة في المراكز المالية المتقدمة و التي يزيد حجم التعامل فيها عما يتم داخل قاعة السوق ( المقصورة ) و التي تخضع في نفس السوق لقواعد تنظم عملها.

ومع ذلك فليس لهذه التفرقة أهمية عملية في الاقتصاد المعاصر، بداية لأن مشكلة التمويل ككل لا ترتبط بمدة مادام النشاط الإنتاجي و التجاري عملية متجددة و مستمرة من خلال الزمن و ثانياً لأن أدوات الدفع الممثلة للقوة الشرائية تختار على حسب السياسة الاستثمارية و تفضيل السيولة و العائد المتوقع، و كذا على حسب الاعتبارات النفسية و الاجتماعية لمستخدمي الأموال أو طالبي التمويل، فقد يحصل البعض ممن ينتمون إلى سوق معينة بحكم طبيعة أنشطتهم على

ما يحتاجونه من مال من السوق الأخرى و كذلك وجود المؤسسات النقدية و المالية الوسيطة التي تستطيع بإمكانياتها تقادي التناقضات بين رغبات المدخرين أو العارضين و رغبات الطالبين أو المقرضين، و بذلك تتمكن من إجراء العديد من التحولات النقدية و المالية من سوق إلى أخرى، وفيما يلي سوف نتناول ملامح كل سوق على حدى.

### 1.2.1. السوق النقدية

#### 1.1.2.1. تعريف السوق النقدية

لقد تعددت التعاريف حول السوق النقدية، يمكن ذكرها كما يلي:

- السوق النقدية أو ما يسمى بسوق المعاملات قصيرة الأجل ( أقل من عام و القابلة للتداول)، و هي التي تصدرها الجهات المقترضة المختلفة كالحكومات و الشركات المعروفة، و ذات الأهلية الائتمانية العالية و الهيئات العامة و غيرها [7] ص 41، وبالمقارنة مع سوق الأوراق المالية، فإن السوق النقدية ليس لها مكان خاص لصفقات أدوات الاستثمار، فهي تتكون من الأسواق المختلفة التي تتصل بعضها ببعضها الآخر، و الغرض الأساسي من هذه السوق هو تمويل المنشآت بما تحتاجه من قروض، و علاقتها بالعميل في هذه الحالة هي علاقة الدائن بالمدين، و تتحمل المنشآت المقترضة ثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلفا حتى و لو أسفر نشاطها عن عجز أو خسارة.

- السوق النقدية هي الشق الثاني لسوق رؤوس الأموال، يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، و ذلك من خلال السماسرة و البنوك التجارية و بعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، و تعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، و عادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة، غير أنه لا يمكن التخلص منها في أي وقت و بحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر على الإطلاق، و ذلك نظرا لضمان عملية السداد.

و من أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية هناك شهادات الإيداع غير الشخصية و الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، أدونات الخزينة.

- كما عرفت بأنها" الميكانيكية التي يتم من خلالها إصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام و

يتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته ( فوائضه ) عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما، و يمكن أن نميز في السوق النقدية سوقين هما:

### 1.1.1.2.1. السوق الأولى

وهو ذلك السوق الذي يتم فيه الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد بمصدر هذه الأموال و متانة المقرض و سمعته المالية.

### 2.1.1.2.1. السوق الثانوي

هو ذلك السوق الذي تجري فيه تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، بأسعار تتحدد حسب قانون العرض و الطلب، أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محله إصدارات مستعملة إذ صح التعبير، يتم تداولها بين مشتريها الأول و مشتريين آخرين، و السوق الثانوي يفوق في أهميته السوق الأولي لدرجة أنه عندما نذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك السوق الثانوي للنقد.

يتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما و هما سوق الخصم و الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل و التي من أهمها الأوراق التجارية، القبولات المصرفية، و أدونات الخزينة، و السوق الثانوي هو سوق القروض قصيرة الأجل و يشمل جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد و سنة كاملة، و يكون قوامها الأساسي من المشروعات و الأفراد من ناحية و المصارف التجارية و بعض مؤسسات الإقراض المتخصصة من جهة أخرى، و هناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق و بين الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل، يصل في بعض الأحيان في أسواق النقد المتقدمة في أوربا إلى ليلة واحدة، بحيث يتم تجديد القرض في كل يوم، لليوم الموالي، و يكون من حق الدائن أن يتمتع عن التجديد في كل يوم، و من الجدير بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم كلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الاقتراض قصيرة الأجل، فكلما كانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة و بالاختلاف عن سوق النقد في الدول المتخلفة فإنها لا تكون بالاتساع المشاهد في الدول المتقدمة، و ذلك لعدم توافر فرص

الاستثمار لفترات قصيرة في هذه الدول، فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا [8] ص 124.

### 2.1.2.1. الأداة المالية المتداولة في السوق النقدية

#### 1.2.1.2.1. شهادات الإيداع القابلة للتداول

هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية، يثبت فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد و لمدة محددة لا تزيد عن السنة ( ثلاثة أشهر، ستة أشهر، تسعة أشهر، سنة)، تحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد ( و عادة ما يكون هذا السعر أعلى من أسعار الفائدة الموجودة في السوق)، و يذكر على ظهر هذه الشهادة شروط التعامل بها و طريقة احتساب الفائدة و دفعها، و يمكن لحامل هذه الشهادة التصرف فيها بالبيع أو التنازل في سوق النقد قبل تاريخ الاستحقاق، كما تتميز شهادات الإيداع عن الودائع الآجلة في أن شهادات الإيداع لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، و لكن يمكن بيعها في السوق الثانوي ( الذي يشمل البنوك التجارية، بنوك الاستثمار، و بيوت السمسرة) بقيمتها الاسمية، إضافة إلى الفائدة المحققة لغاية تاريخ بيعها، إذن شهادات الإيداع تتميز بأنها تبقى وديعة ثابتة دون تفكيك أو تجزئة، كما تعتبر شهادات الإيداع من النشاطات المصرفية الحديثة للمصارف الكبيرة التي طورت مفهوم الوديعة المصرفية، و قد أصبحت من المصادر المهمة للأموال التي يحصل عليها البنك، و قد تجاوزت قيمتها في الولايات المتحدة قيمة أدوات سوق النقد الأخرى مجتمع [9] ص 37.

تمتاز شهادات الإيداع بسيولة عالية، كما أن درجة سيولتها ترتبط بمدة حياة الشهادة، فكلما قرب تاريخ الاستحقاق قلت سيولتها، كما تتميز أيضا بالضمان و يعني هذا أن نسبة المخاطرة فيها منخفضة، كما يمكن أن تصدر هذه الشهادات بطريقتين، الطريقة الأولى و هي طريقة الإصدار المعلن و الطريقة الثانية هي طريقة إصدار الشهادة بناء على طلب العميل، و يتم من خلال الاتفاق بين العميل و البنك على المبلغ و المدة و سعر الفائدة.

#### 2.2.1.2.1. الكمبيالات

هي عبارة عن أداة دين قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل لا تزيد عن خمسة سنوات يصدرها أفراد أو شركات أو دوائر حكومية، من أجل الحصول على قروض من شركات و بنوك و أفراد آخرين، و الكمبيالة عبارة عن عقد إقراض يتولد عنه فوائد محددة و تستحق في

تواريخ محددة، و يمكن للمقرض الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعها لطرف آخر و الذي بدوره يمكن أن يبيعها لطرف ثالث، و هكذا فهناك سوق ثاني لهذه الأداة يتعامل بها السماسرة و البنوك التجارية.

### 3.2.1.2.1. الأوراق التجارية

هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها البنوك التجارية الكبيرة و شركات المساهمة الكبيرة الحجم و المعروفة في المجتمع، فالشركات الكبيرة كانت في السابق تأخذ قروضا قصيرة الأجل من البنوك التجارية، و لكن بعد ذلك بدأت هذه الشركات تعتمد إلى حد كبير في الحصول على الأموال عن طريق بيع أوراق تجارية إلى مؤسسات مالية وسيطة أخرى و شركات مساهمة أي أنها أصبحت تحصل على أموال بشكل مباشر، ثم تقوم بوضع هذه الأموال لدى البنوك التجارية التي تتعامل معها، وبإمكانها في هذه الحالة الحصول على ائتمان مفتوح، و عند استحقاق سداد هذه الأوراق التجارية، تقوم البنوك المشار إليها بدفع قيمة تلك الأوراق مع فوائد لحاملها في تاريخ الاستحقاق نيابة عن الشركة، و تتميز هذه الأوراق بسمات أساسية و التي نذكر من بينها ما يلي:

- لا يمكن أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة حيث أن الضمان الأساسي للمتعاملين هو سمعتها، و مكانتها التي بفضلها تقبل البنوك سداد قيمة هذه الأوراق المالية في تاريخ الاستحقاق.
- إن التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدودة جدا.
- هذه الأوراق التجارية بطبيعتها المتميزة تساهم في خلق سوق ثاني لها.

### 4.2.1.2.1. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

يشير مصطلح فائض الاحتياطي الإلزامي إلى ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي التي تتجاوز نسبة الاحتياطي، و يمكن إقراض هذا الفائض لبنوك أخرى تعاني من عجز في الاحتياطي الإلزامي ( و التي يترتب عليها عقوبات قانونية )، و يكون الإقراض عادة لمدة يوم واحد و تتم إدارة هذه العملية من قبل البنك المركزي الذي يلعب دور الوسيط، و يلتزم البنك المقترض بسداد قيمة القرض إضافة إلى الفوائد التي تتحدد وفق العرض و الطلب، و يمكن أن يكون الاتصال مباشرا بين البنوك أو بواسطة سمسار متخصص في مثل هذا النوع من القروض.

كما أن هذا السوق حساس جدا بالنسبة إلى الاحتياطات الائتمانية للبنوك و يعتبر سعر الفائدة على القرض الاحتياطي مؤشر مهم على الوضع الائتماني في النظام المصرفي.

#### 5.2.1.2.1. اتفاقيات إعادة الشراء

و هي أحد أساليب الإقراض التي تلجأ إليها الشركات أو المستثمرين المتخصصين في شراء و بيع الأوراق المالية، و يكون الإقراض في ليلة واحدة أو على الأكثر أو لمدة أسبوعين

#### 6.2.1.2.1. القبولات المصرفية

يتم خلق هذه الأداة من أدوات السوق النقدي في مجال تنفيذ عمليات التجارة الخارجية، و القبول المصرفي هو حوالة مصرفية ( أي وعد بالدفع مماثل للشيك ) تصدرها شركة قامت بشراء سلع من الخارج و قابلة للدفع في تاريخ معين في المستقبل و مضمون من بنك مقابل عمولة، و يتمثل ضمان البنك في قيامه بختم الحوالة المصرفية بعبارة مقبول و بمجرد أن تصل تلك الحوالة إلى المصدر الأجنبي يقوم بالحصول على قيمتها من بنك في بلده، و يتولى هذا البنك بدوره تحصيل قيمة القبول المصرفي من البنك في بلد المستورد و الشركة التي أصدرت القبول المصرفي مطلوب منها إيداع الأرصدة المطلوبة في حسابها، لأن ضمان البنك لحاوتها يعني أن هذا البنك ملزم بالدفع، و الميزة للشركة هنا هي أن الحوالة تصبح مقبولة بمجرد أن يخطمها البنك عند شراء سلع من الخارج حيث يتأكد المصدر الأجنبي أنه سيتحصل على قيمة السلع المصدرة حتى وإن أفلست الشركة المستوردة، و قد يعاد بيع القبولات المصرفية بخصم في السوق الثانوي للنقد [10] ص 27.

#### 7.2.1.2.1. أدونات الخزينة

و هي عبارة عن سندات دين تصدرها الحكومة للأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر و سنة و تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي و يقدم لخصم هذه الأذون جميع المتعاملين في سوق النقد، و يتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم.

#### 3.1.2.1. أهمية السوق النقدية

ترجع أهمية السوق النقدية إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع، فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة

حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة، ومن وجهة نظر المصارف فإن وجود هذه السوق يعتبر وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات البنوك، وبالتالي على مستويات الفائدة سواء قصيرة أو طويلة الأجل، وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسة النقدية، كما أن الالتزامات التي يتم تداولها في هذه السوق تتمتع بدرجة عالية من الأمان لكونها تعبر عن نشاط مقترضين ممتازين ( الحكومة و المشروعات) الكبيرة للأفراد ذوي الملائمة المالية و السمعة الطيبة لأنها بحكم قصر أجلها توفر سيولة كبيرة لحاملها، فضلا عن أنها تعتمد على عنصرى البساطة و السرعة في التعامل (حيث يتم عادة انجاز هذا التعامل هاتقيا أو بالتلكس أو من خلال شبكات الحاسوب).

#### 4.1.2.1. المؤسسات الوسيطة في السوق النقدية

إن السهولة النسبية في الحصول على القدرة الشرائية اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادي للمشروعات، لا يرجع مصدرها فقط إلى القدرة على الاختيار، أو إلى تعدد الأشكال المختلفة للأصول السائلة، و إنما يعتمد بدرجة هامة على الطرق و الأفكار الجديدة لنوع هام من المؤسسات تسمى المؤسسات المالية الوسيطة و التي يتجاوز نطاقها المفهوم التقليدي للمصارف.

إن البنوك التجارية لم تعد المؤسسات الوحيدة القادرة على إعطاء الوحدات الاقتصادية الراغبة في الاقتراض القوة الشرائية اللازمة للحصول على السلع و الخدمات، كما لم تعد المؤسسات الوحيدة القادرة على تنظيم عملية الادخارات، فهناك اليوم مؤسسات أخرى تستطيع أن تضاعف من حجم وسائل الدفع، وتعدد الوسائل المالية المصدرة و تنوعها، و تتمتع كل منها بخصائص ذاتية و كذلك بدرجات معينة من السيولة.

لهذه المؤسسات القدرة على تجميع المدخرات و القيام بعمليات الإقراض و الاقتراض طويل و متوسط الأجل، و قد مارست بالفعل دورا حيويا في عملية التمويل كما أثرت تأثيرا مباشرا على السيولة و الادخارات و تنويع الاستثمارات، إن تلك المؤسسات بصفة خاصة هي:

#### 1.4.1.2.1. بيوت القبول

و هي مؤسسات نقدية ليست وظيفتها الاحتفاظ بنقود العملاء و لا منحهم القروض و إنما وظيفتها أن تقبل الكمبيالات، فهي مؤسسات متخصصة في قبول الكمبيالات ، أي التوقيع عليها بالقبول و إبداء استعدادها لدفع قيمتها عند الاستحقاق مما يزيد من ضمان تلك الكمبيالات و قبولها و ذلك لقاء عمولة مناسبة.

### 2.4.1.2.1. المصارف التجارية

و هي أهم مؤسسات السوق النقدية، إذ أنها تجمع أموال العملاء (الادخارات على شكل ودائع قصيرة الأجل) وتوظفها في عمليات مربحة قصيرة الأجل أيضا، و تباشر المصارف اليوم جميع أعمال مؤسسات السوق النقدية في توفير و قبول الكمبيالات و تشجيع التجارة الخارجية، بالإضافة إلى الاحتفاظ بنقود العملاء و منح القروض للأفراد و الشركات.

### 3.4.1.2.1. بنوك التجارة الخارجية

يهدف هذا النوع من المؤسسات إلى تسهيل عمليات الاستيراد و التصدير، و هي عمليات قصيرة الأجل بطبيعتها، نشأت أساسا في الدول الصناعية الكبرى التي يحتل قطاع التصدير بها أهمية كبرى، علما أن معظم البلدان النامية لا تعرف هذا النوع من المؤسسات بل تقوم المصارف التجارية بالنشاطات التي يفترض بتلك المؤسسات أن تؤديها.

### 4.4.1.2.1. بيوت التوفير

توجد على هامش السوق النقدية مؤسسات تتلقى الأموال لأجل قصير و لكنها توظفها في استثمارات طويلة الأجل، و تلك البيوت (مؤسسات) تدعى ببيوت التوفير، مهمتها الأساسية تكمن في تجميع ما يوفره الأفراد من نقود و توظيف هذه النقود في مشروعات معينة، فهي تعمل على جمع الودائع الصغيرة من فئات عدة تشجعها على الادخار، و تستثمرها في شراء أسهم أو سندات المشروعات.

و تتمكن بيوت التوفير من القيام بهذا الاستثمار على الرغم من كون ودائعها قصيرة الأجل بالنظر إلى وفرة المبالغ التي تجمعها، و كون ودائع التوفير في معظمها ودائع شخصية لا يسحب منها غير صاحبها، و قد يقوم بتجديد إيداعها مرات عدة قبل أن يسحبها [11] ص11-12.

## 2.2.1. السوق المالية

### 1.2.2.1. تعريف السوق المالية

إن أول شيء يمكن الإشارة إليه أن بعض الكتب تستعمل مصطلح الأسواق المالية، و تشير بذلك إلى السوق التي يتعامل فيه بالأوراق المالية طويلة الأجل، أما في بعض الكتب الأخرى فالأسواق المالية هي تلك السوق التي تشمل كل من سوق النقد و سوق رأس المال، و التي تكمن وظيفتها في ربط الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض مع الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز، مع العلم أن الأعوان الاقتصاديين المختصين في إنتاج السلع و الخدمات هم عادة محتاجون للأموال، و هكذا يكون القطاع المالي في الاقتصاد عبارة عن عارضين و طالبين لرؤوس الأموال في نفس الوقت، لهذا فإذا ما استعملت مفهوم سوق رؤوس الأموال فإنني أقصد بذلك السوق التي تحتوي على السوق النقدية و السوق المالية، أما إذا استعملت مصطلح السوق المالية فإنني أخص بالذكر السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل [12].

و يتضح لنا هذا المفهوم من خلال عرض مختلف التعاريف المتعلقة بالسوق المالية :

- تُعرف السوق المالية بأنها سوق مستمرة و ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال و السماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا للنظم الثابتة و اللوائح المحددة، و تتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراج ، و يتحدد سعر الأوراق المالية فيها عن طريق العرض و الطلب شأنها شأن أي سلعة أخرى [13] ص 15.

و يتم التداول في السوق المالية على صورتين هما العمليات العاجلة و التي تتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن و يسلم الأوراق المالية إلى المشتري و بذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة بأن يسدد فورا ثمن الأسهم المشتراة و أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة مع استلامه ثمنها.

أما الصورة الثانية للسوق المالية هي العمليات الآجلة التي لا يتم عقدها مباشرة بل تؤجل تصفيتهاموعد قادم كما لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في هذه السوق لدى

عقد الصفقة، و لكن بعد مدة معينة و حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين، و لذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الأجلة تقديم تأمين مالي ( تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا و يختلف حسب نوع العمليات المعقودة.

و تتميز الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالية بأنها أوراق مسعرة أي لها سعر سوقي، حيث يمكن للمستثمر أن يعرف السعر الحالي للورقة المالية من خلال السماسرة أو النشرة اليومية للسوق، كما يمكن معرفة أسعار التداول خلال يوم العمل داخل السوق من خلال الاشتراك في شبكات الاتصالات المحلية و العالمية.

و تختلف الأوراق المالية من حيث السعر السوقي، و توقيت الحصول على العائد و مقداره و درجة تذبذبه، من فترة لأخرى، و يتطلب ذلك قيام المستثمر بالمفاضلة بين الأوراق المالية على أساس أخذ تلك العوامل في الاعتبار و التي يمكن إجمالها في متغيرين أساسيين هما العائد و المخاطرة.

- السوق المالية هي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية طويلة الأجل كالأسهم و السندات و تعتبر الأسهم بمثابة صكوك أو أدوات ملكية ليس لها تاريخ استحقاق أما السندات فهي بمثابة صكوك أو أدوات مديونية ذات تواريخ استحقاق مختلفة [14] ص 32.

- كما عرفت أيضا: " بأنها تلك السوق التي ترتبط بالمعاملات الطويلة الأجل و التي تتراوح آجالها من سنتين و خمسة عشرة سنة، و يتم فيها التعامل بالأوراق المالية و تنقسم إلى سوق أولية و سوق ثانوية(البورصة)".

- و تعرف: " بأنها سوق الصفقات المالية الطويلة الأجل التي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، و من الخصائص المميزة للسوق المالية أنها تعد أقل اتساعا بالنسبة إلى السوق النقدية، لكنها في نفس الوقت أكثر تنظيما حيث يوجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة مما يجعل البعض يطلق على هذه السوق بسوق الصفقات الكبيرة".

إذا كانت السوق المالية هي السوق التي يتم فيها إصدار و تداول ( بيع و شراء) الأصول المالية، كالأسهم و السندات ( و الأصل المالي ما هو إلا مستند و رقي أو إلكتروني يعطي

لصاحبه حقوق مالية على الجهة المصدرة له) [15] ص 86 بالنسبة لحملة الأسهم العادية تتمثل هذه الحقوق المالية في التوزيعات النقدية، و الحصة النسبية من صافي قيمة الأصول ( في حالة تصفية الشركة المصدرة للسهم العادي)، أما بالنسبة لحملة السندات فهذه الحقوق المالية تكون بشكل مبالغ نقدية ثابتة تدفع بصفة دورية لفترة زمنية معينة حسب تاريخ استحقاق السند، بالإضافة إلى دفع القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، وتقوم الجهة المصدرة بإصدار هذه الأصول المالية القابلة للتداول، بغرض الحصول على التمويل اللازم للقيام بأنشطتها، فهذه الأصول المالية ما هي إلا أدوات لتحويل مدخرات الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم في الأصول المالية إلى الأفراد و المنظمات الذين هم بحاجة إلى هذه الأموال لاستثمارها في الأصول العينية، كالمعدات و الآلات و المباني، هذا بالإضافة إلى كونها أدوات لتوزيع المخاطر الناجمة عن استخدام هذه الأصول العينية بين المستثمرين في الأصول المالية و المستثمرين في الأصول العينية.

#### 2.2.2.1. هيكل السوق المالية

إن العمل داخل السوق المالية يتم بداية من خلال مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب بها و تحقيق هذا اللقاء بين مصدري الأوراق المالية و المدخرين يمثل الدورة المالية الأولى التي يتم من خلالها ما يسمى بالسوق الأولي أو سوق الإصدار [16] ص 27.

تلي خطوة أخرى ثانية تتمثل في قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجاتهم للسيولة النقدية أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة يخلق من خلالها دورة مالية ثانية للأوراق المالية تعرف باسم السوق الثانوي أو سوق التداول. وبهذا يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية يتكون من مرحلتين أو نوعين و هما:

#### 1.2.2.2.1. السوق الأولي (سوق الإصدار)

يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، و ذلك من خلال زيادة رأسمالها، و هذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية و طرحها للاكتتاب سواء في الاكتتاب العام أو الخاص و هذا كله يعطي فرصة لجميع الأفراد و الهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال، إن هذا السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات و تقديمها للمشروعات و تنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال (المكتتبين)، و بين تلك المشروعات

، و قد يتم إصدار و تصريف الأوراق إما بطريقة مباشرة [17] ص 20، يتم من خلالها تحويل الموارد لدى الأعوان ذوي الفائض إلى الأعوان ذوي الحاجة إلى التمويل و يتم ذلك بشكل مباشر من خلال إصدار الأعوان ذوي الحاجة أوراق مالية يتم شراءها من قبل الأعوان ذوي الفائض و تتم هذه الآلية عبر السوق أو إما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة و هي الحالة التي يكون فيها النظام المصرفي هو أساس التمويل للمؤسسات و هذا ما يسمح بعملية خلق النقود و يكون البنك المركزي مجبر على القيام بدور المقرض أو الملاذ الأخير و يعتمد الاقتصاد على هذا النمط من التمويل و الذي يسمى باقتصاد المديونية [18] ص 293.

#### 2.2.2.2.1. السوق الثانوي (سوق التداول)

بقدر ما تكون السوق المالية الأولية كبيرة و ضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية، فسوق التداول هي تلك التي يتم فيها إدارة و تدوير الأوراق المالية، و نقل ملكيتها و حيازتها بين أكثر من شخص و كلما كانت السوق الثانوية، سوق نشطة كلما كانت حيوية الاقتصاد أكثر فاعلية فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطا قويا بالسوق الثانوية.

و السوق الأولية تمثل الدورة الرئيسية كما سبقنا و أشرنا، حيث تقوم الشركات أو مروجي المشروعات بإصدار الأوراق المالية و طرحها للاكتتاب، لتغطية جانب من استثمارات المشروعات سواء الجديدة، أو المتعلقة بالتوسع و عمليات الإحلال و التجديد للمشروعات القائمة، و التي يمكن أن تعرف بالدورة الأولى للإصدار، أو سوق الإصدار و في المرحلة التالية يبدأ كل من الأفراد و المنظمات التي اكتتبت في الأوراق المالية السالفة الذكر في إعادة طرحها للبيع مرة أخرى لتغطية احتياجاتهم للسيولة أو للدخول بناتج البيع في استثمارات جديدة و من ثم تعاد الدورة من جديد و تتعاقب الدورات و تنمو بذلك السوق الثانوية و تتسع و تمتد لتشمل كل الأفراد في المجتمع الذين يرغبون في الاستثمار في البورصة، لذلك يمكن لنا التفرقة و التمييز فيما بين السوق الأولية و السوق الثانوية في الأمور التالية:

- يتميز السوق الثانوي بكبر الحجم عن السوق الأولي.
- التداول في السوق الثانوية عملية دائمة مستمرة و متكررة بينما طرح في السوق الأولية يتم و يحدث لمرة أولى واحدة للورقة المالية.
- تحتوي السوق الثانوية على عدد أكبر من المتعاملين بالمقارنة بالسوق الأولية أو بصفة خاصة أن المتعاملين في السوق الثانوية يتمكنون من مضاعفة معاملاتهم و تكرارها أكثر من مرة

خلال اليوم الواحد في البورصات المتقدمة ( بيعا و شراء ذات الورقة المالية بينما في السوق الأولية يتم التعامل مرة واحدة فقط عند بداية الاكتتاب أو الطرح لأول مرة ).

- تمتاز السوق الثانوية بأنها أداة تتبع و رصد للمتغيرات و المستجدات التي تطرأ أو تأثر على الورقة المالية، ومن ثم فإن المتتبع بحركة التعامل يستطيع أن يكون كم من البيانات و المعلومات المختلفة عن الورقة المتداولة في السوق، بينما في السوق الأولية لا تزيد البيانات و المعلومات عن نشرة الاكتتاب المصاحبة لطرح الورقة لأول مرة و كلاهما جناحا السوق المالية اللذين بدونهما لا تستطيع الطيران [19] ص 40-41.

و يتخذ السوق الثانوي أي سوق التداول شكلين يمكن إعطاء لكل منهما نظرة خاصة به، وهذين الشكلين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

#### 1.2.2.2.2.1. الأسواق المنظمة (البورصة)

تعد البورصة من أقدم المنشآت التي ظهرت بظهور أدنى التعاملات بين الأشخاص قصد تبادل السلع والخدمات عن طريق المقايضة والنقود المعدنية، ولقد أدى التطور الكبير للأنشطة الاقتصادية وتوسع حجم المشاريع إلى الحاجة الماسة لتجديد ورصد أموال ضخمة، مما ساعد في تطوير و بروز البورصة التي أصبحت حاليا تحتل مكانة هامة على مستوى الساحة الاقتصادية المالية.

يعود إنشاء البورصة إلى العهد الروماني حيث تولت الطبقة البرجوازية المالية حق تجميع الضرائب من أجل مواجهة تكاليف البناءات التي كانت تقام في روسية، وكذا تكاليف شراء الأدوات الحربية، فتكونت بذلك بعض الشركات التي تكفلت بمهمة تجميع الأموال الضرورية للقيام بمهامها، كما تم في هذا العهد إقامة سوق خاصة تدعى (Colegia Mercatorium) يتردد عليها كبار التجار الصيارفة لتسوية صفقاتهم الخاصة بتبادل بعض المعادن النفيسة مقابل النقود، ورغم هذه العمليات إلا أن مصطلح البورصة لم يبرز في هذا العهد، حيث ظهرت أول البورصات في القرن السادس عشر ابتداء ببورصة أنفرس (1531)، بورصة تولوز (1549)، بورصة باريس (1563)، بورصة روما (1571)، ويقال بأن كلمة البورصة مشتقة من اسم أحد الصيارفة في مدينة "بروج" البلجيكية الذي يدعى ( Vande Bourse ) حيث كان تجار المدينة يجتمعون في قصره للتجارة في النقود.

وقد شهدت البورصة منذ نشأتها أنواعا عديدة، ابتداء ببورصة الذهب والمعادن النفيسة، فبورصة البضائع في القرن السابع عشر التي عرفت تطورا كبيرا في القرن التاسع عشر، مع

ظهر بورصة "ليفربول" للقطن (1842)، بورصة للقمح (1848)، التي تبعتها إنشاء بورصة أخرى للقطن في نيويورك (1886)، أما بورصة القيم المنقولة فقد ظهرت أيضا في القرن الثامن عشر مع بداية الثورة الصناعية، وقد كانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية، التي اعتبرت أحد أهم العوامل المساعدة على تراكم رؤوس الأموال، ولقد بقي دور بورصة الأوراق المالية محدودا إلى غاية منتصف الستينات من القرن التاسع عشر، حيث كان التعامل في بداية الأمر محصور فقط في سندات القرض العام، لكن مع إنشاء شركات المساهمة وتطورها، ازدادت الحاجة إلى رؤوس الأموال الضخمة لتغطية تكاليف الاستثمارات على المدى الطويل، ثم تزايدت إصدارات الأوراق المالية من الأسهم إلى السندات، ولعبت بذلك بورصة القيم المنقولة دورا هاما في تعبئة الادخار وتوفير السيولة اللازمة لتوفير المشاريع الاستثمارية، وتأمين مختلف العمليات الاقتصادية الخاصة بالحكومة، ويمكن تلخيص أهم المراحل التي مرت بها الأسواق المالية فيما يلي:

- تميزت في البداية بارتفاع المستوى المعيشي ومن ثم ارتفاع نسبة الادخار التي وجه إلى الاستثمار في المشروعات الصناعية، التجارية العقارية التي أخذت تتسع شيئا فشيئا إلى أن أصبحت بحاجة إلى رؤوس الأموال الضخمة، الذي يعجز الفرد عن تمويلها مما أدى به إلى اللجوء إلى بنوك الإقراض.

- بعدها بدأ ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية من حيث حجم وكيفيات التعامل، حيث اكتفت البنوك التجارية بعملها التقليدي المرتبط بخصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، أما فيما يخص منح القروض فقد حددت من طرف البنك المركزي.

- ظهور بنوك متخصصة في الاقتراض المتوسط والطويل الأجل، تقوم بإصدار السندات المتوسطة وطويلة الأجل، كما قامت البنوك المركزية في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة.

- نشوء الأسواق النقدية إلى جانب حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، و اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية بظهور البورصات التي تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية [20] ص 191.

و يمكن تعريف البورصة بأنها اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل، فسوق التداول تنظيم يتم من خلاله إلتقاء العرض والطلب بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في الأوراق المالية المعينة، وتتوفر فيهم الشروط المحددة، وفقا لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة [21] ص 393.

كما توجد ثلاثة أنواع لبورصة الأوراق المالية و المتمثلة في بورصة الأوراق المالية التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الشركات، أما النوع الثاني فيتمثل في بورصة البضائع يتم التعامل فيها عن طريق إبرام عقد بين البائع و المشتري لبيع أو شراء البضائع في المستقبل و النوع الأخير يتمثل في بورصة القطع و المعادن النفيسة .

ويمكن إبراز الفرق بين البورصة و السوق فيما يلي :

- يتم التعامل في السوق على سلعة، أما في البورصة فيجب توفرها على عدة شروط منها:

- عدم قابلية تلك السلع البقاء لفترة طويلة.
- السلع لا بد أن تكون تلك متماثلة.
- أن تكون أسعار السلع خاضعة لعدة تقلبات.

- يترتب التعامل في الأسواق على تسليم السلعة موضوع التعامل سواء بدفع الثمن فوراً أو بعد أجل معين، أما في البورصة فيتم التسليم مسبقاً وقد لا يتم تسليم البضائع على الإطلاق وتنتهي العملية بقبض فوارق الأسعار.

- يتم عرض الصفقات في الأسواق على السلعة الموجودة فعلاً، أما في البورصة فقد تعقد الصفقات على العيان فقط.

- تتميز عمليات البورصة في معظم الأحيان بكثرة قيمتها وتكرار حدوثها، أما العمليات التي تتم في السوق فهي عكس ذلك.

ويمكن أن تلعب البورصة أدواراً عدة يمكن ذكرها كما يلي:

- بالنسبة إلى الدولة فهي وسيلة مهمة يتم من خلالها تمويل العجز الميزاني.

- بالنسبة إلى المؤسسات المقيدة بها ( المسجلة بها ) فهي تحقق مجموعة من الايجابيات أهمها ما يلي:

- الحصول على مورد تمويلي إضافي.
- إمكانية تطور المؤسسات التي تصبح شركات مساهمة كبرى.
- القيد بالبورصة، الذي هو بمثابة ميزان يتم من خلاله المعرفة الحقيقية للقيمة السوقية للمؤسسة.

- اكتساب مظهر من مظاهر الهيبة، عن طريق إشهارها في المجالات الدورية التي تصدرها الهيئة المسيرة للبورصة.
  - إلا أن هذه الايجابيات تواجهها سلبيات أهمها ما يلي:
  - ضرورة تقديم معلومات كثيرة مما يجعلها تحت ضغط تقع من خلاله تحت طائلة من الضغوطات يتجلى أهمها في اهتمام الكثير من الجهات بأموالها الخاصة.
  - بالنسبة إلى العائلات فهي تعمل على توجيه ادخارات الأفراد والعائلات إلى مختلف الأوراق المالية وذلك عن طريق استثمارها أو توظيفها.
- و تتمثل أهم وظائف البورصة فيما يلي:

### تشجيع و توجيه الادخار والاستثمار:

تؤدي البورصة وظيفة التمويل طويل الأجل لعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال جلب الفوائض المختلفة للأعوان الاقتصادية بطرق و كفاءات متنوعة على نحو تحقق لكل مستثمر استثمار أو توظيف مدخراته من حيث حجم المبلغ أو من حيث المدة كما أن قيمة المدخرات التي يمكن تعبئتها تعتمد أساسا على مركز المؤسسة في البورصة، و لا يمكن أن يتم تعبئة المدخرات بصورة فعالة إلا باجتذاب الشركات المصدرة للأوراق المالية.

### تأمين جو المنافسة وتوفير السيولة اللازمة للمدخرات طويلة الأجل:

ويتمثل جو المنافسة الذي توفره البورصة من خلال حرية التعامل والمبادلات، والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، وكذا وجود عرض وطلب كثيف، وذلك قصد تحقيق مستوى أسعار طبيعي، كما تتيح البورصة فرصة تقديم السيولة اللازمة لمدخرات المستثمرين طويلة الأجل وذلك من خلال إمكانية بيع القيم المتداولة بسهولة كبيرة وأسعار معقولة.

### تقييم الشركات:

إن سعر القيم المتداولة يتأثر بجملة من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وتوجد هناك عدة تقنيات تسمح بمعرفة قيمة الشركة و في أي وقت، ويمكننا أن نميز بين 3 أنواع من التحاليل لقياس قيمة الأصول وهي:

- التحليل الاقتصادي و يتمثل في دراسة الوضعية الاقتصادية و الهيكلية للمؤسسة.

- التحليل المالي و يتمثل من خلال دراسة الميزانية المحاسبية و TCR و كذا نسب رؤوس الأموال العاملة.
- التحليل البورصي و الذي يتم من خلال خبراء في البورصة.

### على مستوى الاقتصاد الوطني:

تعتبر البورصة كبارومتر يمكن من خلاله قياس قوة الاقتصاد الوطني سواء على مدى الطويل أو القصير، كما أن البورصة بها حساسية كبيرة نحو الأحداث الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، فانتشار معلومات مفادها وقوع حرب أو انقلابات عسكرية أو قطع العلاقات الدبلوماسية قد يؤثر على أسعار البورصة وأنشطتها بشكل عام.

وما يمكن استنتاجه أن البورصة تعتبر مرآة عاكسة لتفاؤل أو تشاؤم المختصين في الشؤون المالية، بخصوص الوقائع الاقتصادية التي قد تقع لاحقا.

### وسيلة لفتح رأس المال:

عادة ما يتم تكوين رأس مال اجتماعي لمؤسسة من قبل شخص أو أكثر بمساعدة الهيئات المالية أو بدون مساعدة بالقدر الذي يحقق معه انطلاق الأنشطة، وتكون المؤسسة بحاجة إلى أموال إضافية عندما تريد توسيع أنشطتها وبالتالي فإن لجوء المؤسسة لهذا التمويل الإضافي عن طريق البورصة يستدعي بالضرورة نشر (فتح) رأس مال اجتماعي.

وهذه العملية تعتبر عملية مهمة لتنشيط الاقتصاد، كما أن الاقتطاعات من الأرباح غير موزعة وكذا الاحتياطات التي قد تحتاج إليها الشركة لرفع استثماراتها و التي قد تساهم في زيادة رأس مالها، إما بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين أو بقيمة أدنى بكثير عن القيمة السوقية للأسهم، وعليه يرتفع رأس مال المساهم و يزيد حجم رأس المال الاجتماعي للمؤسسة المتداول في البورصة.

### وسيلة لتحويل الهياكل التجارية الصناعية:

إن البورصة هي وسيلة تسهل عملية تحويل وتكوين المجمعات الصناعية وكذا التجارية، وكما هو معروف فإنه يتعين على المؤسسة أن تمتلك أدوات لمواجهة المنافسة الشديدة من أجل السيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للحصول على مردودية مرتفعة.

## وسيلة للمضاربة:

و هي كلمة مشتقة من معنى التفكير والتدبير، المقصود بها التنبؤ بتقلبات الأسعار بتقديم فرص لكسب استغلالها وتجنب الخسارة وذلك استنادا إلى معلومات وتقديرات معقولة، وعليه فإن المضاربة تقوم بدور اقتصادي هام يتمثل في تحقيق تأمين العرض والطلب على القيم المتداولة، حيث يحاول المضارب الحصول على فوائض من وراء تقلبات أسعار هذه القيم، وعلى هذا الأساس فإن عمليات المضاربة هي ضرورية لاستقرار نشاط البورصة، ذلك لأن المضاربين يقومون بإجراء مختلف العمليات استنادا على تقديرات خاصة بهم و المرتبطة بالتجارب السابقة في تقدير الأسعار صعودا وهبوطا، فهم يستشعرون العوامل التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ويرسمون بالصفقات التي يبرمونها الاتجاه الحقيقي لأسعار البورصة ومن ثمة يحولون دون وقوع انهيار مفاجئ في أسعار الأوراق المالية.

وما يمكن ملاحظته أن هناك الكثير من المحاولات التي تسعى للقضاء على المضاربة لكنها باءت بالفشل، لذلك نجد أن الحكومات لجئت إلى تنظيم المضاربة بإجراءات صارمة دون وقوع انهيار لأسعار البورصة.

### 1.1.2.2.2.1. أهم البورصات العالمية

يضم السوق المالي الدولي عددا محدودا من المراكز المالية الدولية الكبيرة، التي تتم من خلالها العمليات المالية في العالم، و بهذا يمكن أن تتحكم في نشاطات مختلف المؤسسات المالية، ( البنوك، أسواق العملات، أسواق الأوراق المالية، الوسطاء الماليون ( السمسرة ) شركات التأمين...الخ).

و لكي يتمكن المركز المالي من القيام بنشاطه بشكل طبيعي، لابد من توفر مجموعة من الظروف و الشروط التي تتمثل فيما يلي:

- المستوى العالي من التطور الاقتصادي .
- المشاركة الفعالة و الواسعة في التجارة الدولية.
- توفر البنوك و المؤسسات المالية الأخرى المتخصصة في العمليات المالية.
- عدم فرض قيود نقدية على المعاملات.

و فيما يلي سوف نقوم بعرض خصائص و تطورات المراكز المالية الدولية، الأكثر نشاطا في العالم.

## - البورصة في أمريكا:

تحلّل الولايات المتحدة الأمريكية المكانة الأولى من ناحية التقدم في الأسواق المالية، حيث يوجد عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، و يشهد على ذلك ما هو موجود في وول ستريت و مجلس شيكاغو للتجارة، و تتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث يتم التعامل في العقود المستقبلية و عقود الخيار اللذان خرجا إلى النور في بداية السبعينات.

و في نيويورك تشهد كذلك هذه السوق أهمية كبيرة في السوق الأمريكية و التي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة، و هي شركات مالية متكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل المشروعات الصغيرة التي تقدم أفكار جريئة، و قد كان لها دورا هاما خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر، من أبرزها شركة Apple ، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، فنجد أمريكان أكسبريس، تي تي، تشيس مانهاتن ، كوداك أي بي أم، زيروكس، جلييت ....الخ.

## - البورصات في أوروبا:

يعرف السوق المالي الأوربي بأنه سوق السندات الأوربية، يتكون من مجموعة من البورصات المحلية الأوربية، أو بعبارة أخرى يتم تسجيل الإصدارات في بورصة أو أكثر من البورصات الأوربية و يتم التعامل في إصداراتها في أكثر من دولة، مما يغلب عليها الطابع المحلي.

إن ما يميز السوق الأوربي عن البورصات العالمية أو الأسواق المحلية عدم وجود مركز متخصص أو محدد للسوق المالي الأوربي، و يوجد في كل دولة من الدول الأوربية عدة مراكز هي بمثابة مكونات للسوق الأوربية، و تؤكد اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوربي على توحيد أسواق المال الأوربية ببورصات انجلترا و هولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا و إيطاليا التي كانت حكومية القرار، حيث حثت اتفاقية أسواق المال الأوربية على تخفيض القيود في التعامل في البورصات و تطبيق نظام الاختصاص المالي و توحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية ، و تسعى اتفاقية البورصات الأوربية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط.

### - بورصة لندن:

تعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي أوروبي، كما تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم، بدأت لندن تكتسب أهميتها منذ بداية القرن 19 حيث خلقت أمستردام، ثم أخذت شهرتها تنتشر مع نهاية القرن 19، و في بداية القرن 20 حينما وصلت الاستثمارات الخارجية البريطانية إلى حدودها القصوى، بالإضافة إلى أن الإسترليني في ذلك الوقت كان يتمتع بالمركز الأول بين العملات الرئيسية و بعد الحرب العالمية الثانية بدأت لندن تفقد أهميتها كأشهر مركز مالي دولي بسب منافسة نيويورك لها، بالإضافة إلى الأزمة الاقتصادية الدولية، التي كان لها تأثيرات سلبية على دور لندن.

في نهاية الستينات عادت لندن لتكسب أهمية كبيرة في مجال إصدار القروض الدولية باعتبارها أحد أهم المراكز المالية الدولية و من أهم مؤسساتها نجد بورصة لندن التي تقوم بدورين رئيسيين هما:

- مصدر لرؤوس الأموال بالنسبة لكل من البريطانيين و الأجانب.
- تعتبر مركز للتعامل بالأوراق المالية، تحتل المركز الأول في العالم من حيث حجم الأوراق المالية المتعامل بها، لكنها تتراجع أمام نيويورك من حيث عدد الصفقات.
- تصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن إلى ما يزيد على 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا، منها 200 سهم لشركات دولية و أوروبية أخرى تؤثر على مؤشر أسعار البورصة أساسية و يرجع ذلك إلى الخبرة الطويلة في المعاملات الدولية والأهمية الكبيرة للبورصات و كذا السوق المستقر للعملات الأجنبية، وأدى تطبيق معدلات نمطية للتداول بالبورصة إلى زيادة حجم التداول و زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا .

### - بورصة فرانكفورت الألمانية:

من أهم العوامل التي ساعدت على ظهور فرانكفورت كسوق مالي دولي ما يلي :

- فرض الضريبة الخاصة في الوم.أ.
- الوضع المتميز للمارك في العلاقات النقدية الدولية.
- عدم وجود قيود على انتقال رؤوس الأموال في ألمانيا.
- الوضع الجيد لميزان المدفوعات الألماني.

بالإضافة إلى أنه تم في ألمانيا إزالة كل العراقيل أمام إصدار القروض الدولية سواء بالعملة المحلية أو بالعملات الأجنبية و بشكل أسرع بكثير من الدول الأخرى.

إن البورصات في ألمانيا هي اقل تركيزاً من مثيلاتها في لندن و نيويورك إذ يوجد في ألمانيا سبع بورصات تقع في كل من فرانكفورت، دوسلدوف، مامبورك ، هانوفو، ميونيخ، بريمن، شتوتغارت، و في عام 1972 بلغت دورة الأوراق المالية ( الصفقات النقدية ) حوالي 40.3 مليار مارك، ثم انخفضت إلى 28.3 مليار مارك في عام 1974.

إن من أهم خصائص البورصات الألمانية نجد:

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا، حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم و 2/3 السندات المتداولة.
- يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا، على 4 بورصات فقط من أصل 7 بورصات.
- يتم تسجيل السندات الحكومية و سندات الشركاء عن طريق الوسطاء الماليين الرسميون في بورصات ألمانيا.
- أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول الأسهم و السندات الخاصة بالشركات الصغيرة الحجم.
- تتم المعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات التلفونية وفق القوانين التجارية و المالية خارج البورصة، شريطة الإفصاح المالي و التسجيل.
- يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقاً غير رسمياً في ألمانيا.
- تعتبر السوق المالية في ألمانيا محدودة نسبياً بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني.
- تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في بورصات ألمانيا منذ الخمسينات.
- توجد 3 بورصات في ألمانيا الرسمية، الخاصة، شبه الخاصة، و تم التعامل في الأوراق المالية الأجنبية من خلال عملية المقاصة، التي تقوم بها اتحادات و مكاتب متخصصة.
- تعتبر الرسوم على الأسهم الألمانية مرتفعة عن بقية البورصات الأوروبية، ولكن يقابل ذلك كفاءة عالية تناسب المتعاملين.
- يستفيد المستثمرين و رجال الأعمال في ألمانيا من البورصات في التمويل و زيادة رؤوس الأموال.

ولقد زاد من كفاءة البورصات في ألمانيا استقرار العملة الألمانية و سهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية و العالمية، وكذا توحيد الألمانين، وعموما لازالت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن و بورصة نيويورك و بورصة طوكيو.

#### - البورصات اليابانية:

تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق السندات، التأمين و أسواق الاستثمار و رأس المال و التي تشمل كل من صناديق الاستثمار صناديق المعاش.

تم إنشاء أول بورصة في اليابان بطوكيو و اوزاكا عام 1978، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، و أدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة الممتدة من 1868 إلى 1912 بقيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة بدءا من عام 1920، وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية، و تعتبر بورصة طوكيو و اوزاكا و ناموبيا من أول البورصات اليابانية تطويرا عام 1961 و أصبحت بورصة طوكيو أكثر تنافسا كبورصة نيويورك عام 1987 كما يتم تداول الأسهم للشركات اليابانية في 08 بورصات محلية وهي ( طوكيو، اوزاكا، نابويا، هيروشيما، نيجافا، فوكوكا، كيونو، سابورو).

و تشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث و وصلت إلى 21.3% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك ، كما أن هناك 50% من الأسهم غير متداولة و تحقق بورصة طوكيو 87% من حجم التداول و حوالي 83% من إجمالي التداول بالبورصات اليابانية.

إن تسارع معدلات تراكم رأس المال وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وكذا تزايد الصادرات أوجدت الظروف المناسبة لهدر رأس المال الياباني، و خلال فترة طويلة من الزمن بقي المستثمرون اليابانيون في الظل بسبب اتساع الأسواق الداخلية و ارتفاع معدلات الربح مما اضعف من عمليات خروج رأس المال و لكن حتى نهاية الستينات تغير الوضع حيث أن ارتفاع الأجور و ظهور مشاكل التسويق للإنتاج دفعت إلى زيادة الاستثمار الياباني خارج الحدود، كما أن ارتفاع الاحتياطات النقدية في بداية السبعينات ساعد على تصدير رأس المال إلى الخارج.

إن المرحلة الأولى من انطلاقة طوكيو نحو المراكز المالية الدولية، كانت في عام 1970 حيث تم إصدار أول قرض ياباني بالعملية اليابانية، تلتها عدة قروض للبنك الدولي و بعض الدول، خلال الفترة 1970-1973 تم إصدار 13 قرض بلغ اجمالها 124 مليار ين أو 403 مليون دولار.

وتتميز بورصة اليابان بمجموعة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:

- انخفاض المخاطر.
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل و تداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية و البورصات الدولية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.
- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
- انتشار الوعي الاستثماري.
- تجديد و تطوير أدوات البورصات اليابانية.
- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.
- تطوير أدوات السوق الأولي والثانوي.
- بناء شركة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.
- مكثنة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصة اليابانية.
- تطوير أسواق السندات.
- تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصة اليابانية.
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية [22] ص 126.

#### 2.1.2.2.2.1. أزمات الأسواق المالية العالمية

عرفت العديد من البورصات في العالم أزمات مالية حادة منذ سنوات العشرينات من القرن العشرين، و تعتبر أزمة 1929 أول أزمة ضربت البورصات، كانت هذه الأزمة في نيويورك و بالضبط في بورصة وول ستريت، ترتب عليها آثار سلبية على باقي الأسواق

الأخرى نتيجة ارتباطها بهذه الأخيرة، ثم تلتها العديد من الأزمات ( أزمة وول ستريت سنة 1987، أزمة المكسيك سنة 1994 ، أزمة آسيا سنة 1997).

### - أزمة وول ستريت (1929):

يعتبر تاريخ الثلاثاء 29 أكتوبر 1929 يوما اسودا، و ذلك لوقوع اكبر أزمة مالية اثر الانهيار الكبير لسوق المال و بالتحديد في بورصة وول ستريت، و الذي تبعه الكساد الكبير الذي شمل العديد من اقتصاديات الدول الأخرى، وتميز الاقتصاد الأمريكي قبل الأزمة بما يلي:

- في سنوات العشرينات قدرة البطالة بنسبة 5% من قوة العمل باستثناء 3 سنوات قبل 1929 سنة حيث وصلت نسبتها الى 3% أو أقل.
- التوزيع السيئ في العشرينيات، الذي لعب فيه التمييز دورا رئيسيا و كانت الأفضلية لسكان الشمال الشرقي الذين كانوا يتمتعون بمتوسط دخل يساوي ضعف متوسط دخل سكان الجنوب.
- ظهور في سنوات العشرينات ظاهرة الشراء عن طريق الاقتراض للمستهلك، الذي ترتب عليه مضاعفة أقساط الديون خلال الفترة الممتدة من 1920 إلى 1929.
- اعتبر تكرار الكساد أمرا طبيعيا، و ذلك لاعتقاد أن ترك الكساد على حاله يؤدي إلى انقضائه تلقائيا.
- خلال النصف الثاني من عام 1928 كانت الأنظار متوجهة إلى سوق الأوراق المالية التي كانت تبدو في اتجاه تصاعدي لا نهاية له، وذلك لاتخاذ النظام الفيدرالي الاحتياطي إجراءات للتوسع النقدي، فقد نجحت في بداية الأمر فتصاعد إنتاج السلع الاستهلاكية المعمرة لكن أسواق الأسهم كانت المستفيد الأول من معظم المكاسب، واستخدم جزء من القروض في تغطية المضاربة، مما أدى إلى زيادة أسعار الأسهم بسرعة، وقد اعتقد المستثمرون أن أسعار الأسهم لا ترتفع إذا استمر التدفق على السوق واستغلت المؤسسات الرديئة الوضع و أخذت بإصدار و بيع الأسهم و كانت تباع فورا للمضاربين المتلهفين.

### أثار الأزمة على اقتصاديات الدول الصناعية:

ترتب على هذه الأزمة مجموعة من السلبيات و التي تتمثل في الانهيار الكبير للأسعار الجملة في الدول الصناعية فألمانيا انخفضت بها الأسعار من 137% سنة 1929 إلى 93%

سنة 1933، فرنسا من 137% سنة 1929 إلى 94% سنة 1933، اليابان من 166% سنة 1929 إلى 136 عام 1933، وانخفضت الأرباح التي نجم عنها ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الأجور، أما إنجلترا فانخفضت الأرباح فيها من 120 مليون جنيه إسترليني سنة 1929 إلى 75.8 مليون جنيه إسترليني سنة 1932، ألمانيا انخفضت الأرباح من 315 مليون مارك إلى 72 مليون مارك عام 1932، هذا مع الانخفاض في تصدير رأس المال من 1325 دولار عام 1928 إلى 1.6 مليون دولار عام 1933 بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا من 219 مليون جنيه إسترليني عام 1928 إلى 30 مليون جنيه إسترليني عام 1932، و بلغ عدد البطالين من المجموعة المصنعة من 25 إلى 30 مليون.

### - أزمة وول ستريت ( الاثنين 19 أكتوبر 1987):

شهد عقد الثمانينات اضطرابات كبيرة في أسواق رأس المال أدت إلى حدوث أزمات مالية كان لها وقعا شديدا على الاقتصاديات الدولية، ومن أشهر هذه الأزمات أزمة وول ستريت التي حدثت في 19 أكتوبر 1987، وللتعرف أكثر على هذه الأزمة سوف نتطرق إلى أسباب حدوثها و الآثار التي تترتبت عليها.

### أسباب الأزمة:

إن من أسباب هذه الأزمة الانخفاض الكبير والمستمر في أسعار الأوراق المالية، نتيجة اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وتوقع حدوث أزمة اقتصادية عامة بسبب تراجع مؤشرات الأداء الاقتصادي في معظم دول العالم ، إضافة إلى تدهور قيمة الدولار، الذي زاد من تقادم حدة الأزمة المالية، نظرا لأن جزءا هاما من الأوراق المالية المتعامل بها في هذه الأسواق تم إصدارها بالدولار الأمريكي، ولجوء حملة هذه الأوراق إلى بيعها مقابل عملات أخرى قوية كالمارك الألماني، والين الياباني الذي كان بدوره يزيد في عرض الأوراق المالية المحررة بالدولار، مما نتج عنه ارتفاع الطلب على العملات القوية السابقة الذكر مقابل الدولار، وبالتالي استمرار تدهور هذا الأخير، وفي ألمانيا لجأت الحكومة على فرض ضريبة بنسبة 10% على الادخارات والاستثمارات مما أدى إلى التأثير سلبا على أسعار الأوراق المالية حيث انخفضت بسبب انخفاض عوائدها الحقيقية نتيجة لفرض الضريبة، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد ارتفعت أسعار الأسهم مع بداية عام 1986 نظرا لزيادة أرباح الشركات ودخول اقتصاد في مرحلة النمو الاقتصادي بمعدلات متسارعة، مع الاعتقاد أن الاقتصاد الأمريكي يتطور بشكل أفضل مما هو متوقع.

إضافة إلى ما سبق فإن انخفاض أسعار البترول قد أثار قلق الأوساط المالية ( البنوك الدولية الكبيرة) التي قدمت قروض ضخمة لبعض الدول المنتجة للبترول كالمكسيك، كما تسببت أيضا في تدهور قيم أسهم الشركات البترولية الأمريكية نظرا لارتفاع تكاليف الاستخراج البترول في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة مع غيرها، وبشكل عام يمكن تلخيص أسباب هذه الأزمة فيما يلي:

- استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي الذي تجاوز 17 مليار دولار خلال شهر أكتوبر من عام 1987
- توقع لجوء السلطات الأمريكية إلى معالجة العجز في ميزانها التجاري عن طريق تخفيض العملة بهدف زيادة الصادرات والحد من الواردات، وهذا يعني تخفيض القيمة الحقيقية للموجودات بالدولار لدى المستثمرين الأجانب، مما دفع بهم إلى الإسراع في التخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار وبالتالي انهيار أسعارها.
- تحول الكثير من المستثمرين في حيازة الأسهم على سندات ( السندات الحكومية).
- تحول الكثير من المستثمرين في الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية أي إبدال أصولهم المالية الطويلة الأجل (الأقل سيولة) بأصول أخرى قصيرة الأجل (الأكثر سيولة) نظرا لارتفاع أسعار الفائدة.
- تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية، التي وصلت إلى مستويات خطيرة أضعفت إلى حد بعيد ثقة بالدولار والأصول المالية المحررة به.

### أثار الأزمة:

استنادا إلى المؤشرات الاقتصادية التي تم ذكرها من قبل، كان العديد من الاقتصاديين يتوقعون حدوث أزمة تتجاوز درجة خطورتها ما حدث خلال أزمة 1929، وفي يوم 17 أكتوبر 1987 بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها، حيث فقد مؤشر داوجونز 508 نقطة في سوق وول ستريت، مخلفا خسارة قدرت بـ 500 مليار دولار، وهذا بعدما عرف ارتفاعا كبيرا في العام السابق للأزمة على أثر قيام البنك الاحتياطي الفدرالي بتخفي سعر الخصم من 7% إلى 5% على 4 مراحل متتالية، وكانت بورصات القيم المنقولة تستعمل النظام الآلي للإصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، وبعد هذا الأسبوع المأساوي لرجال الأعمال قام الرئيس الأمريكي بتشكيل لجنة مراقبة هذا النظام محاولة منه لتقادي بعض الانحرافات و ذلك عن طريق توقيف هذا النظام في حالة ما إذا كان التغيير في المؤشرات داو جونز يفوق 50 نقطة.

ولقد تميزت هذه الأزمة بسرعة انتشارها نظرا لعدة عوامل أهمها:

- التطور الهائل في نشاط الأسواق المالية الذي بلغ ذروته عام 1987.
- توثيق الروابط والصلات بين هذه الأسواق.
- ضخامة الصفقات والعمليات في هذه الأسواق وتنوع الأصول المتداولة.
- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال الأكثر تطورا، مما زاد في سرعة أداء العمليات من جهة، وساعد على سرعة انتقال العدوى إلى الأسواق الأخرى من جهة أخرى.
- طبيعة وخصائص العلاقات النقدية والمالية الدولية، حيث أصبح تداول العملات الرئيسية من أهم قنوات انتقال الأزمات وهذا ما حدث للدولار.
- استخدام أحدث الأجهزة الإلكترونية في هذه الأسواق الذي سمح بإجراء عمليات عرض وطلب لأصل أو مجموعة من الأصول المالية في عدة أسواق في وقت واحد.

وعليه فإن الاضطرابات الخطيرة التي خلفتها الأزمة في المعاملات النقدية والمالية الدولية استوجبت تدخل السلطات النقدية في كل الدول التي شملتها الأزمة بهدف معالجتها وتجنب تكرارها، ومن أهم أشكال هذا التدخل نذكر ما يلي:

- إيقاف التعامل مؤقتا في بعض البورصات.
- تخفيض أسعار الفائدة لإيقاف تدهور أسعار الأوراق المالية.
- لجوء بعض الدول (خاصة ألمانيا الاتحادية، اليابان) لشراء عدة مليارات من الدولارات بعملاتها الوطنية للحد من انخفاض قيمة الدولار.
- قيام الحكومة بوضع قيود وضوابط جديدة لتنظيم عمليات البورصة والحد نوعا ما من اشتداد المضاربات.
- مطالبة الدول الأوروبية واليابان للولايات المتحدة باتخاذ إجراءات عاجلة وفعالة لمعالجة أوضاعها المالية خاصة انخفاض قيمة الدولار.
- قيام الولايات المتحدة الأمريكية بالضغط على ألمانيا الاتحادية لتخفيض أسعار الفائدة بهدف إيقاف تدهور الدولار مقابل المارك.
- لجوء بعض الحكومات إلى فتح تحقيقات حول بعض المضاربات المشبوهة في البورصات.
- تدخل الحكومات بشكل مباشر في عمليات البيع والشراء (كمعامل).

من خلال ما سبق نجد أن الأزمة 1987 لم تكن اقل حدة من أزمة 1929 وإنما تجاوزتها بكثير وأدت بالعديد من الحكومات إلى إعادة النظر في كثير من المسائل النقدية والمالية التي تربط الدول بينها لتخفيف حدة الأزمة ومن تكرارها.

### أزمة المكسيك (1994)

أخذت مشاكل النقد الأجنبي والمشاكل المالية التي واجهتها المكسيك في عام 1994 الكثير من المستثمرين على حين غفلة، وقد سبقت هذه الأزمة وجود سوق موفر النشاط من خلال تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال إلى الخارج على نطاق واسع وذلك باتجاه الأسواق الناشئة، مقللين بذلك المخاطر القائمة في هذه الأسواق، ولقد ساهمت هذه التدفقات الرأسمالية في توسع الطلب الكلي وفي زيادة الأسهم والعقارات، وفي نحو متسارع للأصول والخصوم المصرفية وعجز ضخ في الحساب الجاري الذي وصل إلى 7% عام 1994 بالمكسيك، و الذي كان نتيجة لتدفقات رأس المال إلى اقتصاديات الدول الناشئة الذي وصل إلى 104 مليار دولار، وكذا ارتباط العملة بأخرى حيث كان من الصعب حد ردع هجمات المضاربة عن هذا النوع من ترتيبات سعر الصرف، خاصة عندما يكون النظام المالي للبلد ضعيف، وقد كان لهيكله الديون عنصرا أساسيا في حل هذه الأزمة مما ساعد الاقتصاد المكسيكي اتخاذ مجموعة من الإصلاحات على المدى المتوسط والطويل الأجل وهي ملخصة فيما يلي:

- العمل من أجل تخفيض أكبر نسبة في عجز الميزانية.
- تنويع الصادرات وعدم اعتماد على البترول كسلعة واحدة في التصدير.
- انتهاء سياسة سعر الصرف.
- فتح المجال للقطاع الخاص للاستثمار في مختلف القطاعات.

### - أزمة آسيا 1997:

بدأت الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا قبل أن ينتهي النصف الأول من عام 1997 وكانت بداية هذه الأزمة في تايلاند ثم انتشرت بعد ذلك لتشمل العديد من الدول المجاورة كإندونيسيا، كوريا، كمبوديا.

### انفجار الأزمة:

أعطي نظام سعر الصرف الثابت في بلدان شرق آسيا إحساسا زائفا بالأمن، مما شجع هذه البلدان على إبرام ديون ضخمة مقومة بالدولار، بالإضافة إلى ضعف صادرات هذه البلدان في

منتصف السبعينات بسبب ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي، وخفض الصين قيمة عملتها في عام 1994 وقد انعكست تدفقات رؤوس الأموال الضخمة على الداخل وضعف الصادرات في زيادة العجز في الحساب الجاري إضافة إلى قسم كبير من هذه التدفقات الذي كان في صور اقتراض قصير الأجل، وهو ما جعلها معرضة للصدمات وبفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم.

اضطرت السلطات النقدية على رفع سعر الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة المحلية إلى العملة الأجنبية وقد ارتفعت أسعار الفائدة إلى حد 25% في تايلاند و35% في كوريا، وبسبب هذا الوضع قرر المستثمرون وضع قيمة الأوراق المالية في البنوك من أجل الاستفادة من سعر الفائدة المرتفع مما نتج عنه زيادة في العرض الذي قابله نقص في الطلب وهذا ما أدى إلى الانخفاض الشديد في أسعار الأسهم الذي وصل إلى 25% و50% من السعر السائد في السوق، وقد انفجرت الأزمة بعد الهجوم على الباهت التايلندي في جويلية 1997 الذي أدى بـ 6 تجار العملة في (Bankong) "بانكوك" بالمضاربة على خفض سعر هذه العملة بعرض كميات كبيرة منها للبيع، وقد تزامن هذا مع فشل الدولة على الحفاظ بقيمة عملتها، وبالتالي تراجع حاد في أسعار الأسهم بعد انسحاب الأجانب ومن الأسباب الرئيسية لقيام هذه الأزمة ما يلي:

- التحرر المالي الذي يجذب الرأس المال الأجنبي الذي يؤدي إلى رفع أسعار العملات.
- الانفجار في الإنفاق الذي قام بتمويله رأس المال الأجنبي الذي أدى إلى التضخم.
- سحب البنوك لأموال المستثمرين لغرض الإنفاق على أي مشروع تافه.

### انعكاسات الأزمة:

- انخفاض أسعار العملات والأصول في كل أسيا نتيجة لهروب رؤوس الأموال من الأسواق.
- تقادم ضعف الإدارة الاقتصادية نتيجة بطئ بناء توافق الرأي في عملية اتخاذ القرار، مما صعب من عملية التصدي لهذه الأزمة في كلا من كمبوديا و الجمهورية لا والديمقراطية.
- انخفاض رؤوس الأموال الأجنبية نحو الجمهورية الديمقراطية بـ 91% وفي كمبوديا بـ 45% .
- إضافة إلى هذا فإن عملتا البلدين فقدتا قيمتهما إضافة إلى ارتفاع التضخم.

- نقص في الأغذية في كمبوديا وتفشي الأمراض وعدم الحصول على مياه نظيفة.
- تناقص عدد العمال الصينيين الذين كان يهاجرون للعمل وذلك لضعف الكسب كما تعرض العمال في البلد و تايلاند المجاورة لضغط العودة إلى وطنهم.

### 2.2.2.2.1. الأسواق غير المنظمة

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها بالمعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصال قوية تتمثل في خيوط تلفونية أو أطراف الحاسوب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر، وتعتبر الأسواق غير المنظمة طرقا لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجرائها، وكان يطلق على الأسواق غير المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية حتى عام 1975 بأنها سوق تنافسية لأن عمولة السمسرة تتحدد في تلك السوق على عكس السوق المنظمة، التي يتم فيها التفاوض بين العميل والسمسار.

كما يمكن ذكر بأن هذه الأسواق يتم التعامل فيها بالأوراق غير المسجلة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات التي تكون على نطاق ضيق، ويكاد هذا السوق يقتصر على الأسهم المتعلقة بالشركات الصغيرة أو المحلية التي يمتلكها أفرادها، ولكن هذا لا يمنع من التعامل بالأوراق المسجلة في السوق المنظمة التي تكون في مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال، كما أن هذه السوق تتميز بأنها مركز دائم للبيع والشراء ويتعامل في الورقة أكثر من تاجر واحد، بل وقد يتراوح عدد التجار الذين يتعاملون في ورقة مالية محددة ما بين 15 و20 تاجر على عكس السوق المنظمة التي يتحدد فيها سعر الورقة بالتفاوض، كما يمكن ذكر بأن في الدول المتقدمة توجد شبكة قوية في أطراف الحاسب الآلي، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل فيها، ويمكن للسمسار أن يضغط على الزر الخاص، حسب طلبه ليعرف السعر الجاري للورقة المالية التي يرغب في معرفة قيمتها السوقية لدى التجار المتعاملين فيها وعلى أساسه يبدأ التفاوض على الصفقة مع التاجر الذي يقدم أفضل الأسعار، وفي هذا الصدد يمكن الذكر بأنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب والذي يمكن تحقيقه في السوق المنظمة

ألا وهي البورصة، وذلك بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين البائعين أو المشترين على النحو الذي سبق الإشارة إليه وكذا إصدار قرار من إدارة البورصة، بإيقاف التعامل في الورقة المعينة على أمل دخول مشترين إضافيين أو بائعين إضافيين حسب الأحوال عندما يتقرر إعادة التعامل فيها مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب، وفي الولايات المتحدة الأمريكية يتضمن السوق غير المنظم، الذي هو أحد مكونات السوق الثاني أسواقا أخرى فرعية ألا وهي السوق الثالث، والسوق الرابع إضافة إلى أسواق أخرى تتضمنها أو تخلفها مجموعات أخرى من صناعات السوق.

### - السوق الثالث:

هو قطاع في السوق غير المنظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة ويتم التعامل من خلال أعضاء في بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها.

و أعضاء بيوت السمسرة تشكل عنصرا منافسا للأعضاء داخل السوق المنظم خاصة وأن العملاء في السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق هو اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وأيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة، إلى حد الحصول على تخفيضات معنوية خاصة و أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة جدا [23] ص 104.

### -السوق الرابع:

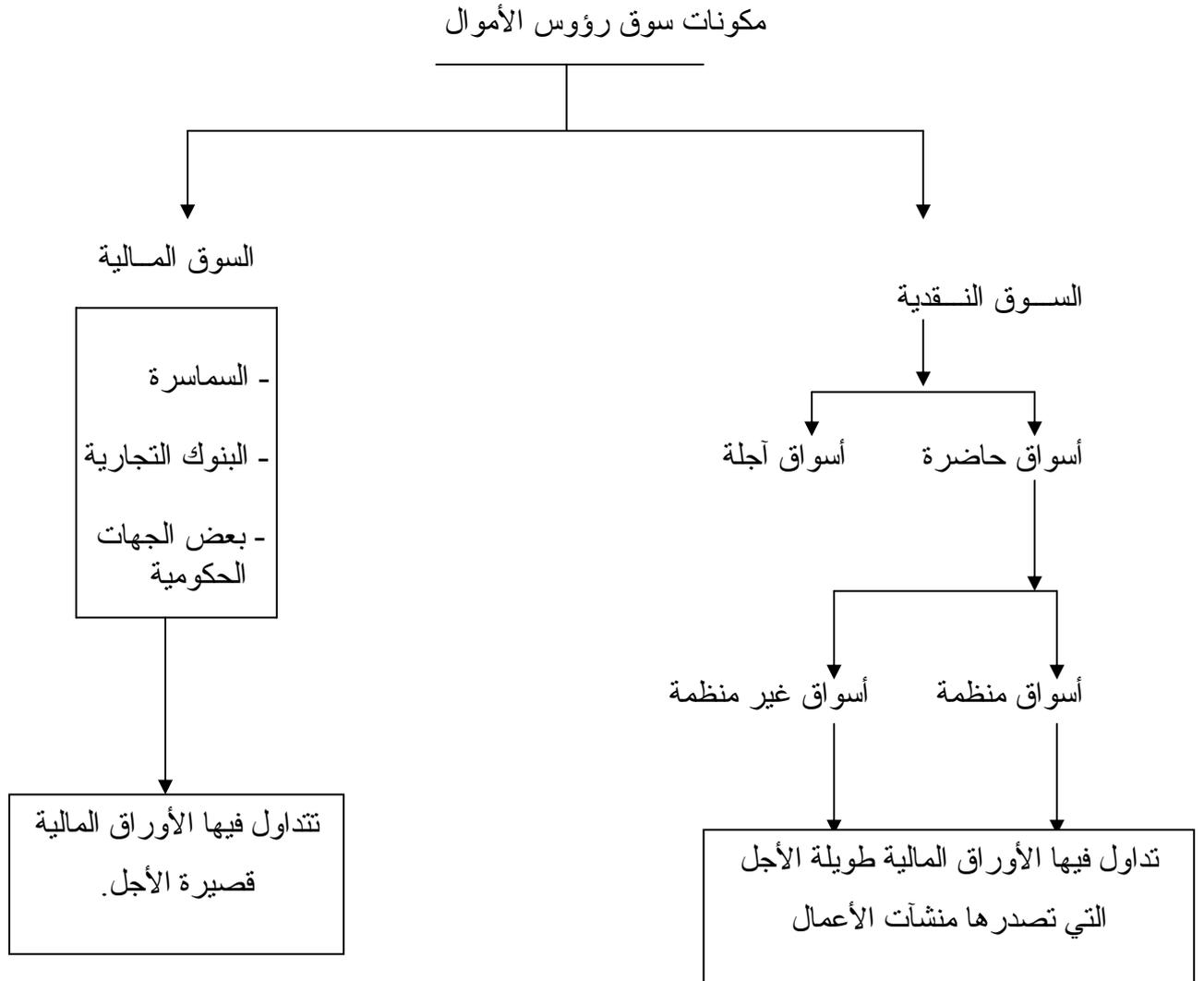
يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة لأعضاء بيوت السمسرة، ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية في الاتصالات سواء عن

طريق التلغون أو الحاسب الآلي، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العملات التي تدفع السماسرة، والجدير بالذكر أنه قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة [24] ص 3.

ومن العرض السابق يمكن تقديم الشكل (01) الذي يوضح جل مكونات السوق المالية، كما يمكن إعطاء أو طرح أهم التساؤلات التي من بينها:

ما هي مختلف الأدوات المستخدمة؟ وهل هذه الأدوات مثلها مثل أي سلعة في سوق أخرى؟

وسيتخلص المبحث الثالث للإجابة على هذين السؤالين وذلك من خلال دراسة أدوات أو آليات السوق المالية.



شكل رقم 01: مكونات سوق رؤوس الأموال [23] ص 242

### 3.1.3. آليات أو أدوات السوق المالية

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم و السندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في السوق المالية [25] ص19، و تتمثل الورقة المالية في أنها صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصل هذه المنشأة أو الحقين معا، فحملة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد من عمليات المنشأة المستمرة و كذلك حملة الأسهم، كما يمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية و هي الأسهم العادية و أوراق مالية تمثل مديونية و هي السندات و ما يماثلها، أما الأسهم الممتازة فتعتبر مزج من الأسهم العادية و السندات و ما يماثلها، و إن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية، كذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل و أوراق مالية طويلة و متوسطة الأجل .

و هناك تصنيف ثالث للأوراق المالية كذلك بديل، و الذي يتم على أساس سوق المال الذي تتداول فيه تلك الأوراق، و على هذا الأساس سوف نتناول في هذا المبحث مختلف الأوراق المالية و التي لكل نوع منها خصائص و مزايا، و كل منها ينقسم إلى أنواع، و هذا ما يجعلنا نعرضها بإيجاز .

#### 1.3.1. أدوات الملكية الدولية و مستجداتها

##### 1.1.3.1. تعريف الأسهم:

\_ و هي أدوات دين ( ائتمان ) طويل الأجل، تمثل حقوقا لمن يحملها على الدخل الصافي و أصول الشركات التي تصدرها [26] ص145، فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل الذي تحققه مؤسسات الأعمال، و رأسمال تلك المؤسسات التي تصدر الأسهم هم شركاء في صافي الدخل الذي تحققه مؤسسات الأعمال، و رأسمال تلك المؤسسات التي تصدر الأسهم، و لا يحصلون

بذلك على فوائد، و إنما يحصلون على أرباحا أو يتحملون خسارة تبعا لما يفسر عنه المركز المالي للمؤسسة التي أصدرت تلك الأسهم، و يمتلك أفراد القطاع العائلي في الولايات المتحدة على سبيل المثال نصف قيمة الأسهم المتداولة في السوق القانوني، و يمتلك باقي الأسهم المتداولة في السوق صناديق المعاشات أو الصناديق المشتركة، شركات تأمين.

### 2.1.3.1. أنواع الأسهم

#### 1.2.1.3.1. الأسهم العادية

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، و تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قيمة السهم، و عادة ما يكون منصوص عليه في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية [27] ص 57 التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكنها تتضمن الاحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، و أخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالية، و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

كما يدرك المتعاملين في السوق المالية أنه لا القيمة الاسمية و لا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي و الذي يتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية و التوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر في حالة إصدار السهم لأول مرة، و لا يوجد ما يضمن بيعه ب قيم اسمية، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل و ذلك من خلال تقديم خصم على القيمة الاسمية، كما لا يجوز لحامل السهم أي المستثمر الرجوع عن المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا ما أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في السوق المالية و في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن استرداد القيمة التي سبق دفعها لشراء السهم بل قد لا يسترد شيئا منها على الإطلاق، و يضاف إلى ذلك أن ليس له الحق في المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما تقرر الإدارة توزيعها.

- و من ناحية الأخرى يتمتع صاحب السهم العادي ببعض الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى و الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها.

- و من ناحية أخرى يتمتع صاحب السهم العادي ببعض الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى و الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها، كما يتمتع ذلك بمزايا أخرى هامة، وهي أن مسؤوليته محدودة بحصة في رأس المال، و ليس له الحق في التصويت في الجمعية العامة.

ونظراً لوجود فرع من الارتباط بين التوزيعات وحق التصويت من ناحية وبين وظيفة الأسواق المالية من جهة أخرى، فإن عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر ترتبط بقوته على التأثير في قرارات المنشأة من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات، مع العلم أن عدد كبير من حملة الأسهم العادية لا يمارسون هذا الحق بشكل فعال، ربما لضالة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التوزيع بشكل يقلل من المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة من جراء سوء الإدارة في إحدى المنشآت التي يمتلك جزءاً في أسهمها العادية وما يجري عليه العمل في شأن التصويت وهو توقيع حامل السهم على إذن المفوض فيه أحد أعضاء مجلس الإدارة بالتصويت بالنيابة عنه، مثل هذا الإجراء من شأنه أن يفقد المستثمر تأثيره المباشر على تسيير المؤسسة.

كما يؤدي إصدار الأسهم العادية بصفة كبيرة إلى ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين، هو أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعاً أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثمة لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

كما قد يترتب عن إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وهذا يعني فقط إضعافاً لمركز المساهمين القدامى، بل قد يعني كذلك إضعافاً سيطرة حملة الأسهم العادية عموماً على مجريات الأمور ويطلق بالتالي العنان لمجلس الإدارة في التصرف بحرية مما يزيد عن تكلفة الوكالة التي يتكبدها حملة الأسهم.

### 1.1.2.1.3.1. إيجابيات التمويل بالأسهم العادية

- يتميز السهم العادي بمجموعة من الإيجابيات والمزايا يمكن ذكرها كما يلي:
- لا تلزم الشركة بتوزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية، إلا إذا حققت هذه الشركة بشأن اتخاذ قرار توزيعها كلياً أو جزئياً.
- الأسهم العادية تعتبر حقا من حقوق الملكية، لذلك فهي تمثل ضماناً للدائنين.
- الأسهم العادية وسيلة تمويل طويلة الأجل والشركة المانحة للسهم العادي غير ملزمة برد قيمتها إلا إذا أراد حامل السهم العادي التخلص منه.

### 2.1.2.1.3.1. عيوب التمويل بالأسهم العادية

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من العيوب و هي كما يلي:

- عملية إصدار الأسهم العادية يتسبب في توزيع أو زيادة عدد المساهمين وبالتالي فقدان مجلس الإدارة لجزء من السيطرة لصالح المساهمين الجدد.
- الأسهم العادية تعطي لحاملها مردودية أكبر كونها ذات درجة مخاطرة كبيرة حيث تقوم الشركة من خلالها بدفع فوائد السندات أو لا ثم أرباح الأسهم الممتازة قبل توزيع الأرباح الخاصة بالأسهم العادية، ففي حالة إفلاس المؤسسة فالمساهمين العاديين هم كذلك آخر من يدفع لهم الحصة.
- لا يخفف توزيع الأرباح في العبء الضريبي للشركة مع تكاليف جد عالية عند إصدار الأسهم.
- يمكن للجمعية العامة اتخاذ قرار بعدم منح أولوية الاكتتاب للمساهمين القدامى وهذا الأمر سوف ينتج عنه تصرف مجلس الإدارة بحرية في شؤون الشركة.

### 3.1.2.1.3.1. اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها في الصفحات السابقة ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا جديدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة.

#### - الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، ولكن بعض الشركات في أمريكا أصدرت في الثمانينات أنواعا أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل منها بالأرباح التي يحققها كل قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

#### - الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، كما ينص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق

العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم مع دفع ضريبة نسبتها 50% من الفوائد المحصل عليها.

### - الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على المنشأة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار وفي هذه الحالة يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يمكنه أن يجتاز مخاطر التعرض لخسائر تحدث إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، وبذلك لا تتجاوز الخسائر الفرق بين سعر الشراء وبين السعر الأدنى للقيمة السوقية التي تتضمنه المنشأة، وإذا تجاوز الانخفاض الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة، وبذلك لا توجد خسائر قصوى ولا أرباح قصوى كذلك، كما يتم التعويض في الأسهم العادية المضمونة عن طريق دفع التعويض في صورة نقدية وكذلك بإصدار أسهم ممتازة، الذي من شأن هذا الأخير أن يجنب المنشأة التعرض لمخاطر التصفية وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم كما أن انخفاض المخاطر يعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع مما يعني ارتفاع حصة البيع بالإصدار.

### 2.2.1.3.1. الأسهم الممتازة

تحمل الأسهم الممتازة بعض صفات الأسهم العادية وبعض صفات السندات حيث أن للسهم الممتاز نصيب محدد من الأرباح تحدد حدودها الدنيا وحدودها القصوى، وبذلك فهو يشبه السندات ويمثل بذلك حصة من الملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة، فهو بذلك يشبه السهم العادي إلا أنهما يختلفان فيما يلي:

- يعطي السهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.
- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصة من الأرباح إذا تحققت قبل السهم العادي.
- تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة للمستثمر و كذلك تتغير أسعار الأسهم العادية في صورة مستمرة تقريبا إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي بأسعار الأسهم

المتمازة مع العلم أنه لا يمكن أن تكون حقوق الملكية مكونة من أسهم ممتازة بل يجب أن تكون مكونة من أسهم عادية.

- تعتبر الأسهم الممتازة أقل شيوعاً من الأسهم العادية كما لا تشارك الأسهم الممتازة في الإدارة على عكس الأسهم العادية و كذلك نصيب هذه الأخيرة أقل.

### 1.2.2.1.3.1. مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

إذا كانت الأسهم مصدر تمويل بالنسبة للشركة، فإن الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل تحقق عدة مزايا أهمها:

- الشركة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تحقق فيها أرباح.
- توزيعات الأرباح تكون محدودة بمقدار معين.
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشكلات مستعصية.
- إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية في المستقبل.
- إن قرار إصدار المزيد من الأسهم الممتازة، قد يضمن إعطاء الشركة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها وذلك مقابل أن يحصل حامل السهم الممتاز على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة، إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك عن طريق التخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها، وإحلالها بسندات ذات كوبون منخفض، أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض [28] ص 150.

### 1.2.2.1.3.1. عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

إذا كان للأسهم الممتازة مزايا فهي لا تخلو من العيوب التي أهمها:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً حيث أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، وهذا يرجع إلى أن توزيعات أرباح الأسهم الممتازة لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، وبالتالي لا تحقق الشركة من ورائها وفورات ضريبية.
- إن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون للمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ولهذا فإنهم يطالبون بمعدل عائد أعلى، لأنه ليس ثمة ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة

على عائد دوري، كما أنه في حالة إفلاس الشركة وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية.

- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح سنة لاحقة.

- حق حملة الأسهم الممتازة في التصويت على بعض القرارات، ومن بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء توزيعات الأرباح، كما يمكن أن يكون لهن الحق في التصويت أيضا عند مواجهة الشركة لبعض المشكلات، مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة.

ويمكن توضيح مختلف عيوب ومزايا الأسهم العادية من خلال الجدول رقم 01.

## جدول رقم 01: مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة [29] ص 59

المزايا	العيوب
<p>- المؤسسة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات لكل سنة حققت فيها أرباحا، و أن الأرباح الموزعة محدد بمقدار معين.</p> <p>- لا يحق لحملة هذا النوع من الأسهم التصويت و بالتالي لا تمنحهم حق اتخاذ القرارات و منه لا تكون عرضة للعروض العامة للشراء.</p> <p>- إن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة سيساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة و هو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية للمؤسسة.</p> <p>- بالنسبة لحامل هذا النوع من الأسهم تقدم له الأولوية في الحصول على أرباح عند توزيعها و هذا من شأنه منح نوع من الضمان لأصحابها.</p>	<p>- ارتفاع تكلفتها نسبيا فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الإقراض و يرجع هذا إلى توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد التي لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة و من ثم لا تحقق المؤسسة من ورائها وفورات ضريبية.</p> <p>- يتعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، و من ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد، فعلى عكس المقرضين ليس ثمة ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري كما أنه و في حالة الإفلاس و توزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد حملة السندات.</p>

3.2.2.1.3.1. الاتجاهات الجديدة في الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة و الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت، و الأصل في الأسهم الممتازة أن لها توزيعات ثابتة و تتحدد نسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، و هذا النوع من الأسهم ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1982 ، و لأول مرة على نوع جديد من الأسهم الممتازة، ترتبط فيه التوزيعات بمعدل الفائدة على نوع من السندات الحكومية و التي هي سندات الخزانة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور و يتم ذلك بناء على تغيرات تطرأ على

عائد السندات، أما الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت فهي نوع من الأسهم يعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عند انخفاض السهم العادي وقد تم الإشارة إليه في الأسهم المضمونة.

### 3.1.3.1. كيفية تحديد أسعار الأسهم في السوق المالية

تحدد أسعار الأسهم في السوق المالية بواسطة صناع السوق، و يقصد بصناع السوق أولئك الذين يتعاملون في الأسهم والسندات بيعا و شراء و يحتفظون لديهم بمخزون يمكنهم من تلبية طلبات العملاء، و في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر المتخصصون هم صناع السوق، و يبدأ صناع السوق استعدادهم الدائم لبيع الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما يبدأ استعدادهم بنفس الحماس لشراء الأسهم التي يرغب المستثمرون في بيعها.

و باختصار يمارس صناع السوق دور الوسيط بين الذين يرغبون في الشراء و ألك الذين يرغبون في البيع، و لكن نظرا إلى أن كل من طالبي و عارضي الأسهم عادة ما يتخذون قراراتهم في توقيت الغلق، فإنه لا بد أن يكون هناك مخزونا كافيا من الأسهم متاحا لدى صناع السوق لتلبية طلبات العملاء، و بذلك فإن الاحتفاظ بالمخزون له تكلفة تشمل على تكلفة التخزين و عائد الفرصة البديلة و عائد إضافي للتعويض عن مخاطر تغير الأسعار إضافة إلى عائد للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة لاحتفاظهم بمخزون منه، و يطلق على الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع بالهامش أو بالمدى، و هو الذي يحدد سعر السهم، و لا يمكن لصناع السوق تقديره بحرية، لأن إدارة البورصة تراقب تصرفات المتخصصين في شأن تحديد المدى، و حتى و إن غابت هذه الوقاية فلا يستطيع المتخصص أو التاجر المبالغ في قيمة السهم و في ظل المنافسة الشديدة بين صناع السوق تنشأ علاقة تعويضية بين العائد و المخاطرة، و بإمكان صناع السوق في هذه الحالة أن يضيف الهامش و يحصل بالتالي على قدر كبير من الصفقات، غير أنه يصبح عرضة للخسائر ذلك إذا ما ترتب على مخاطر نقص المعلومات شراء كميات كبيرة من الأسهم بسعر ما ثم انخفضت الأسعار نتيجة لورود معلومات غير مشجعة عن مستقبل المنشأة المصدرة للورقة [30] ص 516-517.

أما إذا عمد صناع السوق إلى توسيع المدى، فسوف يحصل على صفقات أقل و بذلك يقلل من احتمال تعرضه للخسائر، و بذلك يكون المدى كافيا للتعويض عن مخاطر نقص المعلومات و بذلك يقلل من احتمال تعرضه للخسائر، و بذلك يتوقع أن يتوصل كل من صانع السوق إلى

تحديد مدى أو هامش معين لكل سهم يتعامل فيه مما يضمن قدرته على المنافسة في جذب قدر ملائم من الصفقات، و يتيح فرصة جديدة لتحقيق الربح في ظل حجم معقول من المخاطر.

و يشير مان و سيجاز (Mann et Sejces) إلى أن تأمل محددات المدى يتمثل أساسا في مخاطر تقلبات سعر السهم، بمعنى أن السهم الذي يتعرض سعره لتقلبات كبيرة يكون المدى الخاص به كبيرا و العكس، و في هذا الصدد توجد ثلاثة متغيرات تؤثر على درجة تقلب سعر السهم، و هي كل من القيمة السوقية للسهم و عدد الأسهم المطروحة للتداول العام، و كذا مدى حساسية سعر السهم للتقلب نتيجة للتغير في الظروف التي تتعرض لها السوق، و بصفة عامة تزداد درجة تقلب سعر السهم و يزداد معها المدى المطلوب كلما ارتفعت قيمته السوقية، و كلما انخفض عدد الأسهم المتاحة للتداول العام، صاحبه التغير في الظروف التي يتعرض لها السوق تقلبا في سعر السهم بمعدل يفوق متوسط التقلب في أسعار السوق بصفة عامة.

### 2.3.1. أدوات المديونية و مستجدياتها

#### 1.2.3.1. تعريف السندات

أحيانا يواجه المؤسسات نقصا في السيولة و لمواجهة هذا النقص الناتج عن التوسع في بعض استثماراتها، تلجأ المؤسسات إلى التمويل الخارجي عن طريق إصدار سندات دين للجمهور، و يتم طرح هذه السندات في السوق المالي من خلال المصارف أحيانا و المؤسسات المالية المختلفة الأخرى، و تسمى السندات بالقيم ذات المردود الثابت، لأنها تتضمن بندا يحدد قيمة العائد عليها بنسبة ثابتة من الفوائد، كما أن الخصائص الأساسية لكل سند تتحدد في عقد الإصدار، و كذلك سعر الإصدار و بنسبة فائدة الأقساط التي سدد في كل عام، و سعر التسديد و أشكاله و كذا تاريخ استحقاق السند.

#### 2.2.3.1 أنواع السندات

هناك العديد من أنواع السندات الشائع إصدارها في السوق المالية، و سوف نتطرق إلى بعضها كما يلي:

#### 1.2.2.3.1 من حيث تاريخ الاستحقاق

##### 1.1.2.2.3.1 سندات محددة المدة:

في ظل هذا النوع، يتم سداد القيمة الاسمية لكافة سندات الإصدار الواحد في تاريخ محدد [31] ص 55.

### 2.1.2.2.3.1. السندات التي تسدد على أقساط

هي تلك السندات التي يتم إصدارها مرة واحدة، و تستحق في تواريخ محددة و مختلفة، و يسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد التزاماتها من قبل حاملي السندات على دفعات.

### 2.2.2.3.1. من حيث ضمان قرض السندات

#### 1.2.2.2.3.1. سندات مضمونة:

عادة ما يتم إصدار هذا النوع من السندات لضمان رهن بعض أصول الشركة و تسمى في هذه الحالة بسندات رهن الأصول، و في بعض الأحيان يتم إصدار هذه السندات بضمان طرف ثالث و تسمى في هذه الحالة (Montage Bonds)، و مثال على ذلك قيام شركة قابضة بضمان الوفاء عن التزامات تعجز عن شركاتها التابعة نفسها.

#### 2.2.2.2.3.1. سندات غير مضمونة

يصدر هذا النوع في حالة الضمان العام للدائنين، و في حالة الإفلاس أو التصفية يتم سداد مستحقات هؤلاء بعد سداد مستحقات السندات المضمونة، أي أن ترتيب أولويات السداد لهذا النوع يأتي بعد سداد مستحقات حملة السندات المضمونة [32] ص 157.

### 3.2.2.3.1. من حيث تسجيل حامل السند

#### 1.3.2.2.3.1. سندات مسجلة ( اسمية )

هي سندات يكتب فيها اسم المالك، و يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجه السند حالة السند المسجل، و يتسلم المالك الفوائد المستحقة في تواريخها تلقائياً، كذلك تحتفظ الشركة بسجل خاص لحاملي السندات، و يتم فيه تسجيل أي تغييرات تطرأ على الملكية نتيجة لتداول السندات [33] ص 158-159.

#### 2.3.2.2.3.1. سندات لحاملها

لا يسجل هذا النوع من السندات اسم المالك عند الإصدار، و بالتالي فإن كل من يحمل هذا السند يعتبر مالكا له، و تدفع القيمة الاسمية و الفوائد المستحقة للشخص الذي يحمل شهادة السند، و يثبت ملكية لها و يندرج تحت هذا النوع من السندات ما يسمى بالسندات ذات الكوبون، و التي تسمح لحاملها بأن يفضل الكوبون المستحق الملحق بشهادة السند و إرساله إلى الجهة المصدرة للسند، أو البنوك التي يتم من خلالها سداد الكوبونات في تاريخ الحصول على قيمة الفوائد المستحقة نقدا.

#### 4.2.2.3.1. من حيث تكوين صندوق لسداد السندات

تتشرط بعض عقود الاقتراض على الشركة المصدرة أن تنشئ صندوقا خاصا لسداد الأموال اللازمة للقرض في تاريخ الاستحقاق و هو ما يسمى أحيانا بصندوق السندات.

يتم إدارة هذا الصندوق من خلال جمع مبالغ نقدية و بصفة دورية، و قيام الشركة باستثمار الأموال المتجمعة في مجال استثماري منفصل عن الاستثمارات التي تقوم بها بحيث تتجمع في هذا الاستثمار المبالغ النقدية بصفة دورية، و كذا عوائدها الدورية الناتجة عن هذه الأموال مما يمكن الشركة من مواجهة السيولة المطلوبة عند حلول استحقاق قرض السندات.

#### 3.2.3.1. خصائص السندات [34] ص 244-245

تتميز السندات بعدة خصائص، لها علاقة بتقييم السندات و التي يمكن ذكرها كما يلي :

#### 1.3.2.3.1. معدل الكوبون و طول الفترة حتى تاريخ الاستحقاق

تعتبر هاتان الخاصيتان من أهم الخصائص التي تتميز بها السندات لأنهما يحددان حجم التدفقات النقدية التي وعد بها حائز السند، و كذلك التوقعات الزمنية المرتبطة بهذه التدفقات، و معرفة سعر السند السوقي الحالي، فهما يستخدمان في الوصول إلى عائد حتى تاريخ الاستحقاق للسند و الذي يتم مقارنته بعد ذلك بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق ، الذي يعتبره المستثمر مناسباً، و بصفة أكثر تحديداً، فإذا اعتبرت سوق سندات الخزنة كفئة، فإن العائد حتى تاريخ الاستحقاق لسند الخزينة المشابه للسند الخاضع للدراسة يمكن أن يعتبر نقطة البداية في تحليل هذا السند .

### 2.3.2.3.1. شروط الاستدعاء

هناك الكثير من السندات التي تقدم عوائد حتى تاريخ الاستحقاق مرتفعة للغاية مما يجعلها ذات جاذبية، و لكن الدراسة المتأنية لهذه السندات تظهر وجود شرط الاستدعاء والذي يعطي للمصدر الاستدعاء و سداد جزء من السندات قبل ميعاد استحقاقها، و عادة ما يكون سعر الاستدعاء أعلى بقليل من القيمة الاسمية للسند.

و عادة ما يستفيد المصدر ماليا من استدعاء السندات إذا انخفض العائد ( سعر الفائدة ) بدرجة كبيرة بعد البيع الأول للسندات، حيث أن المصدر يمكنه أن يصدر سندات جديدة بتكلفة أقل بكثير.

### 3.3.2.3.1. الموقف الضريبي

يلاحظ في الولايات المتحدة الأمريكية أن العائد حتى تاريخ الاستحقاق للسندات المعفاة من الضريبة أقل بحوال 20% إلى 30% من العائد حتى تاريخ الاستحقاق للسندات المماثلة و الخاضعة للضريبة، و واقع الأمر أن الضرائب تؤثر في أسعار السند و كذلك عوائده بطرق أخرى فعلى سبيل المثال، فإن السند و الكوبون المنخفض و الذي يباع بخصم يوفر فيه العائد من جانبين الأول مدفوعات الكوبون و الثاني الأرباح الرأسمالية في الولايات المتحدة العائدان للضريبة على الأرباح الرأسمالية و تؤجل حتى بيع السند أو حتى تاريخ استحقاقه، و بالتالي فإن هذه النوعية من السندات تحقق ميزة ضريبية بسبب التأجيل و نتيجة لذلك فإنه يتوقع أن يكون العائد قبل الضريبة لهذه السندات أقل من السندات ذات الكوبون المرتفع ( مع ثبات العوامل الأخرى على حالها ).

نستنتج بأن السندات ذات الكوبون المنخفض تكون لها قيمة محورية أعلى من السندات ذات الكوبون المرتفع.

### 4.3.2.3.1. قابلية البيع

يقصد بقابلية البيع ( السيولة ) أي قدرة المستثمر على بيع الأصل بسرعة و بدون أن يقدم تنازلات سعريه كبيرة، فالسندات النشطة هي عملية التبادل التي يكون فيها الهامش أصغر من هامش السندات غير النشطة التي يرجع سببها إلى تعرض التاجر إلى درجة أكبر من الخطورة، و بسبب زيادة الخطورة فإن المخزون الذي يحتفظ به التاجر و أسعار الفائدة تتحرك بصورة

تؤدي إلى خسائر صاحب هذا السند، و لذلك فإن السندات التي تكون على درجة عالية من التداول يكون العائد منخفضا، كما أن قيمتها المحورية تكون أعلى من قيمة السندات غير النشطة بافتراض ثبات العوامل الأخرى.

إضافة إلى ما سبق ذكره يمكن إظهار خصائص السند بطريقة مفصلة و ذلك عن طريق المقارنة بين الأسهم والسندات من خلال الجدول رقم 02.

## جدول رقم 02: المقارنة بين الأسهم و السندات [35] ص 65

السندات	الأسهم
<ul style="list-style-type: none"> <li>- دين على الشركة.</li> <li>- يعتبر حاملو السندات دائنون.</li> <li>- حامل السند يحصل على الفائدة بغض النظر إلى حجم الأرباح و توزيعها.</li> <li>- الفوائد على السند تعتبر من النفقات و لا تخضع للضريبة.</li> <li>- حملة السندات ليس لهم الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية أو الحصول على تقارير أو مستندات تخص نشاط الشركة.</li> <li>- حملة السندات ليس لهم الحق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين و هما تغيير الشكل القانوني للشركة أو إدماج شركة أخرى و يمكن للمساهمين إنهاء المديونية.</li> <li>- تنقطع العلاقة فور سداد قيمة السند بين الشركة و صاحب هذا الأخير.</li> <li>- القيمة السوقية تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الاسمي ( على السند ).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- جزء من رأسمال الشركة .</li> <li>- المساهمون فيه هم شركاء أو ملاك الشركة.</li> <li>- حامل السهم يحصل على عائد و لا يعتمد على الربح و إنما باتخاذ القرار بتوزيعها.</li> <li>- عائد السهم يعتبر توزيعا للأرباح تخضع للضريبة.</li> <li>- للمساهمين حق الإطلاع و الحصول على المعلومات بخصوص سير العمل بالشركة كحضور الاجتماعات الخاصة بالجمعية العامة و كذا حصولهم على مستندات و تقارير تخص نشاط الشركة.</li> <li>- للمساهمين حق المشاركة في إدارة شؤون الشركة و ذلك من خلال الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المنتهية و تعيين أعضاء مجلس الإدارة.</li> <li>- تبقى علاقة حامل السهم بالشركة قائمة ما لم يتم تصفيتها.</li> <li>- القيمة السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم و سعر الفائدة الجاري.</li> </ul>

4.2.3.1. إصدار السندات

تعتبر السندات أوراقا مالية يتم إصدارها من طرف المؤسسات العمومية أو المؤسسات الخاصة أو مؤسسة القرض، وبذلك فهي عبارة عن قرض طويلة الأجل، ويمكن أن تكون بمعدل ثابت أو متغير تتراوح مدتها من 7 سنوات إلى 15 سنة.

وبالنسبة للمكتتبين فالأمر يتعلق بشراء أو الحصول على أوراق مالية تم إصدارها من قبل، ويتم إعطاء حق الحصول بانتظام بواسطة مكافأة وبمعدل ثابت ومحدد بالمعدل الساري في وقت الإقراض [36] ص 242.

ويعتبر السند أقل خطورة من السهم في مقاييس من بينها الحصول على الدخل الاسمي المضمون ومهما كانت الفوائد المصدرة، وفي بعض الحالات يصدر عن التوظيف للسندات مخاطر بالنسبة للمكتتبين أو المصدرين.

كما أن هناك خطر مرتبط بتطور المستوى العام للأسعار فمثلا إذا عرف اقتصاد ما تضخم سريعا، تتخفف القيمة الحقيقية للكوبونات السنوية ورأس المال المسدد، فظهور التضخم في بلد ما يخفف أسعار السندات ويصبح بذلك الحائزين على الأوراق المالية بائعين لها في البورصة، ويوجد كذلك خطر تغير معدل الفائدة، فإذا ارتفع سعر الفائدة، أسعار السندات القديمة تنخفض.

#### 1.4.2.3.1. كيفية إصدار السندات الدولية

تقوم عادة تجمعات مصرفية دولية بعمليات إصدار هذه السندات وهو ما يعرف بالسوق الأولية ويستلم المقترض على الفور قيمة القرض المطلوب مقابل دفع نسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار إلى التجمع المصرفي الذي يتولى ضمان ترويج سندات الإصدار. تختلف هذه النسبة تبعا لطبيعة المقترض وهي في العادة من 2% إلى 2.5% بالنسبة للمقترضين ذوي المركز الجيد وتكون المصارف داخل التجمع المصرفي تحت قيادة واحدة أو أكثر في أعضاء التجمع، وتتشكل بعد ذلك مجموعة البيع، التي تتألف من عدد أكبر من البنوك والوسطاء على المستوى الدولي، ويوزع الإصدار بينهم مقابل عمولة يتم دفعها وهي في العادة من 1% إلى 1.5% ، وفي النهاية مجموعة البيع تتولى تنسيق الإصدار من المشتريين النهائيين إلى الأفراد والمؤسسات.

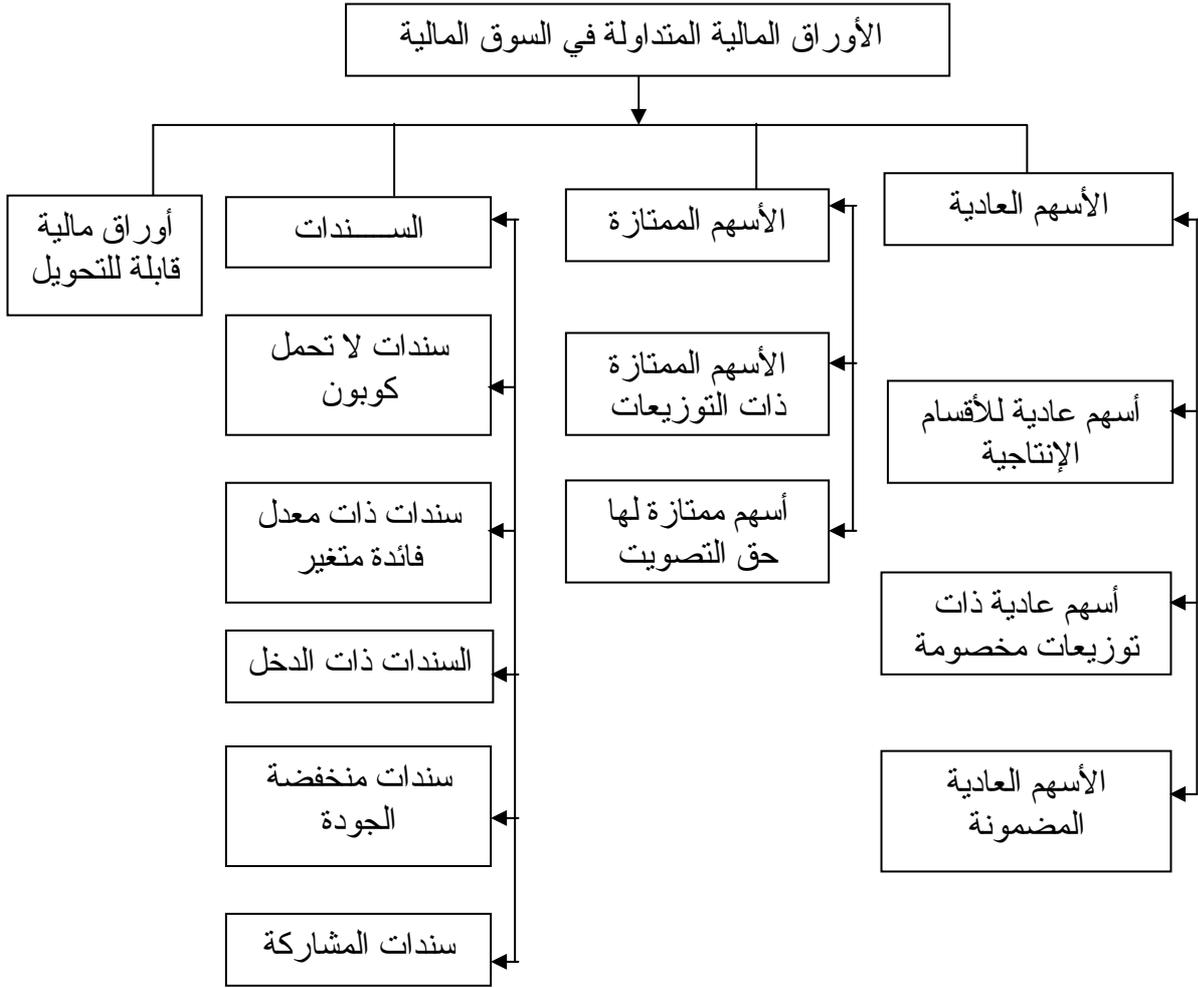
#### 1.4.2.3.1. شروط القبول في سوق السندات

يقصد بشروط القبول في سوق السندات، المقدرة على تحويل خدمة الدين أي تحويل نفقة الفائدة بالنسبة للمكتتبين، ويتم التسديد عند تاريخ الاستحقاق وهذه الشروط مطبقة بالنسبة

للقروض الحكومية، ومؤسساتها، مؤسسات القرض، المؤسسات الخاصة، وتعتبر سوق السندات أكثر نشاطاً من الأسواق الأخرى للأسباب التالية:

- خلق نظام جديد لتسيير الديون العمومية.
- نمو أو زيادة احتياجات المؤسسة العمومية.
- تشجيع السلطات النقدية لقروض مؤسسات الإقراض عن طريق رفع مواردها الطويلة الأجل.
- سوق السندات لا يتضمن منتج متجانس، يتميز بفترة وحيدة ويسدد على أقساط ثابتة و هذه السوق الأولية للسندات تكون مراقبة بدقة من طرف السلطات العمومية، و يكون دور البنوك ذو أهمية في هذه السوق، كما أن تحديد عدد الإصدارات و المبالغ و تاريخ و معدل السندات يكون باتفاق البنوك مع الخزينة لأن البنوك هي الطالبة بالمحافظة على سير مجموعة السندات التي تم المشاركة بها.

كما ظهر في منتصف التسعينات اتجاه جديد تقوده شركات التأمين في ظل تشريع لإصدار السندات يطلق على هذه السندات بالسندات القوة القاهرة، و يعطي ذلك التشريع شركة التأمين الحق في إصدار السندات بسعر فائدة ثابت و محدد شأنه في ذلك شأن السندات التقليدية، إلا أنه في الحالات التي تتعرض فيها الشركة لأزمة حادة، يكون لحامل السند الخيار بين سقوط حقه في استرداد جزء من قيمة القرض أو قبول تحويل السند إلى سهم عادي، و الشكل رقم (2) يبين مختلف الأدوات المالية التي تم التطرق إليها سابقاً.



شكل رقم 02: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية [26] ص 275

في الأخير يمكن اعتبار سوق رؤوس الأموال في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، و دعامة قوية من دعائمه، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة.

إن هيكل سوق رؤوس الأموال هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد و المؤسسات في المجتمع، وفقا لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين وتشمل:

- سوق نقدية تهتم مؤسساتها بالاستثمار و الائتمان قصير الأجل.
- سوق مالية تهتم بالمعاملات ذات الأجل المتوسط و الطويل الأجل.

تتمثل المنتوجات المالية في الأسهم و السندات التي تقوم الشركات و منشآت الأعمال و الحكومة و مؤسساتها بإصدارها، و تعتبر صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معا.

## الفصل 2

### الاطار النظري لدراسة الخصوصية

ظهرت الخصوصية كسياسة اقتصادية في أوائل الثمانينات من القرن الماضي في بريطانيا، والتي قامت بتطبيقها في القطاعات الاقتصادية المختلفة كالاتصالات، والكهرباء و الغاز و المياه و النقل و غيرها، و نتيجة لنجاح هذه السياسة الاقتصادية في تحقيق أهداف النمو في تلك القطاعات و في تحسن نوعية الخدمات، و ارتفاع معدلات الربحية و زيادة العمالة، و مع تغير البيئة السياسية و الاقتصادية و العالمية في أوائل التسعينات اقتنعت العديد من الدول ذات القطاعات العامة الضخمة، و الدول ذات الاقتصاد المختلط بإتباع هذه السياسة أملا في تحقيق هذه النتائج و مما ساعد على انتشار هذه السياسة ظهور مشكلة الديون الأجنبية و التشوهات الاقتصادية في الدول المختلفة اقتصاديا، مما جعلها في حاجة ماسة إلى مساعدات المؤسسات الاقتصادية الدولية التي لعبت دورا هاما في تقديم سياسة الخصوصية لتلك الدول كأحدى أهم سياسات الإصلاح الاقتصادي الأكثر ملائمة.

إن معظم الدول التي لجأت إلى تطبيق برامج الخصوصية، عملت على اختيار تقنية من التقنيات، و يمكن إرجاع هذا التعدد إلى اختلاف و تنوع أوضاع المؤسسات من حيث الحجم، و الإطار القانوني الذي يحكمها، عدد العاملين بها، و مقدار ما تحققه من أرباح أو خسائر، و حجم الديون ومدى مساهمتها في الإيرادات و المصروفات العامة للدولة، و غيرها من المعطيات الاقتصادية و المحاسبية التي ينبغي أخذها في الحسبان عند إتباع أي طريقة من طرق الخصوصية.

لذلك فمن الضروري تناول في هذا الفصل المفاهيم الأساسية للخصوصية، ماهيتها، أساليبها، أهدافها، تقنياتها، طرق تنظيمها، و شروط نجاحها، وأخيرا يمكن التطرق إلى مختلف

الآراء التي طرحت بشأن هذه السياسة و ما جدواها بين معارضين و مؤيدين، و مختلف الصعوبات التي تعترضها.

## 1.2.1. الخصصة كأداة اقتصادية

تعتبر الخصصة إحدى مظاهر العولمة و اقتصاد السوق الأكثر انتشارا في العالم، بدأ العمل بها أو تطبيقها في الدول المتقدمة، ثم تبعتها العديد من دول العالم الثالث، و الأمر الذي أدى إلى انتشار و توسيع هذه الظاهرة هو فشل الاقتصاد المخطط بعد انهيار دول الكتلة الشرقية و عدم تمكن الدولة من متابعة تسييرها للاقتصاد، إذ أن بعض الدراسات أثبتت انخفاض مردودية و كفاءة القطاع العام مقارنة بالقطاع الخاص.

هذا بالإضافة إلى مجمل الضغوطات التي كانت تستعملها المنظمات العالمية على دول العالم الثالث من أجل تطبيق برنامج إصلاحي شامل يتضمن إعادة الهيكلة و خصصة القطاع العام.

## 1.2.2. تعريف الخصصة

بادئ ذي بدء، نشير إلى أن مصطلح الخصصة هو ترجمة للكلمة الإنجليزية و الفرنسية و التي تعني تحويل الملكية العامة التي تمتلكها و تديرها الدولة، إلى الملكية الخاصة التي يديرها القطاع الخاص، و هو اصطلاح يشير أيضا إلى الاتجاه العالمي نحو تقليص دور الدولة في المجال الاقتصادي، و إفساح الطريق نحو زيادة دور القطاع الخاص و مساهمته في النشاط الاقتصادي .

و لقد اختلف في إعطاء مصطلح محدود للخصصة، فنجد البعض يسميه بالخصخصة و يطلق عليه البعض بمصطلح التخصيص ... الخ.

غير أنني سوف أستخدم مصطلح الخصصة باعتباره أكثر المصطلحات انطباقا من وجهة نظري و أكثره تنوقا، و إدراجا في العمل.

و نظرا لعدم وجود نموذج واحد للربط بين الخصصة و المتغيرات الاقتصادية الأخرى و كذا تنوع و اختلاف أساليب و مناهج عملية الخصصة المستعملة بالإضافة إلى التباين في الظروف الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية، التي يتمتع بها كل بلد، و في هذا الإطار سوف نقوم بعرض مختلف التعاريف الخاصة بالخصصة.

- تعني الخصوصية في التعبير الاقتصادي نقل الملكية العامة أو إسناد إدارتها إلى القطاع الخاص، و تأخذ الخصوصية أسلوبين الأول هو بيع أصول مملوكة للدولة للقطاع الخاص و الثاني يتوقف عن تقديم الدولة خدمات كانت تقوم بها في السابق مباشرة، و تعتمد على القطاع الخاص في تقديم هذه الخدمات [37] ص 102.

- تعني الخصوصية طبقا للتعريف الخاص بالتشريع الجزائري القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد إما في تحويل ملكية كل الأصول المادية والمعنوية، في مؤسسة عمومية أو جزء منها أو كل رأسمالها أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص عن طريق صيغ تعاقدية [38] ص 27.

- الخصوصية تعني توسيع الملكية الخاصة و منح القطاع الخاص دورا بارزا داخل الاقتصاد أصبح هذا المفهوم متبعا من طرف العديد من الدول، يتم عن طريق قيام الدولة بتصفية القطاع العام(كليا أو جزئيا) أو عن طريق عقود الإيجار ومنح الامتيازات، ويشير توسيع الملكية الخاصة إلى انخفاض نصيب الدولة و زيادة نصيب القطاع الخاص [39] ص 22.

- الخصوصية هي الوسيلة الأساسية للتخلص من الوحدات الخاسرة في القطاع العام عن طريق تحويلها إلى القطاع الخاص الذي يمكن أن يحقق ربحية و إنتاجية، و تعتبر بريطانيا و أستراليا من الدول الرائدة التي طبقت هذا المفهوم رغبة منها في تخليص الاقتصاد القومي من عثرته وذلك عن طريق القضاء على أنشطة الدولة الخاسرة و ردها إلى القطاع الخاص [40] ص 143-144 .

فالخصوصية تعني الرغبة في التخلص من الاقتصاد الاشتراكي باعتبارها فلسفة اقتصادية و اجتماعية بدأت تنتقل من المعالم، و ذلك في نظير التحول نحو اقتصاد السوق و مواكبة النظام العالمي الجديد، أي أنها رغبة في التحرر الاقتصادي، و دول أوروبا الشرقية هي الدول التي اتبعت هذا المفهوم و طبقته لأنه هو الذي يناسب ظروفها.

و يجب على أي دولة أن تحدد المفهوم الذي سنتبعه حتى يمكن أن تكون الخطوات التنفيذية مؤدية إلى تنفيذ المفهوم أو الهدف منها، وليس مفهوما أو هدفا آخرا، حيث أن برنامج الإصلاح

الاقتصادي السليم هو الذي يكون فيه مفهوم الخصوصية واضحا، و تكون الخطوات التنفيذية مؤدية إلى تنفيذ المفهوم أو الهدف من الخصوصية فيه واضحا و تكون خطوات التنفيذ مناسبة لمفهومه.

## 2.1.2. دوافع اللجوء لعملية الخصوصية

إن تفسير حركة الخصوصية التي مست العديد من الدول، سواء كانت منها المتقدمة أو المتخلفة راجع إلى تدهور القطاع العام و فشله في تناول المشاكل الاقتصادية و غير الاقتصادية، الأمر الذي دفع العديد من الدول إلى الاهتمام بموضوع الخصوصية باعتبارها وسيلة ناجحة في التخلص من مشاكل المجتمع، كما توجد العديد من الأسباب الأخرى منها أسباب عامة و مشتركة تخص العديد من الدول و منها أسباب خاصة داخلية تخص كل دولة على حدى، و سوف نتعرض في هذه المرحلة من التحليل إلى الأسباب العامة المشتركة بين عدة دول في آن واحد ويمكن تقسيم هذه الدوافع إلى دوافع داخلية و أخرى خارجية.

### 1.2.1.2. الدوافع الداخلية

يعكس تنامي مسألة الخصوصية ما يثير وجوب المعرفة المسبقة لمسببات التآزم الاقتصادي و من بين الدوافع التي جعلت الخصوصية أداة حتمية للتفعيل الاقتصادي نذكر:

#### 1.1.2.1.2. فشل القطاع العام

لاشك أن الخصوصية جاءت كنتيجة حتمية بعد أن أثبت القطاع العام فشله نتيجة الأداء المالي الضعيف و كذلك التخطيط السيئ للمشاريع العامة، كما يهتم القطاع العام بانخفاض الربحية و انخفاض الإنتاجية و تعرض مؤسساته و مشاريعه للخسارة و السرقة، الشيء الذي جعله مسئولا عن النسب العالية في العجز المسجلة في ميزانية الدولة بسبب الدعم الكبير الذي تقدمه الدولة لمؤسسات معظمها خاسرة.

#### 2.1.2.1.2. الدوافع الاقتصادية

تتمثل في عوامل إنتاجية مرتبطة و الذي يؤدي غياب الواحد منها إلى غياب الآخر و هي :

### 1.2.1.2.1.2. انعدام المنافسة

في بعض الدول و نتيجة للتدخل الحكومي المفرط في الحياة الاقتصادية أصبحت المؤسسات العمومية محمية من المنافسة عن طريق بعض الحواجز الجمركية المرتفعة الشيء الذي أدى إلى تقليص المنافسة الأجنبية التي أصبحت حكرا على الأقلية فقط.

### 2.2.1.2.1.2. انعدام الربح

إن غياب حوافز الربح لدى المؤسسات العمومية أدى إلى تحقيق خسائر معتبرة، و الذي تسبب في خلق العجز المتزايد في ميزانية المؤسسات العمومية، حيث أصبحت تشكل عبء ضخم على خزينة الدولة.

### 3.2.1.2.1.2. عجز ميزانية الدولة

إن استعمال الدولة للمؤسسات العمومية كوسيلة لتحقيق الأهداف الاجتماعية، استوجب عليها تقديم إعانات مالية لاستمرار هذه المؤسسات، و الذي تمكنت بفضلها من تطبيق أسعار على المنتجات أقل من أسعار السوق والذي ساهم في عجز القطاع العمومي، و زيادة استنزاف موارد الخزينة العامة للدولة، و تظهر هذه النتائج بالأرقام من خلال المبالغ المخصصة للتطهير المالي بالجزائر للفترة الممتدة من سنة 1994 إلى سنة 1996.

جدول رقم 03: المبالغ المخصصة لعملية التطهير المالي من سنة 1994 إلى سنة 1996

السنوات	1994	1995	1996
القيمة دج	76.000.000,00	148.500.000,00	124.400.000,00
	= 19% من إيرادات الميزانية	= 25% من إيرادات ميزانية الدولة	= 17% من إيرادات ميزانية الدولة.

### 3.1.2.1.2. الدوافع السياسية

إن الدافع السياسي يكون في بعض الأحيان عاملا من العوامل الدافعة لعملية الخصخصة فالرغبة في التخلص من النظام الاشتراكي أصبح فلسفة اقتصادية و اجتماعية بدأت تنقلص في العالم، و ذلك في نظير التحول إلى اقتصاد السوق و مواكبة النظام العالمي الجديد و الرغبة في التحرر الاقتصادي.

فالقِطاع الخاص يتميز عن القِطاع العام بأنه أقدر على إبعاد السياسيين من استخدام مراكزهم، وإمكانيات القِطاع العام من أجل تحقيق مكاسب وإجازات شخصية.

فالخصوصية تمكن من التحرر من القيود الحكومية و اتخاذ القرار و التصرف في شؤونها على أسس علمية سليمة، و قد تكون مثلاً رغبة سياسية من الحكومة إلى اعتناق مبدأ المشروعات الحرة و تعميم الملكية على عدد كبير من المجتمع (المواطنين).

#### 4.1.2.1.2. دوافع اجتماعية

إن الخصوصية وسيلة مناسبة لتحقيق المزيد من الحرية الشخصية، و إيجاد أو توفير الحافز الشخصي على الإنتاج و القضاء على السلبية و عدم الالتزام بالقواعد و تحقيق الانضباط في السلوك داخل مجالات العمل.

تؤدي الخصوصية إلى القضاء على التلاعب الاجتماعي في صورة المحسوبية و عدم المحاسبة على الإهمال، كنوع من التكافل الاجتماعي و الرشوة و غيرها من المشاكل الاجتماعية، و كذلك فشل سياسات الإصلاح السابقة في التخلص من الديون و عجز المؤسسات العمومية ذات الأهداف الاجتماعية أكثر منها اقتصادية على المحافظة على بقائها في ظل اقتصاد السوق، و كذا استمرار ابتلاء القِطاع العام بالضعف و الخسارة، كل هذا أدى إلى دفع السلطات إلى إعادة النظر في النظام الاقتصادي و تجلّى ذلك من خلال الانتقال إلى اقتصاد السوق.

#### 5.1.2.1.2. الاختلالات الاقتصادية الكلية

كل هذه العوامل التي تم ذكرها في السابق تؤدي في النهاية إلى ظهور اختلالات على المستوى الكلي، فالوضع التي شهدتها الاقتصاد كانت سبباً في تشجيع خروج رؤوس الأموال إلى الخارج و التقليل من فرص الاستثمار الخارجي بسبب قلة الحوافز و الإفلاس التدريجي للمؤسسات العمومية و إضعاف ميزانية الدولة، وهذه الاختلالات مردها:

- الخلل في التسيير الاقتصادي بسبب ضعف الأخذ بقواعده، و الذي ترتب عليه مسار التنمية الصعب و المتأرجح و كذا الخلل في سياسة التوازن الخارجي و التكنولوجي الذي نتج عنه العجز في تحقيق التحرر من التبعية الاقتصادية.

- الخلل في إستراتيجية التنمية المطبقة في مجال تعبئة جميع الموارد المتاحة التي هي جد معتبرة سواء كانت موارد مالية أو بشرية، و الذي يرجع إلى سوء تقدير أهمية القطاع الخاص في سياسات التنمية المطبقة، التي شككت في بنية القطاع الخاص للمساهمة في التنمية الشاملة.

### 2.2.1.2. الدوافع الخارجية

هناك أيضا أسباب و دوافع خارجية للخصوصة جعلت منها وسيلة تصحيحية لانحراف القطاع العام و ذلك في إطار نظام عالمي جديد أرغم الحكومات نحو تحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص و يمكن حصرها في النقاط الآتية:

#### 1.2.2.1.2. المديونية الخارجية و حتمية خصوصة القطاع العام

إن أكثر الأزمات الاقتصادية شدة و عنفا تلك التي ضربت اقتصاديات غالبية الدول النامية بما فيها الدول العربية، و التي تمثلت في أزمة الديون الخارجية التي تحولت إلى جبل شاهق تئن تحته هذه الدول، بعد أن بلغت مديونيتها نحو 632 مليار عام 1980، ليس هذا فحسب فقد بدأت خدمة هذه الديون تستنزف جانبا كبيرا من حصيلة الصادرات مما أدخل معظم هذه الدول في حلقة مفرغة من الاحتياج للتمويل الخارجي، ويمكن إبراز هذه الديون من خلال عرض الجدول التالي الذي يمثل الديون الخارجية للدول العربية خلال سنة 1983.

## جدول رقم 04: الديون الخارجية لبعض الدول العربية في سنة 1983 [41] ص 10

المؤشر الدولة	الديون العامة ب مليون دولار أمريكي	خدمة الديون كنسبة من الناتج الإجمالي	خدمة الديون كنسبة من صادرات السلع و الخدمات
السودان	5726	%1.2	%11.2
موريتانيا	1171	%5.0	% 10.0
مصر	15229	%6.5	% 27.5
المغرب	9445	% 8.3	% 38.5
تونس	3427	% 7.4	% 22.3
الأردن	1940	% 5.2	% 11.3
سوريا	2305	%1.8	%11.2
الجزائر	12942	% 9.8	% 33.1

هذا بالإضافة إلى الركود العميق الذي انتقل من اقتصاديات الصناعية المتقدمة إلى العربية عبر التجارة و السياحة، و حركة رؤوس الأموال، و أيضا تحت تأثير انخفاض أسعار النفط في منتصف الثمانينات، بالإضافة إلى معانات الدول العربية غير النفطية من تقادم عجز موازينها التجارية و في ظل حاجة هذه الدول لمعالجة مشاكلها و رفع كفاءة اقتصادياتها و تدفق رؤوس الأموال في صورة قروض أو استثمارات مباشرة، و في ظل حاجتهم لتقاهم مع الدول الدائنة لجأت إلى صندوق النقد الدولي لتسهيل مهمتها في جدولة ديونها من أجل الحصول على قروض جديدة، الأمر الذي دفع صندوق النقد الدولي لمطالبة هذه الدول بإجراء تغييرات جذرية في سياستها الاقتصادية فيما أطلق عليه بالإصلاح الاقتصادي كشرط لجدولة الديون و الحصول على تدفقات من صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و من الدول المانحة.

كما يتضمن برنامج الإصلاح الذي طرحه كل من صندوق النقد الدولي و البنك الدولي في تخفيض سعر العملة الوطنية و تحريرها، وكذا تحرير التجارة الخارجية و إلغاء الدعم السلعي و نقل الملكية من القطاع العام إلى القطاع الخاص و تقليص دور الدولة في النشاط الاقتصادي إلى أقصى حد، و تفعيل آلية السوق.

و الواقع يظهر لنا بالأرقام نتائج الخضوع للبرامج المقترحة من طرف الهيئات الدولية.

### 2.2.2.1.2. ضغط المنظمات المالية الدولية و الدعوة إلى الخصوصية

تعتبر هيئات التمويل الدولية من بين الحائثين على تصفية القطاع العام، بحيث تقوم من خلال سياسة التكييف الهيكلي التي تتبناها على أساس انسحاب القطاع العام من الأنشطة الإنتاجية، و إطلاق قوى السوق، و تخفيض القيود و العوائق الاجتماعية و الاقتصادية و تقليص دور الدولة التدخلية من خلال التمويل الأمثل للموارد.

كما عملت هذه الهيئات على الحث على عملية التخصيص أو التحول إلى القطاع الخاص، و كمثال على ذلك ما أعلنت عنه وكالة المعونة الأمريكية بواشنطن سنة 1981 فيما يسمى بمبادرة المشروع الخاص و تقديم الخبرة و المشورة و المعونة، و تجاوز الأمر عملية تقديم الأفكار إلى الربط بين المساعدات من الوكالة الأمريكية لتقنية الدولة و الجهود المبذولة للتحول نحو القطاع الخاص.

هذا ما يوضح حرص الدول المتقدمة و على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية لبرامج أو عمليات الخصوصية.

و مهما اختلفت و تنوعت صيغ المساعدات المالية من طرف المؤسسات المالية الدولية الخاصة و المتعددة الأطراف للحصول على قروض و تسهيلات تحت اسم برامج الدعم، تسهيل التكييف الهيكلي، أو غيرها من الصيغ، فهذا كله مشروط بتطبيق الإصلاحات الاقتصادية التي سوف تؤدي إلى الاستقرار على المستوى الجزئي و بخصوصية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و إعداد قوانين تشجع الملكية الخاصة و ترميها.

### 3.2.2.1.2. عولمة الاقتصاد

إثر انهيار التجربة الشيوعية بسقوط الاتحاد السوفيتي سنة 1989 لم يبق هناك نظام الملكية العامة و التحكم في السوق و أفسح المجال لحرية الملكية و بدأ عهد جديد لاقتصاد السوق، الخاضع لقوى العرض و الطلب.

بدأت هذه التغييرات الإيديولوجية الاقتصادية من خلال قمة مالطا سنة 1989 و هكذا وضعت نظرة جديدة للعالم بظهور نظام عالمي جديد يأخذ بصفة الأحادية القطبية، و يعطي مفاهيم للعمليات الاقتصادية و شروطها في سياقات السوق الاقتصادي العالمي، عبر التمدد الخارجي للتشكيلات الرأسمالية المتطورة التي تربط العالم بأسره و التي تعتبر المؤسسات الخاصة فيه مدخلا أساسيا و هو ما جعلنا نطلق على الخصصة بظاهرة العولمة [42] ص128.

و على العموم الخصصة لم تأتي صدفة بل نتيجة لعدة معطيات اقتصادية و اجتماعية و سياسية عجلت باستعمال أو إتباع نمط جديد للملكية.

فدوافع الخصصة عديدة سواء كان منها له علاقة بالمحيط الداخلي أو المحيط الخارجي لأن أي اقتصاد لا يمكنه أن يعيش بمعزل عن نفسه.

كما يمكن أن نبرز أهم الدوافع لعملية الخصصة من خلال الجدول التالي:

## جدول رقم 05 : دوافع الخصوصية [43] ص 30

الدوافع الأخرى	أهدافها	الحجج و البراهين التي تأيد تنفيذها
1- العملية	إيجاد حكومة أفضل	إن عملية الخصوصية التي يتم تنفيذها بحرص تؤدي إلى تقديم خدمات أكثر اقتصادا للنفقات.
2- الإيديولوجية	التقليل من دور الدولة	إن حجم الحكومة كبير جدا و هي تلعب دور كبير في صياغة حياة الأفراد الذين يعيشون في كنفها، لذلك فإن وجودها بهذا الشكل يهدد المصالح العامة للأفراد، كما أن قرارات الحكومة هي قرارات سياسية و بالتالي فإن الثقة فيها أقل من الثقة بقرارات السوق.
3- التجارية	إيجاد عمل أكثر	تشكل النفقات الحكومية جزء كبير من اقتصاد الدولة و يجب توجيه قدر أكبر من هذه النفقات نحو المؤسسات الخاصة (القطاع الخاص) حيث يستطيع هذا القطاع إدارة المشاريع التي تملكها الدولة، إضافة إلى إدارة ممتلكاتها بشكل كبير، و أفضل كفاءة.
4- الشعبية	إيجاد مجتمع أفضل	يجب أن يكون لدى الأفراد مجال واسع للاختيار فيما يتعلق بالخدمات الحكومية و يجب منح الأفراد القدرة على تحديد حاجاتهم العامة و إنشاء مجتمع أكثر ترابط لا يعتمد على هياكل الدولة البيروقراطية.

### 3.1.2. الإطار الأساسي لبرامج الخصخصة (متطلبات الخصخصة)

قبل الشروع في عملية الخصخصة هناك عدة متطلبات أو اعتبارات يجب أخذها في الحسبان وهي مسألة ينبغي أن تسبق أي عملية لتطبيق الخصخصة، ونعني بالضوابط وضع المعايير المحكمة لتطبيق الأساليب المختلفة لسياسة الخصخصة، أي تحديد الأسس التي سيقوم عليها التطبيق الصحيح لنظام الخصخصة بما يحقق الأهداف المرجوة منه كقطاع يصلح لتحقيق سياسة الإصلاح الاقتصادي وتحرير الاقتصاد بما يجنب الآثار السلبية التي قد تحدث من جراء التطبيق غير السليم أو غير مدروس.

و الواقع أن هذه الضوابط والمعايير التي ينبغي مراعاتها متعددة ومتشعبة، وقد تختلف فيها الآراء لذلك سوف نقوم بأخذ بعض منها والتي يمكن أن تمثل من وجهة نظرنا أهمية خاصة تستدعي النظر والانتباه من قبل القائمين على تنفيذ سياسة الخصخصة، من خلال تحديد الطاقة الاستيعابية للسوق المحلية وتحديد الوحدات الاقتصادية التي يجب خصصتها وكذلك المناطق الإقليمية للخصخصة وضرورة الوعي الجماهيري لسياسة الخصخصة، وذلك من خلال الاعتماد على المقومات والركائز من التجارب الوفيرة للدول التي طبقت هذه السياسة مع تكييفها بما يتناسب مع ظروف الواقع الذي سوف تطبق فيه.

وسوف نشير إلى هذه المقومات والركائز بإيجاز شديد وذلك فيما يلي:

### 1.3.1.2. تكامل سياسة الخصخصة مع سياسات الإصلاح الاقتصادي

لا تعمل سياسة التحول إلى القطاع الخاص في فراغ، فهي تمثل جزءاً من فلسفة الإدارة للاقتصاد القومي، وعنصر رئيسي من مجموعة السياسات المتعلقة بالإصلاح الاقتصادي، وتتمثل هذه السياسات في ضبط وضغط حجم قطاع الدولة، وتخفيض أعباء الموازنة وضغط العجز فيها، وتحقيق الانضباط النقدي والمالي، وتحرير التجارة الخارجية والأسواق، وزيادة كفاءة تخصيص الموارد من خلال بعث آليات السوق والمنافسة وتشجيع الاستثمار والقطاع الخاص، وزيادة كفاءة المشروعات العامة بتحويلها للقطاع الخاص، وتمثل الخصخصة أحد وسائل ضغط حجم قطاع الدولة لكي تتفرغ إلى الأدوار التي لا يمكن أن توكل إلى القطاع الخاص مثل الأمن والقضاء والدفاع والتمثيل الخارجي وإدارة السياسات الاقتصادية الكلية، وحماية المعاملات والمنافسة والاستثمار البشري وإدارة مرافق البنية الأساسية، ولما كانت

العملية التخصصية وسيلة لزيادة كفاءة تخصيص الموارد و استخداماتها فإن ثمة مناخ اقتصادي وآليات اقتصادية مساندة لا بد أن تتوفر لتحقيق هذا الغرض.

فالتخصيص الكفاء للموارد لا يتحقق إلا في ظل آليات السوق، التي تم تحريرها بحيث يقوم جهاز الثمن و قوى الطلب بتوجيه قرارات المشروعات في الاستثمار و التوظيف والإنتاج، لذلك فإن تصحيح هياكل الأسعار و تحرير نشاط آليات السوق و المنافسة تعتبر من المتطلبات الأساسية لنجاح سياسة الخصخصة.

### 2.3.1.2. بلورة سياسة واضحة تتعامل مع المجالات البديلة لسياسة الخصخصة

لا يتمثل التحول في الملكية أو في ملكية المشروعات، سوى مجال واحد من المجالات المتعددة للخصخصة، ومن المهم بلورة سياسة واضحة تستند إلى فحص وتقييم المجالات المختلفة في الأنشطة التي تباشرها الدولة والتي يمكن تطبيق سياسة الخصخصة عليها، و في ضوء هذا التقييم تتبلور الإستراتيجية والأولويات التي يمكن تطبيقها على مجالات النشاط المرشحة للخصخصة وتشير تجربة كل من بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية وكندا، وكذلك تجارب الدول الصناعية والنامية الأخرى إلى أن سياسة الخصخصة يمكن أن تشمل البدائل والصور التالية:

- تحويل ملكية رأسمال المشروعات العامة كلياً أو جزئياً إلى القطاع الخاص.
- تحويل ملكية أجزاء أو الوحدات من المشروعات العامة إلى القطاع الخاص.
- تحويل تأجير المشروعات العامة إلى القطاع الخاص مع استباق الملكية العامة.
- تحويل بعض الخدمات والأنشطة التي كانت تقدمها المؤسسات الحكومية للجمهور بمقابل جزئي أو رمزي لكي تقوم بها منشآت القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تنشأ لهذا الغرض.
- تعاقد الحكومة مع منشآت القطاع الخاص، نظير أو مقابل إنتاج خدمات ( عقود تسليم كانت تقوم بها المؤسسات الحكومية مباشرة).
- قيام الحكومة بتسعير بعض الخدمات التي تقدمها مؤسساتها على طريق أسس تجارية يمكن أن تتشابه مع الأسس التي يتعامل بها القطاع الخاص (مثل البريد والمواصلات).
- إدارة المشروعات العامة التي تبقي الدولة على ملكيتها وإدارتها بنفس الأسلوب التي تدار به مشروعات القطاع الخاص أي برفع هيمنة الجهاز الحكومي عنها وتحرير إدارتها من القيود

والنظم البيروقراطية النمطية، ورفع دعم الدولة وإيقاف المعاملة التمييزية لها مع محاسبتها على أساس مؤشرات الكفاءة والربحية، وتمثل الصور السابقة مجالات بديلة يمكن تشكيل مزيج الخوصصة منها، ويخضع ما تم اختياره من مشروعات وأنشطة لتطبيق سياسة الخوصصة عليها مجموعة من الاعتبارات يمكن طرحها كما يلي:

- المدى الذي تذهب إليه الدولة في التحرير الاقتصادي وفي تشجيع القطاع الخاص.
- المدى الذي يذهب إليه لتخفيض الأعباء التي تحتملها الموازنة ومدى حاجتها إلى موارد مالية.
- تحديد سياسة الدولة في ضبط الإنتاج وتوزيع السلع والخدمات، التي تتضمن نقص نسبي في المعروض، مما يقتضي تحقيق عدالة التوزيع فيها.
- الأهمية التي توليها الدولة لبعض الأنشطة الإنتاجية بالقياس إلى مرحلة التطور الاقتصادي التي تمر بها.

وفي كل الحالات التي تأخذ فيها الدولة بسياسة الخوصصة لمشروعات أو أنشطة عامة فإنه لا بديل عن تحسين كفاءة المشروعات والأنشطة التي تستبقها الدولة لاعتبارات سياسية أو إستراتيجية من خلال تطوير قياداتها ونظم إدارتها، ومعايير المحاسبة عن أدائها والجزاء المطبق فيها.

### 3.3.1.2. تصحيح أوضاع المشروعات العامة التي يتم تحويل ملكيتها أو إدارتها

#### قبل تطبيق سياسة الخوصصة عليها

كثير من المشروعات العامة التي يتقرر خوصصتها بتحويل ملكيتها أو إدارتها تكون محملة بأعباء متراكمة فضلا عن الاختلال في الهياكل التمويلية المتمثلة في قصور رأس المال والقروض وتضخم المديونية، وعدم توازن هيكل الأصول بالمقارنة برأس المال والقروض والالتزامات الأخرى، وهناك مشكلة توقف الإحلال والتجديد وقصور الصيانة بالنسبة للأصول والتجهيزات الإنتاجية ومشكلة ارتفاع نسبة الطاقات الإنتاجية العاطلة ومشكلة المخزون السلعي المتراكم والمسجل بقيمة دفترية تزيد كثيرا عن قيمته السوقية، كما أن هناك مشكلة اختلال هياكل التوظيف (الوظائف) وتضخمها النسبي، ليس فقط في المشروعات الكثيفة العمالة، بل أيضا في المشروعات كثيفة رأس المال والتكنولوجيا.

مثل هذه المشكلات وغيرها تمثل قيودا على إمكانية التشغيل الكفاء للمشروعات بعد خصصة ملكيتها أو إدارتها.

وبحكم أن الغرض النهائي من عملية الخصصة و الذي هو زيادة كفاءة التشغيل للمشروعات وكفاءة تخصيص الموارد، يصبح من المتعين على الحكومة أن تسير سبل تحقيق هذه الغاية من خلال تحديد من تنتقل إليهم الملكية أو الإدارة ، ويكون ذلك عن طريق تصفية المشروعات التي تكون في حالة إفلاس واقعي لا جدوى منه أو الإبقاء على المؤسسة.

#### 4.3.1.2. علاج مشكلات تقييم المشروعات المطروحة للبيع

تمثل مشكلات تقييم المشروعات التي ستطرح ملكيتها للبيع إحدى المعوقات الأساسية في تنفيذ برامج الخصصة، وترجع أغلب هذه المشكلات في القيم الدفترية و التاريخية للأصول وفي ظل النظم المحاسبية التي تسير عليها المشروعات العامة و التي لا تمثل بالضرورة قيمتها السوقية أو الحقيقية، مما يقتضي إعادة تقييم شاملة للأصول تمهيدا لتحديد الأسعار التي ستطرح بها المشروعات للبيع.

ويمثل هذا العمل جهدا فنيا شديدا الضخامة، خاصة إذا ما تقرر طرح عدد كبير من المشروعات للبيع خلال فترة زمنية معينة، كما توجد بدائل عديدة لطرح التقييم والتسعير للأصول تتضمن الأخذ بالقيمة الاستبدالية أو القيمة الحالية أو القيمة المحددة بالمزاد أو بالقيمة التي يتفق عليها بالتفاوض مع المشتريين، وتشير تجارب الدول إلى أن النجاح في عملية التقييم أو التسعير هذه لا تؤثر على الجانب الاقتصادي والمالي لسياسة الخصصة فحسب وإنما له انعكاسات سياسية، فالمغالاة والتضخيم في قيم وأسعار المشروعات تجعل عملية بيعها صعبة، بل و قد لا يمكن تغطية رأس المال المطروح للبيع مما يبرز مؤشرات تعثر وفشل لبرامج الحكومة في الخصصة وفي الجانب الآخر فإن تقييم وتسعير المشروعات بأقل من قيمتها الحقيقية قد يثير الرأي العام، ويحمل معه اتهامات بالتلاعب والفساد للقائمين بالتقييم لصالح الجماعات المشتريية.

ولا تمثل الخبرات الحكومية مصعدا كافيا، ولا مناسبة لطبيعة المهام الفنية التي تحتويها عملية التقييم والتسعير، لذلك فإنه من المهم الاستعانة بمكاتب الخبرة والخبراء الذين يملكون

رصيدا جيدا يمكنهم من القيام بعملية التقييم من الخبراء ومكاتب الخبرة في الدول التي بها تجربة غنية في الخصخصة، مثل بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية، إيطاليا و تركيا... الخ.

### 5.3.1.2. سلامة معايير اختيار المشروعات والأنشطة التي يتم خصصتها

يتم نجاح سياسة الخصخصة في شق كبير منها على المعايير التي يتم الاعتماد عليها في تحديد المشروعات والأنشطة التي ستطبق عليها هذه السياسة، وفي بعض الحالات تقرر الدولة الإبقاء على ملكيتها أو إدارتها لبعض مشروعات القطاع العام، مع استمرار قيامها بأنشطة القطاع الحكومي التي من الممكن خصصتها، وهذا ما وقع في الدول العربية.

كما أن تحديد ما ستبقى عليه الدولة تحت سيطرتها وما ستحوله إلى القطاع الخاص يصبح أمر يتوجب إعطاؤه عناية وأهمية كبرى، لأنه يعكس فلسفة وإستراتيجية الدولة في التنمية وإدارة الاقتصاد القومي، فما تبقى الدولة عليه يمثل نطاق الدور الذي تلعبه أو سوف تلعبه الدولة اتجاه المشروعات الاقتصادية ذات الجدوى القومية والتي يتردد أو يحجم القطاع الخاص الاستثمار فيه وتحمل مخاطره.

### 6.3.1.2. توسيع و تنويع قاعدة الملكية

من بين العوامل التي يمكن أن تعطى لبرامج الخصخصة هو تزويدها طابعا ديمقراطيا يوفر من خلاله فرص أكبر للنجاح السياسي و التأكيد الجماهيري، و ذلك من خلال توسيع الملكية و تنويع فئات الملاك التي تضمنها هذه القاعدة.

و لا يعني هذا بالضرورة تقليص فرص الملكيات الكبيرة أو التضيق على كبار الرأسماليين الذين يملكون القدرة المالية، و كذا الخبرة و الدراية في مجال الأعمال و الاستثمار، فهؤلاء يمثلون الدعامة الاقتصادية لنجاح برامج الخصخصة، و إنما المقصود هنا أن يتاح لصغار الرأسماليين و للمديرين و العاملين في المشروعات فرصة المشاركة في ملكية أسهم بعض الشركات التي يتم خصخصة ملكيتها، كما ينبغي أن تكون هناك سياسة واضحة بشأن مجالات المشروعات التي يسمح فيها بدخول المستثمرين العرب و المستثمرين الأجانب.

### 7.3.1.2. بلورة برنامج زمني مرن و مدروس لخصخصة الملكية

يتوقف نجاح الخصخصة، و بدون تعثر على سلامة اختيار المشروعات التي سوف تطرح للبيع في كل مرحلة، و كذلك على المناخ الاقتصادي و الاستثمار السائد خلال تلك المراحل،

لذلك فإن وضع برنامج زمني مرن و مدروس، لمراحل طرح كل نوعية من المشروعات للبيع، يعتبر أحد المقومات المطلوبة لتحقيق نجاح الخوصصة و يؤخذ في وضع هذا البرنامج عدد من الاعتبارات أهمها ما يلي:

- قدرة السوق على استيعاب المشروعات المطروحة للبيع.
- درجة اكتمال التطوير في مؤسسات سوق رأس المال و الاستثمار.
- أهمية الاستفادة من خبرات التقييم و التسعير و البيع في المراحل الأولى.
- أهمية توفير خبرات نجاح في المرحلة الأولى، مما يعطي دفعة قوية للاستمرار في البرامج من خلال المراحل الأولى، و يتطلب هذا طرح المشروعات ذات الهياكل المالية السليمة وذات الربحية المالية، كما يتم بيع المشروعات التي تم تصحيح هيكلها المالي أولاً.
- تكامل مراحل الخوصصة مع مراحل سياسات و برامج الإصلاح الاقتصادي فتطوير سوق رأس المال لا بد أن يسبق أي عملية تحويل ملكية، مع القيام بعمليات تصحيح هيكل الأسعار و تحرير الأسواق، و تخفيف القيود البيروقراطية و الإشراف الإداري للدولة على المشروعات التي لا بد أن تسير جنباً لجنب مع برامج الخوصصة.

### 8.3.1.2. تطوير التشريعات

إن الأخذ بسياسة الخوصصة، و تبني نهج جديد في إدارة الاقتصاد يعتمد على تشجيع الاستثمار و القطاع الخاص و تحرير التجارة و الأسواق، كما أن تنشيط الأسواق يقتضي مراجعة شاملة و تطوير جوهري للتشريعات التي انبثقت عن نهج يختلف في إدارة الاقتصاد و التعامل مع القطاع الخاص، و يدخل ضمن هذا المسار مراجعة و تطوير التشريعات الخاصة بحقوق الملكية و ضماناتها و التشريعات المنظمة للمعاملات التجارية، و تشريعات تأجير الأصول و المعدات الإنتاجية و التشريعات المنظمة لسوق رأس المال و المؤسسات المالية بما فيها القطاع المصرفي و كذلك مختلف التشريعات المتعلقة بالقطاعات الأخرى و ينبغي أن يعكس التطوير الذي يدخل على هذه التشريعات فلسفة و روح الإستراتيجية الجديدة في إدارة الاقتصاد و التوجه نحو القطاع الخاص و يكون هذا بزيادة هامش الربحية و المرونة المتاحة لهذا القطاع في جانب مع وضع ضمانات و ضوابط حاسمة، من أجل قيام القطاع الخاص بمسؤوليته اتجاه البيئة و المستهلك و العاملين مع إمكانية الوفاء بحقه اتجاه الدولة عن طريق دفع الضرائب في الجانب الآخر.

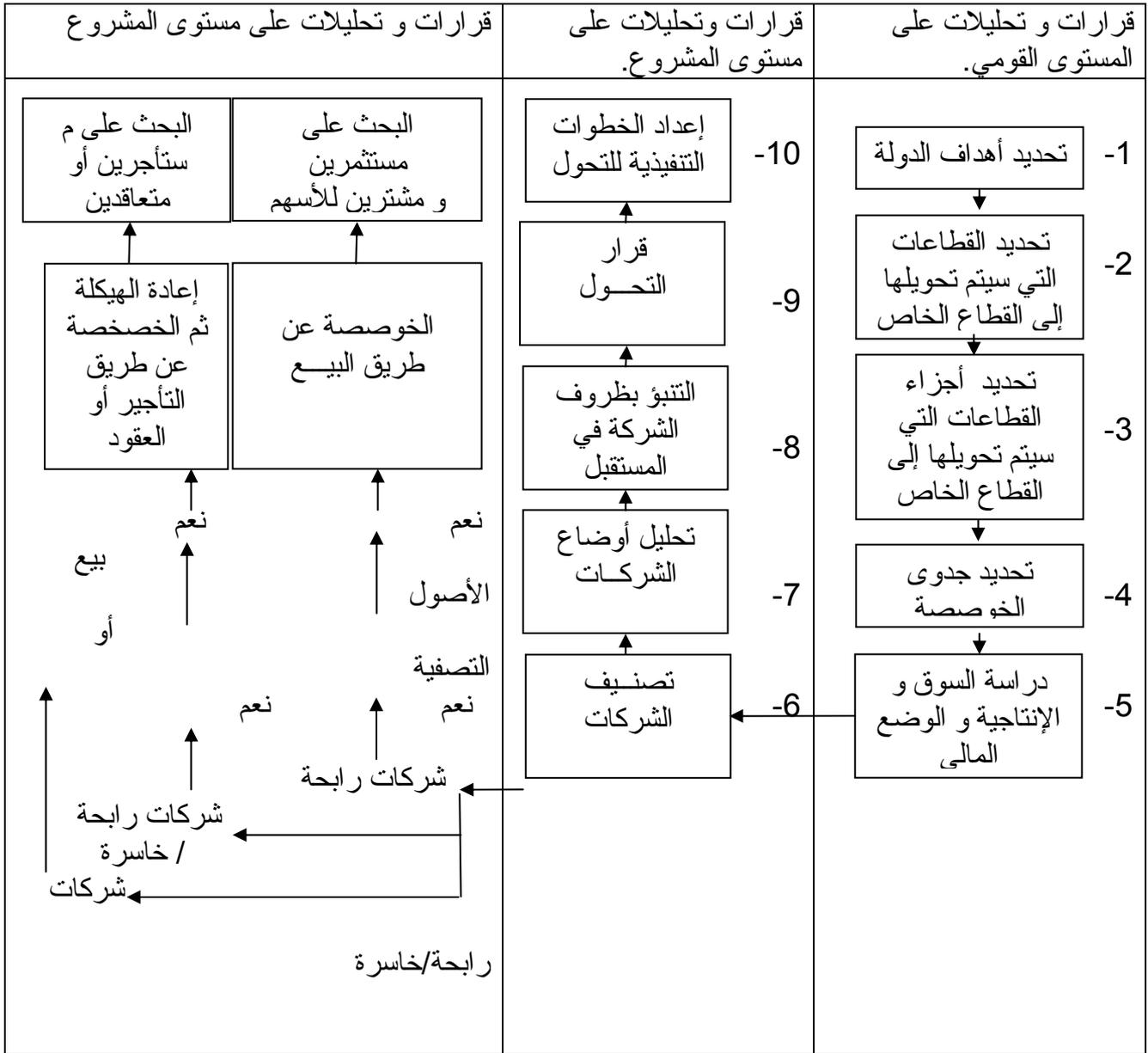
كما لا يتحقق التوازن المنشود في التشريعات المطلوب تطويرها إلا بإتاحة الفرصة لفئات مختلفة من الخبراء و المعنيين، وممثلين عن أصحاب الأعمال للمشاركة مع اللجان الحكومية في صياغة التشريعات الجديدة.

### 9.3.1.2. تطوير سوق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال الحجر الأساس في تطبيق سياسة الخصخصة، و من المقومات الأساسية و الهامة لنجاحها، بحيث يجب أن يقترن توسيع ملكية القطاع الخاص بتطوير المؤسسات و القنوات التي ستداول من خلالها هذه الملكية، فبدون توافر هذه القنوات التي يمكن أن تساعد في شراء المشروعات التي تطرح لعملية البيع لا يكون هناك أي أثر لنجاح هذه السياسة.

ففي السنوات الأخيرة تم تحرير إيطاليا المالية بدرجة كبيرة، و قد وفر برنامج الحكومة الواسع النطاق الخصخصة و مسايرة السوق الواحدة للإتحاد الأوربي و قد كان من أثر التخلف النسبي للأوراق المالية الإيطالية و صناعتها المصرفية المجزأة مقارنة بمثيلاتها في سائر البلدان الصناعية الكبرى، إلى جانب نظام ملكية الشركات فيها و طريقة تمويلها، أن كان دور الأسواق المالية في نشاط الشركات محدودا و قد أثارت هذه السمات التي تميز الاقتصاد الإيطالي صعوبات كبيرة أمام برنامج الخصخصة الواسع النطاق الذي بدأ عام 1992 [44].

بالإضافة إلى ما تم طرحه من قبل، يمكن تحديد مختلف متطلبات الخصخصة إلى متطلبات على المستوى القومي و الأخرى على مستوى المشروع و يوضح الشكل رقم 03 النموذجين المطروحين بالتفصيل.



شكل رقم 03: نموذج قرار الخصخصة [45] ص 273

## 2.2. أهداف و استراتيجيات الخصخصة و طرق تطبيقها

إن قرار خصخصة جزء أو كل الأصول أو إدارة المؤسسات العمومية مبني على إستراتيجية محددة و واضحة، فلكي تتم العملية لابد من تحديد و بدقة الهدف منها، وهل القيام بعملية الخصخصة هدفه نقل الملكية أو إدارة المؤسسة العمومية إلى القطاع الخاص، أو من أجل تحسين الأداء الاقتصادي بهذه المؤسسات.

و في هذا المبحث سوف نتطرق إلى مختلف الأهداف المتعلقة بعملية الخصخصة و كذا تحديد الاستراتيجيات والطرق التي يمكن أن تعتمد عليها الحكومات في عمليات الخصخصة.

## 1.2.2. أهداف الخوصصة

يعتبر الهدف الذي ننشده من برامج الخوصصة الحجر الأساس لنجاحها، فوضوح الهدف يجعل من السهل تحديد المشروعات الأولى بالخوصصة من غيرها، وأي غموض في تحديد الهدف هو شهادة مسبقة لفشل البرنامج.

و تختلف أهداف الخوصصة من بلد لآخر، كالأهداف الإجمالية أو التفصيلية على مستوى القطاع أو المؤسسات.

و يأتي في مقدمة أهداف الخوصصة أهداف الكفاءة و التنمية و إطلاق ديناميكية النمو في الاقتصاد و خلق فرص العمل، والتي تتوفر عن طريق اجتذاب رأس المال المحلي و الأجنبي و التقنيات الحديثة و تطوير الكفاءات الإدارية و التنظيمية و التسويقية، ثم يأتي هدف توسيع و تنويع قاعدة الملكية بهدف زيادة المنافسة من خلال تشجيع القطاع الخاص على دخول مجالات اقتصادية كانت حكرا على القطاع العام، كما أنها تؤدي إلى توسيع نطاق الملكية و اجتذاب رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية.

و بذلك فالخوصصة يمكن أن تتضمن مجموعة من الأهداف و التي لا يمكن أن تكون دائمة التماسك فيما بينها، ويمكن أن يتم تحقيقها في نفس الوقت، و بحسب ما تم ذكره من قبل يمكن أن نقسم هذه الأهداف كما يلي:

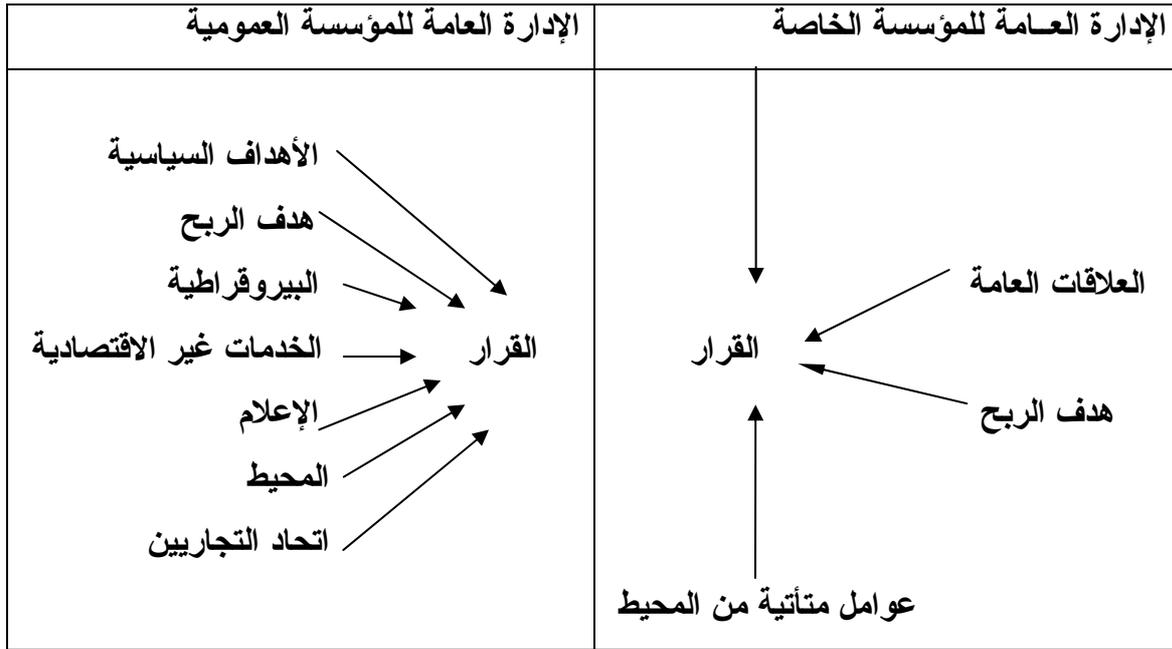
### 1.1.2.2. الأهداف المحققة على المستوى الجزئي

و تتلخص فيما يلي:

- تسمح الخوصصة بتخفيض تكاليف الإنتاج عن طريق تعميم المنافسة و التخفيف من العمالة الزائدة التي تزيد في الضغط على الأسعار، وبهذا يمكننا تخفيض التكاليف.
- الاستفادة من رؤوس الأموال الجاهزة بالعملة الوطنية و بالعملات الصعبة و المتأتية من بيع المؤسسات، والتي سوف تخلق مؤسسات جديدة التي بإمكانها أن تمتص الفائض من العمالة المطرودة من المؤسسات التي تم خوصصتها بسبب ترشيد التسيير.

- مساهمة الأجراء و التي تتلخص عن طريق شراء أسهم الشركات و التي ينجر عنها مجموعة من الامتيازات يمكن إبرازها في ثلاثة أهداف رئيسية و هي:

- تعتبر كعامل لتوطيد العمالة.
- تعتبر كدافع أساسي لتحسين أداء المؤسسة من خلال المساهمة في النتائج و في ثمار التوسع.
- تهدف الخوصصة إلى تحفيز العمال و مسيري العمال على تبني أسلوب تنظيمي أكثر رشادة و تقنيات أكثر كفاءة، كما يمكن أن تسمح الخوصصة على الحصول على المهارة الجديدة من أجل تحسين الإنتاج و ذلك عن طريق أنظمة التسويق و التكنولوجيا، وتوفير مناهج تسيير جديدة و عصرية، مما ينجر عنه تحسين مردودية المؤسسات.
- التقليل من حدة الاضطرابات داخل القطاع العام، وذلك عن طريق تثبيت هذه المؤسسة داخل القطاع الخاص، لهذا قامت السيدة ( THEATCHER ) بخوصصة قطاع التنظيف و الحراسة و المطاعم للمؤسسات الاستثنائية التي عرفت اضطرابات وطنية حادة، و لنفس الغرض قامت بتحويل ما يقارب مليون عامل في القطاع العام البريطاني إلى القطاع الخاص عن طريق الخوصصة.
- تخفيض العملية المعقدة المعتمدة في اتخاذ القرار الموجه في النظام المخطط، و الشكل رقم 04 يوضح هذا التعقيد.



شكل رقم 04 : القيود الموجودة حول اتخاذ القرار [46] ص 66

من خلال هذا الشكل يبدو لنا أن مشكلة اتخاذ القرار، موجودة بالنسبة للإدارة العامة للمؤسسة العمومية، فالمدير في هذه الأخيرة قد يفضل جانب السلامة و يتعد عن أي قرار يتضمن قدرا من المخاطرة، بينما نجد المدير في المنشأة الخاصة نفسه أقدر على اتخاذ القرار نظرا، إلى وجود حرية أكبر في التصرف و حوافز أفضل، ومن ناحية الأنظمة الإدارية فقد تكون المنشآت الخاصة أسرع في تطبيق الأنظمة الحديثة و في اجتذاب المهارات و القدرات و إنمائها عن طريق الرواتب و الحوافز، ومهما واجهت المؤسسات العمومية من مشاكل بسبب المركزية العالية، فإن وجود أو حاجتها للقطاع الأجنبي من أجل توفير الموارد المستوردة أو تحقيق الاستقرار في المخزونات المتعلقة بالبضائع أو استبدال الآلات تجاوبا مع التطورات التلقائية و إقامة شبكات اتصال، وهذه الأشياء لا تلبى بسرعة نظرا لأن طلباتها في هذه المجالات تدخل في إطار موازنات العملة الصعبة، وبناء عليه فقد ظهرت الحاجة إلى إعطاء

هذه المنشآت حرية أكبر في استخدام ما تحصل عليه من النقد الأجنبي [47] ص 69.

### 2.1.2.2. أهداف الخصوصية على المستوى الكلي

توجد مجموعة من الأهداف يمكن أن تحققها الخصوصية على المستوى الكلي، يمكن ذكر

أهمها كما يلي:

### 1.2.1.2.2. أهداف ميزانية و مالية

تهدف معظم الدول النامية التي تلجأ إلى الخوصصة إلى تخفيض العجز المالي للحكومة و زيادة عائداتها، أو توفير المداخل اللازمة لتمويل نفقاتها العمومية و تخفيض الضغط الجبائي، و كذا التقليل من عجز القطاع العمومي و تعويض الديون العمومية، أو بعبارة أخرى تهدف إلى الحد من عجز الميزانية العامة للدولة الناتجة عن الخسارة المتراكمة للمؤسسات العمومية و التي تم تغطيتها إما عن طريق القروض البنكية أو بالدعم من خزينة الدولة أو الاستدانة من الخارج.

وعليه فإن سياسة الخوصصة تستعمل على وقف هذا الشكل من التمويل المستنزف لإيرادات الدولة كما ذكرنا سابقا نتيجة بيع المؤسسات و زيادة حصيلة الضرائب الإضافية المحصل عليها من قبل المؤسسات التي تم خوصصتها.

### 2.2.1.2.2. تعديل ميزان المدفوعات

من بين أهداف الخوصصة تعديل أو تصحيح العجز في ميزان المدفوعات و هذا بحصول الدولة على موارد مالية من الخارج أو عملات أجنبية، و هذا بطرح أصول محلية للمستثمرين الأجانب بشكل مباشر، و عن طريق مقايضة الديون بالأسهم، و هذا يؤدي إلى تعديل أو تخفيض العبء على ميزان المدفوعات، و هذا ما حدث في دول أمريكا اللاتينية، إضافة إلى تحسين الصادرات إذا كان الجهاز الإنتاجي للبلد المعني مرنا و بالتالي زيادة مداخل الدولة بالعملة الصعبة بفعل زيادة الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات التي تم خوصصتها و بالتالي الإحلال محل الواردات، و هذا ما يؤدي في الأخير إلى تصحيح الخلل في الميزان التجاري و بالتالي ميزان المدفوعات ككل.

### 3.2.1.2.2. تنشيط و توسيع دور القطاع الخاص

بما أن الخوصصة تعني إفساح الطريق نحو زيادة دور القطاع الخاص و مساهمته في النشاط الاقتصادي، فهي بذلك تهدف إلى توسيع قاعدة الملكية الخاصة، و زيادة دور القطاع الخاص في تملك و إدارة موارد الاقتصاد القومي، ذلك أن الدراسات أثبتت في جميع دول العالم أن القطاع الخاص يكون أكثر كفاءة في استخدام الموارد و إدارة وحدات الأعمال [48] ص

يستطيع المالك الخاص تجنب العوامل المعوقة للإدارة القطاع العام، فالقطاع الخاص يتيح فرصة لدفع كفاءة القائمين على إدارة الشركات و تحسين عملية صنع القرار، حيث يصبح شغل المناصب مبنيا على الجدارة قبل الولاء أو المجاملة أو التحالف مما هو وارد في ظل إدارة القطاع العام، كما يعمل على زيادة فعالية رقابة الملاك و ليس الموظفين، مما يعني زيادة أو المزيد من الحرص و الضبط لفعالية الجزاء، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف تعمل الحكومة على تشجيع القطاع الخاص للاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة، بالإضافة إلى عمليات تحرير الأسعار وكذا أسعار صرف العملات الأجنبية، مما يفتح الباب على مصراعيه أمام القطاع الخاص ليلعب دور أكبر في النشاط الاقتصادي، كما أن القطاع الخاص في الدول العربية يلعب دورا مهما في حل مشكلة البطالة بشكل كبير، و مما يبرز استهداف الحكومة من جراء سياسة الخصخصة، تنشيط و توسيع نطاق دور القطاع الخاص، لأن التجارب أثبتت أيضا أن تحويل ملكية المشروعات الحكومية من القطاع العام إلى القطاع الخاص، من شأنه تحسين الكفاءة الاقتصادية للمشروع، الذي يسهم في تأكيد عوامل ربحيته، و يؤدي إلى زيادة معدلات النمو، و تحسين مستويات الدخل و إنعاش الاقتصاد القومي، مما ينعكس بدوره على تحقيق مناخ اجتماعي اقتصادي أكثر استقرارا و تحفيزا على الإنتاج.

#### 4.2.1.2.2. توظيف السيولة النقدية اللازمة لخدمة التنمية

يعتبر تخفيض أعباء الموازنة من الأهداف الرئيسية التي تستهدفها سياسة الخصخصة، من خلال توفير مكاسب فورية عن طريق التخلص من صور الدعم المختلفة و الإعانات الاقتصادية التي كانت تقدمها الحكومة للمشروعات و المرافق العامة التي تقتصر إلى الكفاءة. مع إمكانية توفير حصيلة نقدية من السيولة التي قد تحققها من جراء بيع بعض وحدات القطاع العام التي يمكن توظيفها في تحويل البرامج الاستثمارية في مشروعات البنية الأساسية، و كذلك برامج إنشاء مشروعات جديدة، لخلق فرص عمل جديدة مما يتوافق مع أهداف التنمية، و كذلك فإن تخفيض العجز في الموازنة و امتصاص السيولة النقدية التي تؤدي إلى كبح جماح التضخم.

كما أن السيولة النقدية التي سوف تحققها الدولة من بيع هذه الوحدات ستساهم في زيادة قدرة الدولة على خدمة الدين الخارجي، مما يساعد على تصحيح المسار و يدعم الاستقلال الاقتصادي.

لذلك فإن الخصوصية تعتبر أداة فعالة للإصلاح المالي، وتحقيق الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة، و ترفع من ربحيته و من ناتج تشغيل و استغلال هذه الموارد مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي.

### 5.2.1.2.2. تنشيط سوق رأس المال

ترجع أهمية سوق رأس المال إلى الدور الحيوي الذي تقوم به تلك الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تقوم بدور رئيسي في تجميع كافة المدخرات بأشكالها و آجالها المختلفة، و إعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

كما أن عملية تطوير السوق المالي، تتوقف على حجم تداول الأوراق المالية في سوق رأس المال و زيادة الطلب على الاقتراض في سوق النقد من خلال البنوك، و عليه فإن سياسة الخصوصية سوف تتطلب العنان لظهور من أجل ظهورها و الذي يتطلب تجنيد و توفير الأموال الكافية للتمويل باللجوء إلى أسواق المال ( البنوك، و سوق رأس المال) و العلاقة بين الخصوصية و سوق رأس المال علاقة معقدة جدا و مبهمة، و عليه فلا يكتب لبرامج الخصوصية نجاحا و اسعا في البلدان التي لم تقم بتطوير أسواقها المالية وذات الأسهم الصغيرة، للأسباب من بينها صعوبة المؤسسات الحكومية المعروضة للخصوصية أن تبيع أسهمها للمستثمرين المحليين أو الأجانب كما يصعب على المستثمرين أن يتخلوا على أسهمهم بعد أن يشتروها مما يزيد من تخوفهم و ترددهم قبل عملية الشراء.

### 2.2.2. إستراتيجية الخصوصية

يمكن أن تتخذ عملية تطبيق الخصوصية الإستراتيجيات التالية:

#### 1.2.2.2. إستراتيجية التخلي عن بعض القطاعات

نعني بإستراتيجية التخلي عن بعض القطاعات، الانسحاب الكلي أو الجزئي للدولة من نشاط ما، أي أن دور الدولة يتقلص تدريجيا لتخفيف الأعباء عن مشاريع الحكومة.

و تحدث إستراتيجية التخلي عن بعض القطاعات عندما يرى المستهلكون بأن الخدمات التي يقدمها القطاع العام غير كافية لتلبية رغباتهم، و أن القطاع الخاص يستطيع سد هذا الفراغ فيتدخل لتلبية رغبات المواطنين، كما يمكن أن يكون التخلي بشكل آخر عن طريق تعاون بين

الدولة و ممولين خواص، و يحدث هذا عندما يستولي القطاع الخاص على مسؤولية تقديم خدمة معينة لا تستطيع الدولة تحمل أعبائها.

و يمكن لإستراتيجية التخلي أن تظهر في شكل إلغاء التأمين، حيث تكون عملية عدم الاستثمار هي الأكثر استجابة.

### 2.2.2.2. التنظيمات الحكومية المحددة

عندما تكون عملية التخلي على المؤسسات الحكومية في مصلحة القطاع الخاص غير مواتية في الوقت الحاضر، نجد هناك إستراتيجية أخرى متوفرة ، و هي استخدام المزيد من التنظيمات و الأحكام التي تلعب الحكومة دور محدود في تقديم الخدمات، ومن أجل تحديد الأدوار الرئيسية للحكومة و القطاع الخاص، يجب الرجوع إلى البداية، و النظر في جميع أنواع السلع و الخدمات التي يطلبها الناس، ثم دراسة طبيعة التدخل الحكومي من أجل إشباع هذه الرغبات و السبب الداعي إلى تصنيف البضائع بهذا الشكل، و هو أن طبيعة السلع التي تحدد فيما إذا كان سيتم إنتاجها من طرف الحكومة أم لا، و كذلك الشروط التي يجب توفرها من أجل ضمان توفيرها، و يمكن تحديد أنواع السلع إلى سلع خاصة و سلع مشاعة و سلع بالتخليص و سلع بالمستلقة.

### 3.2.2.2. إستراتيجية المنافسة

تعاني المصلحة العامة غياب المنافسة و الخيارات البديلة و إدخال التنافس الذي يحتاج إلى إستراتيجية واعية لإيجاد البدائل و جو من التقبل اتجاه توفير الخيارات عند المستهلكين، فوجود منتج واعد للخدمات سواء كان من القطاع العام أو من القطاع الخاص يؤدي إلى تعرض المستهلك إلى الاستغلال اللانهائي في حالة غياب الخيار والمرونة، وعلى العكس عند وجود خيارات للخدمة العامة مما يوفر المزيد من التأمين، حيث يستطيع المستهلك أن يتحول إلى ممول آخر إذا كانت الخدمات الحكومية غير جيدة ومرتفعة التكاليف وغير متجاوبة مع مطالب المواطنين.

ومن أجل تقديم فرص أحسن لتقنية المنافسة فإن مخطط التعاقد في مجال الخدمات هو الأكثر ملائمة، وهذا لا يعني أن القطاع العام سوف يتخلى عن مسؤوليته، ولكن يجب أن يتحملها وذلك باستخدام الكفاءات المختصة للقطاع الخاص، وأخذ القوة والخبرة منها، ولتحقيق ذلك يجب توفر الشروط لكي تكون مؤسسة عمومية قابلة للخصوصية، ومن بين هذه الشروط معاناة المؤسسة

من أزمات مالية خطيرة وكذلك إذا كان المتعاقد سيوفر الكثير من الأموال دون التقليل من نوعية ومستوى الخدمة، وهناك شروط أخرى.

### 3.2.2. طرق أو تقنيات الخصخصة

يمكن تعريف الخصخصة بأنها عملية تحويل الاقتصاد العام إلى اقتصاد يعتمد على القطاع الخاص بدرجة أساسية وذلك عن طريق بيع الأصول والوحدات الإنتاجية المملوكة كلاً أو جزءاً لقطاع الأعمال العام، وتتم عملية البيع هذه بأساليب عديدة . ومن ضمن شروط نجاح أي برنامج تصحيحي هو وجود تقنيات أو طرق يعتمد عليها في تطبيق هذا البرنامج و الخصخصة، أحد هذه البرامج ، والتي تعتمد بدورها على تقنيات قد تكون في بعض الأحيان معقدة كما أن تنفيذ الخصخصة باستعمال هذه التقنيات بصفة دقيقة وجيدة، قد تتضمن النجاح والسير الحسن لهذا البرنامج.

ولقد تعددت الطرق والأساليب التي أخذت بها مختلف الدول في خصخصة مؤسساتها العمومية واعتمدت كل دولة الطريقة التي تتلاءم مع ظروفها الاقتصادية، ساعية منها إلى زيادة الأهمية النسبية للقطاع الخاص للتوصل إلى حركية دائمة لنمط الإنتاج المتبع، وفيما يلي سوف نقوم بطرح مختلف الأساليب المستعملة في خصخصة القطاع العام.

### 1.3.2.2. إنهاء ملكية الدولة

يقصد بإنهاء ملكية الدولة إنهاء حياة المشروعات ( المملوكة للدولة) التي تتم على أحد الأصول أو الموارد المملوكة للدولة، والتي تكون في صورة مشروع مثل الثروات الطبيعية للدولة من معادن وأراضي.

وتتطلب هذه الإستراتيجية اتخاذ صفات محددة ومباشرة، حيث تقوم الحكومة بإنهاء الملكية مرة واحدة، ويلاحظ أن المشروعات أو الأصول التي سيتم إنهاء ملكيتها، هي إما مشروعات أو أصول مستمرة في العمل والإنتاج، أو ربما تكون مشروعات أو أصول يمكن تصفيتها بسبب مشاكل في العمل والإنتاجية، ويسهل على المرء أن يجد الكثير من المشروعات العامة المتشعبة النشاط، وبعض هذه الأنشطة غير اقتصادي.

و تتم عملية إنهاء ملكية الدولة لمشروعاتها عن طريق رد تلك المشروعات التي كانت في حوزة القطاع الخاص و التي تم تأميمها وذلك إلى أصحابها الأصليين باعتبارهم أقدر على إدارتها، أو باعتبار ذلك رد الحق لأصحابه أو الرجوع في التأميم، وتتبع هذه الإستراتيجية الطرق الثلاثة التالية:

### 1.1.3.2.2. البيع

و تقوم من خلاله الدولة بتقليص الاستثمار العام عن طريق بيعه إلى القطاع الخاص وهناك أربع أساليب للبيع.

### 1.1.1.3.2.2. الطرح (البيع) العام للأسهم

من الناحية التقنية يمكننا القول أن عملية البيع العام للأسهم هي عملية من عمليات البورصة التي يتم القيام بها في السوق الثانوي، بمعنى أن هذه العملية لا تؤدي إلى إصدارات جديدة للأسهم ولكن تقتصر ببساطة على بيع الأسهم التي هي ملك للدولة (والمالك الوحيد) إلى مجموعة من المشترين والخواص ذوي القدرة [49] ص15.

غير أن هذه العملية لها مميزاتا وخصوصياتها بحيث تتطلب تحضير جيد عن طريق الإعلان وتعيين بنك من البنوك لتحقيقها، وعلى إثر ذلك يجب الإشارة إلى مقارنة مهمة في هذا السياق والتي تتمثل في إما بيع الأسهم الموجودة والمملوكة من قبل الدولة أو إصدار أسهم جديدة بغرض رفع رأسمال الاجتماعي للمؤسسة.

وتجدر الملاحظة بأن العرض العام للبيع يتم على أساس سعر محدد و ثابت أو متغير عن طريق بنك من البنوك، ويمكنها أن تطرح هذه الأسهم للمتعاملين الوطنيين والأجانب، و قد تكون محدودة و مقننة، كما قد تكون ممنوحة وبدون قيد.

كما أن العرض العام لبيع الأسهم في الدول ذات اقتصاد السوق تتم عن طريق البورصة وبالتالي فإن المؤسسة حتى تكون مقبولة ومؤهلة لا بد أن تتوفر على بعض المؤشرات المالية والقانونية والتي يتم مراقبتها من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وعليه فإن هذه اللجنة ترفض طرح أو إصدار أسهم هذه المؤسسة للجمهور إذا لم تتوفر على الشروط المذكورة، كما أن هناك شروط لعملية البيع يمكن ذكرها كما يلي:

- ضرورة مشاركة الوسطاء الماليين، وتتم هذه العملية عن طريق الاكتتاب ولكن إمكانيات السوق في جل الحالات لا تكون كافية لعدم وجود سوق مالي نشط، خاصة في الدول النامية و من بينها الجزائر، وفي هذه الحالة تلجأ الحكومات لتنظيم بيع الأسهم حسب الإمكانيات المتوفرة لديهم والتي بإمكانها تنميتها.

وعليه فالشروط الواجب توفرها في عملية البيع للأسهم نذكرها أو نلخصها فيما يلي:

- أن يكون للمؤسسة حجما معيناً مع توفرها في السابق على كفاءات معتبرة و آفاق مستقبلية واعدة.
- أن تكون بحوزة المؤسسة كل المعلومات والبيانات التاريخية والمالية وكذا المعلومات المتعلقة بمديري المؤسسة، والإمكانيات الحقيقية لها لتحديد السيولة اللازمة في السوق التي تنتج عن العرض العام للبيع، كما على الدولة عند إتباع هذا الأسلوب ضرورة تأهيل المؤسسة وجعلها مربحة، وهذا الشرط يسمح بالتوظيف الحسن للأسهم المعروضة في السوق المالي ( إذا كان موجود أو عن طريق الجهاز المصرفي ).
- وكما أشرنا فإن عملية البيع العام للأسهم قد تتعلق بإصدار أسهم جديدة، فإذا كان الأمر كذلك، فيرد هذا الإجراء إلى أحد البنوك للتكفل بها و لا بد يتم الإعلان عن سعر البيع للأسهم قبل فترة محددة جدا من عملية البيع، وبفترة كافية، حتى لا تحدث المضاربة عليها، وعند انتهاء عملية الاكتتاب تتحول المؤسسة إلى ملكية خاصة وتخضع لقانون المؤسسات وتدرج أسهمها في بورصة الأوراق المالية كما يمكن أن تشمل هذه الطريقة على إيجابيات ومزايا ومشاكل وصعوبات يمكن ذكرها على التوالي:

#### - إيجابيات ومزايا عملية البيع (الطرح) العام للأسهم:

تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق اختياراً من قبل الحكومات، وهذا نظراً للمزايا التي توفرها:

- تحقق المساهمة الواسعة من الجمهور، بمعنى أنها تؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية لأفراد المجتمع، وزيادة قاعدة المؤيدين للخصوصية وإقناع المعارضة، خاصة إذا ما كانت قيمة الأسهم المطروحة للبيع في متناول الجميع تسمح بتجسيد الموارد المالية التي سوف توجه لميزانية الدولة، وتعمل على تنشيط وتطوير سوق رأس المال بفعل طرح أسهم هذه المؤسسات.

- عدم احتكار مستثمر أو مجموعة محدودة من المستثمرين للمؤسسات العامة الخاضعة للخصوصية، عن طريق توزيع رأسمال المؤسسة على عدد كبير من الأسهم، وتحديد عدد الأسهم المسموح ببيعها.
- توفر هذه الطريقة على قدر من الشفافية فيما يخص الصفقات المتعلقة بعملية الخصوصية للمؤسسات العمومية.

ويكون هذا الأسلوب أكثر ملائمة في حالة ما إذا كانت هذه المؤسسات ذات حجم كبير، مع وجود سيولة مالية في السوق، وكذلك سوق مال متطور، ويمكن للأجانب شراء الأسهم مع وضع حد أقصى لمليتهم لتفادي كل سيطرة خارجية، كما يمكن طرح جزء من الأسهم في أسواق المال الدولية، في حالة الحاجة الملحة لتمويل خارجي، وهذا الإجراء من شأنه أن يبعث الثقة في المؤسسة نتيجة طرح أسهمها في أسواق مال دولية.

#### - صعوبات عملية البيع ( الطرح ) العام للأسهم:

إن من بين المشاكل والصعوبات التي تواجه عملية البيع أو الطرح العام للأسهم، أنه يعاب عليها الاستجابة لتحقيق الأهداف الاقتصادية، كالكفاءة وزيادة المداخيل (الإيرادات) ، وترقية الاستثمارات الأجنبية، وتحويل التكنولوجيا وخاصة إذا تم توزيع الأسهم على عدد كبير من المستثمرين الذي يؤدي في بعض الأحيان إلى التأثير على اتخاذ بعض القرارات الإستراتيجية المهمة للمؤسسة إذا لم تصل إلى الأغلبية في اتخاذ قرار معين، بالإضافة إلى هذا فإن هناك بعض الصعوبات والمشاكل التي تعترض هذه العملية والتي نلخصها فيما يلي:

#### الحالة الصحية للمؤسسة العمومية:

لا تطرح خصوصية المؤسسات العمومية التي تتمتع بقيمة مالية حسنة وكفاءات حقيقية في التسيير أي إشكال لكن في الواقع لا تدخل معظم المؤسسات العمومية المطروحة للخصوصية وضمن هذا الإطار فالمشكل هو تحديد ومعرفة عمليات التطهير اللازمة، التي تجعل المؤسسة جاهزة لعمليات الخصوصية، وتسهل على الحكومات إجراء عملية البيع، بإتباع خطوتين أو مرحلتين حسب الأهداف المرجوة.

فالخطوة الأولى تتمثل في خصوصية جزئية تبقى الدولة من خلالها المحافضة على الرقابة وإستراتيجية المؤسسة، وفي هذا الإطار تبحث الحكومات من خلال المشتريين الذين بإمكانهم

إعطاء نفس جديد للمؤسسة في مجالات دقيقة كالتسيير والمالية والتكنولوجيا، أما الخطوة الثانية فتتمثل في عمليات الخصخصة، عن طريق البيع العام للأسهم، وبهذا يمكن للمؤسسة دخول المنافسة وطرح أسهمها في السوق المالي.

### المساهمين (المحتملين):

إذا كانت الحكومة تبحث عن المساهمة الواسعة للجمهور من خلال الخصخصة عن طريق البيع للأسهم فإن هذه العملية تتطلب إجراءات صارمة، وهذا تقاديا لوقوع المؤسسة في أيدي المصالح المحدودة.

### تقييم أسعار الأسهم:

إن تقييم المؤسسة المجمع خصوصتها تمثل أمرا سياسيا هاما كون أنه في جميع الحالات تقوم الحكومات على تصفية المؤسسة العمومية وبيعها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي تلقى معارضة شديدة.

### غياب السوق المالي:

في الحقيقة يعتبر غياب السوق المالي عائقا كبيرا للقيام بعملية الخصخصة، كون السوق المالي وسيلة فعالة لسياسة أو عملية الخصخصة.

### سلوك المشترين:

يتعين على السلطات الاقتصادية الأخذ بالحسبان في عملية الخصخصة إمكانيات الادخار لدى المشترين الأقوياء خاصة على المستوى الوطني مع دراسة الميل للاستثمار في هذا البرنامج، وبالتالي معرفة القيود والعراقيل التي من المحتمل مواجهتها، وكذا التخوفات.

### 2.1.1.3.2.2. الطرح الخاص للأسهم

يقصد بالطرح الخاص بيع جزء من الأسهم أو بيع كل رأسمال الاجتماعي للمؤسسة العمومية إلى أحد أو مجموعة من المستثمرين المؤهلين والمعنيين مسبقا، وفقا لهذا المفهوم (الأسلوب) يتم طرح المؤسسة العامة للبيع لصالح مجموعة من المستثمرين أو مؤسسات خاصة، ويتم ذلك من خلال إتباع نظام المزادات أو العطاء، ويمكن أن تأخذ هذه الصيغة عدة أشكال:

- التحصيل المباشر من طرف مؤسسة أخرى خاصة أو مختلطة.
- بيع مجموعة أسهم لمجموعة محددة مسبقا (إجراءات عملية البيع الخاص للأسهم)، يمكن أن يتم البيع وفق عدة طرق، غير أن هناك طريقتين تبدوان أكثر استعمالا وشيوعا وهما:

- الانتقاء المسبق للمرشحين أو المشاركين في عملية المناقصة.
- التفاوض المباشر.

ويفضل الكثير من المستثمرين الذين تتوافر لديهم الموارد المالية، الطرح الخاص على الطرح العام، وذلك لعدة أسباب، من أبرزها عدم وجود التزام نشر المعلومات التي تفرض على المؤسسات التي تطرح أسهمها للتداول العام، وهو ما يضيف سرية على أنشطة المؤسسة، إلى جانب توفير تكاليف نشر تلك المعلومات، يضاف إلى ذلك أن الطرح الخاص يتميز بصغر عدد المساهمين، مما ييسر على الإدارة التي قد يكون من بينها المستثمر اتخاذ القرارات كان يصعب اتخاذها، لو أن الأسهم تطرح للتداول العام، ومن بين تلك القرارات ما يتعلق بإبرام الصفقات بين الملاك بصفته الشخصية وبين المؤسسة كشخصية اعتبارية، وقرارات تحدد مرتبات أعضاء الإدارة وما إلى ذلك [50] ص 02.

وتجدر الملاحظة إلى أن عملية البيع الخاص للأسهم تتطلب تطهير المؤسسات المطروحة للخصوصية مسبقا بمعنى أن الملاك الجدد سيحصلون على الأصول والخصوم الصافية لهذه المؤسسة و تكون عملية، ونشير إلى أن عملية البيع المباشر لأسهم المؤسسة العمومية يمكنها أن تتم بصفة منفردة كما يمكنها أن تتم إلى جانب البيع العام للأسهم، وتستعمل عادة طريقة البيع الخاص، لأنها تمثل أداة مفصلة للاستقطاب وجلب المعرفة والمهارة، وكذا رؤوس الأموال للمؤسسة العمومية التي هي بحاجة ماسة إليها، ويحبذ استعمال هذه الطريقة بالنسبة للجزائر خاصة أمام الوضعية الحالية التي تعيشها في ظل حداثة السوق المالي، بالإضافة إلى صعوبة الحصول على الجمهور الواسع.

كما يمكن ذكر أهم مميزات وإيجابيات عملية البيع الخاص للأسهم في أنها تمكن من معرفة المستثمرين مسبقا، الناتجة عن إمكانيات التقييم والاختيار على أساس الحاجات المستعملة للمؤسسات العمومية المجمع خصوصتها (اقتحام أسواق جديدة لتصريف منتجاتها، التدفق النقدي... الخ).

و من أجل هذا اعتبرت هذه الطريقة الخطوة الأولى للمرور إلى طريقة البيع العام للأسهم لأنها بعبارة أخرى تعمل على توفير العناصر الأساسية التي تنقضى المؤسسة العمومية.

لكن ليس من الضروري خوصصة المؤسسة العمومية بنسبة 100 % للحصول على مساهمة خارجية، ففي بعض الأحيان تستعمل السلطات ما يسمى بأشكال التعويض لتمكن المؤسسات العمومية لديها أصول صافية سالبة من مبادلة أسهم مع متعامل جديد، فهذا الأخير يمكنه أن يوفر الشروط الضرورية لإنجاح المشروع كالتكنولوجيا، الإدارة و التسيير، ومن ضمن الشروط التي تتضمنها هذه الطريقة و المرافقة لعملية البيع الخاص للأسهم هي:

- التطهير المالي للمؤسسة العمومية المجمع خوصصتها.
- الأخذ بعين الاعتبار تسريح العمال و ظروفهم، بإنشاء هيئات كصناديق البطالة.
- نشر و إصدار النصوص التشريعية المحددة لأهداف الحكومة و المصلحة العامة.

اعتماد إجراءات تمنع التعامل الجديد من تفكيك المؤسسة المتحصل عليها أو بيع أصولها، إلا إذا كان نص ذلك من قبل البائع الأصلي.

كما يمكن أن تعاني هذه الطريقة من مشاكل و صعوبات بالرغم من المزايا التي ذكرناها سابقا بخصوص هذه الطريقة، و تبقى مع ذلك موضع انتقادات شديدة كونها لا تتمتع بالشفافية أثناء القيام بها، فضلا على أن سعر التنازل يمثل المشكل الشائك، بمعنى أن هذا الأسلوب يواجه مصاعب في تقييم ممتلكات المؤسسة بسعر السوق، و هذا ما يجبر الدول في جل الحالات إلى تحديد سعر استرشادي لقيمة المؤسسة، حتى لا تواجه بسعر منخفض من قبل المشتري، بالإضافة إلى أنه من عيوب هذه الطريقة أنها تستبعد و تقضي على صغار المستثمرين.

### 3.1.1.3.2.2. الخوصصة من خلال تملك العاملين و أعضاء الإدارة في رأس

#### المال المؤسسة

يعتمد هذا الأسلوب على تحويل المؤسسة العمومية إلى مؤسسة خاصة من خلال تملكها للعاملين فيها (مديرين، مستخدمين)، و عليه ينبغي تقصص مساهمة العاملين من زاويتين مختلفتين:

- مساهمة المسيرين ( الإداريين ) التي تخص مجموعة أو عددا قليل منهم.

- مساهمة المستخدمين التي تخص جميع عمال المؤسسة، و الهدف من هذا هو تحقيق الرقابة الفعلية و التسيير الأفضل من قبل الإطارات المسيرة للمؤسسة المخصصة.

و تتم هذه العملية بمساهمة القرض البنكي، فالعمال يقومون بشراء جزء عام من رأس المال المؤسسات العمومية، و استعمل هذا الأسلوب خاصة في دول أوربا الشرقية ( رومانيا، بولونيا،... الخ ) في برامج خوصصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة (PME).

و تعد هذه الطريقة أحسن اختيار بالنسبة لمؤسسة عمومية غير قابلة للبيع على حالتها خاصة بسبب المشاكل المتعلقة بفائض العمالة فهي تشكل حماية ضد تسريح العمال، لأن التصفية تعد مكلفة جدا بالنسبة للحكومة و للعمال على حد سواء.

تستلزم طريقة البيع للعاملين بعض الشروط الضرورية، كتوفير مجموعة مديرين و مسيرين أكفاء و مؤهلين و مجموعة عمال تتسم بالتجانس و الاستقرار و التحفيز مع توفر وضعية مالية مقبولة و ملائمة حتى تكون إمكانات حقيقية للحصول على رؤوس الأموال من قبل البنوك.

عند عدم قدرة العاملين على شراء أسهم المؤسسة لعدم توفرهم على الموارد المالية الكافية فإن نجاح هذا الأسلوب أو تطبيقه يقتضي أن تتوفر لدى العاملين فرص الحصول على الائتمان من بنك أو من مستثمرين يدخلون كمقترضين أو كضامنين للعمالة، و الجدير بالذكر أنه من الدول الأوائل التي عملت بهذا الأسلوب الولايات المتحدة الأمريكية، و ذلك عام 1956، و قد عرف باسم (ESOP) أي نظام تملك العاملين للأسهم في الشركة.

من مبررات هذا الأسلوب تحويل العاملين إلى طبقة من الملاك يشاركون في المؤسسة التي يعملون بها، الشيء الذي يحفزهم على تحسين الأداء، كما يشجع هذا النظام سوق رأس المال من خلال إصدار أسهم يتم طرحها في البورصة لإدخال مستثمرين مع العمالة، أو من خلال الأسهم التي سيلجأ بعض العاملين لبيعها أو التخلي عليها، بالإضافة إلى إقناع المعارضة من النقابات العمالية بعدم التخوف من فقدان العمال لوظائفهم، و يعد هذا الإجراء بمثابة حل للمؤسسة العمومية كونها تعمل على توفير الأسهم للمديرين، العمال والمستثمرين، و كذا المحافظة على العمالة بتقليل آثار تسريح العمال و تقادي تكلفة الغلق و التصفية.

و من الناحية الاقتصادية و السياسية، عملت " تشيكوسلوفاكيا " و "روسيا" بواسطة هذه الطريقة على توزيع أسهم مؤسسات الدولة على كل الجماهير، مما أدى إلى توسيع المساهمة، لتشمل الطبقة العاملة أو الجمهور بصفة عامة، و هذا ما سمح بديمقراطية ملكية المكتسبات أو الذمة الوطنية.

و رغم الميزات التي ذكرناها، إلا أن هذا الأسلوب لا يخلو من مواجهة صعوبات و التي تتمثل أساسا في كون هؤلاء العمال ليست لديهم الإمكانيات المالية لشرائها، بالإضافة إلى نقص المعلومات المتعلقة بالشراكة و المساهمة، و كذا مشكل توفير التمويل اللازم لإقراض العاملين فضلا على أن هناك من يرجع هذا الأسلوب إلى الأفكار و الأساليب الاشتراكية بين هذا و ذلك يعد تحويل الملكية العامة إلى القطاع الخاص، و ستخضع هذه المؤسسة لآليات السوق.

#### 4.1.1.3.2.2. الخوصصة من خلال بيع الأصول

وفقا لهذا الأسلوب تقوم الدولة بتصفية المؤسسة العامة و بيع أصولها في المزاد العلني أو من خلال عطاءات، كما يمكن للحكومة أن تستخدم هذا الأسلوب للمساهمة في إنشاء مؤسسات، و بالتالي احتفاظها بجزء من الملكية من خلال حصولها على الأسهم في هذه المؤسسة، و باستطاعة الدولة بيع هذه الأسهم في مرحلة ثانية في البورصة، و تعتبر عملية التنازل عن الأصول لمؤسسة معينة الوسيلة الوحيدة في حالة ما إذا كانت المؤسسة عاجزة و تكون قليلة الحظ في إيجاد مشترين محتملين إذا قررت الدولة اقتراحها للبيع، و عليه فإما تقوم الدولة بإلغاء بعض نشاطات المؤسسة أو وحداتها التي تعد السبب الرئيسي الناجم عن عملية العجز أو القيام بالتنازل شيئا فشيئا عن أصول المؤسسة إلى غاية انتهاء نشاطها، لكن قد يحدث أحيانا أن تلجأ إلى هذه الطريقة حتى و إن لم تكن المؤسسة عاجزة، و هذا في حالة الخوصصة الجزئية أو في حالة الإبقاء على نشاط المؤسسة فيتم التخلي عن بعض أصولها.

و تجدر الإشارة أن عملية بيع الأصول تتم على أساس بعض الشروط، و نستطيع القول بأن اللجوء إلى طريقة المزاد العلني تسمح بإعطاء شفافية أكبر و دقة في تحديد الأسعار، أما الانتقاء أو التأهيل المسبق يحدد عدد المشترين أو الراغبين و بالتالي إقصاء البعض الآخر، و عليه ينبغي أن يكون هذا الانتقاء مبني على أسس مهنية واضحة.

يمكن أن تأخذ عملية بيع الأصول عدة أشكال و التي نلخصها فيما يلي:

- التقليل من أنشطة المؤسسات العمومية بدلا من حوصصة جزء من الرأس المال الاجتماعي لها، و يمكن أيضا اللجوء إلى عملية بيع نشاط معين غير فعال، و هذا ما يؤدي إلى تخفيض العبء المالي الذي تعاني منه المؤسسات، و تتم عملية بيع هذا النشاط إما كليا أو أجزاء مستقلة.
- تصفية المؤسسة ببيع أصولها دون بيع خصومها، أو حتى بيع هذه الأخيرة و هذا في حالة ما إذا كانت المؤسسة غير قابلة للخصوصية على حالتها أي أن أصولها الصافية سالبة، و يلجأ عادة إلى هذا الأسلوب في حالة عدم وجود مشتريين للمؤسسة أو بسبب ثقل مديونيتها، أو العكس فقد تكون المؤسسة ناجحة و الدولة تريد التخلص منها لتوفير عوائد مالية ضخمة في وقت قصير يطرح أسهم هذه المؤسسة للبيع و خاصة ما إذا كانت في حالة عجز مالي و تريد تقليل هذا العجز.

و إلى جانب الإيجابيات التي توفرها هذه العملية، إلا أنها لا تخلو من بعض النقائص أو الصعوبات و التي تتمثل في شكل تقييم الأصول، بحيث إذا كانت عوائد بيع هذه الأصول غير كافية لمقابلة المديونيات، فإن الحكومة هي التي تتحمل في النهاية هذا الفرق و هذا ما يؤدي إلى زيادة العجز المالي للدولة.

### 2.1.3.2.2. الهبة

ركزت الطريقة السابقة على إنهاء ملكية الدولة من خلال البيع، و هناك طريقة أخرى لإنهاء ملكية الدولة و ذلك من خلال ما يسمى بالهبة، و هي ما يقرب من تقديم المشروع كهدية إلى أطراف آخرين يمكن أن يهتموا به بصورة أحسن من الدولة، كتقديم المشروع كهبة إلى الموظفين أو الجمهور، أو المديرين، أو خليط من هذه الأطراف.

و لقد قامت الحكومة البريطانية بمنح مؤسسة ( هوفر كرافت ) كهبة للمديرين بها . و من الظروف المحيطة باستخدام الهبة كأسلوب للخصوصية هو استعداد من نوهب إليهم الشركة لأن يتحملوا الديون الرأسمالية للشركة، و كذلك تحمل مشاكل الشركة التي تنجم في بعض الشركات، كالمشاكل الصناعية و العمالية ، و التي تؤدي إلى انخفاض أو تدهور سمعة الشركة و إجمام المشتريين على شراء أسهمها، و لا يكون هناك سبيل آخر سوى تقديم هذه الشركات كهبة للعمال أو للعمال و الإدارة معا فهم القادرين على انتشار أنفسهم من الغرق.

### 3.1.3.2.2. التصفية

يتم إنهاء ملكية الدولة لبعض مشروعاتها بالتصفية، و يتم ذلك حينما تكون هذه المشروعات مفلسة و خاسرة و لا يتوقع أن يتحسن الأمر مستقبلا، و مهمة التصفية هنا لا تعني إعادة التأهيل أو إعادة التنظيم للمشروع، و إنما تعني خروج المشروع من مجال الأعمال، و أنه لا مجال للعودة لنفس العمل مرة أخرى.

و بتصفية أصول الشركة أو المشروع يمكن إعادة النظر في إمكانية استخدامها مرة أخرى و لكن بأسلوب آخر ( تحت ملكية جديدة ، و لإنتاج سلع جديدة ، أو تقديم خدمات جديدة، أو بتنظيم جديد ، أو غيره من الترتيبات ).

و الهدف من وراء التصفية أو اللجوء لعملية التصفية هو عدم وجود مشترين يهتمون بشراء المشروع عن طريق البيع ( طرح الأسهم )، و ذلك باستمرار الخسائر و ضعف الإنتاجية مع وجود توقعات متشائمة حول إمكانية إعادة تنظيم أو هيكلية المشروع بغرض استمرار العمل فيه.

### 2.3.2.2. التفويض

تعني إستراتيجية التفويض قيام الدولة بتوكيل القطاع الخاص بتقديم نفس الخدمة، أو إنتاج نفس السلعة التي كانت تقوم بها الدولة، و هذه الإستراتيجية تتشابه مع إستراتيجية إنهاء ملكية الدولة في أنها تتطلب إجراء مباشر و حاسم من قبل الدولة، و تختلف عنها في أنها تتم بصورة تدريجية، و هذا التحول التدريجي يعني أن الدول تتحكم في نسبة التحول و سرعته، حسب الظروف السياسية و الاقتصادية و الاجتماعية للشركة و للدولة نفسها.

تقوم الدولة بمقتضى التفويض بتوكيل القطاع الخاص بالقيام بجزء أو كل النشاط المتعلق بإنتاج السلع و الخدمات، و لكن تبقى الدولة على حقها في الإشراف و الرقابة و المساءلة للقطاع الخاص فيما تقدمه من نتائج، و بالتالي فإن دور الدولة لا يزال مستمرا. و تتم إستراتيجية التفويض من خلال خمس طرق يمكن ذكرها فيما يأتي:

### 1.2.3.2.2. العقود

يمكن للدولة أو القطاع العام أن يفوض القطاع الخاص في تقديم خدمة أو إنتاج سلعة من خلال تعاقد الطرف الأول مع الطرف الثاني، بهذا الخصوص، و لقد انتشر استخدام هذه

الطريقة في الولايات المتحدة الأمريكية كطريقة مفضلة في التحول من القطاع العام و الحكومي إلى القطاع الخاص.

### 2.2.3.2.2. الامتياز

هو عبارة عن حق تمنحه الحكومة و القطاع العام إلى القطاع الخاص و ذلك في أداء الخدمة أو استغلال موارد و إنتاج سلعة أو بيعها، و هناك شكلين لحق الامتياز، الشكل الأول هو حق الامتياز الخاص باستخدام الموارد الطبيعية للدولة، و الشكل الثاني هو عبارة عن إيجار الشركات الخاصة للممتلكات مالية أو أصول مملوكة ملموسة للدولة أو الحكومة، و من أمثلة ذلك الإيجار لهذه الأصول بدفع قيمتها في مقابل امتياز استخدامها.

كما يمكن اللجوء إلى هذه الطريقة و ذلك للقضاء على مشاكل الروتين و البيروقراطية و عدم الكفاءة من قبل الأجهزة الحكومية أو القطاع العام في أداء الخدمة أو إنتاج السلعة، كما يتم اللجوء إلى نفس الطريقة لإثارة روح المنافسة بين القطاعات، رغبة في رفع الإنتاجية، و لتحسين تقديم الخدمة إلى المستهلك و الجمهور النهائي.

### 3.2.3.2.2. المنح

عادة ما تحجم الدولة عن الاستمرار في أداء نفس النشاط لعملها بفشلها أو لاحتمال تدهور الأداء بواسطة أجهزتها و موظفيها، فتقوم الدولة بتشجيع و تحفيز القطاع الخاص لكي يضطلع بالتنفيذ تحت إشراف الدولة، و يأتي هذا التشجيع و التحفيز من خلال قيام الدولة بإعطاء منحة مالية للقطاع الخاص لأداء الأنشطة.

و تلجأ بعض الدول إلى أسلوب المنح لتحقيق بعض المكاسب الاجتماعية و السياسية، و إن كانت هذه الطريقة لا تؤدي إلى منفعة عامة عالية.

### 4.2.3.2.2. نظام الكوبونات

و تدعى أيضا بالتوزيع المجاني للأسهم. ظهر هذا الشكل الجديد للخصوصية مع سقوط الاشتراكية الشرقية، و ظهور أشكال جديدة للتحول إلى اقتصاد السوق، و قد تم الشروع فيها سنة 1991 من طرف تشيكوسلوفاكيا، و تعمل الدولة في هذا الإطار على إنشاء صناديق الاستثمار

على شكل قسيمات توزع على الجمهور، وكل مواطن له الحق في دفتر يمنح له مجاناً من طرف الدولة.

يستهدف هذا الأسلوب توسيع مشاركة المجتمع في ملكية الأصول المباعية، وفي توزيع صكوك أو أسهم المؤسسة المباعية، ولقد وزعت تشيكوسلوفاكيا ما يتراوح بين 35% و 40% من إجمالي الأصول على الموظفين دون مقابل.

وتجدر الإشارة أن هذا الأسلوب اعتمد كثيراً ما بين سنة 1991 وسنة 1994 في جمهورية التشيك، بحيث يعتبر رمز الخصخصة التشيكية، فقد وزعت أملاك قيمتها 350 أي حوالي 40% من مجموع الأملاك التي استهدفها الخصخصة على الملايين من المواطنين مقابل رمز إداري يقدر بـ 35 دولار، و من بين أسباب اختيار هذا الأسلوب ما يلي:

- السرعة في التنفيذ ( خصخصة حوالي 1700 مؤسسة بهذا الأسلوب).
- إبعاد خطر الرشوة و التواصل.
- تعرف مئات المواطنين على المبادئ الأساسية لسوق رؤوس الأموال و متابعة أسهمهم عن كتب.

غير أنه من الانتقادات الموجهة للتوزيع المجاني للأسهم، أنها تشكل عوائق خاصة بحيث لا تحت الملاك الخواص الجدد للأسهم التي تلقوها بصفة مجانية على المحافظة عليها) إذا كانت قابلة لإعادة بيعها أو التنازل عنها)، أو استعمالها لممارسة حقوقهم على المؤسسة بهدف الاستعمال الأمثل و الفعال للموارد.

### 5.2.3.2.2. الإلزام

تعني هذه الطريقة قيام الدولة بالزام أي منظمة بتقديم خدمات إلى العاملين أو المستهلكين (بصورة قانونية) بدلاً من أن تقوم بها الدولة نفسها و من أمثلة الأنشطة التي ينطبق عليها الإلزام ما يسمى بتأمينات العاملين، مثل تأمين العجز بالإصابة، الحياة و البطالة... الخ.

### 6.2.3.2.2. الإحلال

في هذه الإستراتيجية تقوم الدولة بإحلال القطاع الخاص محلها في أداء النشاط، و يعني هذا أن تقوم الدولة بإعطاء فرصة للقطاع الخاص أن يظهر و ينمو طبيعيا في أنشطة الدولة و الحكومة.

و سعي الحكومة في الخصوصية وفقا لهذه الإستراتيجية هو سعي غير مباشر و غير صريح و بشكل سلبي ( أي فيه تردد اتجاه نشاطها )، و يتم التحول في هذه الظروف بشكل تدريجي و بطيء.

و يعرض الجدول رقم 06 الفروق الأساسية لهذه الإستراتيجيات التي تم التطرق إليها سابقا.

## جدول رقم 06: الإستراتيجيات الثلاث للتحول إلى القطاع الخاص [42] ص 102

الإحلال	التوكيل أو التفويض	إنهاء ملكية الدولة	الإستراتيجية الخصائص
التحول غير المباشر نية الدولة غير واضحة و غير معلنة.	التحول المباشر نية الدولة و سياستها واضحة و معلنة و متجهة نحو التحول.	التحول المباشر نية الدولة و سياستها واضحة و معلنة و متجهة نحو التحول.	مباشر/ غير مباشر
تحول سلبي و الدولة مترددة، فألضغوط تجبرها نحو الخصوصية و لكن رغبتها في السيطرة تمنعها من ذلك.	تحول إيجابي و الدولة تريد أن تمتع عن نشاطها العام بصورة إيجابية.	تحول إيجابي و الدولة تريد أن تمتنع عن نشاطها العام بصورة إيجابية.	إيجابي / سلبي
التحول يتم بصورة تدرجية و حسب الظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية للدولة و الشركات.	التحول يتم بصورة تدرجية و حسب الظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية للدولة و الشركات.	التحول دفعة واحدة اتجاه الخصوصية و بسرعة.	دفعة واحدة/ تدرجي

3.2. جدوى سياسة الخصوصية و صعوبات تطبيقها

لقد تعددت الآراء حول جدوى و فائدة سياسة الخصوصية، و تفاوتت فيما بينها ، فهناك من يحبذ الخصوصية و يعتبرها وسيلة فعالة لتوفير إدارة أكفأ مما يقتصد في استخدام الموارد و تحسين أداء المؤسسات فتزيد بذلك معدلات النمو الاقتصادي، و هناك من يرى أنها غير مجدية من خلال تحديد مختلف الآثار المترتبة عنها.

كما أن سياسة الخصخصة و تطبيقاتها بعد مدة طويلة من سيطرة القطاع العام، تواجه صعوبات و مشكل تحد من تطبيق هذه السياسة.

### 1.3.2. مبررات الدعوة للخصخصة أو الانتقادات الموجهة للقطاع العام

إن المؤيدين لسياسة الخصخصة يمكن تقسيمهم إلى قسمين، فهناك من يرى أنه لا بد من الخصخصة و ذلك عن طريق تحويل جزئي للملكية للتخلص من النفوذ الأجنبي، و أنه من غير الممكن أن تؤدي عملية الخصخصة إلى القضاء على دور الدولة في القطاعات التي يجرى تغيير ملكيتها، و لا بد أن تكون هذه الخصخصة محدودة و لا تشمل القطاعات التي تمس السيادة الوطنية، بالإضافة إلى سيطرة الدولة على المشروعات العامة التي تم بيعها من خلال الإبقاء على إدارتها.

و بالمقابل هناك من يؤيد سياسة الخصخصة، بتحويل كلي للملكية أو إدارة المشروع العام إلى القطاع الخاص، معتمدين في ذلك على مجموعة من الإيجابيات التي يمكن أن تقدمها الخصخصة بدلا من القطاع العام وأهمها:

- إعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام والقطاع الخاص وانسحاب الدولة تدريجيا من بعض النشاطات الاقتصادية، وإفساح المجال أمام المبادرات الخاصة، عن طريق تشجيع الاستثمار الخاص.
- التخفيف من الأعباء المالية التي تتحملها الموازنة العامة نتيجة دعمها للمشروعات العامة الخاسرة، وتكريس مواردها لدعم قطاعات التعليم والبحث العلمي والصحة والاهتمام بالبنية الأساسية والمنشآت الاقتصادية ذات الإستراتيجية.
- تطوير السوق المالية وتنشيطها.
- خلق مناخ الاستثمار المناسب وتشجيع الاستثمار المحلي لاجتذاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.
- اجتذاب رساميل جديدة خارجية وتحفيز الرساميل المحلية وتفعيلها، بالإضافة إلى مختلف الأهداف التي سبق الإشارة إليها.

إن كل الذين يؤيدون الخصخصة بشكليها الجزئي والكلي مقرون بتحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص الذي يحقق نفعاً للاقتصاد، لأنها تتأسس على مبدأ البحث على الربح الذي

يقود المشروعات في بدايته إلى الاستجابة لرغبات المستهلكين وإحداث تقدم تكنولوجي، وفي نهايته يبحث عن أكبر قدر من الفعالية وتخفيض التكاليف.

إن مختلف الاتهامات التي وجهت إلى القطاع العام بانخفاض الربحية وانخفاض الإنتاجية وتعرض بعض مؤسساته ومشاريعه إلى الخسارة والسرقة والمحسوبية، والتنديد بانخفاض الربحية في القطاع العام، يغضون النظر عن الانخفاض العمدي للأسعار في القطاع العام ويتناسون أن التحديد الإداري للأسعار يعتبر حقا مكتسبا للجمهور بحيث تلقى محاولة التخلي عن مقاومة سياسة عنيفة، ولا يقتصر الأمر على أسعار الاستهلاك بل يتعداه إلى مستلزمات قطاع الأعمال، ثم إن ما يساق من مقارنات بين القطاعين وإظهار نتائج انخفاض إنتاجية القطاع العام ليس دليلا عن فشل الإدارة في القطاع العام، إذ ينبغي عند المقارنة إضافة المنافع الاجتماعية لفئات واسعة، وطرح من رصيد الحساب الخاص المضار الاجتماعية المترتبة عن أداء القطاع [51] ص 20.

### 2.3.2. الآراء المعارضة للخصوصية

يعتبر هذا الاتجاه انه لا جدوى من تحويل الملكية العامة مستنديين في ذلك إلى عدة أسباب أهمها:

- إن بعض الخدمات المرتبطة بحياة الإنسان لا بد أن تبقى بيد الدولة.
- إن إطلاق يد القطاع الخاص في إدارة المرافق الحيوية، يكون وفقا لمعايير الربح والخسارة دون أي اعتبار اجتماعي، أو إنساني و وطني.
- إن إلغاء دور الدولة لمصلحة المؤسسات الخاصة يؤدي إلى نسف مبدأ الإصلاح الإداري من خلال بيع القطاع العام بدل من إصلاحه.

أما فيما يخص المؤسسات، فإن انسحاب الدولة منها هو إضعاف لوضعها، خاصة فيما يتعلق بمواجهة أعباء القروض التي تثقل كاهلها.

كما أن المعارضين لسياسة الخصوصية يؤكدون أنها لم تعطي أحسن النتائج حيث أن مختلف النتائج المعطاة لا يمكن إبرازها في إعطاء سوق أحسن فعالية، و إنما لا بد من الأخذ بأمر عدة كالعادلة و الإخلاص للوطن، بالرغم من أن التحول إلى القطاع الخاص شهد في بعض البلدان

بعض المشاكل كالتعسف، و مثال على ذلك تجربة الجامعات الخاصة و المستشفيات التي تكون دائما في خدمة المواطنين و الأغنياء...الخ.

و بالإضافة إلى كل ما سبق ذكره يؤكد المعارضين لسياسة الخصخصة أن حجم ما يتعرض له القطاع العام، من خسائر لا يعني بالضرورة دليلا على نجاح الإدارة في القطاع الخاص و فشلها في القطاع العام، ذلك أن حالات فشل القطاع الخاص لاسيما الوحدات الصغيرة تنتهي سريعا بالإفلاس، و هو ما يخرج معظمها من حسابات المقارنة، و الواقع يشير إلى أن حالات الإفلاس التي يمني بها القطاع الخاص أكبر مما توحى به المقولات التي تعزز إليه ارتفاع الكفاءة، و هذا ليس مقتصرًا على أوضاع الدول النامية كالبلدان العربية، إذ أن الدراسات التي أجريت مؤخرا على هذه الظاهرة في الولايات المتحدة تشير إلى أن نسب الإفلاس تصل حوالي 70% من الوحدات الحديثة الإنشاء السريعة الدوران، إذ أن التناقضات واضحة بين الحاجة المسلمة إلى تكوين رأس المال و بين الخيارات الفردية، و بمقدور سلطة الدولة وحدها تغيير وجهة استثمار المدخرات الوطنية، و في الأخير يخلص معارضي سياسة الخصخصة أن الانتقادات الموجهة إلى القطاع العام بخصوص السرقة و المحسوبية، و هي مسألة تتعلق بالقائمين على إدارة مؤسسات القطاع العام، و هم وحدهم يتحملون عبء هذه النقائص الموجودة في القطاع العام، و العيب فيهم و يمكن تطهير المؤسسة منهم.

### 3.3.2. صعوبات تنفيذ عمليات الخصخصة في ظل أسواق مالية ضعيفة

إن وجود سوق مالية محدودة و ضعيفة لرأس المال، تحد من مقدرة الحكومة في الاختيار و المفاضلة بين الطرق المتعددة و المتنوعة لتنفيذ برامج التخصيص، حيث يتم الاعتماد بصورة رئيسية على نظام البيوع المباشرة لمشروعات التخصيص و لا يكون هناك جدوى من البيوع غير المباشرة بسبب انخفاض الطاقة الإستيعابية لها.

و بالرغم من أن البيوع المباشرة تتميز بمزايا مثل السرعة و السرية التي يمكن أن تتم بها الصفقات و المقدرة الأكبر نسبيا على المفاوضة للحصول على شروط أفضل، إلا أنها في ظل غياب أو ضعف السوق المالية سوف تتضمن تكاليف مرتفعة نسبيا، حيث من المتوقع أن يصاحب تنفيذ برامج الخصخصة في ظل هذا النوع من الأسواق ظهور العديد من المشاكل و الصعوبات التي تتعلق بتحريك الموارد الاقتصادية و القدرة على التسويق و الكفاءة و أخيرا صعوبات تتعلق بالشفافية السياسية، و فيما يلي سوف نقوم بعرض مختلف الصعوبات التي

تواجهها عملية الخوصصة، و سوف أركز على الصعوبات الناجمة عن ضعف السوق المالية باعتبارها موضوع دراستنا.

### 1.3.3.2. صعوبات تتعلق بالقدرة على تحريك الموارد

من الوظائف الرئيسية للأسواق المالية و التي تم ذكرها في الفصل السابق، تحقيق آلية فعالة لتحريك الموارد الاقتصادية من أيدي عدد كبير من صغار المدخرين ( الوحدات الاقتصادية ذات الفائض) إلى أيدي عدد قليل نسبيا من حائزي الأصول الإنتاجية (الوحدات ذات العجز)، وفي ظل غياب أسواق رأس المال فإن القدرة على أداء هذه الوظيفة سوف تكون منخفضة للغاية، وفي مثل هذه الظروف فالمتوقع أن تواجه برنامج التخصيص العديد من المشاكل والصعوبات، تتعلق بضعف القدرة على تحريك الموارد من وحدات الفائض لشراء إصدارات التخصيص ومن أهم هذه المشاكل والصعوبات نذكر:

- ضعف القدرة على تقييم الأصول وإصدارات التخصيص بما يتماشى مع القيمة الحقيقية لها فوجود أسواق لرأس المال متطورة نسبيا سوف يساعد على تقييم أصول وإصدارات المشروعات المدرجة للخوصصة عند مستوى قريب أو يعادل القيمة الحقيقية أو المحورية للأصول، وأي انحراف بين القيم المقدرة والقيم الحقيقية سوف يكون عند حده الأدنى، أما في ظل غياب الأسواق المالية أو ضعف تطورها سوف تتولد العديد من الصعوبات التقييمية والتي تتعلق باختيار أساليب وطرق التقييم الملائمة وتكون بذلك القيم المقدرة للأصول أكبر من قيمتها الحقيقية، وفي هذه الحالة لا يعزم الأفراد على شراء واقتناء أصول وإصدارات التخصيص، وتقتل الحكومة في بيع المشروعات المدرجة للخوصصة ومن ثم فشل هدفها أما في الحالة التي تكون فيها القيم المقدرة للأصول أقل من قيمتها الحقيقية، من المتوقع أن يكون ذلك مرغوبا فيه، إذا كان الانحراف ليس كبيرا لخلق طلب كبير على إصدارات التخصيص وتنفيذ برنامج التخصيص على نطاق واسع ولكن ومن ناحية أخرى فإن المغالاة في الاتجاه النزولي يعني الضياع لجزء كبير من الموارد المالية، كما يمكن أن تحصل عليه الحكومة في وقت هي في أشد الحاجة إليها لمواجهة مشاكلها المالية ومواجهة ومعالجة الخلل المالي في العديد من الشركات والمؤسسات العامة التي يتم تجهيزها للانضمام لبرامج التخصيص.

إن ضعف الآلية الخاصة بتحريك الموارد نتيجة لضعف وعدم تطور أسواق رأس المال، سوف تزيد من تكاليف البحث والتعرف على المستثمرين الذين لديهم الرغبة والقدرة على شراء إصدارات وأصول المشروعات المدرجة في برنامج التخصيص.

- ضعف القدرة على تحريك الموارد الاقتصادية لشراء إصدارات التخصيص بما يساعد على تحقيق المنافسة في الأسواق وتوسيع قاعدة الملكية في المجتمع، ففي الحالات التي يميل فيها توزيع الدخل والثروة إلى الانحراف الشديد، فإن تنفيذ برامج التخصيص من خلال نظام البيوع المباشرة سوف يدعم من تركيز الثروة والملكية في المجتمع لصالح أصحاب الدخل المرتفعة و بالتالي يحقق المزيد من عدم العدالة السائدة في المجتمع، وفي ظل غياب سياسات اقتصادية وتشريعات ملائمة وفعالة فإن الآثار السلبية لتركيز الملكية سوف ينجم عنها سيطرة عدد قليل من المؤسسات الإنتاجية على القوى الإنتاجية في المجتمع، وتسخير القوى الإنتاجية المتاحة، لتحقيق مصالحها الخاصة والتي قد تتعارض مع مصالح المجتمع أي أن تنفيذ برامج التخصيص مع الاعتماد الكامل على نظام البيع المباشر وفي ظل غياب سوق مالية متطورة لرأس المال سوف يحفز على قيام الاحتكار وفي مجال الإنتاج والتوزيع ويتحقق في هذه الحالة ما يتناقض مع الهدف الرئيسي لبرامج التخصيص، والذي يتمثل في خلق القوة التنافسية داخل المجتمع وخلق كذلك الكفاءة وكمثال على ذلك ما حدث في بعض الدول النامية التي لا تملك أسواق مالية متطورة والتي كانت فيها برامج الخصخصة محدودة ومقيدة بسبب عدم القدرة على تحريك الموارد المحلية لشراء إصدارات التخصيص.

اعتمادا على قاعدة عريضة من الأفراد لتقادي الزيادة في تركيز الملكية، وكذا التقليل من المشاركة الأجنبية في برامج الخصخصة، لذا فإن وجود أسواق مالية متطورة لرأس المال في الدول النامية وزيادة قاعدة الملكية من خلال إصدارات التخصيص التي تتم في السوق المالية سوف يساهم في تحقيق الكفاءة داخل الاقتصاد القومي بصفة خاصة وسوف يتحقق استقرار نسبي في الأسعار السائدة في السوق، وتقل حدة المزاحمة إلى الخارج وتتفادى الحكومة احتمالات الانخفاض العارض والمفاجئ في عوائدها المالية.

### 2.3.3.2. صعوبات تتعلق بالقابلية للتداول والكفاءة

إن مختلف المشاكل والصعوبات التي تم التطرق إليها سابقا والتي تتعلق بتحريك الموارد الاقتصادية من الأفراد والمؤسسات لشراء إصدارات الخصخصة، والنتيجة عن صفة الأسواق المالية هي في الواقع تتعلق بالبيع الأولي للأصول والتي تتحقق في السوق الأولي ومن ناحية أخرى فإن وجود أسواق مالية أولية وضعيفة سوف ينعكس بالعديد من الآثار السلبية على السوق الثانوي والتي يمكن إجمالها في انخفاض القدرة على مبادلة إصدارات التخصيص بسهولة والذي ينعكس بدوره على الكفاءة، فوجود سوق مالي ثانوي متطور سوف يسمح بتحقيق الكفاءة في الخصخصة وظهور العديد من الآثار الإيجابية والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

- تحقيق السيولة للأصول المالية المتداولة، والذي يزيد بدوره من قدرة المستثمرين على تقييم الأصول بطريقة دقيقة وأكثر فعالية، وزيادة الأفراد على شراء الأصول المالية بصفة عامة والإصدارات الناتجة عن الخصصة بصفة خاصة.

- إن عملية تداول الأصول المالية عن طريق أوراق ثانوية متطورة سوف يساعد على تقييم أصول الخصصة بطرق أكثر فعالية دون الانخفاض في العوائد المالية الحكومية الناتجة عن عمليات البيع بل وقد يساعد على زيادة العوائد المالية لإصدارات الخصصة نتيجة لزيادة الطلب عليها والناتج عن زيادة السيولة في السوق الثانوي.

- كما أن وجود سوق ثانوي على درجة عالية من التطور والكفاءة سوف يقدم آلية يمكن من خلالها المحافظة على المكاسب الأولية للكفاءة المتوقع الحصول عليها من تنفيذ عملية الخصصة بل ومن المتوقع تدعيم تلك المكاسب بمكاسب مضاعفة على المستوى القومي.

و على سبيل المثال في الدول النامية التي تكون فيها السوق الثانوية ضعيفة، وغير متطورة فإن المزايا السابق الإشارة إليها سوف تكون محدودة إلى درجة قصوى، بل يمكن أن تتحول إيجابيات السوق المتطور السابق الإشارة إليها بالعديد من الآثار السلبية على كفاءة تنفيذ الخصصة على نطاق واسع وبمستوى عالٍ من الأداء.

### 3.3.3.2 صعوبات تتعلق بوضوح أو شفافية السياسة

إن تنفيذ عملية الخصصة من خلال الإصدارات العامة في السوق المالية يستلزم قيام الحكومة بوضع مجموعة من القواعد والإجراءات المنظمة لعملية الإصدار والتي تشكل في مجموعها سياسة عامة تستهدف تحقيق الفعالية والنجاح لبرنامج الخصصة، وهذه السياسة يتعين أن تتسم بعدد من الخصائص منها الشفافية والاتساق والوضوح ولن تتحقق الفعالية لهذه السياسة في ظل أسواق مالية ضعيفة وبدائية لرأس المال.

وفي مثل هذه الظروف فإن تكرار عملية البيع لإصدارات الخصصة من خلال السوق المالية لا يمكن الاعتماد عليه في تنمية وتطوير السوق، حيث أن الأمر يستلزم البحث عن وسائل وأساليب ممكنة والتي يمكن من خلالها تنمية وتطوير سوق رأس المال وزيادة كفاءته وبالتالي تنفيذ برنامج الخصصة بدرجة عالية من الكفاءة ولذلك فإن نجاح عملية الخصصة من خلال الإصدارات العامة يستلزم ما يلي:

- توفر تقارير مستقلة ودقيقة تتعلق بعملية تقييم أصول المؤسسات أو الشركات المستهدف تخصيصها من خلال السوق المالية.

- توفر معلومات كافية ومنشورة من المؤشرات المالية وغير المالية المتعلقة في الشركات المدرجة في برنامج الخصصة، بالإضافة إلى الإعلان عن الالتزامات الفعلية والمحتملة، وكذا تقارير واضحة عن سياستها الفعلية والمحتملة.

- يتعين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المالية التي تعكس المراكز المالية والأرباح المحققة وتوقعاتها في المستقبل بما يساعد على تحديد القيمة العادية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- يتعين على الحكومة أن تقوم بتحديد واضح لسياستها ونواياها اتجاه المستقبل فيما يتعلق بالشركات المدرجة في برامج الخصصة، فبالنسبة للبلدان المتطورة وسعيها منها في تحقيق الشفافية في السياسات المتبعة في أسواقها المالية فإنه يتم وضع مجموعة من الشروط والقواعد المنظمة تلتزم بها أي شركة تقوم بإدراج أسهمها في البورصة والتي تساهم في تحقيق الكفاءة في أسواق رأس المال، وتزيد من مصداقية الحكومة لدى الأفراد وتشجيعهم على تدعيم وتأيد برامج الخصصة القائم، مع وجود سوق مالية متطورة.

في الأخير الخصصة تعني تحويل الممتلكات من الحكومة (القطاع العام) إلى القطاع الخاص مع تقليص دورها وخلق الأسواق، فهي عملية تستهدف تقليص دور القطاع العام مقابل توسيع وتفعيل دور القطاع الخاص، سواء في الأنشطة أو في ملكية الموجودات والأصول.

تعد الخصصة أداة رئيسية وفعالة من أدوات الإصلاح الاقتصادي تعمل على إحياء روح المنافسة، فهي مجموعة من السياسات المتكاملة التي تهدف إلى الاعتماد على آليات السوق مع تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

تحقق الخصصة العديد من المزايا كاستغلال كافة الموارد الإنتاجية المتاحة، وبذلك تشغيل كل الطاقات الكامنة والعاطلة، وبالتالي ينتظر منها إشباع حاجيات الأفراد أكثر مع زيادة الفائض الاقتصادي والتراكم الرأسمالي، وبذلك تحقيق استقرار اقتصادي.

إن من أهداف الخصصة، إعادة هيكلة القطاع العام وتنشيط القطاع الخاص، وتوسيعه وتنشيط سوق رأس المال، وبالتالي فهي تعتبر مؤشرا على أسواق رأس المال من جهة، وتأثر

فيها أسواق رأس المال من جهة أخرى، إذن فهناك تأثيرا متبادلا بين أسواق رأس المال وبرامج الخصخصة والعكس.

لذلك سنقوم بدراسة سبل تطوير سوق رأس المال كأداة من أدوات تطبيق الخصخصة في الفصل اللاحق.

### الفصل 3 استراتيجية تطوير السوق المالية

تحتاج البورصات إلى مناهج و أطر تنظيمية لإدارة التغيير اللازم للوقوف أمام المنافسة في أسواق المال الدولية وتحقيق الأهداف، و لا يمكن أن يتم التغيير والتجديد في أسواق رأس المال على أساس الأسلوب البسيط و فلسفة ردود الأفعال، بل يحتاج إلى سد الفجوة في تلك البورصات عن طريق إحداث برامج فعالة لتطوير الأدوات المالية و تنويع محافظ الاستثمار و تنشيط أسواق السندات، و زيادة الوعي لدى الجمهور في مجالات التداول إلى غير ذلك من أساليب التطوير.

و لقد نهضت بعض الاقتصاديات خلال العقدين السابقين في مجالات تحديث المؤسسات المالية و المصرفية، و علاج التشوهات الاقتصادية من تضخم و عجز في الموازنة العامة و في الميزان التجاري، و كذا تحرير الأسواق و إدخال آليات المنافسة على أساس الأداء الاقتصادي من خلال التوسع في التخصصية، و زيادة العرض من الأوراق المالية، و تحرير التعامل في العملات الدولية، و زيادة التشابكات المالية الدولية من خلال تزايد المصالح المشتركة بين الشركات المتعددة الجنسية و اقتصاديات تلك البلدان.

و مع إعادة ترتيب عناصر البيئة الاقتصادية و المالية المحيطة بأسواق رأس المال تظهر الحاجة الملحة إلى تجديد تلك البورصات و تطويرها، حتى تستطيع أن تتوافق مع التطورات في المؤسسات المالية و الاستثمارية و المصرفية من جهة، و حتى تستطيع التعامل مع البورصات العالمية من جهة أخرى.

و يتضمن هذا الفصل آليات التطوير التنظيمي لأسواق رأس المال و اقتراح إطار عام يمكن أن يساند البورصات في إحداث التغييرات و التجديدات المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة بعيدا عن منهجية التجربة و الخطأ.

### 1.3.1. دوافع التطوير التنظيمي للسوق المالية

إن التطورات العالمية المعاصرة التي بدأت تجتاح العالم مؤخرًا في مختلف الأصعدة الاقتصادية الثقافية والاجتماعية، السياسية، كان لها تأثير على اقتصاديات الدول النامية بصفة عامة وعلى الأسواق المالية بصفة خاصة، مما ألزم هذه البلدان باتجاه إطلاق قوى السوق و تحرير المبادلات التجارية و حركة رؤوس الأموال و المعلومات التقنية و القوى العاملة و تخفيض القيود التشريعية و التنظيمية المتعلقة بالأسواق و انفتاحها على المنافسة الدولية.

و باعتبار تعدد هذه المتغيرات الاقتصادية العالمية، فإننا سوف نركز على ثلاثة متغيرات من خلال تحديد الانعكاسات و الآثار التي يمكن أن تحدثها على الأسواق المالية.

#### 1.1.3. المنظمة العالمية للتجارة و تحرير الخدمات المالية

تتمثل السمات الرئيسية للاقتصاد العالمي في وقتنا الراهن بحركة السلع و الخدمات و رأس المال و المعلومات و الأيدي العاملة عبر الحدود الوطنية و الدولية، وقد ساعد في ذلك التطور التكنولوجي و الزيادة الكبيرة في وسائل الاتصالات، الذي ترتب عليه جعل العالم قرية كونية يسهل فيها معرفة أي شيء و الوصول إليه بتكلفة قليلة و رمزية تكاد لا تقاس بما كان عليه من قبل، و تتمثل هذه السمات بما تدعو إليه المنظمة العالمية للتجارة الذي عجل في إنشاء التحولات المهمة في العلاقات الاقتصادية الدولية و من أهم هذه التحولات:

- انهيار المعسكر الاشتراكي و تدهور أوضاع الاتحاد السوفياتي السابق و تفككه.
- إخفاق مسيرة التنمية في البلدان النامية و تفاقم مشكلات المديونية.
- تطور أزمت الدول الصناعية المتقدمة و رغبتها في توسيع أسواقها الخارجية.
- محدودية الاتفاقيات التجارية التي تمت في إطار الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية و الجات.
- تجدد الفكر الليبرالي بمختلف تياراته و روافده بعد إخفاق جولة لأورغواي عام 1993 الذي تم فيها التوقيع على البيان الختامي في اجتماع مراكش عام 1994 [52] ص 03، و يعد قيام المنظمة العالمية للتجارة واحدا من أهم الأحداث الاقتصادية التي شهدها العالم في منتصف التسعينات و تقوم هذه الأخيرة بتسهيل تنفيذ و إدارة الاتفاقيات المتعددة الأطراف، وكذا إدارة الاتفاقيات الجماعية و تنظيم و المفاوضات بين الدول الأعضاء و الإشراف على جهاز فصل النزاعات و تسوية الخلافات التجارية هذا بالإضافة إلى مراقبة السياسات التجارية و متابعتها،

والتعاون والتنسيق مع صندوق النقد الدولي الذي أوكلت إليه مهمة تحديد النظام النقدي الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير الذي أوكلت إليه مهمة تحرير النظام المالي و دعم مشروعات استثمار و توجيه عمليات التنمية.

إن آثار النظام العالمي الجديد للتجارة الدولية لن يكون مقصورا على الدول الأعضاء في المنظمة بل يمتد إلى دول العالم و ذلك بصفة إيجابية و سلبية.

### 1.1.1.3. الآثار الإيجابية

إن من الآثار الإيجابية للمنظمة العالمية للتجارة تتمثل في زيادة درجة كفاءة و فعالية أسواق المال مستقبلا مع تدرج ظاهرة تحرير الخدمات المالية و انفتاح الأسواق على بعضها البعض مما يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية و بالتالي تصبح حركة هذه الأسواق خاضعة للتفاعل الحر بين الطلب و العرض على الخدمات المالية الأمر الذي يؤدي إلى جذب المستثمرين المحليين و الأجانب، الذي يكون أفضل من تدخل الحكومة في تلك الأسواق و تأثيرها المباشر أو غير المباشر على الأسعار التي تصبح مشوهة و غير حقيقية في كثير من الأحيان، هذا و ترتبط كفاءة و فعالية الأسواق المالية بشكل مباشر على درجة الإفصاح المالي (الشفافية) عن أعمال المؤسسات التي تؤدي خدمات مالية للعملاء و المستثمرين و تتيح الإفصاح من خلال نقاط التجارة بشكل خاص إلى توفير كافة المعلومات حول القوانين و التشريعات و مبادئ الرقابة و التوجيهات الإدارية المتعلقة بالخدمات المالية، وهذه الإحاطة المعلوماتية من شأنها أن تلعب دورا محوريا في مواكبة حركة التقنية المالية و نظم الجودة الشاملة و المتكاملة لارتقاء بنوعية الخدمات المالية في الدول ذات الأسواق المالية الضعيفة و كذلك أدوات و أساليب توفير الخدمات، كما أن تعزيز الإفصاح المالي عن المؤسسات و الخدمات المالية و تعزيز دور الوساطة المالية من خلال زيادة عدد المصارف التي يمكن أن تساهم في عملية الترويج للمشروعات و الفرص الاستثمارية الجديدة و عمليات الصيرفة الاستثمارية و تقديم خدمات الوساطة المالية و الاستثمار في الأوراق المالية و الإقرار في اتفاق الجات بالنسبة لهذه الدول و الخاص بالخدمات المالية لمبدأ عدم التمييز في المعاملة بين الدول الأعضاء و لإقامة التعامل المتعدد الأطراف على أساس معاملة الدولة الأولى بالرعايا ، مع تركيزه على ضرورة إلغاء التقييد و العرافيل الذي من شأنه أن يساهم في تدعيم و تقوية الوجود المالي بالاستناد إلى النواحي التالية :

- أصبح بإمكان المؤسسات المالية تعزيز انتشارها ووجودها في الخارج من خلال إقامة فروع لها أو شركات تابعة لها في أسواق أخرى.
- الحد من السياسات التمييزية و المجحفة التي تطبقها السلطات النقدية والمصرفية في بعض البلدان لا سيما أمريكا و أوربا على فروع بعض المؤسسات المالية العاملة في أراضيها.
- الحد من المضايقات التي تلحق بالمال في الخارج لا سيما تجميد أصول بعض المصارف [53] ص 182-183.

### الآثار السلبية:

يمكن إبراز الآثار السلبية في ظهور مجموعة من المصارف المالية العملاقة التي تتاهز أرقام الميزانية العمومية لواحدة منها مجموع الميزانية الموحدة في القطاع المصرفي في الدول النامية (الضعيفة) التي تتميز بالتبعثر وصغر حجم أسواقها المالية، وبتزايد أعدادها الأمر الذي سوف يضعف مستقبلا قدرة هذه الأسواق على تقديم و تطوير خدماتها متكاملة و شاملة، و كذلك قدرتها على التجديد و استيعاب التقنيات الحديثة المعقدة و كذا قدرتها على التحمل للهزات المصرفية أو التقلبات في الأسواق بالإضافة إلى قدرتها التنافسية في أسواق تشتد فيها كل يوم حدة المنافسة خاصة بعد دخول المؤسسات المالية حلبة الصيرفة المصرفية و المالية و الاستثمارية، التي بدأت باقتطاع جزء متزايد من السوق، فهذه الدول لن تستطيع الوقوف في وجه التكتلات المالية و المصرفية العملاقة في الأسواق الخارجية و ستكون معرفة الخسارة لجزء من حصتها في الأسواق المالية الذي يعود و بصفة رئيسية إلى التقدم التقني الذي تتمتع به تلك التكتلات إضافة إلى الخدمات المصرفية و المالية الحديثة التي ستدخلها إلى الأسواق المحلية و التي لم تستطع بعد المصارف و المؤسسات المالية استيعابها و إدخال خدماتها التقليدية.

أما بالنسبة للآثار السلبية الأخر فيتمثل في التأثير على السياسات النقدية المحلية، لأن دخول فروع المصارف الأجنبية و شركاتها التابعة إلى الأسواق المالية في هذه البلدان و عملها في محيط متحرر من القيود المالية على اختلاف أنواعها و منفتح على الخارج إلى أقصى الحدود قد يكون له أثر سلبي على سياساتها النقدية و الائتمانية التي تنتهجها السلطات النقدية، ذلك أن السياسات الائتمانية و الاستثمارية لهذه الفروع و الشركات هي من وضع المؤسسات المصرفية و المالية الموجودة خارج البلاد والتي تقوم برسم السياسات العامة وفق أهداف بلدانها و ليس البلدان المضيفة، و بهذا جمع الكثير من المصارف من التعامل بنجاح مع متطلبات المستقبل و

أن مواجهة المنافسة على الصعيد المحلي و الإقليمي و تطوير القدرات التقنية و الإدارية يتطلب توفير الموارد المالية لهذه المصارف و اندماج الأصغر و الأضعف بينها و إقامة تحالفات أو اتحادات.

### 2.1.3. التكتلات الاقتصادية الإقليمية

لقد أصبحت ظاهرة التكتلات الإقليمية من المتغيرات البارزة في الحياة الاقتصادية الدولية المعاصرة و يعني الاتحاد أو التكتل الاقتصادي الإقليمي المسار الذي يؤدي بعدة بلدان إلى تكوين مجال جمركي أو اقتصادي موحد.

و يتكون هذا الاتحاد من ثلاث مراحل أساسية قبل الوصول إلى الاتحاد الاقتصادي [54] ص 87.

### 1.2.1.3 منطقة تجارة حرة أو تبادل حر

و تتميز بإلغاء القيود الجمركية و الإدارية على السلع و الخدمات فيما بين الدول الأعضاء في المنطقة الخاصة بالاتحاد .

### 2.2.1.3 الاتحاد الجمركي

و الذي تصبح فيه حركة السلع و الخدمات حرة بين الدول الأعضاء من القيود الجمركية و تطبق هذه الدول تعريف جمركية موحدة اتجاه بقية بلدان العالم.

### 3.2.1.3 السوق المشتركة

إضافة إلى مميزات منطقة التبادل الحر و الاتحاد الجمركي اللذان سبق الإشارة إليهما فلا بد أن يتم إلغاء القيود الجمركية على السلع و الخدمات و رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

### 4.2.1.3 اتحاد أو تكتل اقتصادي

إضافة إلى حركة السلع و الخدمات و حرية انتقال عناصر الإنتاج كالعامل و رأس المال بين الدول الأعضاء، و التعريف الجمركية الموحدة اتجاه العالم الخارجي، و تشمل هذه المرحلة من التكامل تنسيق السياسات الاقتصادية و المالية و النقدية و حتى الاجتماعية، و يمكن ذكر أهم هذه التكتلات الاقتصادية في العالم في الاتحاد الأوربي الذي وصل عدد أعضائه إلى 15 دولة سنة 1995، اتفاقية أمريكا الشمالية للتجارة الحرة (NAFTA) التي تم التوقيع عليها من

طرف الولايات المتحدة الأمريكية و كذا المكسيك سنة 1994، السوق المشتركة لدول أمريكا الجنوبية MERCOSUR التي أنشئت سنة 1991 و التي تضم كل من الأرجنتين الأوروغواي، البرازيل بوليفيا، الشيلي، و تجمع بلدان جنوب شرق آسيا ASEAN الثلاثة إضافة إلى كل من أستراليا نيوزيلندا، اليابان، تايوان، هونغ كونغ، الصين، الشيلي، كوريا الجنوبية، بابوازي توفيل غيني إضافة إلى هذه التكتلات نجد كل من منطقة التجارة الحرة لدول الأمريكيتين AFTA، منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية، اتفاقية شرق آسيا للتعاون الاقتصادي.

### 3.1.3. العولمة المالية و تحرير النشاط الاقتصادي

#### 1.3.1.3. تعريف العولمة

العولمة هي العملية التي من خلالها يتم التدفق الحر للتجارة و رأس المال و المعلومات مع قدرة الأفراد على الانتقال الحر، فهي بذلك ليست ظاهرة جديدة و يعتبر عقد التسعينيات هو عقد العولمة مع التوسع في التجارة الدولية و في السلع و الخدمات و رؤوس الأموال و تبادل الكمبيوتر و الاتصالات السلكية و اللاسلكية و كذا المعلومات بدرجة مذهلة، ولقد احتلت هذه الظاهرة حيزا كبيرا في التطور العالمي على جميع المستويات الاقتصادية، الاجتماعي، الثقافي السياسي، و بالرغم من ذلك فقد اختلف في تحديد مفهوم العولمة، ويمكن إعطاء بعض التعاريف لهذه الأخيرة:

- تعتبر العولمة من و جهة نظر ( هريس ) الاهتمام بصفة عامة بزيادة تدويل الإنتاج، التوزيع و التسويق للسلع و الخدمات، كما تتمثل في التطورات التي لها تأثير عميق على موضوع الاقتصاد ككل و الاقتصاد الدولي بشكل خاص. أما إسماعيل صبري عبد الله فيستخدم مصطلح الكوكبة بدل من العولمة اعتمادا على الكلمة الانجليزية و التي تعني الكرة الأرضية و ليس كلمة العالم، و المقصود هنا GLOBAL و الذي يعني به التدخل الواضح في أمور الاقتصاد و السياسة للدول أو الانتماء لوطن محدد.

- بالنسبة لصندوق النقد الدولي عرف العولمة في تقرير لآفاق الاقتصاد العالمي بأنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم لوسائل من بينها الزيادة في حجم و تنوع المعاملات المتعلقة بالسلع و الخدمات الرأسمالية الدولية من خلال سرعة و مدى انتشار التكنولوجيا، و يضيف بأن هناك اجتماع على أن العولمة هي الأداة الحقيقية الأولى و المعاصرة و الشاملة

لمدى النمو الحقيقي الذي حققته الشركات المتعددة الجنسية من نمو خارق و هي أحدث ظاهرة في الاقتصاد العالمي [55] ص 13.

### 2.3.1.3. خصائص العولمة

تتمتع العولمة بأشكالها على مجموعة من الخصائص يمكن حصرها كما يلي:

- حرية التجارة الخارجية من خلال حرية انتقال السلع و رأس المال والاستثمار و عوامل الإنتاج عبر الحدود دون عائق أو حواجز تعرقل هذه العملية.
- آلية السوق تسعى على اكتساب القدرات التنافسية من خلال الاستفادة بالثروة التكنولوجية و ثروة الاتصالات و المواصلات و المعلومات بشكل يدعم عملية الإنتاج بأقل تكلفة و أحسن جودة.
- تزايد التوجه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل نتيجة ما أسفرت عليه الحقبة الأخيرة من القرن العشرين من تحولات من خلال اتفاقيات تحرير التجارة العالمية و تزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية في ظل وجود الثروة التكنولوجية و المعلوماتية التي جعلت من العالم قرية مترابطة الأجزاء، وقد ترتب على زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل ظهور آثار عديدة تتمثل في زيادة درجة التعرض للصدمات الاقتصادية الوافدة من الخارج و سرعة انتقالها ايجابية كانت أم سلبية، من ركن لآخر من أركان الاقتصاد العالمي مع تزايد أهمية التجارة الدولية كعامل من عوامل تحديد النمو في البلدان المتخلفة و زيادة درجة التنافسية في الاقتصاد العالمي و وجود أنماط جديدة تخص تقسيم العمل الذي أصبح من خلاله كل دولة قادرة على أن تستقبل و بمفردها إنتاج منتج معين يدعم عملية التخصيص.
- تعاضد دور الشركات المتعددة الجنسيات بمختلف أنواعها كالشركات العابرة القوميات و شركات عالمية النشاط من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر و نقل التكنولوجيا.
- الدور الفعال الذي لعبته المؤسسات الاقتصادية العالمية في تعميق العولمة، والتي تتمثل في المنظمة العالمية للتجارة التي تعتبر مؤولة عن إدارة و نظام التجارة، البنك العالمي و صندوق النقد الدولي.
- الاهتمام بالتقدم التكنولوجي من خلال العمل على تحفيز الإبداعات و الابتكار و الاختراعات و تقديم خدمة للاقتصاد في ظل العولمة، و كذا توحيد الأسواق من خلال التكتلات الاقتصادية و الجهوية الذي يشكل دعم حرية انتقال السلع و الخدمات و الأفكار و العمالة، هذا و بالإضافة إلى

تلاشي دور الدولة في مجالات التدخل من خلال السياسة النقدية و المالية و تفعيل دور الاستثمار الأجنبي [56] ص 24-25.

### 3.3.1.3. العولمة المالية

#### 1.3.3.1.3. تعريف العولمة المالية

إن لب العولمة الاقتصادية العولمة المالية التي تشمل على هذه الأخيرة مع عولمة الإنتاج التي يمكن أن تحقق و بدرجة كبيرة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات و تتبلور من خلال اتجاهين اتجاه الأول يتعلق بعولمة التجارة الدولية و الاتجاه الثاني يتعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر و سوف نركز على العولمة المالية التي تعتبر الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي و التحول على ما يسمى بالانفتاح المالي الذي أدى على تكامل و ارتباط الأسواق المالية و إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، و من ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية، بحيث أصبحت أسواق رأس المال العالمية أكثر ارتباطا و تكاملا و يمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما [57] ص 80-81:

- المؤشر الأول خاص بتطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات في الدول الصناعية المتقدمة حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم و السندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا في عام 1996 و إلى ما يزيد عن 200% في فرنسا و إيطاليا و كندا في نفس العام.

- المؤشر الثاني و الخاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فالإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 ترليون دولار أمريكي عام 1995 و هو ما يزيد عن 84 بالمائة من الاحتياطيات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

#### 2.3.3.1.3. أسباب العولمة المالية

لقد تحددت الآراء حول أسباب العولمة المالية فيما يلي:

- تطور سوق السندات الأوروبية التي تعتبر أكثر الأسواق تحررا و ذلك لسهولة الحصول على القرض الطويل الأجل من جانب المقترضين الدوليين، و بذلك استطاعت أن تحقق هذه السوق سيولة كبيرة في أواخر السبعينات و أصبحت جزء لا يتجزأ من عمليات التمويل و العمليات المصرفية الدولية [58] ص 99.

- تطور سوق العملة الأوروبية التي تشمل سوق الأورو دولار و هي سوق العملات التي تتعامل بها خارج حدودها الوطنية التي تشمل سوق الأورو دولار، و لا تخضع للقيود و الضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، مما ساعد على نمو هذه السوق و عجز ميزان المدفوعات الأمريكي في الستينات و ما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى إشباع الشركات المتعددة الجنسيات، كما كان لارتفاع أسعار البترول بعد 1973 في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار [59] ص 199.

- تحرير القطاع المالي و المصرفي بحيث اتجهت العديد من الدول نحو تحرير القطاع المالي فعملت على توسيع تحرك أسعار الفائدة، و خفضت من نسب الاحتياطي القانوني وقللت من تدخل الدول في تخصيص الائتمان و عملت على خصصة البنوك و مؤسسات التأمين و تحرير استخدام و تداول الأدوات المالية المتعددة و المقومة بالعملات الأجنبية، كما تم إلغاء القيود التي تفصل بين الأسواق المالية المحلية و الأسواق العالمية.

- اتساع قاعدة القروض المشتركة الذي يكمن في قيام البنوك بتوفير جزء كبير من القروض من مقترض واحد و بدون زيادة المخاطر الائتمانية الدولية.

- تقدم و تطور وسائل التوقي من المخاطر المختلفة المتمثلة في المشتقات المالية التي يرجع ظهورها إلى عوامل اقتصادية و مالية، التي ساهمت في تحقيق تخصيص أكثر توازنا للموارد، و توزيع المخاطر داخل البلد و تستحوذ وسائل التوقي من المخاطر على جانب كبير من الأهمية خاصة في حالات ارتفاع معدلات التضخم و زيادة حدة التقلبات، بحيث يستطيع كبار المقترضين من البلدان النامية و المؤسسات الكبرى استخدام هذه الأدوات للتخفيض من تكلفة التقلبات في الأسواق العالمية و أسعار صرف العملات المختلفة و من أهم هذه المشتقات توجد الخيارات، العقود المستقبلية و عقود المبادلات، و أدوات مالية أخرى.

- ثروة المعلومات و التطور التكنولوجي اللذان ساعدا على عولمة النشاط المالي و ترابط الأسواق المالية خلال النصف الثاني من السبعينات و الذي أصبح من السهل تحويل المبالغ الضخمة في ثوان محدودة [60] ص 85.

- الخصصة و الدور الذي لعبته في توسيع نطاق العولمة المالية و خاصة في ضوء تزايد عمليات التحرر المالي و الدولي، فهناك علاقة وطيدة بين تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الأسواق المالية و برامج الخصصة الموجودة في هذه الأسواق.

### 4.3.1.3. الآثار الايجابية و السلبية للعولمة المالية على الأسواق المالية

من بين الآثار الايجابية للعولمة المالية على الأسواق المالية نذكر ما يلي:

- المساهمة في رفع مستوى الرفاهية لكل من البلدان النامية و المتقدمة.
- العمل على زيادة المنافسة بين الشركات.
- الرفع من مستوى تعبئة المدخرات المالية.
- العمل على إلغاء القيود المفروضة من طرف الدول النامية على حركة رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل يجعلها أكثر تكاملا مع النظام المالي العالمي.
- المساهمة في تنويع و ابتكار أدوات مالية جديدة ذات تكاليف منخفضة، بشكل يدفع عجلة النمو للمعاملات المالية الخارجية.
- المساهمة في حل مشكلة التمويل الخارجي من خلال حرية تدفق رؤوس الأموال.
- المساهمة في جلب الاستثمار من خلال تخفيض أسعار الفائدة المحلية.
- ولكن بالرغم من المزايا التي يمكن أن تحققها العولمة المالية على الأسواق فإنها لا تخلو من التأثيرات السلبية التي قد تقضي على هذه الأخيرة و اقتصاديات الدول النامية و يمكن حصر هذه السلبيات فيما يلي :
- انخفاض الطلب على العمالة غير الماهرة و زيادة البطالة.
- انخفاض أنماط الحياة للأفراد و توقعاتهم في المستقبل.
- تراجع قدرة السلطات المحلية على التحكم في سياساتها الاقتصادية.
- التأثير بالأزمات المالية و الاقتصادية التي تحدث في الدول الكبرى.
- مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.
- مخاطر التعرض لهجمات المضاربة.
- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية للاستثمار في المحافظ المالية.
- مخاطر دخول الأموال القذرة أو ما يعرف بتبييض الأموال.

و للحد من هذه الظاهرة السلبية يتعين انتهاز مجموعة من الإجراءات لمواجهة تحديات العولمة على الأسواق المالية وهذا ما سوف نتطرق إليه في المبحث الثاني.

### 2.3. مخطط عملي و أفق تنمية السوق المالية

اتخذت العديد من الدول خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات و السياسات الرامية إلى تطوير أسواقها المالية المحلية ، و استهدفت تلك السياسات بشكل أساسي تحسين مناخ الاستثمار و تصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق، بالإضافة إلى استصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة و متشابهة و معمول بها في دول أخرى.

و قد تمثلت تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية و توجيهها للاستفادة من فرص الاستثمار بالأسهم و السندات في كل من القطاع العام و القطاع الخاص، و تسيير عملية التمويل الاستثمار حيث قامت المشاريع الجديدة فضلا عن توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع العريض لتملك و تداول الأسهم بين الجمهور.

### 1.2.3. تنمية الادخار التعاقدى و وسطاء السوق

#### 1.1.2.3. تنمية الادخار التعاقدى

تبين تجربة الدول المتطورة بأن التمويل طويل الأجل يمتلك إمكانية كبيرة في جذب المستثمرين بدلا من بيع أدوات التمويل المباشر للعائلات، و بالرغم من محدودية رأس المال الذي يكون على شكل ادخار فإن أغلبية أو عامية العائلات في البلدان ما زالت تفضل أدوات الادخار المؤسساتي الذي يتمثل في التأمين على الحياة أو مخططات التقاعد و أسهم الصناديق الجماعية للتوظيف أو شركات الاستثمار و ذات رأس مال متغير، و هذا يكمن في كون هذه الأنواع من الأدوات قليلة المخاطر مقارنة بالاستثمار في الأدوات المباشرة كسندات القروض أو الأسهم العادية.

و بالمقابل فإن أغلب المدخرين في الدول التي تعرف بداية انتقالها نحو اقتصاد السوق يتحملون كثيرا عند اللجوء إلى أسلوب التمويل عن طريق الأسواق المالية، و بذلك تستطيع مؤسسات الادخار التعاقدى أن تقدم خدماتها للخواص كأن تقدم للخواص خدماتها كتقديم استشارات في مجال الاستثمار عن طريق بيع أدواتها، زيادة على ذلك و نظرا لقلة المعرفة لأغلبية المدخرين للشؤون المالية، فإن المستثمرين ذوي الخبرة يستطيعون القيام بمهمة ضمان المتابعة المالية للمؤسسات التي استثمرت لديها.

و قد عرفت الكتلة النقدية المتداولة في السوق الموازية ارتفاعا كبيرا و مستمرا، و في نفس الوقت الذي عرف فيه الادخار لدى البنوك نفورا، و ظل معدل الخصم لدى هذه البنوك أقل تكلفة من الادخار خلال الثمانينات إلى غاية رفعه إلى 10% في 1990 بالجزائر، مما أدى إلى تحول تمويل ضريبة البنوك التجارية عن طريق الإصدارات بدلا من جمع الادخارات من العائلات ذوي الدخل المحدودة و التي ليست ذي اهتمام في إيداع أموالها في تلك البنوك.

كما أن عملية تطوير نظام التقاعد الخاص و الممول بالرسملة سوف يجلب اهتمام العديد من موظفي المؤسسات الكبرى و الناجحة، و سيسمح بتسهيل حركة اليد العاملة بين مختلف القطاعات و الوظائف و بقاء الأرباح الصافية غير قابلة للتحويل من موظف لآخر بخلاف النظام الاجتماعي و يمكن لهذا النظام أن يتطور بوجود تحفيزات جبائية و بعرضه من طرف المؤسسات المالية بالتنسيق مع الموظفين.

كما أنه يتم تمويل هذا النظام بالاقتراع من المصدر أي الأجور، و تبقى هذه الأموال مجمدة ولا يمكن لأصحابها استعمالها إلا بعد الوصول إلى سن التقاعد، أو بالتوفر على شروط أخرى قد تطرأ عادة إن وجدت، كما أن الانضمام إلى هذه المخططات للتقاعد على المدى الطويل يتطلب وجود حد أدنى من ثقة الجمهور نحو المؤسسات المالية، و هو ما لم تصل إليه بعض الدول العربية و هذا ما يدفعنا إلى القول أن الزيادة في استقلالية نوعية تسيير المؤسسات المالية العربية تمثل الركيزة الأساسية لتطوير الادخار المؤسساتي على المدى الطويل في هذه البلدان.

و إذا نظرنا إلى الجزائر كبلد من البلدان العربية، فإننا نجد صناعة التأمين على الحياة التي تعرضها الدولة و غير القادرة على تعبئة و جلب الادخار في المدى الطويل، حتى و إذا قارنا مع الدول المجاورة، و هذا راجع أساسا إلى ضعف ثقة الجمهور في مخططات التأمين التي تقوم الدولة باقتراحها باعتبار أن التأمين على الحياة أكثر المنتجات المالية الشخصية رواجاً في العالم كما أن دخول الشركات الأجنبية المتخصصة في التأمين أصبح ضروري لأن هذا الأخير يمكن تطويره بطريقة أسرع بكثير من الشركات المحلية، كما أن الصناديق و شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير يمكنها تمثيل منتج آخر يحل محل إيداع الادخار، لأن أسهم المؤسسات لا تحتوي على مخاطر كبيرة بالنسبة للمدخرين، و توفر مستوى مهم من السيولة.

و لتشجيع هذه الأخيرة لا بد أن تكون أغلبية السندات التي بحوزة شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير قابل للتسديد بطلب من أصحابها و بدون شروط أو قابلية للتفاوض على المدى

القصير جدا، و في المقابل يجب أن يخضع سحب الأموال في الصندوق الجماعي للتوظيف إلى إشعار مسبق، و يمكن فيما بعد و حسب العرض و نوعية الأدوات المالية المتوفرة في السوق أن تقترح صناديق جماعية أخرى أسهم تساهمية على أساس سندات الخزانة على المدى الطويل(أدوات مديونية الشركات)، كما أنه لا بد من الحرص على ضبط و مراقبة مسيري صناديق التوظيف و التشديد على هذه النقطة لتقادي كل التجاوزات الممكن حصولها من طرف هؤلاء المسيرين، ففي أوروبا الشرقية مثلا و عدت بعض الصناديق الجماعية لتوظيف المردودية تصل إلى 25% و هذا ما أثر على سمعة نظام السوق عند الشريحة واسعة من الجمهور، لذا لا بد أن تبدأ المراقبة منذ المراحل الأولى لنشاط الاستثمار أي عند تسليم رخصة العمل، ثم أثناء ممارسة النشاط و تسجيل العمل، و يمكن في هذا الإطار وضع قواعد للمراقبة مثل ضبط مضمون الوسائل الإخبارية أو الإعلان عن سياسات الاستثمار المعلنة للجمهور.

إن التركيز على هذه القضايا مهم جدا عند بدايات الأطوار الأولى للأسواق المالية في الدول خاصة لسوق رأس المال و ما يتضمنه من وسائل و متدخلين جدد، فالخطأ عند البداية قد يكلف الكثير على المدى المتوسط و البعيد و ضمان النجاح يبدأ من الأول.

### 2.1.2.3. تطوير وسطاء السوق

يقتصر امتياز التعامل في الأسواق المالية على المحترفين، بحيث لا تقبل أي فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت هذه الفاتورة صادرة من طرف وسيط معتمد طبقا للقانون، فالعمليات التي تجري في الأسواق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق وسطاء مقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق.

و الوسيط هو أداة اتصال بين العميل و السمسار، يتلقى الأوامر من عند العملاء فيما عدا الأعضاء المنظمين و يتم إبلاغها إلى السماسرة، و الوسيط له أجر ثابت و لا يعمل بصفة دائمة و مستمرة كما هو حال المندوب الرئيسي، كما يمكن أن يقوم بدور صانع السوق و ذلك من خلال ممارسته لمهنته في بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص و يمنع على الوسطاء التعامل بأسمائهم و لحسابهم وفقا للقوانين العامة للبورصات، هذا و إلى جانب أنه مسئول وفقا لتلك القوانين التي اشترطت قبل اختيارهم للعمل في هذا الجهاز المالي الهام.

و الوسطاء لابد أن يكونوا ذوي دراية و كفاءة في شؤون الأوراق المالية، و يقومون بعقد عمليات البيع و الشراء للأوراق المالية في البورصة في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع و المشتري يضمن الوسطاء من ورائها صحة كل عملية.

و يعمل لدى الوسيط أشخاص تابعين له و يعملون لحسابه و تحت مسؤوليته و هم مستخدمون يعملون بأجر و مكلفون بمعاونته في تنفيذ الأوامر المعطاة لهم ( أوامر الشراء و البيع ) و لا يجوز لهم أن يعملوا إلا باسم الوسيط الذي يتبعونه و لحسابه و على مسؤوليته، كما يحضر على الوسيط إفشاء أسرار عملائه أو إعطاء أي معلومة عنهم، هذا و بالإضافة إلى أن انخفاض المعرفة و المعلوماتية قد يمثل عائق أمام تبادلات الأوراق المالية سواء في عملية الإصدار أو التداول و يرجع ذلك أساسا إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال أو بالتوظيف الأمثل من حيث العوائد و المخاطر المالية، لذا فمن الضروري تواجد مجموعة من الوسطاء الماليين ذوي الخبرة و الكفاءة الكبيرة ، تحاول أن توثق بين رغبات العارضين و الطالبين ، و تنفذ الأوامر و تحقق التوظيف الأمثل و العائد الكبير و تقلل من المخاطر المتعلقة بالشركات الأخرى غير السامسة في السوق المالية.

و نظرا للأهمية التي يكتسبها الوسطاء في العمليات البورصية، فقد قامت مجموعة من الأسواق و من بينها الأسواق المالية العربية بوضع تعليمات جديدة تتعلق بأنشطة الوساطة لديها و تهدف إلى المحافظة على الملاءة المالية لشركات الوساطة، باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء تعتبر من أهم مقومات سلامة التداول في السوق، كما تنظم هذه التعليمات نوعية و طبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء، و تحدد مؤهلات للأشخاص العاملين لديها و سلوكهم المهني، و على سبيل المثال فقد تم في بعض البلدان النامية تطوير مهنة الوساطة فبالنسبة لقطر فقد تم تعزيز بعض المعايير المتعلقة بشركات الوساطة المالية، حيث تم التوقيع على اتفاقية مع إحدى شركات تكنولوجيا المعلومات لتزويد شركات الوساطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط تلك الشركات أليا بنظام تداول في السوق، ويمكنهم من متابعة و مراقبة عملياتها بصورة أدق.

كما اشترطت اللائحة الجديدة أن لا يقل رأس المال المدفوع لشركة الوساطة عن 5 مليون ريال قطري بدلا من 2 مليون ريال سابقا، و في الأردن أقرت كذلك هيئة الأوراق المالية تعليمات حول التمويل على الهامش حيث تم وضع عدد من الشروط الواجبة على الوسيط

تحقيقها بمنحه رخصة ممارسة لهذا النوع من النشاط، ومنها ألا يقل رأس ماله عن مليون دينار، بالإضافة إلى تمتعه بإمكانيات فنية وكوادر بشرية مؤهلة، ولقد حددت الشروط متفق التمويل على الهامش بثلاث أضعاف صافي حقوق الملكية للوسيط المعني وقامت مؤسسة نقد البحرين بمنح ترخيص لشركة كويتية لتقديم خدمات الوساطة بين سوق البحرين للأوراق المالية والأسواق الخليجية والدولية.

وعلى الرغم من أن كل الوسطاء يقومون بنفس الوظيفة الأساسية وهي قبول الأوراق المالية من المقترضين وإصدار أوراق مالية ثانوية إلى المقترضين أو المدخرين، إلا أنهم ليسوا متشابهين ويمكن تقسيمهم إلى مجموعات حسب الصفة الغالبة على أنشطتهم وهي كالآتي:

### 1.2.1.2.3. الوسطاء الذين يقومون بتلقي الودائع

إن معظم الأوراق المالية الثانوية التي تصدر هي مصدر للقروض التي يقدمها هذا النوع من الوسطاء والتي تأتي من الودائع سواء من عند الأفراد أو المشروعات التجارية أو الصناعية أو الحكومية، وكمثال لهذا النوع من الوسطاء البنوك التي هي أحد مكونات سوق المال، وتعتبر من أهم الوسطاء الماليين ائتمانية، فهي تعتبر من أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة بالإضافة إلى منح القروض إلى من هم بحاجة إليها وذلك بمعدلات فائدة أكبر من المعدلات التي تمنح لأصحاب الودائع.

### 2.2.1.2.3. الوسطاء التعاقديين

ويدخل هذا النوع من الوسطاء في تعاقد مع عملائهم بغرض الادخار لتوفير الحماية ضد الخسائر المحتملة سواء في ممتلكاتهم أو حياتهم، وتعتبر شركات التأمين وبفضل الخدمات التي تقدمها من أهم الوسطاء الماليين، كما أن نشاط هذا النوع من الوسطاء قد اتسع في السنوات الأخيرة، فهي تقوم بعملية شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها ولحساب زبائنها وكذا عملية الإرشاد في التوظيف ومختلف العمليات المتعلقة بالتغطية.

### 3.2.1.2.3. وسطاء أو مؤسسات مالية أخرى

بالإضافة إلى مجمل الوسطاء التي تم التطرق إليهم سابقاً، فهناك نوعاً آخر من الوسطاء وهما شركات التمويل وشركات الاستثمار.

### 1.3.2.1.2.3. شركات التمويل

تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال بيع أوراق تجارية وإصدار أسهم وسندات وتقوم كذلك بتقديم قروض إلى المستهلكين الذين يشترون أثاث أو سلع معمرة أو إدخال تحسينات على مساكنهم بالإضافة إلى تقديم قروض إلى مؤسسات الأعمال الصغيرة وبعض شركات التمويل التي تنظم بواسطة الشركة الأم التي تتبعها شركة التمويل.

### 2.3.2.1.2.3. شركات الاستثمار

تزايد صعوبة الاكتتاب كلما كان حجم المشروع كبيراً أو كانت السوق في بدايتها وشركات الاستثمار هـ  
 هي عبارة عن شركات تتلقى الأموال من المستثمرين في مختلف الفئات وتقوم باستثمارها في مختلف الفئات في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ويتحدد نصيب كل مستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، كما لا يحق للمستثمر أن يختار ملكية أوراق معينة داخل التشكيلة فحقه يتمثل في الحصول على أسهم وشهادات دالة على ذلك [61] ص 564، وبهذا المفهوم تختلف شركات الاستثمار عن الشركات التي تم ذكرها من قبل ألا وهي شركات التمويل.

وهناك فرق بين الشركات القابضة للاستثمار وشركات الاستثمار، فيقصد بالنوع الأول الشركات التي تهدف إلى السيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها أموالها وذلك من خلال امتلاك حصة كبيرة من الأسهم العادية للمنشأة المعنية، أما النوع الثاني والذي نحن بصدد دراسته يقوم باستثمار أمواله في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية بهدف تحقيق العائد دون تعريض المستثمر للمخاطرة الكبيرة ويمكن تصنيف شركات الاستثمار إلى ثلاث مجموعات وهي شركات الشهادة الاسمية، وودائع وحدة الاستثمار وشركات الاستثمار المدار، ونظراً لندرة شهادات القيمة الاسمية، سوف نركز على نوعين اثنين فقط.

### - وودائع وحدة الاستثمار [62]:

وهي نوع من شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية وهذه التشكيلة لا يطرأ عليها أي تغيير إلا نادراً حتى تاريخ انقضاء الشركة، كما يتكون هذا النوع بواسطة كفيل غالباً ما يكون بيت السمسرة، يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية ويودعها لدى الأمين عادة تكون بنوك تجارية، الذي يقوم بدوره بإصدار شهادات قابلة للاسترداد تباع للجمهور كما

تعطي الشهادة لحاملها الحق في الحصول على فوائد السندات إضافة إلى حقه في استرداد المبلغ المستثمر عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة مع سداد الفوائد.

أما بالنسبة إلى للشكل القانوني لها فهو في حقيقته إتحاد وليس شركة طالما لا يبذل الكفيل أو المؤتمن مجهود يذكر لذا فإن ما يتم بيعه يطلق عليه وحدة وليس سهما عاديا هذا و بإضافة إلى أن العائد قد لا يتحقق بالفعل إلا في تاريخ الاستحقاق، الذي يكون لاحقا لتاريخ تقديم الإقرار أما كيفية حساب العائد فتتم باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي التي عادة ما تعرض له مؤلفات الإدارة المالية، حيث يتمثل الاستثمار المبدئي في القيمة المدفوعة لشراء الإيصال أما التدفقات النقدية المستقبلية فتتمثل في سوق يحصل عليه المستثمر في تاريخ استحقاق أي القيمة المدونة على الإيصال أو الشهادة.

و هناك ميزتان أساسيتين لودائع وحدة الاستثمار أولهما أن المستثمر لا يتكبد عادة تكاليف للإدارة إذ لا يوجد أصل عبي إداري يذكر، أما الميزة الثانية فإنها تتيح لبئب السمسرة جذب صغار المستثمرين الذين لا تكفي مواردهم المالية للاستثمار المباشر في السندات، أما الميزة الأخرى فهي وجود سوق ثانوي يتيح للمستثمر التخلص من حصته في أي وقت دون انتظار لتاريخ الاستحقاق، و قد يتم ذلك من خلال الأمين أو من خلال الكفيل لبئب السمسرة، كما أنه و نظرا لعدم وجود التزامات على وحدة الاستثمار، فإن القيمة الصافية التي تباع بها الوحدة يتم حسابها مباشرة بقسمة القيمة السوقية للسندات المكونة للتشكيلة.

### - شركات الاستثمار المدار:

يطلق هذا النوع من شركات الإدارة أو الشركات المدارة، و يقصد بها الشركات التي تلعب فيها إدارة الشركة دورا هاما و بارزا في إدارة التشكيلة ( الأوراق المالية ) وذلك تمييزا لها عن ودائع وحدة الاستثمار التي لا يلعب فيها الكفيل أو الأمين دورا في هذا الشأن، كما يمكن أن تكون تكاليف بناء التشكيلة و إدارتها أعلى في حالة شركات الاستثمار، و على الرغم من ارتفاع تلك التكاليف إلا أنه معظم المستثمرين يعتقدون أن مزايا الإدارة المستثمرة للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة، هذا و يمكن تقسيم هذا النوع من الشركات إلى:

### شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

يشكل هذا النوع صناديق استثمار يطلق عليها بصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة التي يخول لها الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور و لديها نفس الإجراءات هذا بالإضافة إلى أن هذا النوع من الشركات لا تبدي استعدادها لإعادة الشراء أسهمها إذا رغب حاملها في التخلص منها فالطريق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الأسهم أو من يرغب في شراء أسهمها أن يصدر أمرا إلى السمسار الذي يتعامل معه و الذي يقوم بدوره بتنفيذ الأوامر إما في السوق المنظمة التي يتم التداول فيها تلك الأسهم أو في السوق غير المنظمة.

### شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

يدير هذا النوع عدد من صناديق الاستثمار يطلق عليها بالصناديق المشتركة وقد جاءت فكرة النهاية المفتوحة أن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد كما لا يجوز للشركة إصدار وبيع المزيد من الأسهم العادية، إن كان يجوز لها إصدار السندات على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة التي تم الإشارة إليها كما أنه لا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد وتقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق إصداره من أسهم أو إصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين وهو ما تسعى إليه الإدارة طالما أن ما تحصل عليه من أتعاب يحسب على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق.

ونظرا للدور الذي تؤديه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب وظروف المستثمرين المحليين وخاصة التوزيع التي تتسم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار فإنه تبدو الحاجة ملحة إلى هذا النوع الذي يساهم في تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بالأسواق المالية وكذا المستثمرين محدودي الموارد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية.

كما أن شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة تؤدي دورين منفصلين في هذا الصدد، فهذه الشركات تبني تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق بما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كذلك فإن أسهم الشركة ذاتها على عكس أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة تعرض للتداول العام، بما يعني إضافة المزيد من الأوراق المتداولة في السوق المالية وهذا لا

يعني تفضيل للشركات ذات النهاية المغلقة على الشركات ذات النهاية المفتوحة، فهذه الأخيرة تتيح للمستثمر فرص وظروف استثمارية أكثر جاذبية وهو ما ينعكس إيجابيا على نشاط السوق.

وأخيرا يمكن الإشارة بأن حسن أداء الوسطاء ينعكس بدوره على حسن أداء السوق المالية والاقتصاد ككل، فدخل هؤلاء الوسطاء الذين تم الإشارة إليهم في بنوك وشركات تأمين وصناديق استثمار وصناديق معاشات ... الخ، إلى الأسواق المالية لشراء الأوراق المالية إنما يعني تنشيط هذه الأسواق ومساعدتها على القيام بدور الوساطة الذي يكمن في تعبئة مدخرات المجتمع وتوجيهها إلى فرص استثمارية أكثر إنتاجية، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين أداء الاقتصاد القومي ورفع مستوى المعيشة للأفراد، ومع ذلك يمكن الإشارة إلى أن مجرد وجود وسطاء ماليين لا يؤدي بالضرورة إلى النتائج السالفة الذكر، فالوصول إلى هذه النتائج يتطلب وجود وسطاء ماليين ذوي كوادرات إدارية وفنية على مستوى عال من الكفاءة والتفهم الواعي للأهمية وحساسية الدور المنوط بهم، هذا بالإضافة إلى ضرورة وجود رقابة، تمكنها من ضبط أداء هذه المؤسسات في تحقيق الفرص من وجودها فوجود الرقابة يجعل هذه المؤسسات المالية تتحرف عن الاتجاه الصحيح بما يعرضها للتدهور والفسل والخطورة تكمن في أن هذا التدهور والفسل لا ينحصر داخل هذه المؤسسات المالية فقط بل يمتد ليشمل باقي قطاعات الاقتصاد القومي بما فيها القطاعات المالية وغير المالية.

### 2.2.3. خلق أدوات مالية جديدة وتطوير القوانين و التشريعات:

#### 1.2.2.3. خلق أدوات مالية جديدة

يرتبط تنشيط السوق المالية بصورة رئيسية بتعدد وتنوع الأوراق المالية كما أن عملية تنمية وتطوير هذه الأخيرة من شأنه أن يتيح للمستثمر فرصة المفاضلة واختيار الأداة التي تناسبه، وإذا ما نجحت الأسواق المالية في هذا المضمار فإنها تكون قد خطت الخطوة الصحيحة، فالمستثمر هو عصب السوق المالية، وبدونه لا يمكن أن يكون محل لهذه الأسواق كما أن جذب المزيد من المستثمرين من خلال تقديم تشكيلة ملائمة من أدوات الاستثمار أمر من شأنه أن يخلق حركة نشطة في الأسواق المالية بما يمكن المنشآت والحكومة من الحصول وبسهولة على احتياجاتها في التمويل اللازم للاستثمار وبتكلفة منخفضة وهذا بدوره سوف يسهم في تحقيق النمو الاقتصادي ولهذا سوف نقوم بمجموعة من المقترحات التي يمكن أن تحقق تنمية أدوات الاستثمار المتمثلة في الأسهم والسندات بالإضافة إلى خلق أوراق مالية جديدة أخرى.

### 1.1.2.2.3. مقترحات بشأن الأسهم العادية

تأتي الأسهم العادية وكما تم التطرق إليها سابقا في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق المالية لهذا يجب الأخذ بالأسهم العادية المضمونة والأسهم ذات التوزيعات المخصصة اللذان من شأنهما أن يثيرا حركة التعامل في الأسواق المالية، بالإضافة إلى الحصص الصغيرة التي يمكن أن يملكها المستثمر و التي تمثل جزء من محفظته مكونة من تشكيلة الأسهم، و أخيرا الأسهم المشتقة و الأسهم مقابل توزيعات اللذان من شأنهما أن يؤديا إلى تحقيق سيولة لسوق رأس المال.

### 1.1.1.2.2.3. الأسهم العادية المضمونة

تبدو جاذبية هذا النوع من الأسهم للمستثمرين المترددين في التعامل في الأسواق المالية و في مقدمتهم المستثمرين الذين تفتح لديهم السوق المالية لأول مرة، لأن هذا النوع و كما تم الإشارة إليه سابقا تتيح لحاملها المزيد من الأرباح الرأسمالية كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم و بالنسبة للخسائر المترتبة عنها فعادة تكون محدودة و غالبا معدومة، هذا و بالإضافة إلى الحماية التي من شأنها أن تشجع على تأسيس المزيد من البنوك و خلق المنافسة بينهم و خلق تكلفة الإصدار التي يكون لها أثر على كفاءة السوق التي سوف تطرق إليها لاحقا.

### 2.1.1.2.2.3. الأسهم ذات التوزيعات المخصصة

يستخدم هذا النوع من الأسهم كأساس لتنفيذ إستراتيجية الحكومة للتخلص من ملكيتها لمنشآت القطاع العام، و ذلك بنقل ملكيتها كاملة للعاملين بها، و هذا من شأنه زيادة عدد المستثمرين في الأوراق المالية مما يمثل عملية إضافة إلى كفاءة السوق المالية، و لكن و رغم ملائمة الفكرة للدول التي تريد التخلص من القطاع العام، إلا أنه يوجد بعض من المحاذير في مقدمتها أن نجاح هذا النوع يعتمد على نجاح و ربحية المنشأة حتى يمكن استخدام نصيب العاملين من توزيعات الأسهم التي يمتلكونها في سداد الأموال المقترضة التي استخدمت في شراء الأسهم، بالإضافة إلى ضرورة وجود مؤسسة مالية قادرة على تقديم قروض لتمويل خطة تحويل الملكية، بالإضافة إلى وجود تشريع يعفي هذه المنشآت من سداد الضرائب لعدد

### 3.1.1.2.2.3. حصة في محفظة الأسهم

إن من وسائل تخفيض المخاطر و تنويع المحفظة المالية و توزيعها على مجموعة من الأسهم بدلا من توجيهها إلى سهم واحد و في معظم الدول التي تعاني من ضعف في أسواقه

من السنوات المالية، و كما تم الإشارة إليه سابقا لابد من وجود شركات استثمار تسهم في مواجهة موجات الكساد بأقل قدر من التعرض للمخاطر، هذا و بالإضافة إلى أن الأسهم المضمونة من شأنها أن تؤدي إلى ضمان التصريف الكامل للإصدار، و هذا يعني توفير الموارد المالية التي خططت المنشأة لتدبيرها.

### 2.1.2.2.3. مقترحات بشأن السندات

في السنوات الأولى من عمر أي سوق مالي يكون توجه المستثمرين نحو الاستثمار في السندات أكثر من توجههم نحو الاستثمار في الأسهم، و ذلك لأن في بداية انفتاح تلك الأسواق تتعدد الممارسات غير الأخلاقية التي يمكن أن تلحق الضرر بالمستثمرين في الأسهم. أما بالنسبة للذين يستثمرون في السندات فهم غير ذلك لأن لهم قيمة اسمية و عائد محدد لا يمكن للمنشأة تأجيل أو الامتناع عن سدادها، هذا و بالإضافة إلى أنه عند التصفية يكون لحملة السندات الأولوية في استرداد مستحقاتهم، و بذلك فالسندات يمكن أن يكون لها أهمية تفوق أهمية الأسهم في خلق حركة نشطة داخل الأسواق المالية، و لكي تلعب السندات هذا الدور ينبغي أن تتميز بالتنوع و الملائمة خاصة لصغار المستثمرين، و لهذا يجب إصدار تشكيلة من السندات يمكن أن تلقى قبول من المستثمرين مهما تباينت رغباتهم ، مثل السندات التي تصدرها منشآت الأعمال و السندات التي تصدرها الحكومة، و نركز على أدوات الخزينة و سندات الادخار التي لا بد أن يكون لحاملها الحق في استرداد قيمتها متى شاء، كما لا بد على الشركات و بنوك الاستثمار بناء تشكيلات من السندات الحكومية، و لا بد أن تكون الحصة صغيرة حتى تقوم بجذب كافة المستثمرين مهما تفاوتت الموارد المالية المتاحة لأي منهم.

### 3.1.2.2.3. مقترحات بشأن أوراق مالية أخرى

في مقدمة الأوراق المالية الأخرى الاختيار، حيث يوجد نوعين منهم و هما اختيار الشراء و اختيار البيع، و يعطي اختيار الشراء لحامله الحق في شراء (بيع) عدد من أسهم منشأة معينة خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مقدما، و لاختيار استخدامين هما المضاربة و التغطية ضد المخاطر (تغير الأسعار)، و استخدام هذا النوع من شأنه أن يشجع المستثمرين على التعامل في السوق المالية، هذا و إلى جانب الاختيار هناك صكوك الشراء اللاحق للأسهم المنشأة التي من شأنها تسيير للمنشأة تسويق إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة أو السندات، كما من شأنها أن توفر للمنشأة الموارد المالية المطلوبة في الوقت التي تريده، هذا بالإضافة إلى سن تشريعات تسمح للبنوك التجارية أن تمنح قروضا للمستثمرين أو المنشآت التجارية التي تباع بالتقسيم أن

تصدر سندات في مقابل تلك الأرصدة الدائنة، و هذا ما يطلق عليها بالأوراق المالية المحلقة ، و هذه المقترحات بشأن أدوات الاستثمار من شأنه أن يجعل السوق المالية أداة لجذب المستثمرين مهما صغرت أو كبرت مواردهم المالية، كما أن من شأنه أن يبسر مهمة منشآت الأعمال و الحكومة في الحصول على ما تحتاجه من موارد لتمويل استثماراته، و هو ما ينعكس بدوره على النمو الاقتصادي في الدولة، إلى جانب أن التتويج في الأدوات الاستثمارية يتيح الفرصة لتنفيذ اقتراحات استثمارية و تحقق الازدهار الاقتصادي للدولة.

### 2.2.2.3. تطوير القوانين (التشريعات)

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من العالم، يعتمد على توفير هذه البلدان الرعاية لهذه السوق، كما أن وضع التشريعات و التنظيمات الأساسية قد يشكل عائقا لها، و يمكن ذكر هذه المعوقات التشريعية كما يلي:

- وجود بعض التشريعات التي تحد من التعاون و الارتباط الفعلي بنصه على الكثير من القواعد و الضوابط لتداول الأوراق المالية في البورصات المحلية.
  - وجود قواعد و نظم خاصة بالإدراج و التداول في كل بورصة لا تتلاءم مع القواعد و النظم الخاصة في البورصات الأخرى، و بالتالي انعدام التجانس أو الحد الأدنى الذي يسمح بتبادل إدراج لشركات بسهولة ويسر.
  - قصور التشريعات الاقتصادية المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات و ذلك داخل البلد الواحد.
  - وجود تشريعات ليست بالجديدة التي تنظم تأسيس الشركات المساهمة العامة مما يستدعي إدخال تعديلات مختلفة عليها و إيجاد قواعد غير متجانسة مع التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية.
  - قصور التشريعات على أدوات استثمارية محدودة أو على جنسية معينة دون الأخرى.
  - افتقار العديد من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة أو صريحة منظمة للشفافية السوقية ( الإفصاح المالي للشركات في الأوراق المالية و عدم التقيد بقواعد للتدقيق المحاسبي المتعارف عليه).
- أما فيما يخص الأطر القانونية و التنظيمية التي خضعت إلى التعديلات و الإصلاحات و التي استهدفت من ورائها تحسين البنية التشريعية و التنظيمية للأسواق المالية، و التي سوف تحقق من الكفاءة و الشفافية و الوضوح و سلامة و عدالة التعامل في هذه الأسواق، و في هذا و

على سبيل المثال اعتمدت سوق الدوحة للأوراق المالية عام 2003 لائحة داخلية جديدة للسوق تتضمن تعديلات شاملة و إضافات جديدة تغطي مختلف جوانب العمل في السوق و يأتي هذا انسجاما مع التطورات و المستجدات التي شهدتها السوق المالية في هذا البلد في المجالات المختلفة، و سعيا للتوفيق مع المعايير الدولية، و في مجال الشفافية و الإفصاح و التنوع في أدوات الأوراق المالية تم كذلك في مصر إعداد لائحة خاصة بصندوق حماية المستثمرين ضد مخاطر إفلاس شركات الوساطة و خيانة الأمانة و سرقة الأوراق المالية و تحويل البورصة إلى بورصة ذاتية التنظيم هذا و بالإضافة إلى موافقة الهيئة على إعداد صيغة لعقد نموذجي بين المستثمر و شركة السمسرة لضمان حقوق الطرفين مع إعداد صيغة نهائية لمشروع القانون الموحد لتأسيس الشركات الذي يهدف إلى تحسين البيئة التشريعية و مناخ الاستثمار حيث قامت اللجنة المكلفة بإعداد هذا المشروع بالعمل على توحيد الإطار التشريعي الذي ينظم إجراءات التأسيس و الإدارة و التصفية للشركات العاملة بهذا إلى جانب فروع و مكاتب التمثيل للشركات الأجنبية مع مراعاة أن يضم المشروع لأول مرة في التشريع شركات الأشخاص و الأموال معا بعد أن كان متفرقا بين تشريعات عدة.

و في السعودية تم إقرار مشروع نظام سوق للأسهم الذي بموجبه إنشاء هيئة سوق المال، و هي جهة الأشراف على السوق، و شركة سوق المال لإدارة السوق و هي مستقلة عن الهيئة، و هذا كله سوف يسهم في تسهيل عملية إدراج الشركات و تحسين بيئة الاستثمار في الأوراق المالية و يزيد من شفافية السوق، و يمكن للسوق من جذب المستثمرين الأجانب كون هذا النظام يعطي مرونة أكبر حيال الاستثمار الأجنبي.

و بذكر الدول العربية، و في إطار تطوير القوانين فقد قامت الهيئة العامة لسوق المال بعمان بإدخال مجموعة من التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون السوق المالي بهدف تنظيم نشاط الشركات و إرساء القواعد المهنية المناسبة، و في دولة الإمارات قامت الحكومة بتعديلات جوهرية على قانون الشركات لعام 1984 و المعدل لعام 1988 هدفت في مجملها إلى حماية المستثمرين و تقرير دور الرقابة و تدقيق و تعزيز عنصر الإفصاح.

كما قامت هيئة الأوراق المالية و السلع في الإمارات بتوحيد المقاصة الالكترونية و أنظمة التداول و أوقات التداول بين سوقي أبو ضبي للأوراق المالية، و دبي المالي و أصدرت قرارا بتشكيل لجنة فنية لتطوير أداء السوقين، و في الكويت أقرت لجنة سوق الأوراق المالية خطة لإدارة السوق تهدف إلى تطوير التشريعات و تفعيل الدور الرقابي للسوق و تطوير الآليات و

الأنظمة الحالية، و تنوع أدوات التداول و توسيع القاعدة الاستثمارية و توفير المعلومات عن السوق و نشرها.

و تقوم وزارة التجارة الكويتية بدراسة مبدأ نقل نشاط كافة قطاع الشركات إلى سوق الكويت للأوراق المالية للإشراف عليه، بحيث يقتصر الأمر في البداية على الشركات المدرجة في السوق و يتضمن قيام إدارة السوق بالمتابعة و الإشراف على شركات المساهمة بما في ذلك الجمعيات العمومية و تحديد التراخيص.

### 3.2.3. السياسات الأخرى لتنشيط السوق المالية

تحتاج الأسواق المالية إلى عدد من الإجراءات لتطويرها ومعالجة المعوقات التي تعترضها وبالإضافة إلى الإجراءات السابقة يمكن ذكر ما يلي:

#### 1.3.2.3. تطبيق نظام ناجح للإفصاح المحاسبي و التعريف بالشركات

لقد تم الاهتمام في السنوات الأخيرة بالسوق المالية نظرا للدور الذي تقوم به هذه الأخيرة فهي أداة لتسهيل عملية الخوصصة لشركات القطاع العام، فغالبية الشركات التي يتم خوصصتها تصدر أسهم ليتم تداولها في بورصة الأوراق المالية.

و تمثل السوق المالية، و كما تم الإشارة إليه سابقا أداة هامة لتجميع المدخرات من الأفراد و تقديمها إلى المشروعات الاقتصادية التي تحتاج إلى تمويل من أجل تمويل المشروعات الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، كما أنه و لكي تعكس السوق المالية أسعار التوازن لأسهم رأس المال و التي تعني الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر الخاصة بها لا بد من توفر عاملين هما:

- مدى توافر المعلومات و تماثلها لجميع المستثمرين في السوق المالية.

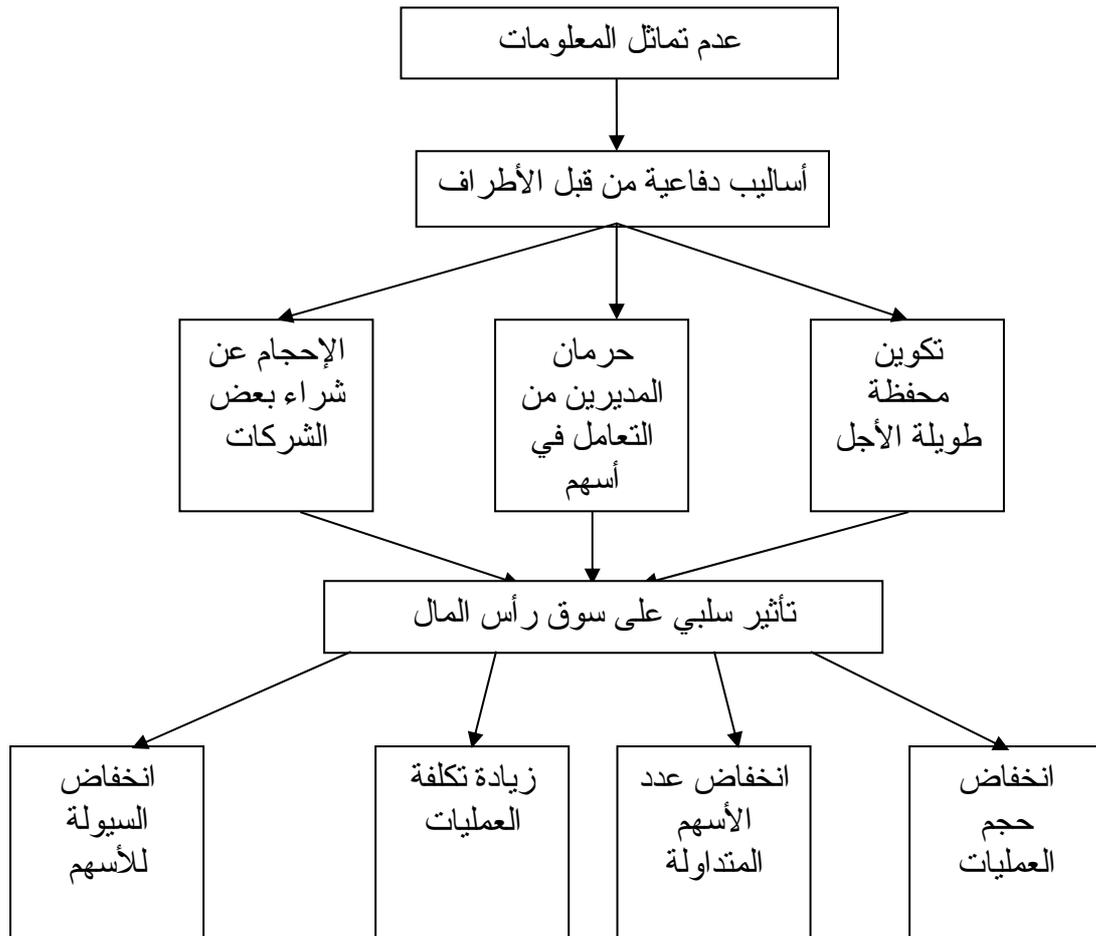
- مدى فهم و تفسير السوق و استيعابه للمعلومات.

و يلعب الإفصاح المحاسبي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالية، من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم و تحقيق التوازن بين درجة المخاطر و العائد التي تحققه هذه الأسهم فالإفصاح المحاسبي يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم للمستثمرين، و بالتالي كبر حجم السوق المالية نتيجة زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء و البيع، و كذلك في زيادة حجم التعامل (عمليات الشراء و البيع) لهذه الأسهم.

كما أن كبر حجم السوق المالية يؤدي إلى توزيع المخاطر بطريقة مثالية بين المشاركين في السوق المالية، مما يؤدي إلى إمكانية استخدام الوسائل التكنولوجية الحديثة في تشغيل المعلومات مثل ( تنبؤات المحللين الماليين، تنبؤات إدارة المشروعات عن الأرباح المستقبلية، و نشر المعلومات عن حالة الاقتصاد القومي مثل سعر الفائدة و معدل التضخم) و يحتاج المستثمرين إلى معلومات محاسبية تمكنهم من تحقيق ما يلي:

- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية و المتمثلة في التوزيعات التي يستلمها المستثمر و كذلك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الارتفاع في قيمة الأسهم [63] ص 19- 21.
- تقديم درجة المخاطر الخاصة بالأسهم و المتمثلة في درجة التباين لعائد السوق للسهم التي قد تنتج من متغيرات تتعلق بالسوق، و هي ما تسمى بدرجة المخاطرة المنتظمة، و كذلك درجة المخاطرة الناتجة من متغيرات راجعة للشركة نفسها تدعى بدرجة المخاطرة غير المنتظمة.
- مساعدة المستثمرين على تكوين محفظة مناسبة للأوراق المالية، و يهدف المستثمر من تكوين المحفظة إلى تجنب المخاطر غير المنتظمة عن طريق تنويع الاستثمارات.
- كما يحدث عدم التماثل في المعلومات عندما تعتمد إدارة الشركات عن حجب المعلومات عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي يملكونها، و هذه الأساليب تؤدي إلى الإضرار بالسوق المالية مثل انخفاض حجم العمليات و عدد الأسهم المتداولة و زيادة تكلفة العمليات و انخفاض درجة سيولة الأسهم، و للقضاء على هذه الظاهرة لابد أن يكون هناك جهات معنية بالمحاسبة، يكون لها دور في إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات المحاسبية على فترات دورية حتى لا تستغل من قبل الأطراف الداخلية لتحقيق مكاسب غير عادية.

و الشكل رقم ( 5 ) يبين علاقة أو تأثير الإفصاح المحاسبي على السوق المالية في حالة عدم توفره في هذه الأخير.



شكل رقم 05: الإفصاح المحاسبي و علاقته بالسوق المالية [64] ص 26

### 2.3.2.3. تشجيع الطلب على أدوات السوق المالية

تتطلب عملية تنمية و تطوير السوق المالية تكثيف الجهود من جانب الطلب باتخاذ عدد من الإجراءات اللازمة لتوجيه المدخرات نحو حيازة الأوراق المالية و نذكر من بينها:

- تعميق الوعي الإداري و الاستثماري للمواطنين و ذلك من خلال حماية حقوق المستثمرين حيث يعتبر عامل الثقة من العوامل الهامة في أي سوق مالية، فإقبال المدخرين على استثمار أموالهم في أدوات مالية تتميز بعنصر المخاطرة و يتوقف على مدى توفير الطمأنينة في سلامة التعامل لهذه الأوراق و هذا يتطلب الإشهار الكامل و التام عن أنشطة الشركات المساهمة التي

تداول أسهمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من الفهم الكامل لاتجاه استثماراتهم و التقييم لقدراتهم على أسس سليمة بالإضافة إلى فرض المزيد من الرقابة على التعامل في كل من السوق الإصدار و سوق التداول و هذا مع توفير المعلومات عن حركة التعامل في السوق مع ربطه بأسواق مالية أخرى .

### 3.3.2.3. إقامة تحالفات بين أسواق الأوراق المالية

ظهرت الحاجة إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينيات و أخذت الغرفة الدولية للتجارة و مقرها باريس زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي للأسواق الأوراق المالية استمر في ممارسة نشاطه إلى غاية الحرب العالمية الثانية و لم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى ماي 1957 فاجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية بباريس و بعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي اختار المشاركون الاتحاد الدولي للأسواق الأوراق المالية في لندن عام 1961 نظرا للأهمية التي يكتسبها الاتحاد من خلال توسيع نطاق التداول و تنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر و سوف نحاول إبراز مختلف الاتحادات بين أسواق الأوراق المالية باعتبارها وسيلة من وسائل تطوير السوق المالية.

### 1.3.3.2.3. الإتحاد الدولي للأسواق الأوراق المالية

منذ إنشائه في عام 1961 شهد الإتحاد الدولي للأسواق الأوراق المالية نموا مستمرا بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم 56 بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم و تمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97% من رسملة أسواق الأسهم العالمية و معظم عملياتها الآجلة و خياراتها و صناديق استثمارها المكتتبه و سنداتها، كما توجد تسعة بورصات أخرى منتمية و 35 بورصة مراسلة، و يمثل الإتحاد الدولي للأسواق الأوراق المالية المنظمة التجارية للأوراق المالية المنظمة و للأسواق المشتقات المالية و لغرف المقاصة ذات العلاقة على المستوى العالمي و هو منظمة دولية تظم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات، كما يهدف الإتحاد إلى تسهيل تمثيل و تطوير الأسواق المالية المنظمة و المشتقة و تلبية احتياجات أسواق رأس المال الصاعدة بما يحقق مصلحة المتعاملين فيها، و منذ تأسيسه دأب على عقد اجتماعات لجان و جمعيات عامة و مؤتمرات كما نظم ورشات عمل متخصصة تمكن أعضائه من نقل الدراية الفنية و تبادل الخبرات فيما بينهم، كما يناقش الإتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية سواء كانت فنية أو تجارية أو قانونية أو

اقتصادية، و لقد قام في السنوات الأخيرة بنشر دراسات حول قضايا مختلفة من بينها التنظيم الإداري الذاتي و التنفيذ و تعثر التعاملات و سلوك قطاع الأوراق المالية.

و تدل إشارة عضو في الاتحاد على أن السوق تتمتع بالمعايير التجارية معينة يتعارض عليها الأعضاء و المالكون و المتداولون إلى جانب أجهزة التنظيم و الإشراف، و تقوم الأسواق المالية المنظمة و المقننة بأداء أفضل الوظائف الاقتصادية و هي تخصيص رؤوس الأموال على نطاق واسع ، و لقد طورت الأسواق الأعضاء في الاتحاد سلسلة من الممارسات التجارية السليمة لحماية المستثمر و التنبؤ بالأسعار بدءاً من مرحلة تلقي طلبات التعامل أو تسهيل الحصول على الإصدارات الجديدة للشركات إلى التداول و التصريح و التسوية و الحفظ و تحفز كذلك التكنولوجيا الأعضاء على زيادة فعالية خدماتهم و خفض تكلفتها و جعلها موثوقة و سهلة الإستعباب، كما يعتبر تبادل الخبرات و المعلومات بين أعضاء الإتحاد في غاية الأهمية من أجل تطوير الأسواق خاصة في ظل المنافسة الشديدة التي أصبحت تتميز بها هذه الأخيرة و يمثل الإتحاد مرجعاً رئيسياً لصناعة الأوراق المالية فهو يقدم الخدمات الاسترشادية للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بإستراتيجياتها التجارية و تحسين ممارساتها الإدارية و التوفيق بينها كما أنه يتم التعامل مع السلطات من أجل توسيع نطاق استخدام الأسواق و يمكن أن نلخص أهداف الإتحاد فيما يلي :

- عرض دور ووظائف نزاهاة الأسواق المنظمة.
- توفير دائم لخبراء أسواق الأوراق المالية لمناقشة القضايا ذات الاهتمام المشترك و التعرف على الاتجاهات و الحلول الجديدة من أجل تعزيز المركز التنافسي للأسواق المنظمة، و تطوير البرامج الداعمة لعمليات البورصة بما في ذلك إعداد الورقات البحثية و تنظيم ورشات العمل و إجراء التقييم السنوي و صياغة الممارسات السليمة.
- وضع معايير متناسقة للتعاملات التجارية في الأوراق المالية بما في ذلك التعاملات عبر الحدود.
- تعميق علاقات التعاون مع الجهات الإشرافية من أجل ترسيخ مزايا التنظيم الذاتي ضمن الإطار التنظيمي الشامل.
- دعم أسواق الأوراق المالية الصاعدة في ساعيتها مع التماشي مع معايير الإتحاد بما يسهم في زيادة الثقة العالمية في إدارة تلك الصناعة و ممارساتها التجارية.

و من أجل تحقيق الأهداف الأنفة الذكر فإن الاتحاد يقوم بالإصدار رسالة إخبارية شهرية و نشرات إحصائية و منشورات أخرى حول البورصات الأعضاء.

### 2.3.3.2.3. إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية

تمثل أوروبا إحدى أكثر المناطق استقرارا في العالم و تعتبر من بين البلدان الأكثر ثراء و الأمتن اقتصادا، مما جعلها نقطة جذب للأصحاب رؤوس الأموال الذين يطمحون إلى الاستثمار المربح و هذا الارتفاع في الادخار يجعل هذه البلدان تبقي كمصدر هام من مصادر رؤوس الأموال بالنسبة لباقي بلدان العالم.

و يضم الإتحاد أسواق الأوراق المالية و الذي مقره بروكسل أسواق الأوراق المالية و أسواق العمليات الآجلة و الخيارات و غرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الاستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوربي، أما بالنسبة لعضوية هذا الأخير فهي مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة و المقننة من بلدان الإتحاد الأوربي و النرويج و أيسلندا و سويسرا إلى جانب البلدان التي تسعى للإلتزام إلى عضوية الإتحاد الأوربي.

و يضم الإتحاد 27 بورصة من مختلف أوروبا بالإضافة إلى 6 بورصات منتسبة و أربعة بورصات مراسلة و يهدف إلى تمثيل المصالح المشتركة للبورصات الأوروبية كالأسواق المنظمة للأوراق المالية و إلى الإسهام في الأسواق المالية العامة و ذلك من خلال و التعاون في مجالات التعامل و المقاصة و التسوية و الإيداع إلى جانب التنظيمية الأخرى كإقامة علاقات تعاون مع المنظمات الدولية و خصوصا منها مؤسسات الإتحاد الأوربي و كذا تمثيل مصالح أعضائه في الأمور المتعلقة بصناعة الأسهم الأوروبية و هو بذلك يعزز عملية التكامل التدريجي بين أسواق المال الأوروبية.

هذا بالإضافة إلى أنه يدعم مشاريع ترمي إلى زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في أوروبا و من بين هذه المشاريع تنفيذ قرار الخدمات الاستثمارية الصادرة عن الإتحاد الأوربي و الربط بين أسواق الأوراق المالية و ذلك من خلال تأسيس الروابط الثنائية و الإقليمية و تعزيز التعامل عبر الحدود و مساعدة الأسواق الصاعدة من خلال تقديم مساعدات للمؤسسات المالية الحديثة التأسيس و انطلاقا من قوة الأسواق فقد أصبحت تعمل طوال اليوم بعد أن كان التعامل بها يقتصر على جلسات قصيرة و موحدة، كما أنها تقدم خدمات لتوجيه الطلبات لضمان سرعة

التنفيذ و سلامته و ذلك مقابل رسم منخفض و هي تتميز بدرجة عالية من الشفافية عن ذي قبل بفضل ما يتوفر لها من إمكانيات فنية متقدمة بما يجعلها إحدى من أكثر الجهات ابتكارا في مجال استخدام المعلومات كما يسمح الاتحاد الأولوية للإجراء مراجعة شاملة لقرار الخدمات الاستثمارية باعتباره دستور القوانين المنظمة لتجارة الأوراق المالية في أوروبا، ذلك أن استمرار المركز التنافسي الذي تتمتع به الأسواق الأوروبية يتطلب إجراء تنظيم وظيفي للمتعاملين بالسوق و تحقيق تكافؤ الفرص بين كافة المتعاملين و التنفيذ الفعال لمبدأ جواز السفر الموحد بالنسبة لكافة شركات الاستثمار و مصدري الأوراق المالية على السواء.

### 3.3.3.2.3. اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية [65]

تأسس هذا الإتحاد عام 1995 مقره إسطنبول للأوراق المالية يتألف من كافة الأعضاء الإثني عشر المؤسسين للإتحاد من أسواق ناشئة في أوروبا و آسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الاقتصادية، و عضوية هذا الاتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا و آسيا و لكنها مرهونة بموافقة جمعيته العامة، يضم هذا الاتحاد حاليا 22 بورصة تمثل أكثر من 9 آلاف شركة و تفوق رسملة أسواقه 130مليار دولار حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500مليون دولار، و ينتمي نصف الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي.

تتمثل مهمة الإتحاد في خلق بيئة تتميز بالعدالة و الكفاءة و الشفافية و بأقل قدر ممكن، إن لم تخلو تماما من الحواجز التجارية بين الأعضاء و الأقاليم التي يعملون بها لذلك فهو يسعى إلى تعزيز التعاون و التواصل بين أعضائه في مجالات مثل توحيد و تنسيق القوانين و اللوائح و أنظمة التداول و إجراءات التسوية و معايير الاكتتاب إلى جانب تبني المبادئ المحاسبية المعترف بها دوليا و تتلخص أهداف الإتحاد في تشجيع التعاون بين البورصات الأعضاء و الإسهام في الارتقاء بمستوى أدائها العمل كمثل للبورصات الأعضاء فيما يتعلق بعلاقاتها مع اتحادات و جمعيات البورصات العالمية هذا و بالإضافة إلى الإسهام في التكامل بين البورصات العاملة في المنطقة و توفير فرص جديدة للاكتتاب و التداول فيها، و من المتوقع أن تسهم مواصلة القواعد و اللوائح المعمول بها في البورصات الأعضاء و تبني التكنولوجيا الحديثة في إجراءات المتاجرة و التسوية في تحقيق أهداف الإتحاد من خلال دعم و تطوير تلك البورصات و تقديم خدمات التسجيل و التداول عبر الحدود في الأوراق المالية الصادرة ضمن نطاق بلدان الإتحاد.

### 4.3.3.2.3. اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية [66]

تأسس هذا الإتحاد في 200 بمدينة شيتاغونغ من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سيريلانكا وباكستان ونيبال والهند، وبتان وبنغلاديش وهو مفتوح لعضوية كافة البورصات من البلدان جنوبي آسيا و قد جاء في ديباجة إلا أن شيتاغونغ أن العولمة قد أدت إلى زيادة الاعتماد المتبادل بين الدول و أنه قد صاحب ذلك زيادة عدد محافل التعاون الإقليمي سواء التي أنشئت بالفعل أو التي لا تزال في طور الإنشاء من بين أهداف هذا الإتحاد هو تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم و كذا العمل على توحيد المعايير و الإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء و رفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق المالية و تمثيل الأعضاء في المحافل الدولية ذات العلاقة بالإضافة إلى تشجيع التسجيل و التداول عبر الحدود في المنطقة مع التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية و نقل التكنولوجيا و تقديم فرص الاستثمار للجميع و تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال للأصحاب المشاريع و إقامة نظام تداول آلي بما يضمن سرعة التعامل و سلامته.

### 5.3.3.2.3. جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية

تأسست هذه الجمعية بكينيا في عام 1993 ، تهدف أساسا إلى وضع إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين الأسواق المالية في إفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات و تقديم المساعدة الفنية، و تتمثل أهداف هذه الجمعية في توفير إطار مقنن من أجل التعاون بين أسواق الأوراق المالية في إفريقيا من خلال عدة عمليات من بينها تبادل المعلومات و تقديم المساعدة الفنية لتطوير البورصات الأعضاء و كذا مساعدة البورصات على ترسيخ مركزها و تطوير أدواتها المالية و دعم الوسطاء الماليين و المتعاملين بالإضافة إلى تطوير معايير تسجيل الأوراق المالية و إصدارها و تداولها و تسويتها و كذا مساعدة الأعضاء على تقديم الخدمات ذات العلاقة بأسواق رأس المال مع وضع معايير لتسجيل الأوراق المالية و إصدارها و تداولها و تسويتها و مساعدة الأعضاء على إرساء إطار يكفل أكبر قدر من التنظيم الذاتي و مسنداتهم في المحافل الوطنية و الدولية المعنية و مساعدة الأعضاء على تقديم تطوير الخدمات ذات العلاقة بأسواق رأس المال و كذا دعم الجهود المبذولة للإقامة بنك معلومات لفائدة كافة الأعضاء و عادة البحوث و الدراسات حول القضايا التي تهم الأعضاء [67].

### 6.3.3.2.3. لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الأفريقي

تأسست هذه اللجنة التابعة لجمعية تنمية الجنوب الأفريقي في 1997 كمبادرة للقطاع الخاص ضمن إطار الجماعة و عضوية اللجنة مفتوحة لكافة البلدان الأعضاء في الجماعة التي لديها بورصات منظمة و هي حاليا بوتسوانا و ملاوي و موريشيوس و موزنبيق و ناميبيا و سوازيلاند و جنوب إفريقيا و تنزانيا و زامبيا و زيمبابوي.

تتمثل الأهداف الرئيسية لهذه اللجنة في الحفاظ علي نزاهة السوق بما يحقق العدالة بين المتعاملين و يضمن الكفاءة و الشفافية و يوفر آلية مناسبة للتنبؤ الفعال بالأسعار مع زيادة سيولة التعامل في الأسهم والسندات و المشتقات المالية و سائر الأدوات المالية الأخرى و تطبيق اللوائح و القوانين و حماية المتعاملين و المستثمرين و تعزيز مركز أسواق الجماعة و جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين و الدوليين.

### 3.3. كفاءة السوق المالية

إن من الشروط الأساسية لكفاءة السوق المالية هو توفر المعلومات الكاملة على الأوراق المالية، بالإضافة إلى إيصال هذه المعلومات بسرعة و بتكلفة أقل إلى كافة المتعاملين في السوق حتى لا يكون هناك أي ميزة لمستثمر على آخر في معرفة المعلومات و الاستفادة منها بشكل غير عادل كما أن تجعل هذه الشروط أسعار الأوراق المالية تتبدل و تتغير بسرعة لتعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق، و أن يكون باستطاعة أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية (عالية جدا) و بصورة مستمرة، و إذا لم تتوفر هذه الشروط فإنه يصبح من الممكن للمتعاملين الذين يحصلون على المعلومات أولاً أن يستغلوا هذه المعلومات للتلاعب بأسعار الأوراق المالية و التحكم فيها، و سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم السوق الكفؤة بنوع من التفصيل و كذا أنواعها و كيفية قياسها.

### 1.3.3. تعريف كفاءة السوق المالية

السوق المالية الكفؤة هي تلك السوق التي تستجيب فيها أسعار الأسهم و بسرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه و يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، و تتجه أسعار الأسهم صعودا و هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء التي كانت إيجابية أم لا، و في السوق الكفؤة كذلك يعكس سعر الشركة كل المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها و تبثها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي

لسعر السهم أو غيرها من تحليلات تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة و الذي يضمن مستويات العوائد الفعلية و رسمة الأرباح و رقم الأعمال و غيرها .  
و يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفوة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و بشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، و لكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها تماما [68].

و تتميز السوق الكفوة بوجود خصائص على درجات عالية من الأهمية و هي توفر السيولة و استمرارية السعر و العمق و توفر المعلومات، انخفاض عمولات الوساطة ، و سنقوم بعرض هذه الخصائص بنوع من التفصيل:

### 1.1.3.3. السيولة

تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين و تعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة و بدون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أي معلومات جديدة تستوجب تغير السعر، و الأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابلية التسويق، و صار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر لبيعه بسرعة.

### 2.1.3.3. استمرارية السعر

تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، و تعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة لأخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التقدير في الأسعار، و السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحددة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

### 3.1.3.3. عمق السوق

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، و السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) و المشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى و أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض و الطلب ( حصل أي تغير في بسيط في سعر الورقة المالية) دخل لهؤلاء البائعين و المشترين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي

يؤدي إلى تغيير كبير في أسعار الأوراق المالية ( السوق لا يحتاج إلى تغييرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين، مستثمرين أو مضاربين).

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر البيع و الشراء ، لأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا، و ينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغييرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين (المتاجرين) بالأوراق المالية و صانعي السوق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة، و لأنهم يأخذون مخاطرة أقل فإن الفارق بين العرض و الطلب في الأسواق العميقة يكون ضيقا، و لتأمين خاصية العمق في السوق، يجب لأن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جديدة و سريعة و رخيصة حتى يتمكنوا من العثور و بسرعة على كافة أسعار العرض و الطلب و يتموا الصفقات.

و تفتقد الأسواق المشتقة إلى العمق، لأن عددا كبيرا من أسعار العرض و الطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة، أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين في السوق، و تكلفة الاتصالات تكون باهظة و الفرق بين أسعار العرض و الطلب يكون باهظا، و تستغرق عملية إتمام صفقة بيع و شراء أوراق مالية وقتا طويلا [69].

و لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود و المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، لا بد أن تتوفر على سمتين رئيسيتين أولاهما كفاءة التسعير و الذي يقصد بها وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة و بدون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، و بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنهم يصعب على أي أحد منهم أن يحقق أرباحا غير عادلة على حساب الآخرين.

أما السمة الثانية للسوق الكفوة فهي كفاءة التشغيل، و الذي يطلق عليها بالكفاءة الداخلية، تنتج بقدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة

عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين ( صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، و تعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عن حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة.

### 2.3.3. أنواع كفاءة السوق المالية

يتم التمييز في مجال كفاءة السوق المالية على نوعين من الكفاءة و هما:

#### 1.2.3.3. الكفاءة الكاملة

على ضوء التحليل السابق يمكن القول بأن السوق الكفاء هو ذلك الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، و هو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، هذا بالطبع يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر و آخر على تلك المعلومات، و من ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر شروط السوق الكاملة و هي:

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة و بدون تكاليف، و في ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.  
- أنه لا توجد أي قيود للتعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف الأخرى، كما يمكن للمستثمر أن يشتري و يبيع كمية من الأسهم مهما صغر حجمها، و ذلك ببسر و سهولة، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق و ذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع.

- هناك عدد كبير من المستثمرين، و من ثم فإن تصرفات أي واحد منهم لا يحتمل أن يؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، و هذا يعني أنه على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها.

- يتصف المستثمرون بالرشد و من ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من

وراء استغلال ثرواتهم [70] ص 18- 19.

### 2.2.3.3. الكفاءة الاقتصادية

يستند هذا النوع من الكفاءة على فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعة الخاصة و بالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات و المعلومات التي يمكن أن تساعده في تحقيق هذا الهدف، و يكون من المتوقع وجود فترة بتباطؤ زمنيين للمعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق و بين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، و بالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية، و بذلك و استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفاء للأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات و البيانات المتدفقة إلى السوق، و بما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة المحورية للورقة المالية.

و بصفة عامة فإن الكفاءة في سوق رأس المال تقع على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة و إن من أهم أسباب عدم كفاءة المعلومات المالية ما يلي:

التأخر في نشر المعلومات و البيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين و اعتمادهم على مصادر أخرى أسرع.

- عدم كفاية المعلومات و البيانات للقيام بتحليلات و تقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

و من المتوقع حصول مضاربات على الأسعار مبنية على تقديرات متباينة، يترتب عليها الكثير من الآثار الاجتماعية و الاقتصادية السلبية و الضارة، منها عزوف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم للتوسع و النمو من خلال الأسواق المالية، و بالتالي صعوبة حصول المستثمرين و المنشآت على الأموال اللازمة لهم، و في هذا المجال تجدر الإشارة إلى ما يلي:

- إن معظم برامج الخصخصة في الدول النامية يمكن أن تساهم إيجابيا في تطوير الأسواق المالية من خلال التأثير على مقومات السوق الكفوءة، و التي هي المقومات التي سبق الإشارة إليها، و سوف يتحقق التأثير في عرض الأوراق المالية عدد و نمط المتعاملين في السوق.

- إن بعض المعاملات في الأسواق المالية شكلت في مجموعها عائقا أمام تحقيق الكفاءة في السوق المالية، و قيادا رئيسيا أمام إمكانية تحقيق تنمية و تطوير السوق المالية مثل:

- تشجيع بعض الوسطاء الماليين للعملاء على إبرام صفقات معينة دون مبررات اقتصادية قوية رغبة في تحقيق المزيد من العمولات و الأرباح على حساب نقص الكفاءة في السوق.
  - انتشار المبادلات الداخلية حيث يتحقق للمديرين و المسؤولين في المنشآت المسجلة في بورصة الأوراق المالية مزايا سبق الحصول عليها في بعض المعلومات و البيانات الهامة، عن المنشآت العاملين فيها، و التي تسمح لهم بإتمام صفقاتهم و تحقيق أرباح غير عادلة على حساب المتعاملين الآخرين.
  - قيام بعض المتعاملين بإجراء بعض البيوع لبعض الأوراق المالية التي ينجم عنها تعامل نشط و مكثف على هذه الأصول المالية لا يقبله تعامل فعلي بنفس المستوى و ذلك بهدف تضليل الأفراد بوجود تعامل نشط على بعض الأوراق المالية حتى لا تنخفض قيمتها بل من المتوقع زيادتها، و بالتالي يحقق المتعاملين أرباحا غير عادية على حساب آخرين تم خداعهم بمعاملات صورية و وهمية، و مما لا شك فيه أن هذه المعاملات و غيرها سوف يترتب عليه العديد من الآثار السلبية على السوق المالية الأمر الذي يلزم معه العمل على تجنبها من خلال نصوص قانونية فعالة تحقق الحماية و النظام للمتعاملين في سوق الأوراق المالية مع وجود جهاز أو هيئة على درجة عالية من الكفاءة تكون لديها القدرة على مراقبة التعاملات في الأسواق و تطبيق القانون و اتخاذ الإجراءات التصحيحية و الحمائية في الوقت المناسب مما يسمح بتحقيق توفير للقواعد النظامية و عدم الإضرار العمدي بمصالح المتعاملين و كذا التأكد من سلامة و دقة و استمرارية المعلومات و البيانات التي تنشرها الشركات المسجلة في السوق مع توافر عنصر التكافؤ في الحصول على البيانات المالية و المعلومات و التأكد من سلامة موقف الوسطاء الماليين في السوق مع الملاحظة و الرقابة الجادة للأسعار بما يمنع المضاربة الضارة في السوق.
- بالإضافة إلى الابتعاد على التعقيدات الإدارية و البيروقراطية التي قد تكون عامل طرد للأفراد على اقتناء الأصول المالية و السماح باستحداث مؤسسات مالية جديدة و المتمثلة في صناديق الاستثمار و شركات ترويج الاكتتاب و ضمانه، فمثل هذه المؤسسات و كما تم الإشارة إليه سابقا إذا أحسن تنظيمها و صياغة قوانين عملها يمكن أن تحقق العديد من النتائج الإيجابية و تمثل عنصرا هاما من عناصر الكفاءة في السوق المالية، و إلا مثل نشاطها خطرا على السوق المالي في حالة ما إذا كانت تمارس أنشطة احتكارية و ضغوظا على الأسعار لتحقيق المصالح الخاصة بها على حساب تحقيق كفاءة السوق، كما من المتوقع أن يتحول جانب كبير

من الودائع الادخارية في البنوك الوطنية و الأجنبية في اتجاه الاستثمار المالي بصفة عامة و إصدارات التخصيص بصفة خاصة، كما أنه و مع تطوير و تنمية السوق المالية سوف تتولد فرصة قوية لإمكانية اعتماد البنك المركزي على هذه السوق في تنفيذ سياساته النقدية من خلال عمليات السوق المفتوحة، مما سوف يضيف بعدا جديدا في اتجاه تطوير السوق المالية التي تتسم في الدول النامية بجملة من الخصائص و السمات العامة أهمها المحدودية الشديدة و عدم العمق، و ضعف الاستجابة، مما يجعل هذا النوع من الأسواق تبتعد تماما على مفهوم الكفاءة، هذا و بالإضافة إلى أن طاقة هذه الأسواق المالية لاستيعاب عملية الخوصصة تكون ضعيفة و محدودة و بذلك تتولد العديد من المشاكل و الصعوبات التي يمكن أن تحد من إمكانية تنمية و تطوير السوق المالية بهذه الدول.

### 3.3.3.3 معايير قياس أداء و نشاط كفاءة السوق المالية

تتعرض كفاءة أسواق تداول الأوراق المالية مباشرة على كفاءة و تطور الوضع الاقتصادي عموما، و هو ما يستوجب الاهتمام بتحسين كفاءة هذه الأسواق، كما يمكن أن تتأثر هذه الأخيرة بحالة العرض و الطلب على الأوراق المالية في التداول حيث أن زيادة عدد المستثمرين يحدث ضغط، هذا الضغط ناتج عن طلبات الشراء مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في سوق التداول و العكس صحيح.

لذلك فإن اختبارات معدل النشاط الأسهم على مستوى القطاعات المختلفة في سوق التداول من المعايير المساعدة لقياس كفاءة السوق و نشاطه و من أهم هذه المعايير أو المؤشرات التي يمكن استخدامها ما يلي:

#### 1.3.3.3.1 معدل دوران الأسهم

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية معينة و يمكن حساب هذا المؤشر بقسمة عدد الأسهم المتداولة أو القابلة للتداول خلال العام أو خلال أي فترة زمنية على عدد الأسهم المقيدة في البورصة.

### 2.3.3.3 الأرباح قبل الضريبة إلى القيم السوقية (ربحية رأس المال السوقية)

يبين هذا المؤشر ربحية رأس المال السوقية على مستوى الشركة، و على مستوى القطاعات المختلفة، و مقارنة هذه الربحية بنسب ربحية أخرى، و يتم استخراج هذا المؤشر على أساس قسمة صافي أرباح الشركة قبل خصم الضرائب الداخلية.

### 3.3.3.3 مضاعف سعر السهم

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات التي تقيس القيمة الحقيقية لأسهم القطاعات المختلفة في سوق التداول و كذلك يوضح هذا المؤشر مستوى السوق كله في تاريخ معين يمكن استخراجه على أساس المتوسط المرجح لمضاعف سعر السهم للشركات داخل صناعة واحدة أو قطاع واحد .

كما أنه و لقياس نشاط السوق لابد من تحليل المعلومات عن العديد من الجوانب منها:

- عدد أيام التعامل خلال المدة (أسبوع، شهر، سنة).
- إجمالي حجم التعامل خلال المدة موزعا داخل المقصورة أو خارجها.
- توزيعات حجم التعامل على مستوى القطاعات.
- المستوى اليومي لحجم التعامل داخل و خارج البورصة و تطوره.
- نسبة عدد الشركات التي تم التعامل على أوراقها خلال المدة إلى مجموع الشركات المقيدة.
- إجمالي رؤوس أموال الشركات المقيدة بالعمولات التي تم الوفاء بها.
- مقارنة القيمة السوقية التي تم التعامل عليها أسبوعيا و شهريا مقارنة بالقيمة الاسمية لهذه الأوراق.
- المتوسط اليومي لكمية الأوراق التي تم التعامل عليها و عدد العمليات التي تمت لكل ورقة.
- تصنيف حجم التعامل خلال المدة حسب مصدر الأوامر ( البيع و الشراء).
- مقارنة تطور أسعار إقبال كل ورقة مالية من فترة لنفس الفترة.
- تحديد الأوراق التي انخفضت وارتفعت أسعارها خلال الفترة و أيضا التي ضلت أسعارها ثابتة.

إضافة إلى ما تقدم، يترتب على تنويع الأوراق المالية و زيادة عدد الأنواع المختلفة منها على زيادة عدد مرات تداول الورقة الواحدة، مما يؤدي إلى رفع كفاءة تداول الأوراق المالية، و كذلك يؤدي استقرار أسعار الأوراق المالية إلى زيادة درجة كفاءة السوق، و تتوقف مدى كفاءة هذه الأخيرة في السوق بدرجة كبيرة على وجود نظام فعال للمعلومات يضمن إحاطة المتعاملين في السوق بكل ظروف و شروط التعامل.

إن تجارب أسواق الأوراق المالية في البورصات المتقدمة في مجال الكفاءة قطعت شوطا كبيرا فوجود نظم قوية و فعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين اتخاذ قرارات استثمارية صحيحة بفعل ما تقدم من معلومات تتعلق بالشركات التي يرغب شراء أسهما و كذا بالسوق نفسها، هذا بالإضافة إلى التطبيق الواسع للتقنيات المتطورة في عالم المكننة و الاتصالات و ما ترتب عليها من إمكانية معالجة حجم أكبر من المعاملات في تلك الأسواق و القدرة على نقل التطورات بشكل أسرع استجابة للمعلومات الجديدة مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق زمنية مختلفة مما يسهم في اختفاء مظاهر التفاوت و التمييز بين الأسواق المحلية و زيادة درجة التكامل بين المراكز المالية.

إن التطورات الأخيرة التي شهدتها حركة إصلاح البورصات تعكس التوجهات الاقتصادية و السياسية لبرامج الإصلاح الاقتصادي التي تتضمن إحياء و تنشيط الأسواق المالية لتواكب في نفس الوقت سياسات الخصخصة أو التحول للقطاع الخاص.

السوق المالية بشكل عام تأتي في طليعة القطاعات التي ينبغي أن يطأها التقويم و الإصلاح لتضطلع بوظائفها التنموية على أكمل وجه، خاصة و أنها شديدة الحساسية للتأثر بالسوق مع جعل الأدوات المالية الأكثر قبولا من جانب مصدريها و أكثر جاذبية من جانب المكتتبين بها و المتعاملين فيها مع ما يتطلب ذلك من بعث هياكل و نظم و أدوات مالية جديدة و وضع إطار قانوني ملائم يحفز الاستثمار في القيم المنقولة، و يفتح الباب للإمكانية الترابط بين الأسواق المالية مما يشجع حركة انتقال رؤوس الأموال.

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها المنشآت لكافة البيانات و المعلومات المتاحة المتوفرة عنها سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم عن طريق وسائل و أجهزة الإعلام الآلي.

## الفصل 4

### دراسة حالة الجزائر من 2000-2004

لقد شهدت الجزائر منذ الاستقلال تحولات اقتصادية عديدة حيث انتهجت سياسة اقتصادية مبنية على أسس النظام الاشتراكي، لكن مع التطورات السياسية و الاقتصادية أصبحت تلك السياسة من متطلبات الواقع المعاش، إضافة إلى أنها أورثت البلاد اقتصادا هشاً، و لقد حاولت الدولة تدارك الهفوة الناجمة عن سياستها تلك بانتهاج مخطط متفتح يشمل مجالات اقتصادية متعددة غير قطاع المحروقات، خاصة بعد تقادم المشاكل سنة 1986 نتيجة انخفاض أسعار البترول التي كانت الخطوة الأولى للإصلاحات الاقتصادية من أجل الخروج من التخطيط المركزي و القطاع العام إلى اقتصاد يسيره القطاع الخاص، حيث تغير مسار الاقتصاد الجزائري من النظام الموجه إلى نظام اقتصاد السوق.

فقام المشرع الجزائري بإصدار مجموعة من التشريعات و التنظيمات من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية، و إنعاش الاقتصاد الوطني، و كذا دفع المؤسسة الاقتصادية العمومية إلى مواكبة التطورات التي يشهدها الاقتصاد العالمي و الاستفادة من الآليات الموجودة به، إذ تنامي الاتجاه نحو الاهتمام بسوق الأوراق المالية أو البورصة التي تشمل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار.

و فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر تدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها موازاة مع إصدار قوانين اقتصادية خاصة بإصلاح المؤسسات العمومية، هذا و يندرج إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر في الإطار الأوسع لتنظيم و تطوير سوق رؤوس الأموال نتيجة الإصلاحات في إطار التعديل الهيكلي و الانفتاح على الاقتصاد العالمي.

و رغم أن سوق الأوراق المالية في الجزائر مازالت في مرحلتها الجنينية فقد واجهتها مشاكل حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها لذا تظهر أهمية دراسة سبل تطوير و تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية اللازمة لتلبية احتياجات المشاريع الأساسية و كذا تسهيل عملية الخصخصة.

#### 1.4. سوق القيم المنقولة في الجزائر

إن فكرة إنشاء سوق القيم المنقولة بالجزائر، أتت كعملية مكملة لجملة من الإصلاحات التي خاضتها منذ الثمانينات، و التي عملت على تحويل الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد حر يستدعي تأسيس سوق رأس المال على درجة عالية من الكفاءة و التنظيم، و يضمن للوحدات الاقتصادية المختلفة الحصول على احتياجاتها من الأموال و استثمار ما لديها من فوائض مالية في قنوات مربحة.

و لا شك أن السوق سوف تلعب الدور المنوط بها في عمليات الخصخصة و التنمية الاقتصادية، من خلال تأمين القنوات اللازمة للاستثمار رؤوس الأموال المدخرة و تخفيض التضخم إضافة إلى تشجيع الادخار و توفير المعلومات اللازمة الخاصة بفرص الاستثمارات المتاحة و التخفيف من حدة الاعتماد على الجهاز المصرفي .

و لقد تم وضع الأساس القانوني و التشريعي الخاص ببورصة القيم المنقولة في أفريل 1993 بمقتضى المرسومين التشريعيين:

- المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 08 أفريل 1993 المتتم و المعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

- المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتعلق بسوق القيم المنقولة و الذي نص على إنشاء أهم هيئة لسوق رؤوس الأموال و المتمثلة في لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

#### 1.1.4. نظرة على مختلف الإصلاحات في الجزائر

إن في الجزائر و حتى بداية الثمانينات اتبعت منهج التنمية القائم على القطاع العام و التخطيط المركزي، و من المعروف أن الدولة في إطار هذا النموذج كانت هي المصدر الأساسي للادخار و الاستثمار، أما القطاع الخاص فقد كان له دور جد هامشي، و كان التمويل يرتكز

بصفة رئيسية على اعتمادات الميزانية الحكومية و فوائض الشركات العامة، و من الواضح أن في مثل هذه الظروف لم تكن هناك أي أهمية أو دور لبورصة الجزائر، و لكن و مع الانفتاح الاقتصادي بدأت تظهر الحاجة الماسة إلى إنشاء سوق رأس المال، التي تعتبر مسألة حيوية لحسن سير النظام الاقتصادي الجديد.

و لتوضيح مدى ضرورة و أهمية إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر ينبغي التطرق إلى المرحلتين التي مر بهما الاقتصاد الجزائري.

#### 1.1.1.4. مرحلة الاقتصاد المخطط

انتهجت الجزائر و إلى غاية الثمانينات منهج التنمية القائم على القطاع العام و التخطيط المركزي، مع التركيز على الصناعات الثقيلة و خفض الاعتماد على الاستثمار الأجنبي و الواردات، و اشتملت العناصر الرئيسية لهذا النموذج على التخطيط المركزي للاقتصاد و الاعتماد على المؤسسات العمومية في توفير معظم الخدمات و على الواردات إحلال الصناعات و كذا انتشار مزارع الدولة الضخمة عن طريق تأميم الأراضي، و كانت الإستراتيجية تستند في تمويلها على إيرادات صادرات قطاع المنتجات الهيدروكربونية المؤمم.

و في إطار التخطيط الشامل كان لكل مؤسسة عامة خطتها السنوية و كانت جميع المشتريات من لوازم الإنتاج و توزيع المنتجات تخضع لموافقة السلطات المركزية و حددت الأجور وفقا لجدول وطني، و خضعت معظم الأسعار للمراقبة، بالإضافة إلى تمويل المؤسسات العامة الذي كان يتم مباشرة من الخزانة العامة عن طريق القروض بدلا من المشاركة في أسهم رأسمال المؤسسة و ليسمح لأي منها التعامل إلا مع واحد من البنوك المتخصصة الخمس المملوكة للدولة و التي كانت تقدم رأسمال العامل بناء على الطلب في كل الأحوال على شكل سحوبات على المكشوف من أجل تحقيق أهداف الخطة المركزية [71] ص 05.

و بالتالي فإن القرارات المتعلقة بمنح القروض بحجمها و اتجاهاتها لا تتخذ على مستوى البنك و إنما تخضع لعملية التخطيط من طرف الإدارة العليا و بذلك تأمنت في تلك الفترة عملية تمويل مختلف القطاعات و الأنشطة بصفة آلية، بالنسبة للمشاريع

المتوسطة و الطويلة الأجل فقد احتضنت الخزينة العمومية تمويلها و ذلك وفقا لما جاء في الخطط الاقتصادية الموضوعة. و في هذه الفترة لم يتم السماح لأي عون اقتصادي إصدار الأوراق المالية ماعدا الخزينة العمومية التي قامت بإصدار سندات التجهيز و سندات الخزينة التي لم يتم تداولها إلا في السوق الأولي.

و يبدو لنا أن سياسة التمويل المنتهجة في ظل هذه المرحلة لن تستدعي إنشاء سوق مالية و بهذا انجر على هذه السياسة الاقتصادية و الاجتماعية مجموعة من الاختلالات، فالبرغم من ضخامة الاستثمارات الحكومية لم يطرأ تحسین كبير عل الإنتاجية و بذلك اعتمدت الجزائر على واردات الأغذية و زاد الطلب الكلي نتيجة للإعانات الاستهلاكية المقدمة آنذاك، و ارتفع نمو النقد المعروض الذي انجر عن تمويل المؤسسات العمومية بواسطة البنوك التجارية، و كذلك سد العجزات المالية الضخمة بالاعتماد على الحلول النقدية أي إصدار النقد مع الاستمرار في ارتفاع الطلب على العرض الذي نجم عنه نظام بطاقات التمويل الغذائية، نتيجة عدم توفر المواد الغذائية في السوق الرسمية و اتسع بذلك سعر الصرف السائد في السوق الموازية و زادت حدة الأزمة بتدهور أسعار البترول التي تدنت بنسبة 53 %.

#### 2.1.1.4. مرحلة الإصلاحات الاقتصادية من 1988 إلى يومنا هذا

بعد تجربة التخطيط المركزي، و أمام الوضعية الحرجة التي وصل إليها الاقتصاد الجزائري بصفة عامة و التراجع الكبير الذي شهدته معظم القطاعات، بدأت السلطات الجزائرية الخوض في سلسلة من الإصلاحات من خلال تعزيز جهودها في تصحيح الاقتصاد الكلي، و الشروع في تنفيذ برنامجين بدعم من صندوق النقد الدولي عام 1989 و 1991، و انطوى البرنامجين على تنفيذ سياسة صارمة للإدارة الطلب و إجراء خفض كبير في قيمة سعر الصرف و هكذا أدى ضبط الإنفاق الحكومي مع ارتفاع دخل الصادرات الهيدروكربونية و بفضل تحسن أسعار النفط و انخفاض أسعار الصرف إلى ظهور فوائض مالية.

و طبقت الحكومة سياسة مالية متشددة كانت هي الحافز لهبوط ملحوظ في نمو السيولة النقدية و سمحت جزئيا باستعاب السيولة الزائدة كما و وضعت تدابير صارمة لتحرير التجارة و التعديلات في سعر الصرف الاسمي الذي ساعد في خفض القيمة الفعلية للعملة بنسبة تزيد عن 60 % بين عامي 1988 و 1991 بالإضافة إلى امتصاص السيولة الزائدة من العرض النقدي و أدى تخفيض قيمة العملة إلى تقليل الطلب الزائد على النقد الأجنبي و انحصر سعر

خصم الدينار الجزائري في السوق الموازية من خمسة أضعاف سنة 1988 إلى أقل من ضعفين في عام 1992 و هذا كله أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم مقارنة برقم أسعار المستهلك إلى 22.8 بالمئة في عام 1992.

و من بين النتائج الرئيسية التي سعت إليها الحكومة في مجمل الإصلاحات التي قامت بها ما يلي:

- إعطاء قيمة حقيقية لوسائل الإنتاج.
- التقليل من حدة الدين.
- تطهير الاقتصاد الجزائري عن طريق إحلال مظاهر التسيير الاشتراكي محل التسيير الإداري.

و بالإضافة إلى الإصلاحات التي تم الإشارة إليها سابقا، خضعت كذلك البنوك إلى عملية الإصلاحات الاقتصادية، التي بموجبها تحررت من القيود التي كانت تحكمها و أصبح لها استقلالية مالية اتجاه الحكومة، كما يمكن أخذ القرارات الخاصة بها، و بذلك أصبحت المؤسسات المستقلة تواجه مشاكل في التمويل، و لم تستطع البنوك تمويل ذلك العجز نتيجة تراكمه، و بذلك أصبحت المؤسسة هيئة مستقلة خاضعة للتفاعل ما بين قوى العرض و الطلب و مجبرة بالتكفل بكل نشاطاتها، و بذل كل الجهود من أجل الحصول على التمويل الذاتي، و تم إصلاح المؤسسات الجزائرية عن طريق الخوصصة [72] ص 07.

كما أن الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق المالية يستوجب وجود قاعدة مؤسساتية، تسمح لمختلف المتعاملين التصرف بحرية و في إطار احترام القوانين و النصوص القانونية المعمول بها و هناك توجه جديد للمؤسسات التي ترغب في المحافظة أو تدعيم قدراتها التنافسية، و فرض نفسها في اقتصاد السوق الناشئة، و هذه الوسيلة التمويلية التي صارت مكلفة جدا حفزت المؤسسة الجزائرية على البحث من جهة أخرى على وسائل تمويلية تسمح بتحقيق العائد كما يتطلب هذا الهدف إنشاء سوق مالية من خلال قدرة المؤسسة على مسايرة الشفافية على أساس تقديم المعلومة التي ينبغي أن تكون دقيقة و مسعرة للجميع و بسعر معقول.

و تسمح هذه السوق للخزينة العمومية باللجوء إلى مصادر تمويلية جديدة و بالتالي تحديث طرق تسيير الديون العامة.

أخيرا تشكل هذه السوق إطارا مجسدا للانفتاح رأس مال المؤسسات العمومية على المساهمات الخاصة، و الجدير بالذكر أن السوق المالية في الجزائر ليست بالمهمة السهلة إذ تتطلب هذه العملية عدة شروط مرتبطة بالتنظيم و بالاقتصاد و بالإطار القانوني.

#### 2.1.4. مراحل إنشاء بورصة الجزائر

ركز الإنعاش المالي للاقتصاد الجزائري في السنوات الأخيرة إلى تطوير المؤسسات العمومية و حتى ينجح هذا الإنعاش يجب أن يتبعه إقامة آلية تغيير محيط المؤسسة و طرق تمويلها و تنظيمها و تسييرها، و كذا خطوات تطويرها و بالتالي جعل المؤسسات تحافظ على مستوى جيد للنمو و الفعالية و هذه الآلية تعمل وفق قوانين اقتصاد السوق المالية.

#### 1.2.1.4. المرحلة التمهيديّة

ظهرت فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الأخرى و في نفس السنة و تطبيقا لما تم تقريره آنفا فإن صناديق المساهمة قامت بإمضاء العقد التأسيسي لدى الموثق تحت اسم شركة القيم المنقولة (SVM) وهي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها ب 32.000.000.00 دج ، هذا مع تعديل قوانينها الأساسية، و على الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها و موضوعها، من أجل التحديد الدقيق و الواضح بصفقتها، و منذ ذلك الحين أخذت الشركة رسميا اسم بورصة القيم المنقولة، كما تم تحضير هذه البورصة لتكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي في أواخر 1992 مع صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1996، و هي كما يلي:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المتعلق بتحديد أنواع و أشكال القيم المنقولة و كذا ظروف إصدارها من طرف مؤسسات رؤوس الأموال.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة [73] .

#### 2.2.1.4. المرحلة الابتدائية

تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منح قانون 88-04 المؤرخ في 12 فيفري 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، و لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل تم إدخال تعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم و بصفة واضحة عن إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم و بالقيم المنقولة فيما يخص شركات الأسهم، و قد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 دج إلى خمسة ملايين دينار جزائري 5.000.000.00 دج في حالة إجراء العرض العمومي للادخار و مليون دينار جزائري 1000.000.00 دج عند اللجوء إلى العرض

العمومي للادخار و بهذا أصبحت شركة الأسهم تمثل أداة و وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب.

إن اتخاذ مثل هذا القرار يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة القيم المنقولة، و في هذا المضمون فإن المادة 715 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

- القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوق مماثلة على حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية على أموالها.

و يظهر لنا أن من خلال هذه المادة أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي، أما فيما يخص الهيئات العامة لبورصة

القيم المنقولة فقد حددت في المادة 03 من المرسوم التشريعي الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 30 ماي 1993 و تتمثل في الهيئتين التاليتين:

- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) و هي تشكل سلطة السوق.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة ( SGBV ) و مهمتها السهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة.

و المادة 05 من نفس المرسوم جاء فيهما أنه لا يجوز إجراء أي عملية مفاوضات للقيم المنقولة إلا داخل المقصورة المتعلقة بالبورصة عن طريق وسطاء يتم اعتمادهم من طرف اللجنة.

#### 3.2.1.4. مرحلة الانطلاقة الفعلية ( 1996 – إلى وقتنا الحالي )

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية للإنتهاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر و بهذا تم و ضع نص قانوني يتعلق بإنشاء و تنظيم البورصة بالإضافة إلى تشكيل كل من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة إلى جانب شركة تسيير القيم المنقولة اللتين أصبحتا ذات هيكل أو مخطط تنظيمي بالإضافة إلى كل من العاملين بالهيئتين أصبحوا جاهزين مع توفير مكان مادي لبورصة الجزائر بغرفة التجارة.

في بداية سنة 1997 ، تم تحديد الوسطاء الماليين في البورصة و الذين بلغ عددهم 39 وسيط يمثلون مختلف المؤسسات المالية ( بنوك و شركات تأمين ) و تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بمختلف الخبراء في الخارج من بينهم الخبراء الكنديين هذا و بالإضافة إلى الملتقيات التي تمت، و بذلك عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على تهيئة الجو الملائم من خلال سبعة أنظمة و تعليمة.

- النظام رقم 02-96 المتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للاذخار.
- النظام رقم 01-97 المرتبط بمساهمة الوسطاء في العمليات البورصة في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم المتداولة.

- النظام رقم 97-02 و المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة.
- النظام رقم 97-03 و المتعلق بتسيير بورصة الأوراق المالية.
- النظام رقم 97-04 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- النظام رقم 97-05 المرتبط باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في العمليات البورصية و عملائهم.
- التعليم رقم 97-01 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 1997 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.

أما فيما يتعلق بالإصدارات فقد تم وضع أول قيمة في 2 جانفي و المتعلقة بالقرض السندي لسونطراك و ذلك فيما يدعى بالسوق الأولي للسوق المالي، و الذي دام إلى غاية سنة 2003 بعد ذلك تبعتها شركة رياض سطيف بإصدار أسهم ثم مجمع صيدال الذي دخل البورصة من بابها الواسع و في مجال الخدمات الفندقية و السياحية نجد فندق الأوراسي أما عن حركة أسعار هذه القيم و حجم الرسملة البورصية فلم تشهد تطور كبير، نظرا للانطلاقة الحديثة للبورصة و كذا عدم الانتشار للثقافة البورصية و عوامل أخرى.

و نشير و إلى غاية الآن و مع صدور قانون 03-04 في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة فإنه تم السماح للبنوك الستة التالية : CNEP BANQUE. BNA. CPA. BADR. BEA. BDL. بممارسة مهنة الوساطة مباشرة في البورصة وكذا عملية التفاوض، بدلا من الشركات الخمس التي تحصلت على اعتماد من لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لممارسة مهمة الوساطة في العمليات البورصية، و تم حل نهائيا الشركات التالية:

- شركة الراشد المالي.
- المؤسسة المالية العامة ( SOGEFI ).
- المؤسسة المالية للإرشاد و التوظيف (SEFICOP).
- مؤسسة توظيف القيم المنقولة ( SPDM ).
- ويونين بنك بروكرايج (UB BROCKRAGE).

بالإضافة إلى أن هذا القانون سمح للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بتسهيل تنظيم السوق وذلك من خلال القضاء على السندات في شكل شهادات مادية ( أوراق ) و تسجيلها في الحساب ( إزالة الطابع المادي ) و توكيل المهمة لكل من المؤتمن المركزي للسندات و ماسك الحساب، و سوف نتطرق إليهما بنوع من التفصيل لاحقاً و تعتبر هذه التغييرات من التطورات التي حصلت في بورصة الجزائر من سنة 2000 إلى 2004 فإذا تحدثنا على كل من المؤتمن المركزي للسندات و ماسك الحساب نكون بصدد التحدث عن التطوير الذي حدث في بورصة القيم المنقولة و الذي أجملناه في عنوان المذكرة باسم حالة الجزائر من 2000 إلى 2004.

كما قامت اللجنة في هذا العام بإعداد مجموعة من الدلائل تحت عناوين:

- دليل المؤتمن المركزي على السندات.
- دليل ماسك الحساب – حافظ السندات-
- دليل الأوامر في البورصة.
- دليل سير البورصة.
- دليل تنظيم اللجنة مهامها و صلاحياتها.
- دليل فتح حساب السندات.
- دليل هيئات التوظيف الجماعي.

#### 3.1.4. تنظيم و سير بورصة الجزائر

يمكن إظهار مجموعة من الهيئات التي عددها المشرع الجزائري ضمن أحكام المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و تتمثل خاصة في:

- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB.
- شركة إدارة بورصة القيم SGBV.
- المؤتمن المركزي للسندات.
- الوسطاء في عمليات البورصة IOB.
- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

#### 1.3.1.4. لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB)

لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي سلطة ضبط تتمتع بالشخصية المعنوية واستقلالية الإدارة المالية، أنشأت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم، و تتولى مهمة السهر على ما يلي:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتج مالي آخر يؤدي إلى اللجوء العلني للادخار، كحماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ إلى الادخار علنيا عند إصداره قيما منقولة و كذا عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية العرض العمومي، كما لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة، فهي تعني فقط أن الإعلام الذي تضمنه المذكرة الإعلامية مناسب، مترابط و شامل، مما يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في قيم منقولة أو للاقتنائها عن دراية [74] ص 11.
- تعمل على ضمان السير الحسن للسوق و شفافيته، و ذلك من خلال رقابة نشاطات الوسطاء لعمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و المؤتمن المركزي للسندات و هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، و تسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من:
  - أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مجحف.
  - أن السوق تشتغل حسب القواعد التي تضمن الشفافية و حماية المستثمر.
  - أن إدارة السندات و تسييرها تسييران وفق القواعد التي تحددها سلطة ضبط السوق.

و ترمي هذه المراقبة إلى ترصد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة أو المضللة.

تتكون اللجنة من رئيس و ستة أعضاء يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدتها أربع سنوات و يعين أعضاء اللجنة بقرار من وزير المالية لمدة أربع سنوات حسب التوزيع الآتي:

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
  - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
  - أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي و يختار لكفاءته في المجال المالي أو البورصة.
  - عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة.
  - عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.
- و لا يجوز للرئيس و لجميع العاملين الدائمين في اللجنة، أن يمارسوا أي عملية تجارية حول القيم المنقولة في البورصة. تستفيد اللجنة من إعانة تسيير تمنح إياها من ميزانية الدولة و تتقاضى أتاوي على الأعمال و الخدمات التي تؤديها[75]
- و ضمانا للسير الحسن لهذه اللجنة، خول لها المشرع الجزائري مجموعة من السلطات و المهام تتمثل أساسا في:

#### 1.1.3.1.4. السلطة التنظيمية

تعتبر هذه السلطة من بين أهم السلطات التي تقوم بها اللجنة، فهي تسن الأنظمة المتعلقة خصوصا بما يلي:

- التزامات المصدرين في الإعلام أثناء إصدارهم قيما منقولة باللجوء إلى الادخار العلني أو الدخول إلى البورصة، أو العروض العمومية.
- اعتماد الوسيط في البورصة و كذا القواعد المهنية المطبقة عليهم.
- شروط تداول و مقاصة القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك الحساب و حفظ السندات.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية و التسليم المتصل بالسندات.
- تسيير حافظة القيم المنقولة[76].

و يمكن الإشارة إلى أن مختلف القوانين التي تقوم اللجنة بإصدارها إجباريا، تسلم لوزير المالية ليتم بعد ذلك نشرها في الجريدة الرسمية، كما قامت اللجنة بعملية تهيئة ثلاث أنظمة أساسية للانطلاق سوق القيم المنقولة، يتعلق النظام الأول بالوسطاء الماليين، أما النظام الثاني

فهو يتعلق بالعرض العمومي للبيع و كذا الدخول إلى البورصة أما النظام الآخر فهو يخص هيئات التوظيف الجماعي و التي تشكل أحد أهم القنوات التوجيه الادخار نحو البورصة.

#### 2.1.3.1.4. سلطة المراقبة و الرقابة

يخول للجنة في إطار هذه السلطة مجموعة من المهام تتمثل في التأكد من احترام الوسطاء للقوانين و اللوائح المصدرة و كذلك التأكد من أن الشركات المسعرة في البورصة هي كذلك تتقيد بالأحكام التشريعية و التنظيمية التي تتعلق بعقد الجمعيات العامة، تشكيل أجهزة الادارة و الرقابة و كذا عمليات النشر القانونية و هذا بالإضافة إلى إجراء مختلف التحقيقات اللازمة لدى الشركات و البنوك و المؤسسات المالية و الوسطاء في عمليات البورصة، و كذا السهر على مراعاة القواعد العامة و أخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في البورصة، منها تنفيذ الأوامر المصدرة من طرف الزبائن وبأحسن شروط السوق.

#### 3.1.3.1.4. السلطة التأديبية و التحكيمية

تنشأ ضمن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة غرفة تأديبية تتكون من رئيس و عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة و كذا قاضيان يتم تعيينهما من طرف وزير العدل، يتم اختيارهما على أساس لكفاءتهما في المجالات الاقتصادية و المالية، حيث يتمتعون بخبرة عالية في هذا الميدان و يمكنهم التدخل بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة.
- الوسطاء في عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الوسطاء في عمليات البورصة و زبائنهم.
- الوسطاء في عمليات البورصة و الشركات المصدرة.

كما يتم اللجوء إلى الغرفة لحل النزاعات القائمة بين الأطراف الموجودة داخل البورصة عن طريق الإنذار و التوبيخ و رفع النشاط كلياً أو جزئياً، مؤقتاً أو نهائياً بالإضافة إلى سحب الاعتماد و فرض غرامات مالية، هذا مع حبس المتهم في حالة ما إذا:

- اعترض المتهم سبل ممارسة صلاحيات اللجنة و أعوانها المؤهلين، و بذلك تقرر مدة السجن من ثلاثين يوماً إلى ثلاثة سنوات مع إضافة غرامة مالية تقدر ب 30.000.00 دج كما يمكن تحقيق إحدى العقوبات فقط.

- أو استخدم المتهم المعلومات الامتيازية المتحصل عليها عن منظورية تطور أسعار القيم المنقولة و تحقيق بذلك أرباحا غير شرعية.

هذا و يلتزم المعنيين باحترام النصوص و الأفكار التنظيمية للأجل بعث الثقة في المتعاملين و إعطاء بورصة القيم المنقولة الصورة المثالية في التزام متعاملها بالنصوص القانونية.

تتحصل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على مدا خيلها من خلال تعاملها مع الوسطاء، فيدفع الوسيط عند طلب اعتماد اللجنة مبلغ قدره 100.000 دج، و كذا عند طلب الاعتماد للأحد أعوانه، كما تدفع هيئات التوظيف الجماعي نفس المبلغ عند طلب الاعتماد مع تقاضي عمولة سنوية و المحددة بنسبة 0.05 % من الأصول الصافية عند نهاية كل سنة، بالإضافة إلى هذه المداخل فإن اللجنة و عند قيامها بعملية البحث و التفيتش تتحصل على مدخول مقدر ب 2.500 دج يتحملها الوسيط في عمليات البورصة، بالإضافة إلى وظيفة التحكيم التي يعادلها مبلغ 1.000 دج.

يدفعها الطاعن مع قبض سنويا نسبة 15 % من عمولات شركة تسيير بورصة القيم و تتحدد مختلف الأتاوى التي تحصلها اللجنة على الأعمال و الخدمات التي تؤديها كما يلي:

- إتاوة على التأشيرات الممنوحة عند إصدار القيم المنقولة عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني أو العرض العام لبيع القيم المنقولة أو شرائها أو تبادلها.
- إتاوة عند طلب اعتماد وسيط في عمليات البورصة و كذا عند تسجيل عون مؤهل للقيام بالمفاوضات في البورصة.
- لإتاوة عند طلب اعتماد هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- إتاوة عند دراسة النزاعات التقنية الناتجة عن تفسير النصوص التشريعية و التنظيمية التي تحدد سير البورصة.

- إتاوة تحصل على شركة تسيير بورصة القيم.

أما على المستوى الدولي فإن اللجنة عضو في المنظمة العالمية للجان القيم (OICV)، التي تشكل إطار مفضلاً لتبادل المهارة و التفكير في التكيف الضروري لوظائف السلطات و ضبط الأسواق في مختلف البلدان، بالإضافة إلى أنها تربط بعلاقات تعاون مع لجان مماثلة لها في مختلف البلدان ( فرنسا، بلجيكا، كندا، .... و غيرها ).

#### 2.3.1.4. شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)

تأسست هذه الشركة لأول مرة بعقد موثق بتاريخ 09 أكتوبر 1990 تحت تسمية شركة القيم المنقولة، و ذلك من خلال الأعضاء المؤسسون لشركة إدارة بورصة القيم [77].

#### - البنوك:

- بنك التنمية المحلية BDL.
- البنك الخارجي للتنمية BEA.
- البنك الوطني للتنمية الريفية BADR.
- البنك الوطني الجزائري BNA.
- القرض الشعبي الجزائري CPA.
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط CNEP.
- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي CNMA.

#### - شركات التأمين:

- الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين CAAR.
- الشركة الجزائرية للتأمين و النقل CAAT.
- الشركة الجزائرية للتأمين SAA.
- بنك خاص UNION BANK.

كما نصت القوانين الأساسية المتعلقة بهذه الشركة إلى مختلف الأهداف التي تتعلق بها و التي يمكن ذكرها كما يلي:

- تسهر في إطار احترام قواعد تنظيم السوق و سيره، على شرعية المعطيات المنجزة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة أو من طرف الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات.
- تأمين التمويل المباشر للإعتمادات و ذلك عن طريق الادخار العمومي.
- تقييم أصول المؤسسات [78]
- و نظرا للتأخر الذي شهدته بورصة الجزائر فقد وصفت هذه الشركة بالمنحلة، و لم يتم إعادة إنشائها إلا في 15 جويلية 1998، و بذلك تخلى الأعضاء المؤسسون لشركة إدارة بورصة القيم عن حصصهم في رأسمال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية و هي:
- شركة الراشد المالي التي تضم كل من BEA. CCR. CNMA.
- المؤسسة العامة للإرشاد و التوظيف SOFICOP التي تضم كل من BNA. BDL. CAA.
- المؤسسة المالية العامة SOGIEFI التي تضم كل من CPA. CNEP. CAAT.
- شركة توظيف القيم المنقولة SPDM و التي تضم كل من BADR. CAAR.
- شركة UNION BROKIRAGE المؤسسة من طرف UNION BANK.

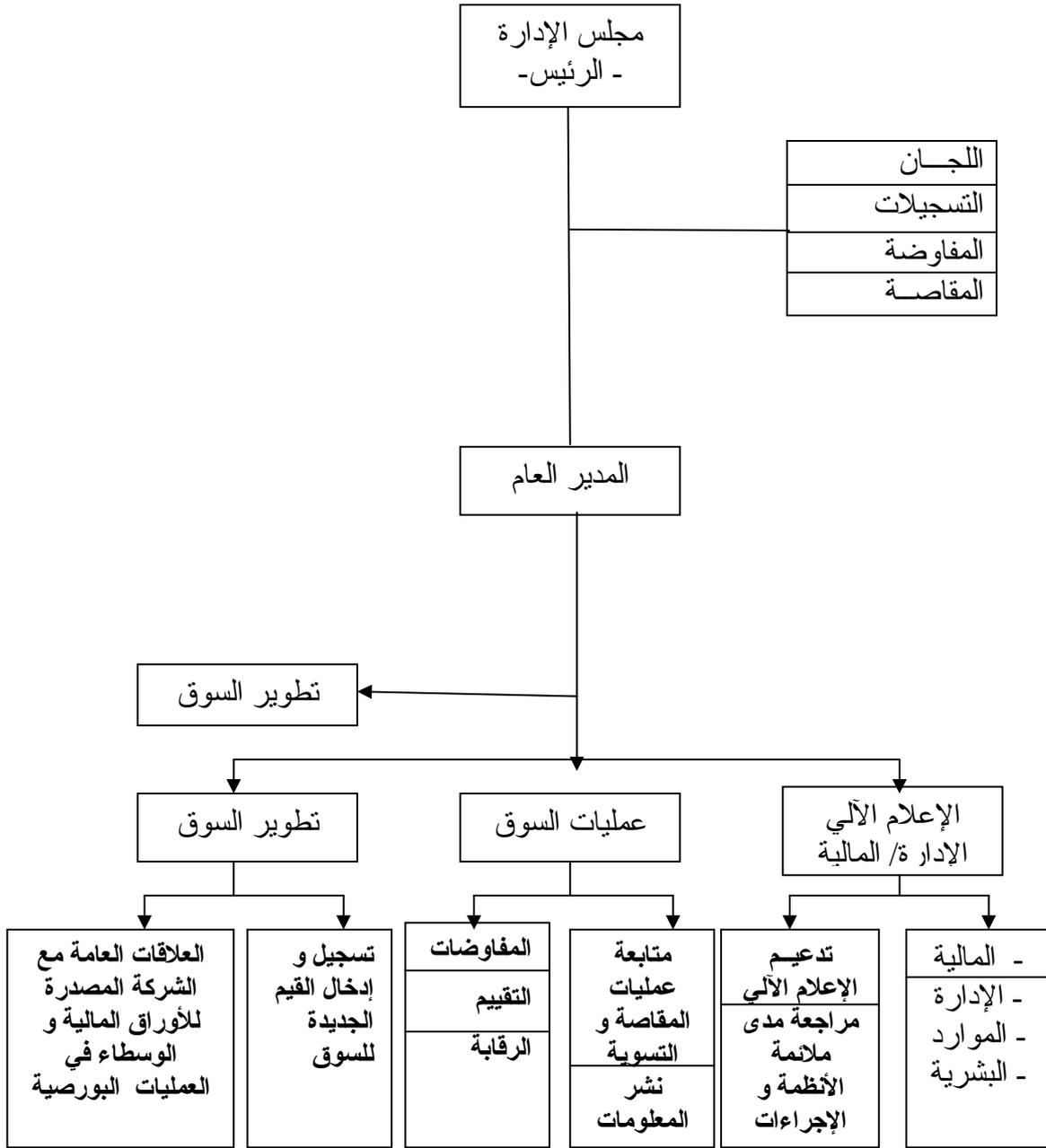
و بذلك أصبحت شركة القيم المنقولة عملية و رفع رأسمالها إلى 24.000.000 دج مقسم بين مختلف الوسطاء في العمليات البورصية و لا يمكن للأبي وسيط أن يتحصل على اعتماد إلا بعد اكتتاب لجزء من رأسمال الشركة.

و قدرت حصة كل وسيط ب 4.800.000 دج في حالة اعتماد و سيط جديد في عمليات البورصة تتم زيادة رأسمال الشركة بالحصة المقدمة من طرف هذا الأخير، أما في الحالة العكسية أي في حالة انسحاب وسيط ما فيعاد شراء حصته بحصص مساوية من طرف وسطاء و مساهمين آخرين للشركة، كما حددت لشركات الوساطة الخمسة و طبقا للقانون 04-30 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10-93 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة التي تم حلها و أصبح من خلالها رأسمال شركة إدارة بورصة القيم مقسم على الوسطاء ( CNEB BANEQUE. BDL. BEA. BADR. CPA. ) (BNA).

و حتى يتسنى لهذه الشركة تسهيل المبادلات فيما بين الوسطاء في عمليات البورصة و كذا ترقية التعامل على القيم المنقولة فإنه يتعين عليها الاهتمام بتسهيل العمليات فيما بين الوسطاء و ذلك من خلال تطبيق النظام العام في شكل نشرات و مقررات تنشر في الجريدة الرسمية لجدول التسعيرة ، تعرض ليصادق عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من خلال وضع و تطبيق نظام للتحكيم و فرض النزاعات مع إشعار لجنة تنظيم و مراقبو عمليات البورصة لأي اختلال أو عملية مخالفة لقواعد سوق القيم المنقولة أو وجود نزاع بين متدخلين أو أكثر أو أي شيء قد يمس بسلامة السوق، هذا بالإضافة إلى ترقية التعامل بالأوراق المالية عن طريق التعريف بها للجمهور.

تتحصل الشركة على مداخيلها من العمولات الناتجة عن العمليات البورصية، و يتحدد حساب هذه العمولة وفقا للائحة تحددها اللجنة.

كما يمكن إعطاء ملخص للتنظيم الهيكلي لشركة إدارة بورصة القيم من خلال الشكل رقم 06.



شكل رقم 06 : تنظيم شركة إدارة بورصة القيم [79] ص 17

#### 3.3.1.4. المؤتمن المركزي للسندات

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، و هي شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية، الجزائر للتسوية (algeria clearing)، يخضع القانون الأساسي و تعيين مسيري الشركة لموافقة وزير المالية بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التي تمارس رقابة نشاطها، يتكون رأسمالها من 65.000.000.00 دج تضم مساهمات خمس بنوك و ثلاثة شركات مسعرة و هي كما يلي:

- البنوك:

- البنك الخارجي الجزائري.
- القرض الشعبي الجزائري.
- البنك الوطني الجزائري.
- بنك الفلاحة و التنمية الريفية.
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط.

- الشركات المسعرة:

- مجمع صيدال.
- مؤسسة فندق الأوراسي.
- مؤسسة رياض سطيف.

كما أن المساهمة في الأسهم مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة و للشركات المصدرة للسندات، و لشركة تسيير بورصة القيم بالإضافة إلى الخزينة العمومية و بنك الجزائر المساهمان بقوة القانون، و حددت المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة بمليونين (2000.000 دج).

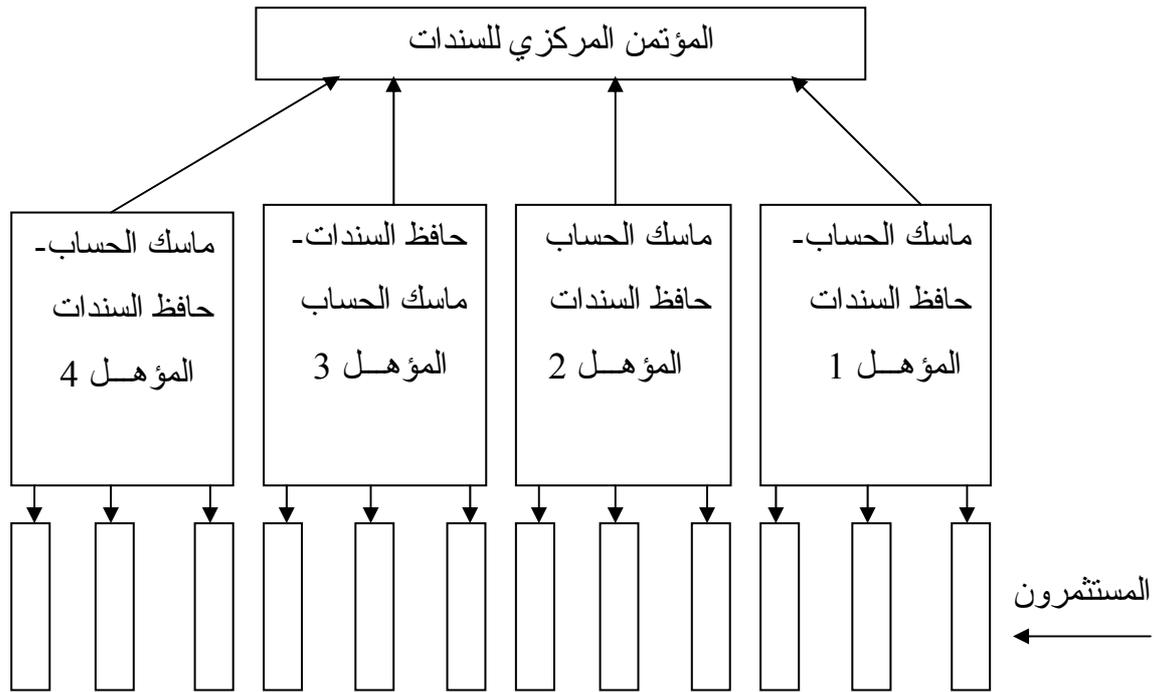
و تتمثل مهام هذه الهيئة فيما يلي:

- يفتح و يدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه، و يركز بذلك حفظ السندات و يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بتحويلات من حساب للأخر.
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركة المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأسمال).
- يقنن السندات المقبولة في عملياته حسب المقياس الدولي – ISIN.
- ينشر المعلومات المتعلقة بالسوق.
- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير السندات.
- يسمح بالتعامل مع طرف واحد في مجال تسيير السندات عن طريق الوسطاء الماليين (السندات المسعرة، أو غير المسعرة، السندات القصيرة و الطويلة الأجل).
- يسمح بإزالة الطابع المادي لسندات الشركات المسعرة في بورصة الجزائر، و يسهل تعميم إزالة الطابع المادي، عن السندات إذا ما قررت السلطات العمومية ذلك. يسمح

لمصدري السندات أن يقلصوا بشكل محسوس تكاليف اللجوء العائلي للادخار لا سيما منها التكاليف المتعلقة بطبع الشهادات المادية.

- يصمن تزامن عملية التسوية و التسليم، حيث يتم تسليم السندات و التسوية النقدية لتداول أنجز في سوق مقننة أو بالتراضي في آن واحد.
- يزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها أو إتلافها.
- يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات.
- يحسن و بشكل كبير معالجة العمليات على السندات (تحصيل الأرباح و الفوائد و ممارسة الحقوق... الخ) [80] ص 3-4-5.

و الشكل التالي يبين كيفية عمل المؤتمر المركزي لسندات الجزائر للتسوية.



شكل رقم 07 : كيفية عمل المؤتمر المركزي لسندات الجزائر للتسوية [81].

يفتح المستثمرون لدى ماسك الحساب الذي يمكن أن يكون في شكل بنوك و مؤسسات مالية و كذا الوسطاء في عمليات البورصة، الشركات المصدرة فيما يخص السندات التي تصدرها و التي تسيرها مباشرة، كما يجب أن يكون معتمد من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و تتوفر لديه الوسائل البشرية و المادية الكافية و يمثل لمبادئ المحاسبة الخاصة

بالسندات و قواعدها و يكون لديه ترتيبات لحماية أرصدة الزبائن و الترتيبات للرقابة الداخلية في المؤتمن المركزي للسندات – الجزائر للتسوية.

يتولى ماسك الحساب إدارة السندات التي يتعهد بها باسم أصحابها، و ينفذ التعليمات التي يتسلمها في التداول و الرهن و النقل و التحويل و يطبق العمليات على السندات، ( دفع الأرباح و الفوائد و نقل الحقوق...الخ) و يعلم أصحاب السندات بتنفيذ تعليماتهم ( الإشعار بالتنفيذ ) و كذا حركات حساباتهم عن طريق كشف الحساب و كشف الحافطة.

يتم اختيار ماسك الحساب و يفتح لكل زبون حساب سندات تقيده فيه الصفقات السارية على السندات ( بيع و شراء ) و جميع الأحداث التي تمثل حياة السند ( اكتتاب، تخصيص قسيمات، تسديدات ) مقرون بحساب نقدي ( حساب صك أو حساب جاري فيما يخص الشخص المعنوي لدى أحد شبابه).

يسري الحساب النقدي و حساب السندات في آن واحد، فعندما تشري السندات يقيد في الجانب الدائن لحساب الزبون عند السندات المشتراة و يقيد في الجانب المدين من الحساب النقدي مبلغ الصفقة و على العكس من ذلك فعندما يتم بيع سندات يقيد عليه عدد السندات المباعة و يقيد في الحساب النقدي ناتج البيع.

كما يتم ملاً استمارة فتح الحساب و توقيع على اتفاقية الحساب في نسختين يسلمها ماسك الحساب، كما يمكن أن تتضمن اتفاقية الحساب ما يأتي:

- هوية الشخص أو الأشخاص الذين أبرمت ووقعت الاتفاقية معهم.
- عندما يتعلق الأمر بشخص معنوي، كإعلام ماسك – حافظ السندات باسم الشخص أو الأشخاص المؤهلين للتصرف باسم هذا الشخص المعنوي.
- عندما يتعلق الأمر بشخص طبيعي، هوية الشخص أو الأشخاص المؤهلين عند الاقتضاء للتصرف باسم هذا الشخص الطبيعي.
- الخدمات موضوع الاتفاقية و كذا أصناف السندات التي تنصب عليها الأداءات.
- تعريف الخدمات التي يقدمها ماسك الحساب ( الحافظ ).
- مدة صلاحيات الاتفاقية.

- واجبات السرية التي يجب أن يلتزم بها ماسك الحساب ( الحافظ ).
- خصائص الأوامر التي من شأنها أن ترسل إلى ماسك الحساب ( الحافظ ) و طريقة إرسالها، و كذا مضمون المعلومات و كفيات تبليغها إلى مصدر الأمر عن الشروط تنفيذها.
- الكيفيات التي ترسل بموجبها إلى صاحب الحساب، من جهة المعلومات المتعلقة بالحركات المرتبطة بالسندات و النقود المبينة في حساباته و من جهة أخرى كشف حساب السندات و كذا المعلومات المنصوص عليها في التنظيم المتعلق بمسك الحساب ( الحفظ ).

أما بالنسبة للسندات المقبولة في عملياته فهي:

- القيم المنقولة ( الأسهم، سندات الدين ....) المسعرة و غير المسعرة في البورصة.
- سندات الخزينة العامة.
- سندات الدين القابلة للتداول.
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- السندات من ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية.
- كل مجموعة السندات التي تخول حائزها حقوقا مماثلة.

هذا و يجوز للمؤتمن المركزي أن يقبل في عملياته سندات مادية و من بين المنخرطين فيه:

- البنوك و المؤسسات المالية.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- المنخرطون في سندات الخزينة العامة.
- الأشخاص المعنويين الذين يصدرون سندات.
- المؤتمنون المركزيون الأجانب على السندات.

أما بالنسبة لشركاء المؤتمن المركزي فيمكن إجمالهم في:

- ماسكو الحساب.
- حافظوا السندات المؤهلون من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- بنك الجزائر للتسوية بحيث تتم التسوية النقدية للصفقات بعملة البنك المركزي [82]

#### 4.3.1.4 الوسطاء في عمليات البورصة:

تقوم مختلف العمليات في بورصة الأوراق المالية، عن طريق وسطاء في شكل شركات مساهمة أو أشخاص طبيعيين، يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

كما تجدر الإشارة إلى أن القانون الجزائري من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ بتاريخ 23 ماي 1993 و المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم و مراقبتهم، يفرق بين نوعين من الوسطاء و هما الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود ، و الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود.

#### - الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود:

الوسيط في عمليات البورصة ذوي النشاط غير المحدود هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتجات الأخرى أحد النشاطات التالية:

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير حافظات القيم المنقولة، لحساب الغير بموجب توكيل.
- القيام بالسعي المصفاي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة أعلاه.
- كل نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

#### - الوسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود

الوسيط في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود، كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات للقيم المنقولة أو في التوظيف أو السعي المصفاي.

#### 1.4.3.1.4 شروط اعتماد الوسطاء في البورصة

تعتبر لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الإطار القانوني و الهيئة التنظيمية لبورصة الأوراق المالية في الجزائر، و باعتبار أن الوسطاء يمكن أن يكونوا أشخاص طبيعيين أو معنويين، لذلك سوف نقوم بعرض مختلف الشروط على حدى.

#### 1.1.4.3.1.4. شروط اعتماد الأشخاص الطبيعيين

يجب على كل شخص طبيعي يريد مزاوله نشاط الوساطة في عمليات البورصة أن يتقدم بطلب إلى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و حائزا على الشروط الآتية:

- أن يكون عمرهم 25 سنة على الأقل عند تقديم الطلب.
  - أن يتمتعوا بالأخلاق الحسنة.
- يجب أن تتوفر فيهم شروط الكفاءة إما أن يكونوا حائزين على شهادة الليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها، أو أن يكونوا قد تابعوا بنجاح تكوين في ميدان تجارة و تسيير القيم المنقولة و كسبوا تجربة مهنية تمنح من وجهة نظر اللجنة تحضيراً مهنياً كافياً.
- أن يكونوا حائزين على محل واضح التعيين، و التحديد و ملائم لممارسة هذا النشاط.
  - أن يقدموا بإثبات كفالة تدفع بالنقود أو على شكل قيم الخزينة بمبلغ خمسمائة ألف دينار جزائري (500.000.00 دج) و يمكن للجنة تحديد مبلغ أكبر إذا اعتبرت أن طبيعة النشاطات الممارسة تتطلب ضمان أكبر [83] ص 22.
  - أن يقدموا طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

#### 2.1.4.3.1.4. شروط اعتماد شركات الأسهم

يجب على شركات المساهمة غير الأشخاص المعنويين أن تتوفر فيهم مجموعة من الشروط و هي:

- امتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري (1000.000 دج) غير أنه يمكنها الخضوع لمقاييس رؤوس الأموال خاصة تحددها اللجنة لممارسة نشاطات خاصة، و تتشكل رؤوس الأموال الخاصة من الرأسمال الاجتماعي و الاحتياطات و الحاصل المنقول من جديد و حصيلة آخر السنة المالية.
- حيازة محلات ملائمة لضمان أمن مصالح الزبائن.
- حيازة مقر الشركة بالجزائر.
- أن يكون لديها على الأقل مسير مسئول مكلف بالإدارة العامة للشركة تتوفر فيه شروط التأهيل المنصوص عليها.

### 3.1.4.3.1.4. شروط اعتماد البنوك و شركات التأمين

على المؤسسات المالية و البنوك و شركات التأمين التي تقدم طلب للإعتمادها من أجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة تبرير وجود قسم مستقل صمن مصالحها لضمان استقلالية التسيير ، لا سيما المحاسبة، بين نشاط و سطاء عمليات البورصة، نشاطات الأشخاص المعنويين المشار إليهم:

- توفر رئيس المؤسسات المالية على الشروط اللازمة لممارسة مهنة الوساطة.
- بالإضافة إلى تقديم طلب الاعتماد إلى COSOB و الذي يجب أن يتضمن ما يلي:
  - وثيقة لإثبات الملكية أو الاستئجار.
  - وثيقة لإثبات الضمانات المطلوبة.
  - الالتزام بشراء جزء أو حصة من أسهم شركة تسيير بورصة القيم.

### 2.4.3.1.4. كيفية اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة

- ترفق طلبات الاعتماد بملف يتكون من عناصر تحددها اللجنة، و يتم طلب الاعتماد ب:
- وثائق إثبات الضمانات المطلوبة في المواد 42 و 43 من النظام.
- الالتزام بأداب المهنة و قواعد الانضباط و الحذر.
- وثيقة إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الوساطة في عمليات البورصة.
- الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من أسهم شركة تسيير بورصة القيم.

تبدي اللجنة رأيها حول طلب الاعتماد في أجل أقصاه شهران ابتداء من تاريخ استلام الطلب في حالة موافقة اللجنة على طلب الاعتماد، تبلغ للطرف المعني موافقة مؤقتة و في حالة رفض الاعتماد يبلغ هذا الرفض مرفقا بتبرير كما يمكن للجنة الحد من نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة إذا كان ملف الاعتماد المقدم لها يظهر بأن الوسيط قادر على ممارسة كل النشاطات الواردة في طلب الاعتماد بصفة ملائمة و كاملة كما لا يصبح الاعتماد فعليا إلا إذا اكتتب أو اشترى الوسيط في عمليات البورصة حصة من أسهم شركة تسيير بورصة القيم حسب الشروط المحددة من طرف اللجنة و بعد اكتتاب أو اكتساب حصة من أسهم شركة تسيير بورصة القيم يعلن الوسيط في عمليات البورصة ذلك للجنة التي تجعل الاعتماد نهائيا، كما يعتبر الاعتماد ساري المفعول إلى غاية الشطب و يؤدي إلى دفع الحقوق المستحقة على الوسطاء في عمليات البورصة سنويا، و يكون الاعتماد موضوع قرار من اللجنة يتم نشرها في النشرة الرسمية لقائمة البورصة.

### 3.4.3.1.4. نشاطات الوسيط في عمليات البورصة

#### 1.3.4.3.1.4. مفاوضة القيم المنقولة في السوق لحساب الزبائن

إن الأموال التي يتم تسليمها أو حيازتها قصد العمليات التي تدخل في ممارسة نشاط تفاوض تمثل المبلغ المقابل لأوامر الشراء التي لم يتم تنفيذها بعد أو الأوامر التي هي في طور التنفيذ فعند فتح حساب باسم شخص طبيعي يتحقق الوسيط في عمليات البورصة من هويته و يتحقق بأن هذا الأخير تتوفر فيه القدرات المطلوبة بالإضافة إلى القيام بفتح حساب باسم الشخص المعني هذا مع الحصول على وثيقة من الشخص تأهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب و إجراء عمليات فيه.

#### 2.3.4.3.1.4. شراء و بيع القيم المنقولة

يقوم الوسيط في هذه الحالة بشراء و بيع قيما منقولة لصالحه إذا كان متحصلا على اعتماد كوسيط ذو نشاط غير محدود، و لحساب الغير إذا كان متحصل على الاعتماد كوسيط ذو نشاط محدود.

ففي حالة النشاط غير المحدود يتم شراء الأوراق المالية عادة من أجل إدخالها في محفظته الخاصة و ذلك من أجل الاحتفاظ بها و بيعها مستقبلا و تنظيم سوق القيم المنقولة، أما في حالة النشاط المحدود فهو يتلقى الأوامر من زبائنه و لا يقبل أي عملية شراء أو بيع إلا بعد فتح حساب الزبون و ملل وثيقة فتح الحساب.

كما يجب على الوسيط في عمليات البورصة مراعاة التكفل بالأمر الذي يصدره كل شخص يستوفي الشروط التي تم ذكرها من قبل و لا يحق للوسيط في عمليات البورصة إلا الالتزام بالوسائل أي تقدير الأوامر، و تسجيل ساعة و تاريخ استلام الأمر. و من بين أنواع الأوامر التي يمكن أن يتلقاها الوسيط و المحددة في القانون الجزائري ما يلي:

#### - أمر بسعر السوق أو بالسعر الأحسن:

لا يقيد الأمر هنا بأي بيان للسعر و ينفذ الأمر من باب الأولوية بحسب الأوامر الموجودة، و الامكانيات المتاحة في السوق، سواء كامل الأمر متعلقا بسند مسعر باستمرار أو بالتحديد.

### - الأمر ذو السعر المحدود:

و هو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء السندات أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به السندات.

و في حالة غياب بيان يخص الحد فإن الأمر يعالج كأمر في السوق في الحالة المتعلقة بالتسعيرة المستمرة، وفي حالة التسعيرة بالتحديد فإن الأمر يعالج كأمر بالسعر الأحسن، و في حالة تنفيذ الأمر لا بد على الوسيط أن يرسل للزبون في أقرب الأجال المعلومات ضمن و ثقة تدعى بإشعار التنفيذ التي ترسل مباشرة بعد التنفيذ العملية.

#### 3.3.4.3.1.4. تسير حافظة القيم المنقولة لحساب الزبائن

يمكن للوسيط في عمليات البورصة أن يقوم بتسيير لحساب زبائنه حافظة الأوراق المالية، و ذلك بمقتضى المادة 07 من المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993، التي من خلالها يتم تسير الحافظة من طرف الوسيط إما بشكل مباشر عن طريق القيام بالتوظيفات اللازمة وفقا لوكالة تسير تكون موضوع عقد موقع عليه من طرف صاحب الحساب و الوسيط أو بشكل غير مباشر عن طريق استخدام هيئات التوظيف الجماعي التي تعين الوسيط كمؤسسة مؤتمنة لها.

يمكن إلغاء وكالة التسيير من أحد الطرفين وذلك لعدة أسباب، فقد تتم هذه العملية من طرف الوسيط الذي يتكفل بتقديم التوضيحات اللازمة للعملية و المتعلقة بأسباب الإلغاء، كما يجب عليه أيضا أن يرسل إشعار مسبقا إلى لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة، معلنا فيها بإلغاء وكالة التسيير و ذلك من خلال الخمس الأيام المفتوحة لعمل البورصة المالية لتاريخ إعلام الموكل أو العميل ثم إقفال قيود الحساب التي كانت تؤهله للقيام بعملية التسيير [84] ص 175.

#### 4.4.3.1.4. عائد الوسطاء في عمليات البورصة

يتحصل الوسطاء في عمليات البورصة على عدة مصادر و التي تتمثل أساسا في العمولات الناتجة عن عمليات المفاوضة و المقاصة و كذا تسير المحافظ و الاحتفاظ بالأوراق

المالية التي يمكن أن يبيعها فيما بعد، بالإضافة إلى مختلف العوائد المتحصل عليها من الخدمات التي يمكن يقدمها الوسيط كالتوثيق و عمليات أخرى.

حاليا في الجزائر و بعد السماح للبنوك الخمسة بممارسة عمليات الوساطة مباشرة، فإن هناك ستة بنوك تقوم بالوساطة، بعد عملية حل كل من الوسطاء أو الشركات الخمس و التي هي:

- شركة الراشد المالي المتكونة من البنك الخارجي (BEA)، و الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، و الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA).
- الشركة المالية للإرشاد و التوظيف (SOFICOP) و المتكونة من البنك الوطني الجزائري (BNA) و بنك التنمية المحلية (BDL)، و الشركة الجزائرية للتأمين (SAA).
- شركة توظيف القيم المنقولة (SPDM-BC) المتضمنة كل من البنك الجزائري للتنمية الريفية (BADR) و الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين (CAAR).
- المؤسسة المالية العامة.
- يونين بنك (UNION BANK).

#### 5.3.1.4. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

يدخل تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالجزائر في إطار إنشاء السوق المالي و ذلك بمقتضى الأمر 08-96 المؤرخ في 10 جانفي 1996، و التي تهدف إلى تكوين حافظة القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى و تسييرها لحساب الغير و هي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة.

يتمثل المدخرون الماليون في أولئك الذين لا يرغبون استثمار ادخار اتهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند أو ذاك فيتعهدون حينئذ بإدخالهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف إدخاراتهم في السوق، كما يمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في مختلف أنواع القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى (أسهم، سندات دين، سندات دين قابلة للتداول... الخ) التي تصنف على أساسها هيئات التوظيف

الجماعي. تحتوي هيئات التوظيف الجماعي على 60% من الحافظة تتكون من أسهم بالإضافة إلى 60% الأخرى التي تتكون من سندات دين و سندات أخرى شبيهة لها، كما تتكون من

60% أدوات السوق النقدية، كما لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في الحافظة، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي يتيحها السوق.

#### 1.4.3.1.5. مزاي التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

يمكن ذكر المزايا التي يمكن أن تقدمها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في:

- إمكانية الشراء و البيع في أي وقت.
- الحصول من خلال الحافظة المستثمرة على أنواع شتى من السندات.
- تسيير يقوم به المحترفون.
- قواعد استثمار واضحة تنوع المخاطر.
- توجيه التوظيف منصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتج (البيان الإعلامي).
- إطار قانوني و تنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، و ذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعية.

#### 1.4.3.1.5. تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي في البداية إيداع مؤسسيها ملف اعتماد لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و يتضمن محتوى ملف الاعتماد خصوصا على ما يلي:

- مشروع القانون الأساسي فيما يخص شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير و مشروع النظام فيما يخص الصندوق المشترك للتوظيف.
- البيانات المتعلقة بمسيري هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- تنظيم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و الوسائل المخصصة لتسييرها.
- وثائق الإعلام الموجهة للجمهور.

كما تتكون هيئات التوظيف الجماعي من شركة تسيير تتولى مهمة التسيير الإداري و المحاسبي لهيئات التوظيف الجماعي و من المؤسسة المؤتمنة هي البنك غالبا، تقوم بدور هام يتمثل فيما يلي:

- السهر على قانونية قرارات التسيير المتخذة لصالح هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

- القيام بحفظ أصول هيئات التوظيف الجماعي.

حدد الرأسمال الأدنى المطلوب عند التأسيس بمبلغ 5.000.000 دج، أما المبلغ الأدنى لأصول الصندوق المشترك للتوظيف فهو 1.000.000 دج.

#### 3.5.3.1.4. سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة [85]

يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طول النشاط من خلال إصدار أسهمها و حصصها و تسويقها لدى لجمهور المستثمر، غير أن هذه المرحلة تكون مسبقة بنشر وثيقة إعلامية تسمى النشرة الإعلامية تؤشر عليها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و تتمثل المعلومات الأساسية الموجودة بها فيما يلي:

- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
  - سياسة التوظيف.
  - معلومات تخص المؤسسين و المسيرين.
  - سير شركة الاستثمار ذات رأسمال متغير.
  - طريقة حساب القيمة التصفية و مكان النشر.
  - نفقات التسيير و العمولات.
  - اسم المؤتمن.
  - المؤسسات المعنية لاستلام عمليات الاكتتاب و إعادة الشراء.
- سياسة تخصيص النتائج ( الرسملة و التوزيع).

يتم الاكتتاب في أسهم هيئات التوظيف الجماعي و حصصها و إعادة شرائها على أساس القيمة التصفية التي يزداد عليها عند إعادة الشراء أو تنقص منها عند عملية البيع، و كذا النفقات. الدخول و الخروج في عمولات الاكتتاب أو إعادة الشراء، و قد تم ضبط الحدود القصوى لهذه العمولات بموجب التنظيم بنسبة 3 % و 5 % على التوالي.

تحسب القيمة التصفية بعد كل يوم في البورصة و تنشر في محلات المؤسسات المالية التي تبيع منتجات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، كما يمكن نشرها في الصحافة المختصة.

تتمثل مصاريف التسيير بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في التكاليف و النفقات التي ينفقها المسير و الموجهة لتغطية مصاريف سير الشركة، و دفع أجور العمال، و ضبط الحدود القصوى لمبلغ هذه المصاريف أيضا، بموجب التنظيم و جب أن لا تتجاوز نسبة 2 % من المبلغ الإجمالي للأصول الصافية.

#### 4.5.3.1.4. القواعد الاحترافية المطبقة على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

يتعين على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة السهر على احترام القواعد الاحترافية التي تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و تحدد هذه القواعد في تقييم الأخطار المترتبة عن تقلبات الأسواق، كما تتولى مراقبة هذه الهيئة:

- المؤسسة المؤتمنة التي ترأب قانونية أعمال التسيير.
- محافظ الحسابات المكلف بالتصديق على الكشوف المالية.
- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التي يمكن أن تأمر في أي وقت بمهام التفقيش و التحقيق في نشاط هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، كما لا تقوم زيادة على ذلك بمراقبة المعلومات التي تنشرها هذه الهيئة على الجمهور.

#### 5.5.3.1.4. الجباية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

في المجال الجبائي وزيادة على مبدأ الشفافية الجبائية التي تميز منتجات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، و طبقا للإعفاءات الضريبية على أرباح الشركات من خلال قانون المالية لسنة 1996 فإن العائدات المتأتية من أسهم التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و حصصها معفاة من الضريبة على الدخل الإجمالي طوال مدة خمس سنوات ابتداء من سنة 2003، و من جهة أخرى فإن الهيئات لا تخضع إلى الضريبة على القيمة المضافة و إلى الرسم على النشاط المهني و يوسع هذا الإعفاء ليشمل حقوق التسجيل المتصلة بعقود تعديل القوانين الأساسية و التغييرات في رأس المال.

#### 2.4. إطلالة على نشاط بورصة القيم المنقولة

يوجد حاليا ثلاث شركات مسعرة في بورصة القيم المنقولة يتم تداول أوراقها المالية المختلفة التي لا بد أن تتضمن مجموعة من الشروط لدخولها إلى البورصة، و في المبحث الثاني الذي

تم تسميته بإطلالة على نشاط بورصة القيم المنقولة سوف نتطرق إلى مختلف هذه القيم المنقولة و كذا الإجراءات المختلفة لإدخالها و الشركات المسعرة حاليا.

#### 1.2.4. القيم المنقولة الممكن تداولها في بورصة الجزائر

القيمة المنقولة حسب القانون الجزائري هي عبارة عن سند مالي قابل للتداول يصدره كيان قانوني ( شركة جماعية، هيئة عمومية أو خاصة ) ترغب من ورائها الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع استثمارية، كما تحدد مختلف أنواع القيم المنقولة و الحقوق و الواجبات المرتبطة بهذه القيم و كذا شروط إصدارها في السوق.

تتطوي القيم المنقولة على بعض الأخطار بعضها له خطورة أكبر من الاستثمار في السندات كما يجب أن يتجسد الخطر المتعلق بالأسهم في النقص المحتمل في القيمة على حساب حامله و ذلك بسبب انخفاض سعره في البورصة الذي يصبح أقل من السعر المدفوع من طرف المساهم، و بذلك فإن دفع الأرباح عند نهاية السنة المالية ليس مضمونا على عكس السندات التي تتطوي على أخطار أقل لأنه يضمن لحاملها دفع القسيمة المحددة مسبقا في عقد الإصدار و كذا رأسمال الرئيسي المكتتب.

أما بالنسبة للجباية على القيم المنقولة و طبقا للأحكام المادة 26 من قانون المالية 2004 فإنه تخضع عائدات القيم المنقولة إلى الضريبة على الدخل الإجمالي و الضريبة على أرباح الشركات، و تعفى من الضريبة العائدات المتأتية من القيم المنقولة المسعرة في البورصة أو المتداولة في السوق المنظمة لمدة خمس سنوات ابتداء من سنة 2003، و على هذا الأساس سوف نقوم بعرض مختلف أنواع القيم المنقولة من أسهم و سندات.

#### 1.1.2.4. الأسهم

و التي يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

#### 1.1.1.2.4. الأسهم العادية

يمنح هذا النوع لمالكة الحق في التدخل في الشؤون الإدارية للشركة، بما في ذلك فصل أو انتخاب هيأت التسيير، و كذا المشاركة في الجمعيات العامة التي تمثل فرصة متاحة لهؤلاء للإعطاء رأيهم في تسيير الشركة و يطلب برأي المساهم كذلك الموافقة على بعض أعمال التسيير و تتمثل خصوصا في المصادقة على حسابات السنة المالية المنصرفة و تعيين أعضاء مجلس الإدارة و كذا تعيين محافظي الحسابات و تعديل القانون الأساسي... الخ، هذا بالإضافة

إلى الحق في تحصيل الأرباح في آخر الدورة المالية إذا قررت الجمعية العممة توزيع كل الأرباح الصافية أو جزء منها.

#### 2.1.1.2.4. الأسهم الممتازة

مالك هذا النوع من الأسهم ليس له الحق في التصويت بالإضافة إلى أنه يمتلك الحق في تحصيل الأرباح و التي يمكن أن تكون في شكل مكافأة تتمثل في عائد السهم، و يرافق هذا العائد حصة من الربح المحقق و المدفوع على كل سهم، كما يرتبط دفع هذه الربحية بالنتائج التي تحقها الشركة، لأن هذه الأخيرة لا تقوم بتوزيع الأرباح إلا إذا حققت نتيجة ربح ( صافية ) [86] ص 04.

#### 2.1.2.4. السندات

تعتبر السندات سند مالي قابل للتداول يجسد التزام مقرض يضع في مقابل ذلك أموالا تحت تصرفه و يتجسد هذا الالتزام بموجب عقد إصدار يحدد خصائص الاقتراض و كفيات تسديد الأموال و طريقة مكافأة المقرض و من بين المقاييس الأساسية للسند ما يلي:

- القيمة الأساسية أو القيمة الوهمية.
  - طريقة اهتلاك التسديد النهائي، الأقساط السنوية الثابتة.
  - مدة الاقتراض التي تبين تاريخ تسديد الدين.
  - تاريخ الانتفاع و هو التاريخ الذي يبدأ فيه سريان احتساب الفوائد.
  - النسبة الوهمية و هي النسبة الفائدة المدفوعة في شكل قسيمة إلى حامل سند الدين.
  - منحة الإصدار و هي الفارق بين سعر الإصدار و القيمة الاسمية.
  - منحة التسديد و هي الفارق بين سعر التسديد و القيمة الاسمية.
- و يمكن الإشارة بأن السندات تكتسي خاصيتين اثنتين و هما:
- مكافأة مستقلة عن نتائج المؤسسة تحدد مسبقا و بصفة تعاقدية، و يتقاضى حامل السند الفائدة ( القسيمة ) التي تحقق له ذلك مهما تكن النتائج التي تحقها الشركة.
  - تسدد على سبيل الأولوية بالنسبة إلى الأموال الخاصة في حالة تصفية الشركة و تستخدم إيرادات التصفية في السداد المطلوب للدائنين و بعد سداد ذلك كليا يوزع الرصيد الباقي حينئذ على المساهمين [87]

هذا مع الإشارة إلى أن القانون الجزائري سمح بالتعامل بجملة من أنواع السندات يمكن ذكرها كما يلي:

#### 1.2.1.2.4 سندات المساهمة

سندات المساهمة هي سندات قابلة للتداول تصدر عن شركة مساهمة تشمل على نوعين من المكافأة:

- جزء ثابت يبين في عقد الإصدار.
  - جزء متغير يقيس على النتائج التي تحققها الشركة.
- كما ترتبط خصوصية سندات المساهمة بتسديدها ، و لا يتم هذا التسديد إلا إذا كانت الشركة في طور التصفية أو قررت عملية التسديد بعد انقضاء أقل من خمس سنوات بعد إصدارها، كما يجتمع حاملي السندات مرة في السنة للإطلاع على تقارير مسيري الشركة عن السنة المالية و العناصر التي تستعمل لتحديد العائد السنوي لهذه السندات .

#### 2.2.1.2.4 سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

سند الدين القابل للتحويل إلى أسهم هو عبارة عن سند تقليدي ذو نسبة ثابتة عموميا، يخول للمكتب فيها أثناء التحويل إمكانية استبداله بسهم للشركة المصدرة و تحدد هذه العلاقة التي تدعى أساسا التحويل عند الإصدار، و تحدد فترة التحويل في عقد الإصدار و يمكن أن يبدأ بمجرد الإصدار أو في تاريخ لاحق على أن تنقضي مع التسديد، و يجوز للمصدر تحويل سند الدين إما تسليم أسهم جديدة و إما أسهم سبق إصدارها من قبل.

#### 3.2.1.2.4 سندات الدين ذات أذونات اكتتاب بالأسهم

يشمل هذا النوع من السندات في الواقع على منتوجين اثنين و هما سند دين تقليدي قابل للتداول يسمح بالاكتتاب أثناء فترة معينة في سند مالي آخر و هو السهم ضمن نسبة و بسعر محدد مسبقا في عقد الإصدار [88] ص 05.

#### 3.1.2.4 القيم المنقولة الأخرى

زيادة على النوعين اللذين تم الإشارة إليهما سابقا و هما الأسهم و السندات فإن القانون التجاري ينص على قيم منقولة أخرى لها خصائص شبيهة بالسندات الأساسية المذكورة و هي:

- شهادات الاستثمار.
- شهادات الحق في التصويت.

#### 1.3.1.2.4. شهادات الاستثمار

شهادات الاستثمار هي حقوق قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة عادة عند زيادة رأسمالها حيث يمنح لمساهمي الشركة الحق في التفضيل في الاكتتاب لها أو بسبب تجزئة الأسهم الموجودة و يتم إعطاء في هذه الحالة الحق لكل حاملي أسهم بالاكتتاب بها و بنسب مساوية لحصصهم في رأس المال، و تشبه القواعد التي تحكم شروط الإصدار و الحقوق المخولة للحائزين على شهادات الاستثمار و كذا القواعد التي تطبق على الأسهم.

#### 2.3.1.2.4. شهادات الحق في التصويت

يشبه هذا النوع إلى حد كبير شهادات الاستثمار إلا أن شهادات الحق في التصويت تمثل من جهتها و كما يتبين ذلك من اسمها حق غير مالي يرتبط بالسهم فهي تسمح أساسا لحاملها الحق في التصويت، و هي عبارة عن شهادات مكملة لشهادات الاستثمار، و لا يحق التنازل عنها إلا إذا أرفقت بشهادة الاستثمار أو التنازل عنها لمالك شهادة استثمار آخر.

#### 2.2.4. قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة

##### 1.2.2.4. شروط قبول القيم المنقولة بالبورصة

إن عملية الدخول إلى بورصة القيم المنقولة ليس من حق أي مؤسسة، و إنما هو عبارة عن حق تتمتع به المؤسسات التي تتوفر على جملة من الشروط التي يمكن أن تضمن من خلالها السير الحسن و الجيد للسوق و حسب النظام العام للجنة رقم 97-03 المؤرخ في 18 فيفري 1997 فإنه يجب على الشركة التي تطلب القبول في البورصة أن تتوفر فيها الشروط التالية:

- يجب على الشركة التي تطلب القبول أن تقوم بتعيين وسيط في عمليات البورصة أو أكثر يكلف بمساعدتها في تحضير ملف القبول في البورصة.
- يجب على الشركة أن تنشر مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة ( لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة) و ذلك يضمن الشروط المنصوص عليها بموجب نظام اللجنة

رقم 96- 02 المؤرخ في 22 يونيو 1996 و المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيم منقولة.

- يجب على الشركة زيادة على المذكرة الإعلامية أن تقدم ملف قبول يشتمل على الوثائق القانونية و الاقتصادية و المالية و المحاسبية للشركة كما هو محدد بموجب تعليمة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 98- 01 المؤرخة في 30 أفريل 1998 و المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

كما ضبط النظام العام المقاييس القبول كما يلي:

- يجب أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات المالية الثلاثة الأخيرة.
- يجب تقديم تقرير تقييمي للأصول الشركة يعده خبير محاسب مستقل.
- يجب أن تكون أسهم الشركة محل القبول مدفوعة قيمتها بكاملها.
- يجب أن تكون السنة المالية الأخيرة حققت فيها الشركة ربحا و ليس خسارة [89] ص 5.

و هذا كله يخص شروط قبول الشركة، أما بالنسبة لشروط قبول كل من الأسهم و السندات فهي:

#### - بالنسبة لشروط قبول الأسهم:

- لا بد أن تكون الشركة المعنية شركة مساهمة و ذات رأسمال لا يقل عن مليون دينار 1.000.000.00 دج.
- يجب أن توزع على الجمهور 20 %.
- يجب أن تكون لدى الشركة 300 مساهم على الأقل يوم إدخالها في البورصة.

#### - بالنسبة لشروط قبول السندات:

- يجب أن يكون مبلغ سندات الدين مساويا على الأقل لمائة دينار جزائري 100.000.000.00 دج.

- يجب أن يكون عدد حائزي السندات مائة ( 100 ) حائز على الأقل يوم الادخار، و يجب أن تضع الشركة زيادة على ذلك مصلحة للتدقيق الداخلي و ضمان خدمة مقبولة لنقل السندات.

كما يخضع قبول القيم المنقولة لعمليات التداول في البورصة، إلى مقرر تصدره لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، كما للجنة (COSOB) السلطة التقديرية في رفض طلب قبول إذا ارتأت أن ذلك يمس بحسن سير السوق، و تحضى السندات التي تصدرها الدولة أو الجماعات المحلية من شكليات القبول طبقا للأحكام القانون المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، و تضبط الشركة و الوسطاء الذين يعملون لحساب الشركة مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بعد الحصول على موافقة اللجنة للإجراء الإدخال في السوق.

#### 2.2.2.4. إجراءات إدخال القيم المنقولة إلى بورصة الجزائر

تتمثل هذه المرحلة في الإجراء الواجب اختياره لإدخال القيم المنقولة إلى بورصة الجزائر و يحدد النظام العام ثلاثة أنواع من الإجراءات التقليدية و هي:

- الإجراء العادي.
- إجراء العرض العمومي للبيع.

#### 1.2.2.2.4. الإجراء العادي

يطبق هذا الإجراء فيما يخص السندات الشبيهة بالسندات التي سبق تسعيرها و كذا بالنسبة لسندات الدين، و هو إجراء يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأسمال الشركة المعنية موزع بما فيه الطفاية على الجمهور بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، استنادا إلى شروط السوق [90] ص 07.

#### 2.2.2.2.4. إجراء العرض العمومي للبيع (OPV)

هو عبارة عن إجراء يسمح بفتح رأسمال الاجتماعي للمؤسسة التي تريد الدخول إلى البورصة و ذلك عن طريق وضع تحت تصرف الجمهور يوم الادخار عدد معين من الأسهم في مدة معينة و في شروط اكتتاب شفافة و يستعمل هذا النوع من أجل إجراء و تنفيذ عملية الخوصصة، و لقد تم استعمال هذا النوع من الإجراء في كل بورصات العالم و ذلك في إطار النداء العام للادخار من جهة و ضمان التسعير الضروري للقيام بالتفاوض من جهة أخرى [91] ص 18.

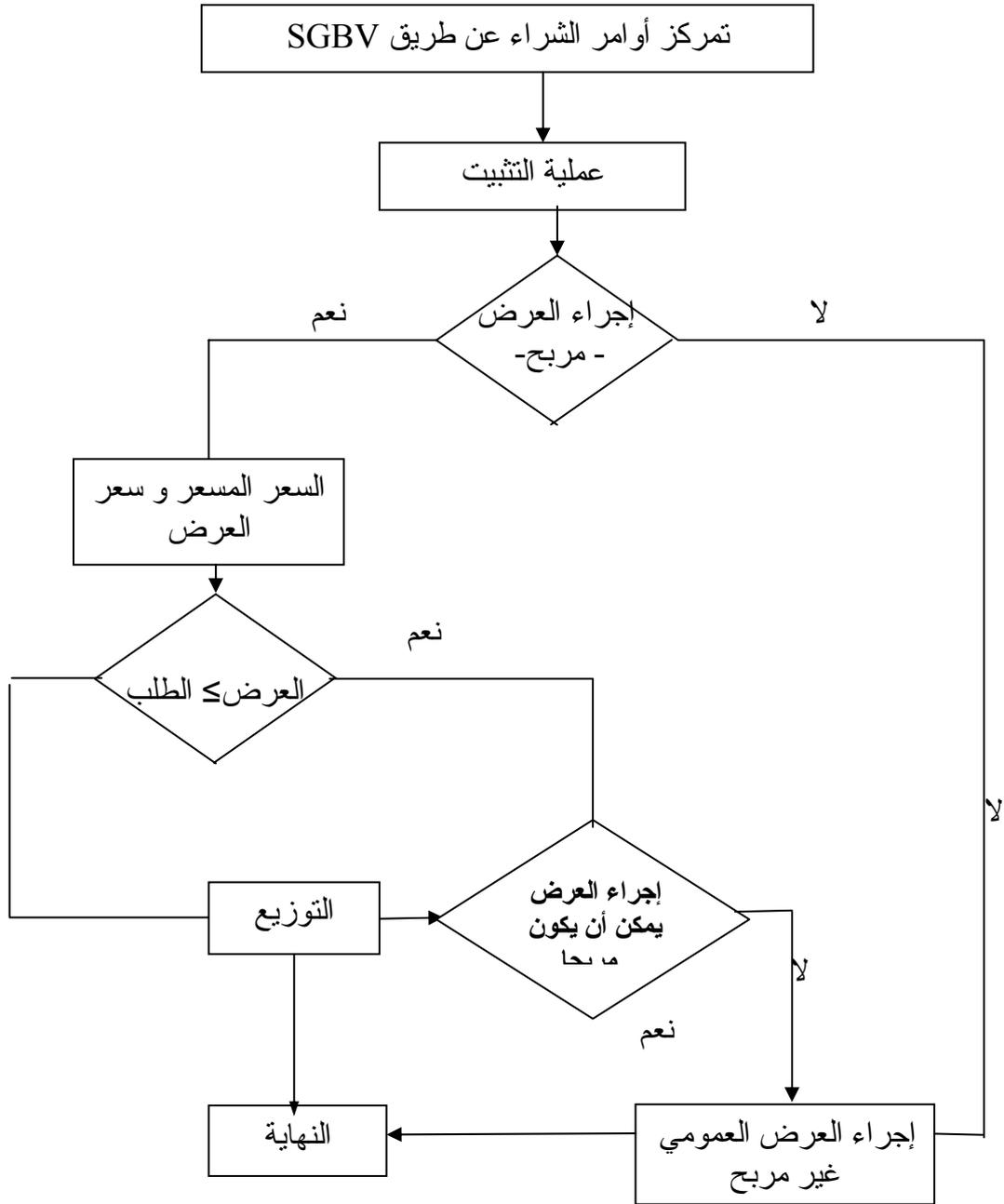
و هذا النظام يستدعي نوعين من الإجراءات و هما:

#### 1.2.2.2.2.4. إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدود (محدود)

يسمح هذا النوع من الإجراء بوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنه.

و تقوم من خلاله شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر الكشف على الأقل أسبوعين قبل الوقت المحدد لعملية العرض العمومي، يحتوي هذا الكشف على تعريف المؤسسة المصدرة و عدد الأسهم الموضوعة للبيع بالسعر المقترح و من المحتمل كذلك أن يحتوي على الحد الأدنى لكمية الأوراق التي تتخلى عنها المؤسسة المصدرة حتى تتحقق العملية بنجاح أما بالنسبة للشروط المحددة لنقل أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم فهي كالتالي:

- لا تقبل SGBV إلا بالأموال المعطاة بسعر العرض.
- تقوم SGBV بمراقبة نوع الأمر و هذا بفحص كل المعلومات الخاصة بالذي أعطى الأمر و كذلك رفض كل الأوامر المضاعفة إذا كان الزبون قد أعطى أمرين بالشراء.
- و الشكل رقم (8) يبين كيفية إجراء العرض العمومي للبيع بالسعر المحدد.



شكل رقم 08: إجراء العرض العمومي للبيع بسعر محدد [79]

من خلال الشكل رقم (8) يتبين لنا أنه إذا كان حجم الأوراق المعروضة أكبر من حجم أوامر الشراء، فإنه من الممكن أن تكون عملية أو إجراء العرض العمومي بالتثبيت مربحة و هذا بشرط أن تكون مؤكدة في قرار الدخول، و يمكن في هذه الحالة الحجم المجاني ليس مطبق في صورة عرض بيع .

أما إذا كان حجم أوامر الشراء أكبر من حجم الأوراق المعروضة للبيع، تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتوزيع الأوامر و ذلك بتطبيق أحد عمليات التخفيض و هي التخفيض النسبي (توزيع AU PRORATA)، و التخفيض غير النسبي (PAR PALLIER)، ففي التوزيع الأول يكون الجواب على الأوامر بطريقة حسابية و حسب النسبة المرية بين العرض و الطلب و تحسب نسبة التوزيع من خلال قسمة الكمية المعروضة على الكمية المطلوبة المحتجزة أما النوع الثاني من التوزيع فيحدث في حالة ارتفاع التسيير في الطلب مقارنة بالعرض و النسبة المؤوية للأوراق المقدمة تكون بتخفيض نسبي (AU PRORATA) الذي له سلبيات و المتمثلة في إهمال الأوامر الصغيرة الحجم و لسد هذا النقص يطلب المتدخلون تقسيم الأوراق بإعطاء الأولوية للمدخرين الصغار، و تلجأ شركة تسيير بورصة القيم إلى جمع طلبات الأوامر و ترتيبها حسب حدود متزايدة للكمية المطلوبة للأوراق، ثم تقوم بحساب الكمية الدنيا المخصصة حسب العلاقة التالية:

$$\frac{\text{الكمية المعروضة}}{\text{الكمية الدنيا المخصصة}} = \text{عدد مانجاً من الأوامر (N).}$$

#### 2.2.2.2.4. إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى

و هو عبارة عن إجراء يضع تحت تصرف الجمهور يوم إدخال عدد معين من الأسهم بسعر أدنى يقبل المدخلون التنازل عنها.

- و لتنفيذ هذا الإجراء تقوم شركة إدارة بورصة القيم (SGVB) بتجميع كل الأوامر ( الشراء ) التي تلقاها الوسطاء في العمليات البورصية، و تتولى ذلك عملية الغزو التي يتم من خلالها إلغاء الأوامر التي لا تتوفر فيها الشروط التالية:
- الأوامر التي لا تتوافق مع إعلان الدخول المنشور من طرف البورصة تكون مرفوضة.
- شركة تسيير بورصة القيم ( SGBV ) لا تقبل الأوامر بسعر محدود و لها الحق في رفض الأوامر التي ترى أن سعرها يفوق بكثير السعر الأدنى للعرض.
- سعر الشراء يجب أن يحترم الخطوة ( التسعيرة ) المأخوذة من طرف شركة تسيير بورصة القيم الذي هو ( 5 دج ) أما الأوامر المقبولة فتجمع و تصنف تصاعدياً حسب حد الأسعار، و تقوم البورصة بتحديد العلاقة بين العرض و الطلب.

### 3.2.4. الشركات المسعرة حاليا في بورصة الجزائر

#### 1.3.2.4. شركة رياض سطيف

أنشأت شركة رياض سطيف سنة 1983 بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسميد و المطاحن و العجائن الغذائية و الكسكسي المعرفة باسم ( SN – SEMPAC ) حولت بعدها هذه المؤسسة في أفريل 1990 إلى شركة ذات أسهم قدر رأسمالها ب 100 مليون دينار جزائري .

من بين النشاطات التي تقوم بها مؤسسة رياض سطيف إنتاج و تسويق السميد و كذا صنع العجائن الغذائية.

في سنة 1997 ووفقا للمرسوم التشريعي الصادر في سبتمبر 1995 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال المتعلقة للدولة حولت أسهم رياض سطيف إلى الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية و أصبحت الذمة المالية مسيرة من طرف 10 شركات مساهمة.

- طحن الحبوب 07 شركات.
- نقل البضائع شركة واحدة.
- شركة لإنجاز و الصيانة الصناعية.
- شركة لاستصلاح الأراضي الفلاحية.

تحدد قرار دخول رياض سطيف إلى البورصة طبقا لبرنامج الخوصصة المتعلقة بالمؤسسات للمساهمات العمومية و الذي حدد من طرف المجلس الوطني ( CNEP ).

و ذلك من خلال اجتماعه الذي كان في 5 فيفري 1998 و الذي ترتب عليه اجتماع الجمعية غير العادية لشركة رياض سطيف و ذلك في 29 أفريل 1998 و تقرر رفع رأسمال رياض سطيف عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني، و قدرت قيمة الارتفاع ب 100000000 دج بقيمة اسمية قدرها 1000 دج و 1000000 سهم و كان الهدف من هذا الادخار هو زيادة رأسمال الشركة من خلال تتويج المستثمرين و كذا الروع في برنامج التنمية، و الذي تحصل من خلالها على التأشيرة من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و حددت برقم 98/01 و شكل الأسهم كانت أسهم عادية [89] ص 4- 5.

1.1.3.2.4 تكاليف العملية

إن مختلف التكاليف المتعلقة باللجوء العلني للادخار يمكن تلخيصها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 07: التكاليف المتعلقة بالادخار العلني لرياض سطيف

نوعية التكاليف	المبالغ
- تكاليف التأشيرة الإعلامية.	1725000 دج
- تكاليف القبول في المفاوضات.	23360000 دج
- تكاليف إدارية.	1500000 دج
- تكاليف الاتصال و التوزيع.	6000000 دج
- تكاليف أخرى.	115000000 دج
- تكاليف تقييم العرض.	5000000 دج
<b>المجموع</b>	<b>14805000 دج</b>

2.1.3.2.4. نتائج العملية

إن نتائج عملية اللجوء العلني للادخار تمت من خلال توزيع الأسهم على مختلف المكتتبين و التي يمكن أن تظهر من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 08 : نتائج اللجوء العلني للادخار لرياض سطيف

عدد المكتتبين	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
- أشخاص معنويين و خواص.	68	63082
- الأشخاص الطبيعيين.	5106	395844
- البنوك.	6	541074
<b>المجموع</b>	<b>5180</b>	<b>1000000</b>

من خلال الجدول التالي يتضح أن عملية رفع رأسمال شركة رياض سطيف لم يشهد النجاح وسط جمهور المتعاملين ، ولم يتم تصريف إلا نسبة 51%، أما بالنسبة للباقي فقد تم

اكتتابه من طرف البنوك التي تعهدت بضمان النهاية الحسنة للعملية و التي اكتتبت فيها ما قيمته 074 541 سهم، و ذلك خلال الفترة الممتدة بين 20 نوفمبر و 15 ديسمبر 1998. و تعد أسهم الرياض سطيف من أول الأسهم التي تقرر تسعيرها في البورصة و ذلك بعد دراسة الملف من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و تمت أول تسعيرة لرياض سطيف في 13 سبتمبر 1999، و حدد خلالها سعر الاكتتاب ب 2.300 دج.

#### 2.3.2.4. مجمع صيدال

مجمع صيدال تم إنشائه من خلال إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال في 1998، و يضم ثلاثة فروع للإنتاج و وحدتين للخدمات:

- فرع المضادات الحيوية.
- فرع فارمال.
- فرع بيوتيك.
- وحدة التجارة للوسط.
- وحدة البحث و التطوير في الأدوية و التقنيات الصيدلانية.

و منذ نشأتها في 1989 تم اختيارها من بين أولى المؤسسات الوطنية لتصبح شركة ذات أسهم لاحتكارها على إنتاج و توزيع الأدوية، هذا بالإضافة إلى طموحها في تمويل و تغطية السوق الجزائرية بالأدوية، و هي تحتل 50% من السوق و ذلك عن طريق تعدد منتجاتها و توفير الأدوية المنافسة من حيث الجودة و السعر و تضافر و تكثيف الجهود في ميدان التسويق و حتى الإعلام الطبي الذي يقدر رأسماله ب 2.500.000.000 دج.

#### 1.2.3.2.4. دخول مجمع صيدال البورصة

اتخذ دخول مجمع صيدال إلى البورصة من طرف اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة (CNEP) بتاريخ 18 جوان 1998، و في إطار عملية الخوصصة للأمر رقم 22/95 الصادر ب 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية، و المبرمج من طرف الدولة في كل من المادة 25 و 26 و متبوعا بقرار اللجنة غير العادية لمساهمي الشركة العمومية الوطنية صيدال بتاريخ 22 جوان 1998 و الذي تم من خلاله فتح رأسمال صيدال عن طريق العرض العمومي للبيع الذي حدد ب 20% من الرأسمال الاجتماعي أي ما يعادل

1.600 مليون دينار موزعة على 2.000.000 سهم بقيمة اسمية قدرت ب 800 دج للسهم، أما باقي رأسمال المجمع و الذي يمثل 80% ، فبقي ملك للشركة القابضة العمومية كيمياء و صيدلة ، و يمكن إجمال هذا العرض كما يلي:

#### 2.2.3.2.4. مقدار العرض

قدر مجموع العرض العمومي لبيع مجمع صيدال ب 2.500.000.000 دج، أي ما يعادل 20% من رأس المال ، و ما يعادل 2.000.000 سهم بقيمة إسمية تقدر ب 800 دج للسهم الواحد، و المحددة بفترة الاكتتاب من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999، و تاريخ التمتع بها أو الانتفاع بها يكون ابتداء من 15 فيفري 1999 رقم التأشيرة المحصل عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي 98/04 بتاريخ 1998/12/24 و المكلف بعملية الوساطة هي المؤسسة المالية العامة SOGEFI.

#### 3.2.3.2.4. نوعية القيم المنقولة المعروضة و التكاليف المتعلقة بالعملية

إن الأسهم التي طرحت للعرض العمومي للبيع، هي عبارة عن أسهم عادية إسمية محررة كلياً يتمتع صاحبها على حق التصويت و حق الحصول على المعلومات متى شاء، بالإضافة إلى كل من حق boni/mali من السيولة ، أما بالنسبة إلى التكاليف المتعلقة بالعرض العمومي للبيع فيمكن إيضاحها من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم 09 : التكاليف المتعلقة بالعرض العمومي للبيع لمجمع صيدال [92] ص 07

المبالغ	نوعية التكاليف
10 دج	- تكاليف تقسيم العرض.
20 دج	- تكاليف الاتصال و التوزيع.
30 دج	- تكاليف الطبع.
18 دج	- تكاليف التقييم.
78 دج	المجموع

#### 4.2.3.2.4. تقسيم العرض

إن عملية العرض العمومي للبيع المتضمن 2.000.000 سهم لمجمع صيدال التابعة للشركة القابضة العمومية للكيمياء، فاق الطلب عليها العرض ، و ذلك بمعدل قدر ب 33,09% ، و يمكن إيضاح عملية التجزئة الابتدائية و النهائية للعرض العمومي للبيع من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم 10: التجزئة الابتدائية و النهائية للعرض العمومي للبيع

التجزئة النهائية		التجزئة الابتدائية		
103.011	5,15 %	6.000.000	30%	مؤسسة عمومية مالية
85.215	4,46 %	600.000	30%	أشخاص معنويين و آخرين
16.514	0,85 %	100.000	5%	موظفو صيدال
1.791.260	89,56 %	700.000	35 %	أشخاص طبيعيين آخرين
<b>2.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>2.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>المجموع</b>

أما بالنسبة لحجم الطلب فيمكن إظهاره من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 11: حجم الطلب على أسهم مجمع صيدال

المرفوض	المقبول	حجم الطلب	
425000	292500	717500	مؤسسات عمومية
219500	89215	308715	أشخاص معنويين و آخرين
0	16514	16514	موظفو صيدال
17424	1791260	1808684	الأشخاص الطبيعيين
661924	2189489	2851413	المجموع

من خلال ما سبق يتضح لنا أن أسهم مجمع صيدال قد جمع كل شروط القبول في التسعيرة المبينة في التنظيمات و القوانين العامة للبورصة و بعد أن تم الاعلان عن منح رخصة الانضمام لتداول أسهم مجمع صيدال في البورصة بعد تقديم طلب القبول في 24 ماي 1999 و حدد سعر الإدخال بسعر الإصدار و هو 800 دج.

### 3.3.2.4. فندق الأوراسي

#### 1.3.3.2.4. التعريف بفندق الأوراسي

هو عبارة عن مؤسسة عمومية تنشط في المجال الخدماتي، أنجز عام 1975 ذو مستوى عالي ( 5 نجوم ) تم إعادة تجهيزه عام 1988، و في 12 فيفري 1991 أضفي عليه طابع شركة ذات أسهم أما سنة 1995 تم رفع رأسمالها عن طريق إدماج فارق إعادة التقييم بهدف تشديد القدرة المالية و تحقيق البرامج التنموية و انتقل رأسمال الشركة من 40 مليون دينار جزائري إلى 1.5 مليار دينار جزائري.

#### 2.3.3.2.4. دخول فندق الأوراسي إلى البورصة

بموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة الصادر من خلال الاجتماع المنعقد في 5 فيفري 1998 و في إطار عملية الخوصصة و تطبيقا للأمر 22/95 الصادر بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية والمبرمج من طرف الدولة، صادقت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي و التي انعقدت في 21 جوان 1998 بإدخال 20% من رأسمال فندق الأوراسي إلى البورصة، و بناء على اقتراح مجلس الإدارة تحصل فندق الأوراسي على تأشيرة الدخول إلى البورصة في 24 ماي 1999 بعد مطابقة شروط لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و على هذا تحدد الإطار العام لفتح رأسمال الفندق عن طريق إجراء العرض العمومي و الذي تم كما يلي:

#### 1.2.3.3.2.4. مقدار العرض

قدر مجموع العرض العمومي للبيع بسعر ثابت ب 20% من رأسمال أي 300 مليون دج للمؤسسة أي ما يعادل 1200000 دج سهم من مجموع الأسهم العديدة البالغ عددها 6000000 سهم بقيمة اسمية تقدر ب 250 دج.

#### 2.2.3.3.2.4. نوعية القيم المنقولة المعروضة

إن الأسهم التي طرحت للعرض العمومي للبيع هي عبارة عن أسهم عادية في شكل أسهم اسمية محررة كلياً خالية من الالتزامات، يمنح هذا النوع من الأسهم لأصحابه حق التصويت و حق الحصول على BONI/MALI من السيولة.

### 3.2.3.3.2.4. سعر العرض

حدد السعر الاقتصادي للسهم ب 497.24 دج و ذلك اعتمادا على مختلف النتائج المتحصل عليها من عمليات التقييم و التي جرى من قبل مكتب الخبير المحاسبي

(CECA/SADI)، و قد تم السعر الاقتصادي للسهم كما يلي:

- القيمة الاقتصادية ( الحد الأعلى ): 3095600000 دج.
- القيمة الاقتصادية ( الحد الأدنى ) : 2871321000 دج.
- عدد الأسهم ( الحد الأعلى ): 6000000 سهم.
- عدد الأسهم ( الحد الأدنى ) 478.55 سهم.

و بالتالي القيمة الاقتصادية المتوسطة للسهم هي 497.24 دج و الناتجة من خلال جمع قيمة السهم ( الحد الأعلى ) المقدرة ب 515.93 دج و قيمة السهم ( الحد الأدنى ) المقدرة ب 478.55 دج [93] ص 5- 6- 7.

أما بالنسبة للتكاليف المتعلقة بالعرض العمومي للبيع بسعر ثابت قدرت ب 52.370 مليون دينار و التي تم توزيعها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 12: التكاليف المتعلقة بالعرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي [94]

المبالغ	نوعية التكاليف
15.85 دج	<b>1- تكاليف تقسيم العرض:</b>
0.36 دج	- تكاليف تأشيرة المذكرة الإعلامية.
0.24 دج	- عمولة القبول في المفاوضات.
14.95 دج	- أتعاب الوسطاء في عمليات البورصة.
0.30 دج	- تكاليف التسجيل.
25.00 دج	<b>2- تكاليف الاتصال و التوزيع.</b>
9.60 دج	<b>3- تكاليف الطبع.</b>
0.72 دج	<b>4- تكاليف تقييم فندق الأوراسي.</b>
0.80 دج	<b>5- تكاليف إدارية.</b>
0.40 دج	<b>6- تكاليف أخرى.</b>
<b>52.370 دج</b>	<b>المجموع</b>

### 3.3.3.2.4. تقسيم العرض

إن عملية العرض تم تقسيمها كما يلي:

- 15 % من حجم العرض أي ما يعادل 180.000 دج سهم خصصت لشركات تأمين و مؤسسات الائتمان و الوسطاء الماليين في البورصة المعتمدين.
- 20 % من حجم الطلب أي ما يعادل 240000 دج خصصت لعملاء فندق الأوراسي.
- 05 % من حجم العرض ما يعادل 60000 دج سهم خصصت لعمال فندق الأوراسي.
- 60 % من حجم العرض أي ما يعادل 720000 سهم مخصص لكل الأشخاص الطبيعيين.

و بالنظر إلى عملية العرض العمومي إلى النتائج المحصل عليها، فقد تم طلب 1670400 سهم و وصل عدد أوامر الشراء ب 66816 أمر بالشراء و ذلك من خلال فترة قدرت بشهر أي من 15 جوان 1999 إلى 15 جويلية 1999 و هذا ألزم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بالإعادة النظر في تقييم و إعادة توزيع الأسهم بطريقة عادلة على المالكيين الجدد و تم إعطاء الأولوية للأشخاص الطبيعيين ثم المعنويين ثم المؤسسات المالية و بعدها عمال الفندق و تم بيع 1000930 سهم للأشخاص الطبيعيين من أجل إرضاء المستثمرين الصغار نتيجة زيادة الثقة بفندق الأوراسي، أما بالنسبة للأشخاص المعنويين و المؤسسات المالية فقد بلغت 107000 سهم و 90000 سهم على التوالي و 2070 سهم للعمال و موظفي فندق الأوراسي و يمكن إيضاح هذه العمليات من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 13 : التجرئة الابتدائية و النهائية للعرض العمومي لفندق الأوراسي

الفارق	التجرئة النهائية		التجرئة الابتدائية		الفئات
	النسبة	عدد الأسهم	النسبة	عدد الأسهم	
90000 -	7.5%	90000	15%	180000	المؤسسات المالية
133000 -	8.9%	107000	20%	240000	الأشخاص المعنويين و آخرين
57930-	0.20%	2070	5%	60000	عمال فندق الأوراسي
280930-	83.4%	1000930	60%	720000	الأشخاص الطبيعيين
	100%	1200000	100%	1200000	المجموع

أما بالنسبة لحجم الطلب فيمكن إظهاره كما يلي:

جدول رقم 14 : حجم الطلب على أسهم فندق الأوراسي

الفئات	حجم الطلب	المقبول	المرفوض
المؤسسات المالية	267500	90000	177500
الأشخاص الطبيعيين	390531	107000	283591
عمال فندق الأوراسي	20700	2070	0
الأشخاص المعنويين	1341067	1000930	340146
<b>المجموع</b>	<b>2001237</b>	<b>1200000</b>	<b>801237</b>

بعد النجاح الذي سجلته عملية العرض العمومي للبيع بالنسبة لهذه الأسهم على مستوى السوق الأولي و تحقيقها للشروط الضرورية للتسعير على مستوى السوق الثانوي فقد تمت هذه العملية الأخيرة فعليا بتاريخ 14 فيفري 2000 و هو تاريخ دخول الأوراسي إلى البورصة بسعر 400 دج للسهم [95] ص 233.

3.4. المعوقات و المقاييس الواجب اتخاذها لتطوير بورصة القيم المنقولة

1.3.4. معوقات تطور بورصة القيم المنقولة

تواجه بورصة الجزائر كبورصة ناشئة مجموعة من العوائق التي تحد و تعيق تحقيق الأهداف المنوطة بها و من بين هذه العوائق نجد ما يلي:

1.1.3.4. عوائق تتعلق بالبورصة

و تتمثل هذه العوائق فيما يلي:

1.1.1.3.4. عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة

إن من بين الأسباب الرئيسية لنجاح أي سوق مالي في الدول المتقدمة عرض تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية، لاختيار الملائم منها من طرف المستثمر و بالنسبة لبورصة الجزائر و مع حداثة نشأتها لا تتداول فيها إلا ثلاثة أوراق مالية، و هذا بالإضافة إلى حيازتها من طرف أعوان اقتصاديين محددين بسقف معين.

فمثلا بالنسبة للأسهم مجمع صيدال فإن الاكتتاب يتم حسب أصناف المستثمرين كما يلي:

- الأجراء 40 سهم للعامل.
- المؤسسات المالية 300.000 سهم لكل مؤسسة.
- الأشخاص المعنويين آخرين 300 سهم لكل شخص معنوي.

و يلاحظ أن أسباب قلة المعروض يمكن أن ترجع إلى:

- سيادة التملك العائلي لشركات المساهمة.
- تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم شركات المساهمة.
- التركيز الرأسي للإصدار السندات من قبل الدولة و مؤسساتها العممة مع حيازتها التقليدية من قبل البنوك و شركات التأمين و ضمان ضالة المعروض منها في السوق الثانوية.
- بدائية توزيع الاكتتابات لأن أسلوب التوزيع قائم على الاتصال الشخصي المباشر بسبب الافتقار إلى مؤسسات لضمان التغطية و التوزيع.

#### 2.1.3.4. عدم نجاعة نظام المعلومات

من المعلوم أن أي قرار استثماري في الأوراق المالية يتوقف على مدى توفير المعلومات بالكم الواسع و الوافي، فالمعلومات تلعب دورا هاما في تحديد كفاءة السوق المالية، حيث تكون أسعار الأوراق المالية المعروضة المرآة الرئيسية العاكسة للمعلومات المتوفرة في السوق المالية.

فبالنسبة لبورصة القيم المنقولة، فإن النظام المعلوماتي المتاح فيها لا يمكن المستثمر من أن يتحصل على المعلومات اللازمة بالنوع الذي يناسب تحليلاته، فيبقى ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة بالبورصة لكي يتسنى لهم الحصول على معلومات عامة و سطحية نظرا لعدم وجود هيئات و مجالات متخصصة في ميدان المال و الأعمال تتكفل بتحديد المعلومات المنشورة و تحليلها.

هذا بالإضافة إلى مكانة بعض المستثمرين و علاقاتهم التي تمكنهم من الحصول على المعلومات الدقيقة التي لا يمكن أن تتاح لبقية المستثمرين، مما يضيف على السوق عدم الشفافية و الكفاءة.

أما بخصوص مدة انتهاء الصفقات، فالمعيار الأساسي المعتمد دوليا هو للأجل ثلاثة أيام للإهاء الصفقة أما بالنسبة لبورصة القيم المنقولة فقد يصل إلى 30 يوما.

### 3.1.3.4. منافسة البدائل المتاحة

إن هشاشة النظام المصرفي في الجزائر و منافسة السوق الموازية يجعل العديد من الاقتصاديين يفرون من الاستثمار في الأوراق المالية لقلّة الثقة بها، حيث نجد أن كمية أو نسبة العرض إلى الطلب تتراوح بين 4.5 % لصيدال و 2.9 % للأوراسي، خاصة في ظل تعقيد عملية الاستثمار في البورصة و خوف المستثمرين في ظل غياب الثقافة البورصية.

هذا ما جعل معظم الأفراد يلجئون إلى السوق الموازية غير المصرح بها و التي تتميز بارتفاع أسعار المنتجات المعروضة و إلى دفع الضرائب و تمركز نشاط المؤسسات عموما في قطاعات البناء و الأشغال العمومية، الخدمات، تجارة، نقل، حلاقة و غيرها من النشاطات الأخرى.

و الملاحظ أن المداخيل التي يمكنها أن تجنى في هذه السوق كبيرة جدا، و عادة لا تمر المدخرات المحصل عليها من هذه السوق على شكل نقود سائلة بدارة التمويل الرسمية، و هذا يعني أن السوق تأثر على الاقتصاد في عدة أوجه أهمها:

- توجيه النقود المتداولة نحو السوق الموازية.
- عدم الثقة في النقود الاكتابية.
- إصدار أوراق نقدية مما يعني تضخم الكتلة النقدية التي لا تعود إلى دائرة التمويل الرسمية التي تدعم السوق الموازية.
- الطلب الكبير من أجل دفع الديون.

كما يمكن استخلاص بأن هذه الظاهرة تشكل قطب لاجتذاب المستثمرين و المدخرين لتوفر لهم ما لا يبحثون عنه على النحو الذي يحقق لهم تجميع أموالهم في نقود سائلة، بشكل أسرع من أن تستثمر في أصول مالية يجهل الكثير معناها [96] ص 408.

### 4.1.3.4. افتقار بورصة القيم المنقولة إلى المؤسسات الصانعة لها

تفتقر بورصة القيم المنقولة و خاصة في السوق الأولية إلى وجود بنوك أو شركات متخصصة يقع عليها أساسا هذا العبء، فالمؤسسات الصانعة لهذا السوق كالشركات المالية) التي تقوم بدور الترويج و التسويق و إعطاء النصح و المشورة فيما يمكن إصداره و ذلك في ضوء ما يتوافر لديها من خبرات و ما تجريه من تحقيقات، و شركات المقاصة التي تعمل في

مجال نقل ملكية الأوراق المالية و تحصيل الكوبونات عن الأفراد و شركات رأس المال المخاطر التي تعمل في مجال تعويم و إدارة الشركات المتعثرة ( فيكاد ينعدم توفر هذه المؤسسات بالرغم من الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنشيط السوق الثانوية و ذلك بتوفير السيولة للسوق نتيجة تشجيع تداول الأوراق المالية و جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين، و غالبا ما يكون صناع السوق على دراية واسعة بالسوق و برغبات المستثمرين [97] مؤسسات الوساطة في الجزائر لم يكن لها دور فعال و لم تقم بتقديم الدعم و الاستثمارات للمستثمرين، هذا مما أدى إلى ضيق نطاق السوق الأولية و ضعفها و كذا السوق الثانوية، هذا مما كان عائقا أمام المستثمرين لتوفير أموالهم في بورصة القيم المنقولة.

#### 5.1.3.4. نقص الطلب على الأدوات المالية

إذا كانت السوق المالية بالضرورة آلية لتوجيه المدخرات في القنوات الاستثمارية، فإن أحد أهم العوامل التي تحد من تطور بورصة القيم المنقولة بالجزائر و زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية هو ضآلة حجم الدخل و نمط توزيعه و مستوى الوعي العام للمدخرين مفاهيمهم الاجتماعية إزاء الاستثمار في الأوراق المالية و خاصة السندات منها، و يمكن أن ونوجز هذه العوامل التي أدت إلى تدني الطلب على الأدوات المالية ( الاستثمارية ) ما يلي:

- تفضيل السيولة في الاستثمار القصير الأجل لأن الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب توافر مستوى عالي من الوعي الادخاري و التوظيف لدى المدخرين خاصة و أن
- الاستثمار في الأوراق المالية هو استثمار طويل الأجل بطبيعة الحال، و لكن و نتيجة لنقص الخبرة الإدارية بأساليب التحليل فقد أدى ذلك إلى إقبال الأغلبية نحو الاستثمار قصير الأجل أما بالنسبة للسندات فارتفاع أسعار الفائدة في البنوك عن السندات أدى إلى انخفاض القيمة الرأسمالية للسندات مما يعني خسارة حاملي السندات.
- انخفاض العائد الصافي على الاستثمار في الأوراق المالية مقارنة بأشكال الاستثمارات الأخرى نتيجة ارتفاع معدل التضخم.
- انخفاض معدلات الادخار بسبب تدني الدخل للفرد الجزائري مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية.

## 2.3.4. معوقات تتعلق بالمحيط البورصي

### 1.2.3.4. ضعف الأطر التنظيمية و التشريعية

تؤدي الأطر القانونية و التنظيمية المناسبة دورا هاما في تطوير بورصة القيم المنقولة و تحقيق أهدافها خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تتصف بالدقة و الشفافية ، بحيث تستجيب لتطورات سوق القيم المنقولة، و إذا كانت تعاني هذه القوانين و التنظيمات من ضعف فإن هذا سوف يؤدي إلى تهميش النشاط البورصي، حيث تميزت تشريعات البورصة و تنظيماتها بعدة ثغرات انعكس على أداء مهمتها، كتحديد الحد الأدنى لرأسمال شركات المساهمة و كذا شروط الإدراج و التسجيل في البورصة و الافتقار للنصوص القانونية و التشريعية الواضحة المتعلقة بنشر المعلومات و الإفصاح و البيانات عن الشركات و فقدان الثقة بالبورصة و امتناع المستثمرين عن التعامل فيها لتخوفهم من تعريض حقوقهم للضياع لعدم توفر الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات أو صدور هذه الأخيرة متأخرة. و هذه النصوص لا تفتح المجال للاستثمارات الأجنبية لعدم توفر الكفاءة العالية للتسوية و المقاصة المحلية و التدقيق و المعايير الدولية التي لا تستخدم من طرف جميع شركات المساهمة مما أدى إلى محدودية التعامل في بورصة القيم المنقولة.

### 2.2.3.4. هيمنة القطاع العام و الغموض المتعلق بالخصوصية

يهيمن القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية بالجزائر قرابة 80% من مجموع استثمارات المؤسسات و أهم ما يميز هذا القطاع هو غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى في أحسن الحالات 50% مع يد عاملة غير مؤهلة و دخل الموظفين غير المتناسب مع الإنتاجية، و نظام تحفيز الأجور غير الفعال مع الإصرار في أحيان كثيرة على المحافظة على السياسة الاجتماعية بخصوص توظيف اليد العاملة، بالمقابل مؤسسات مالية غير متوازنة ماليا و غالبا يخضع تعيين مسيرين لها إلى شروط غير موضوعية و إلى اعتبارات غير اقتصادية و هذا كله راجع إلى الغموض المتعلق بالخصوصية التي يمكن أن تشكل عامل تطوير لها، هذا مع العلم أن الجزائر لا تزال في مرحلة انتقالية نحو النظام الرأسمالي، فهي لم تعرف بعد كيف تعطي للقطاع الخاص مكانته الحقيقية في الاقتصاد.

و في هذا الشأن يمكن القول بأن سيطرت و تملك الدولة لنسب كبيرة من أسهم شركات المساهمة و التي لا يسمح تشريعها بطرحها للجمهور و التي قد تحرم السوق المالي (البورصة) من نسبة هامة للقيم المنقولة، كما أن السندات التي تصدرها الحكومة في غالب الأحيان يتم

الاكتتاب بها من طرف البنوك و شركات التأمين و صناديق التقاعد بما يحول دون طرحها للتداول.

#### 3.2.3.4. التضخم و معدل الفائدة

بالرغم من التطور الإيجابي لمعدل التضخم ، إلا أن التساؤل هو: هل يبقى هذا التطور ساري المفعول في ظل شروط استقرار الاقتصاد الكلي التي تعد هشة، و إذا ما كنا على علم بأن قطاع المحروقات هو القطاع الذي يساهم و بشكل محدود معدل النمو بالجزائر، في حين أن أغلب القطاعات الأخرى لها معدلات نمو سلبية، و هذا مع التأثير السلبي بالصدمات الخارجية في ظل العولمة التي يمكن أن تساهم في ارتفاع معدلات التضخم و من ثم يكون لها تأثير على معدل الفائدة التي تصبح منخفضة مما يعيق المستثمرين عن توظيف أموالهم في الأوراق المالية.

#### 4.2.3.4. الضغط الضريبي

إن ما يميز النظام الضريبي الجزائري تعدد و تنوع الضرائب و ارتفاعها، مما يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، و من ثم تخفيض التوزيعات التي يمكن أن توزع عليهم ، هذا و زيادة على أن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها التوزيعات عند تحويلها إلى حساب المساهمين مما يفرض على المؤسسات الخاضعة لأنواع عدة من الضرائب سوء التشغيل، و بالمقابل تتمتع المؤسسات المصروفة لبطاقات تنافسية من جراء جنيها لأرباح وفيرة و التي لا يمكن أن تخضع للضريبة و هذه الحالة تعتبر عاملا لجلب المستثمرين نحو السوق الموازية، مما يقلل من مردودية الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية بالجزائر.

#### 5.2.3.4. ضعف القدرة الشرائية للمواطن

إن من آثار انخفاض قيمة الدينار تجميد الأجور و تحرير أسعار السلع و الخدمات و التسريح الجماعي للعمال و التدهور الكبير في القدرة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث لوحظ توزيع دائرة الفقر و تقلص الطاقة الادخارية للعائلات و في هذه الحالة يكون من الصعب إقبال الأفراد للاستثمار في الأوراق المالية التي تحتاج إلى أموال للتعامل بها.

#### 5.2.3.4. غياب الثقافة البورصية

إن النهج الاشتراكي الذي انتهجته الجزائر بعد الاستقلال قد أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، حيث أن الخزينة العمومية أخذت على عاتقها كل الاستثمارات، وبهذا فإن مثل هذا السوق بالجزائر يواجه و بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، و هذا كله يرجع إلى انعدام الثقافة البورصية في أوساط أفراد المجتمع الجزائري، و من ثم عدم تقبل الاستثمار في البورصة، نظرا لعدم الثقة في مصداقية و فعالية هذا السوق بصفتها سوق لم يتم التعامل فيها بتاتا في السابق، أما بالنسبة للمؤسسات الجزائرية فإن عمليات التطور التي تمت في محيط اشتراكي خال من الثقافة التسييرية و استراتيجيات التسويق و إدارة الأعمال، لم تساعد هذه المؤسسات أن تتماشى مع نظام البورصة، مما عرقل مسيرها و كان نهاية معظم هذه الشركات الغلق و تسرح العمال.

#### 7.2.3.4. العامل الديني

يعد العامل الديني أحد أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند إعداد سياسة توجيه الادخار، ففي مجال التوظيف بالأوراق المالية تعد الفوائد المحصلة من السندات ربا المحرمة في الإسلام لهذا يلقي الاستثمار في الأوراق المالية معارضة من قبل المجتمعات الإسلامية و منها الجزائر، و يبقى هذا العائق يشكل عقبة أمام بورصة الجزائر باعتبارها بلد إسلامي و يبقى شراء الأسهم لا يتناقض مع الدين باعتبار أن عائدها يتوقف على أرباح تجبي من طرف الشركة و لا تعد ربا.

#### 8.2.3.4. العوائق السياسية

إن الاستقرار السياسي في أي بلد يعد الركيزة الوحيدة و الضمان الأول للاستثمار بكل أشكاله بحيث يعتبر عامل استقرار البلد و درجة أمن الأشخاص و ممتلكاتهم من أبرز العوامل التي تساعد على إقامة سوق مالية فعالة، يضاف إلى ذلك أن السياسة غير المستقرة في بعض القضايا كالتردد في عملية الخصخصة و تخوف المستثمرين من التقلبات السياسية التي قد تضر بمصالحهم بمثابة عائق أمام تطور السوق المالية، و الجزائر بلد عانى من مشاكل سياسية حالت دون نمو و تطور بورصة القيم المنقولة.

#### 2.3.4. الأبعاد و المقاييس الواجب اتخاذها لتطوير بورصة القيم المنقولة

يحتاج الاقتصاد الجزائري إلى تشجيع الادخار و الاستثمار و استعادة رؤوس الأموال و نشاطات قسم كبير من رجال الأعمال الذين يعملون على نطاق دولي، مع الاحتفاظ بأسبقية

التعامل مع الأسواق الدولية، إضافة إلى هذه التوجيهات التأكيد على ضرورة إقامة سوق مالية متطورة تؤدي إلى تأمين الأموال و المشاريع الجديدة و توسيع نشاطات المشاريع القائمة و لكي تقوم هذه السوق بالدور المنوط بها و تكون ذي كفاءة لا بد من القيام بمجموعة من الإجراءات تستهدف التحول من الوضع الراهن إلى وضع جديد يتناسب مع الدولية في أسواق المال و النقدية الدولية و التجارة و يساعد بورصة القيم المنقولة على القيام بدورها الأساسي في جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار و التمويل و محاربة التضخم و الكساد و العجز في ميزان المدفوعات و موازنة الدولة، و سوف نقوم بتوضيح مختلف هذه الإجراءات فيما يلي:

#### 1.2.3.4. وضوح المعاملات و دقتها

إن آلية العمل و الإعلان في الأسواق المالية الدولية أصبحت متطورة، و لكي تتماشى و سوق القيم المنقولة مع التقنيات الحديثة لا بد من أن تحقق مستويات مماثلة عن طريق وضع نظام واضح للمعاملات، و طريقة إنجاز المعاملات على الشكل الذي لا يسمح بالمفاضلة بين متعامل و آخر و كذا للقيود و حل الخلافات إن وقعت بسرعة و هذه الأمور ستستوجب تفعيل عمل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة من خلال وضع شروط لإدراج الشركات و الأشخاص و حل الخلافات و وضوح المعلومات و دقتها و انتظام المعاملات ، و هذه أمور كلها تحتاج إلى نظام عمل متطور يستند على أجهزة المكننة الالكترونية، بالإضافة إلى وضع قواعد للإفصاح المالي ( الاقتصادي، الإداري، موارد بشرية، تنبؤات مستقبلية، ... الخ ) يضمن الشفافية عن أداء الشركات و يشمل ذلك على ما يلي:

- إلزام الشركات بنشر التقارير المالية السنوية حول ( الميزانية، حساب الأرباح و الخسائر.... الخ ) و تكون مدققة.
- التأثير على إتباع تبويب محاسبي صحيح في طريقة تقديم التقارير المالية ( العناوين الرئيسية و الفرعية، تسلسل و ترتيب عرض العناصر، المجاميع الفرعية و الكلية،..... الخ ) لجعل التقارير المالية سهلة القراءة و مفهومة و غير مضللة و قابلة للتحليل المالي، خاصة فيما يتعلق بالأرباح الحقيقية الإجمالية، و الأسهم و معدلات نموها لتلبية متطلبات المستثمرين في سوق الأوراق المالية مما يبعث الثقة للمستثمرين الحائزين على و عي استثماري.
- التوصل مع وزارة المالية إلى حل مناسب فيما يخص الضرائب و رغبة إدارة الشركات من التهرب منها و الإلزام عن الإفصاح المتعلق بالأرباح الحقيقية لتلبية متطلبات

الإفصاح الرسمية و توفير العوامل الجوهرية لتحليل و تقييم سعر السهم في البورصة و منح تسهيلات ضريبية على الأسهم و السندات لتشجيع المستثمرين.

#### 2.2.3.4. القيام بدراسات حول الشركات و المصارف

في البداية يجب القيام بدراسات حول موضوع شركات المساهمة و شركات القطاع العام و كذا المصارف الحكومية من خلال ما يلي:

- تحديد عدد شركات المساهمة القائمة و المؤهلة للإدراج في البورصة، و بالنسبة للجزائر هناك عشر شركات سوف تدرج في بورصة القيم المنقولة خلال الأشهر القادمة و ذلك حسب شروط الإدراج لهذه الشركات.
- تحديد عدد شركات المساهمة التي يجب القيام بتأهيلها من أجل إدراجها في البورصة في السنوات القادمة و القيام بدراسات لشركات القطاع العام بهدف تحديد القابل منها لعمليات الخوصصة، و تقدير طبيعة و حجم إصدارات الأوراق المالية لهذه الشركات.
- القيام بدراسات للبنوك الخاصة الممكن أن تدرج في البورصة و تقدير طبيعة و حجم الإصدارات التي سوف تطرحها، هذا مع إعداد دراسات حول البنوك العمومية الممكن تحويلها إلى بنوك خاصة و التي يتطلب تطويرها إدخال شريك مصرفي عربي أو عالمي.

#### 3.2.3.4. تدعيم برامج الخوصصة

تعتبر وظيفة الوساطة المالية من بين الوظائف الرئيسية لبورصة القيم المنقولة، إلا أن الطاقة و القدرة على القيام بهذه الوظيفة يمكن أن تنمو و تتطور مع الزمن، و يتوقف ذلك على مقدار و طبيعة الأصول المالية التي تتدفق إلى السوق و حجم و نوعية و دقة و استمرارية البيانات و المعلومات المتوفرة عنها بالإضافة إلى الطريقة التي يدير بها السوق عملية الوساطة المالية و توزيع المخاطر، و يمكن لبرامج الخوصصة أن تمارس دورا مهما في هذا المجال فتنفيذ هذا البرنامج من خلال نظام البيوع غير المباشر الذي سوف يؤثر على حجم و طبيعة الأصول المصدرة و المتداولة و على حجم و طبيعة المخاطر التي تواجه تلك

الأصول و مستوى الكفاءة التي يديرها السوق لتلك الأصول.

فتوجيه جزء من بيوع التخصيص إلى سوق القيم المنقولة يصاحب العديد من الآثار الإيجابية من خلال ما يلي:

- التعامل في حجم أكبر من الأصول المالية متباينة الأسعار و المخاطر و درجة السيولة.
- إدخال الحركية و النشاط و الفعالية لسوق القيم المنقولة.
- إتاحة فرص أكبر للمتعاملين لتتبع المخاطر و توزيعها مما يحقق أقصى منفعة لكل منهم لأن تنوع الإصدارات و اختلاف خصائصها و طبيعتها يسمح بتحقيق ذلك.
- انتشار قطاعي أكبر للأصول المتداولة بدلا من تركيزها في عدد محدد من القطاعات.
- تسعير أكثر دقة للأصول المتداولة بدلا من تركيزها الذي يتمشى و ظروف العرض و الطلب.
- توافر العديد من البيانات و المعلومات الدقيقة و الجيدة و تدفقها بصورة مستمرة و منتظمة إلى السوق.
- جذب مجموعة جديدة من المتعاملين الأجانب للاكتتاب في إصدارات التخصيص أو شرائها من الأسواق الثانوية لرأس المال.
- الزيادة في عرض الأوراق المالية في السوق الثانوي مما يعزز من دعم سيولة الأوراق المالية المتداولة.
- إن تملك الأجانب لجزء من إصدارات التخصيص و ما يتمتعون به من خبرات مالية و إدارية عالية سوف يمثل ضغطا على سلوك الشركات المدرجة في السوق و على تحسين كفاءتها و الاهتمام بنشر المعلومات المطلوبة التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم بكفاءة و هذا يخلق نموذج للمحاكاة بين المتعاملين الوطنيين و يرشد من سلوكهم داخل بورصة القيم المنقولة.

ويؤدي هذا كله إلى تحسين تركيب محفظة الأوراق المالية و النظام المالي ككل و طاقة

الآثار الإيجابية السابق الإشارة إليها و التي يمكن أن تحققها الخصوصية و التي سوف تمثل خطوة رئيسية و إيجابية لتنمية و تطوير البورصة و تحقيق مقومات الكفاءة في السوق، و بالإضافة إلى ما سبق فإن تحقيق الفعالية و الكفاءة لبرامج الخصوصية سوف يخلق طلبا متزايدا و ضغطا مستمرا على الحكومة للبحث عن الوسائل و الأساليب و السياسات الأخرى لتنمية و تطوير سوق القيم المنقولة.

#### 4.2.3.4. بناء هياكل سوق رأس المال الأولي و الثانوي

و يتم من خلال إعداد التشريعات و التنظيمات و متطلبات الإفصاح و فرض النظم اللازم لتطوير السوق الأولي و المؤسسات العاملة فيه و تشجيع إنشاء مصارف استثمار مستقلة أو تابعة لمصارف تجارية تقوم بإعداد نشرات إصدار الأوراق المالية بشكل مهني و تتحمل المعلومات و التحليلات الواردة في النشرات و تضمن الإصدارات الأولية و تقوم بتوزيعها على المستثمرين في السوق مع إعداد كذلك تشريعات أخرى و حماية المستثمرين و تطبيق النظام اللازم لتطوير السوق الثانوي و المؤسسات العاملة فيه من شركات الوساطة و غيرها.

#### 5.2.3.4. نشر الثقافة و الوعي الاستثماري

إنه من الضروري التعاون مع وسائل الإعلام لتوجيه عمليات نشر المعرفة و التوعية الاستثمارية إلى كافة المستثمرين المعتمدين و وسطاء السوق و أعضاء أجهزة التشريع و الرقابة و مديري و موظفي و عاملي السوق المالي، و سيكون للتعليم و التوعية الاستثمارية هدفين اثنين وهما عقلنة قرار الاستثمار في الأوراق المالية من قبل المستثمرين الأفراد القضاء على السوق الموازية و حماية المستثمرين الصغار منهم من حالات الاحتيال و التلاعب بأسعار الأوراق المالية في الأسواق، هذا مع تطوير مناهج و طرق تعليم المواضيع المالية الاستثمارية في الجامعات الجزائرية، لأن الجامعة هي مصنع الكفاءات البشرية و ذلك من خلال تحسين كفاءة الأساتذة و المناهج و طرق التدريس و النظام الجامعي، و منهج التعليم و التدريب في مواضيع الاقتصاد و المحاسبة و الاستثمار و المصارف و الأسواق المالية و التمويل الدولي و إدارة حقائب الاستثمار و المشتقات المالية.

#### 6.2.3.4. تطوير الوساطة السوقية

إن توفير مؤسسات كفئة للوساطة في عمليات البورصة يقوم بعملية التغطية و الترويج و تسهيل المعاملات، فتنوع هذه المؤسسات و كما تم الإشارة إليه سابقا تؤدي إلى زيادة التنافس بينها مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوساطة التي تؤدي إلى زيادة جلب المزيد من المستثمرين و ذلك من خلال القيام ب:

- تطوير عدد و نوعية نشاط الوسطاء الماليين.
- وضع لوائح مهياة محكمة و محفزة لوظائف الوسطاء.
- دعم روح الابتكار في نشاط الوسطاء.

• انتشار شركات الاستثمار .

#### 7.2.3.4. توفير الاستقرار القانوني

إن استقرار القوانين و وجود نظام تشريعي مرن، يعتبر من المتطلبات التي يمكن أن تساهم في تطوير و نمو سوق القيم المنقولة، لأن عدم استقرار القوانين و تغييرها المستمر يمكن أن يشكل عائق أمام حرية تداول القيم المنقولة و تقييدها، لذلك لا بد من الحرص على تحسين الأوضاع السياسية و الأمنية لنشر السلم الاجتماعي، لأن توفير عامل الاستقرار للقوانين و الأنظمة ناتج عن الاستقرار السياسي بالشكل الذي يبعث الثقة للمستثمرين مما يجذب رؤوس الأموال دون عوائق.

#### 8.2.3.4. تأسيس صحافة مالية

القيام بتأسيس صحافة مالية مستقلة و حرة تنشر بدقة و تفصيل الأخبار الاقتصادية و المالية و الإدارية عن شركات المساهمة دون أن يتعرض الكتاب إلى عملية الملاحقة من أي جهة و قيام المحللين الماليين و الاستثماريين بنشر نتائج أبحاثهم و دراساتهم عن الاقتصاد الوطني و الصناعات و الشركات، و لا بد أن تتمتع هذه الأخيرة بالاستقلالية .

إن إستراتيجية التنمية المطبقة في الجزائر بعد الاستقلال هي إستراتيجية اعتمدت على التخطيط المركزي كوسيلة من وسائل تحقيق التنمية الشاملة، نتج عنها عيوب زادت من حدة المشاكل الاقتصادية يوما بعد يوم.

إن جل الإصلاحات الاقتصادية التي كانت في نهاية السبعينات و خلال عشرية الثمانينات جاءت لتولد بورصة القيم المنقولة في الجزائر، و ذلك من خلال تكريس نظام اقتصاد السوق.

تلعب البورصة دور المحرك في الاقتصاد، و ذلك من خلال ما توفره من سيولة مالية للمؤسسة الاقتصادية التي تعتبر المشكلة الأهم التي تقف في وجه المؤسسات الجزائرية، بدأ العمل بها في بداية التسعينيات، لكنها لم تستطع أن تضم إلى كنفها سوى أربع مؤسسات اقتصادية بقي منها حاليا ثلاث مؤسسات، هذا ما يدفعنا بالقول أنها لم تتطرق انطلاقا توجي بأنها ستحدث انتعاشا في الاقتصاد الوطني، و القول أيضا أن أمامها الكثير من العمل لبلوغ ما علق عليها من آمال للإنعاش الاقتصادي ، فهل هي بالفعل قادرة على تحقيق ذلك في ظل واقعها الحالي ؟.

## خاتمة

إن المراقب للتغيرات الهيكلية العميقة التي يتعرض لها الاقتصاد الدولي اليوم يمكن أن يلحظ و بوضوح تزايد الأهمية النسبية لدور الأسواق المالية على حساب الدور الذي تلعبه علاقات الإقراض و الائتمان.

إن السوق المالية بتنظيماتها المختلفة الأولية منها و الثانوية تمثل إحدى دعائم قطاع المال و آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية و توظيفاتها، و من المتوقع أن تلعب هذه الأسواق دورا بارزا كجزء من الهيكل التنظيمي للقطاع المالي و كأحد الأطر الهامة لتشجيع المدخرات المالية و توجيهها.

ارتبطت نشأة السوق المالية العالمية و مدى تطورها بظروف و احتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالترج و الواقعية في تنظيم قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ و لا بقرار من سلطة عليا، و إنما استوجبت نشأتها مقتضيات التطور الاقتصادي.

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين الخاص و العام في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، و تتمتع بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط فهي تعتبر انعكاسا للنظم و السياسات المالية و الاقتصادية في أي دولة.

تظهر أهمية دراسة سبل تطوير السوق المالية في الجزائر كألية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة للاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات متنوعة أشكالها و أنواعها و أنماطها ، بالإضافة إلى ذلك فإن مثل هذه السوق يمكن أن تلعب دور

أهاما في إتمام عمليات الخصخصة بفاعلية و هكذا تبدو العلاقة المتبادلة بين السوق المالية و الخصخصة.

و لقد سمح لنا إعداد هذا البحث استخلاص النتائج التالية:

### النتائج:

1. إن الخصائص و السمات السلبية للأسواق المالية تعتبر قيودا على تنفيذ برامج الخصخصة، و تتمثل هذه القيود في الصعوبات و المشاكل التي تتعلق بالقدرة على تحريك الموارد و القابلية للتداول و الكفاءة و كذا الصعوبات التي تتعلق بشفافية السياسات و الإجراءات، على عكس الأسواق التي تتسم بالتطور و النمو النسبي.
2. إن الخصخصة عن طريق السوق المالية لابد أن تشمل في بدايتها على لشركات التي تحقق أعمالها أرباحا موجبة و لا تعاني من أي اختلالات مالية، مما يؤدي إلى زيادة الأفراد على اقتناء إصداراتها لما تحققه أعمالها من نتائج إيجابية، هذا مع المتوقع أن يتم بيع إصدارات هذه الشركات بأسعار تقترب من قيمتها الحقيقية و في أسرع وقت ممكن ، مما ينعكس بآثار إيجابية على طلب التخصيص و زيادة ثقة الأفراد في نظام الاستثمار المالي ككل.
3. إن السعي لتنمية و تطوير السوق المالية يستلزم تجنب حدوث معاملات سلبية و ذلك من خلال نصوص قانونية فعالة تحقق الحماية للمتعاملين مع وجود هيئة على درجة عالية من الكفاءة تكون لديها القدرة على مراقبة التعاملات في السوق و تطبيق القانون و اتخاذ الإجراءات التصحيحية و الحمائية اللازمة بما يسمح بتوفير القواعد النظامية و عدم الإضرار بمصالح المتعاملين و التأكد من سلامة و دقة و استمرارية البيانات و المعلومات التي تنشرها الشركات المسجلة في السوق المالية و كذا التأكد من سلامة موقف الوسطاء الماليين و الابتعاد عن التعقيدات الإدارية و البيروقراطية التي يمكن أن تكون عامل طرد للأفراد على اقتناء الأصول المالية.
4. إن الخصخصة عن طريق السوق المالية لا يمكن أن تتلاك أثر سلبي على العمال كباقي طرق الخصخصة الأخرى، فمشاركة العمال في حيازة جزء من إصدارات التخصيص لشركات القطاع العام قد يكون له بعد اجتماعي قوي و دورا هاما في تنمية و تطوير السوق المالية بما لها من تأثير على عمق و اتساع السوق، و حتى تتحقق المشاركة

الفعالة لابد من تشجيع المؤسسات على تمويل برامج مشاركة العمال في ملكية الأسهم من خلال السماح بخصم فوائد القروض المخصصة لتمويل هذه البرامج من الضريبة على الدخل هذا مع أن أقساط القروض و الفوائد يمكن خصمها ن توزيعات الأسهم الخاضعة للضريبة.

5. وجود بعض المعاملات و السلوكيات من قبل المتعاملين في السوق المالية يمكن أن تشكل في مجموعها عائقا أمام تحقيق الكفاءة للسوق و قيادا رئيسيا أمام إمكانية تطوير السوق المالية من بينها قيام بعض الوسطاء الماليين بممارسات غير أخلاقية اتجاه بعض العملاء و المستثمرين من خلال تشجيعهم على إبرام صفقات معينة دون مبررات اقتصادية قوية رغبة منهم في تحقيق المزيد من العمولات و الأرباح على حساب نقص الكفاءة في السوق مع انتشار المبادلات الداخلية التي يتحقق من خلالها المديرين و المسؤولين في المنشآت المسجلة في البورصة مزايا الحصول على المعلومات و البيانات حول الشركات العاملين بها مما يسمح لهم بإتمام صفقاتهم مما يحقق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين.

6. تتسم مجمل الإصدارات التي تمت في السوق الأولية و المتداولة منها في السوق الثانوية في بورصة الجزائر بأنها أنماط كلاسيكية اقتصرت على أنواع محدودة من الأسهم و السندات لثلاث شركات مسعرة في البورصة لا تتساير مع الأنماط الجديدة السائدة في الأسواق المالية المتطورة، مما انعكس على العديد من الآثار السلبية و على عمق و اتساع و استمرارية سوق القيم المنقولة.

7. مع تطوير و تنمية السوق المالية سوف تتولد فرصة قوية لإمكانية اعتماد البنك المركزي على هذا السوق في تنفيذ سياساته النقدية من خلال عمليات السوق المفتوحة و هذا السلوك في حد ذاته سوف يضيف بعدا جديدا في اتجاه تطوير السوق المالية.

### التوصيات:

هناك عدة توصيات يمكن الأخذ بها لتطوير السوق المالية من أجل المساهمة في عملية الخصخصة بفاعلية يمكن إجمالها فيما يلي:

1. العمل على تحديث السوق المالية و تطويرها من الناحيتين الفنية و التنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها و قدرتها الاستيعابية و تعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال و إعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وهذا يتطلب استكمال الأطر

- التشريعية و شركات المقاصة و الحفظ المركزي و صانعي السوق و بيوت الوساطة و التحليل المالي إضافة إلى التوسع في طرح الأدوات الاستثمارية و تنويعها بما يتناسب و احتياجات المستثمرين مثل صناديق الاستثمار و السندات القابلة للتحويل و غيرها.
2. العمل على تحديث قوانين الشركات و وضع حوافز للإنشاء شركات مساهمة و تسهيل عمليات تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يتم إدراج و تداول أسهمها من خلال البورصة.
3. إن مواجهة مشكلة صغر حجم البورصات يحتاج إلى حزمة من الحلول تتضمن معالجة صغر متوسط رأس المال السوق و ذلك بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة، أو مواجهته من خلال الدعوة للإدماج الشركات الصغيرة و فتح الشركات المغلقة عن طريق خصوصتها.
4. لتحسين سيولة السوق لا بد من إتباع استراتيجيات تستدعي خفض القيمة السوقية للأوراق المقيدة، مثل إستراتيجية تقسيم الأسهم ذات القيمة الكبيرة إلى أسهم صغيرة القيمة، و التشجيع على إنشاء صناديق استثمار في الأوراق المالية التي تؤدي بدورها إلى تخفيض فترة تسوية الصفقات إلى تحسين السيولة.
5. لضبط حركة الأسعار لا بد من إنشاء مؤسسات صناعة السوق لدورها الهام في امتصاص الخلل في آلية العرض و الطلب بالشراء لكل من يرغب في البيع، و البيع لكل من يرغب في الشراء بأسعار عادلة من شأنها أن تضع قيودا على التقلبات السعرية في حالة الخلل بين العرض و الطلب.
6. لمعالجة نقص المعرفة و المهارات الاستثمارية لدى المستثمرين، لا بد من الاهتمام بالوعي التوظيفي لهم من خلال وسائل الإعلام المرئية و المسموعة.
7. لمواجهة تحديات العولمة لا بد من وضع ضوابط على التدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق، و ضوابط تحكيمية تفرضها المصلحة العامة، حتى لا تتحول البورصة إلى مكان للمضاربيين و محترفي ثقافة الخبطة، و تبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجيدة أو التوسعات في المشاريع القائمة.
8. لا بد من تنظيم نشاط السمسرة و رفع كفاءة العاملين فيها و تحسين خدماتها و ذلك عن طريق تنظيم أدوات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيين، و التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء و تحديث و تنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.

9. نمو و تطور البورصات يتوقف على تحسين مناخ الاستثمار المحلي و نجاح برامج وطنية للإصلاح الاقتصادي بحيث أبرزت التجربة بأن تواجد أسواق مالية كفئة يساعد على تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة دون تراجع في النمو الاقتصادي.

10. تعميق الثقافة البورصية بمختلف وسائل التوعية و الاتصال التي ربما تكون هي البداية الصحيحة في تشجيع و تنمية البورصات، كما أن التركيز على المناهج التربوية و التعليمية للنشء الجديد يمثل إحدى الوسائل الضرورية لغرس مفاهيم الادخار و الاستثمار طويل الأجل.

و نسأل الله أن نكون قد وفقنا للإنارة طريق المعرفة لكل طالب و الله الموفق و الهادي لحسن السبيل.

## قائمة المراجع

1. سبابو كهينة، "ترابط الأسواق المالية و انعكاساتها على بلدان العالم الثالث"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر،دفعة( 2000)، 07.
2. BETRAND JACQUILAT, BRUNO SOLNIK," marché financiers gestion de portefeuille et des risque", Dunoud,edition 1, Paris, (1994).P 06.
3. عمر بن بكر، "الأسواق المالية" [www.islameonline.net/arabic/économics/2004/article09.shtml](http://www.islameonline.net/arabic/économics/2004/article09.shtml)
4. السيد بدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق و المؤسسات المالية"، نظرة معاصرة، توزيع الفكر العربي، دون طبعة، القاهرة، (2000)، 108-109.
5. ناجي جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، دون طبعة، بيروت،(1998)، 12.
6. محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية و ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس للنشر و التوزيع، دون طبعة، الأردن،(1999)، 42.
7. ELIT COHON," gestion financier de l'entreprise et développement financier", EDICEF, Paris,édition 3 , (1999).P41.
8. إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك و الأسواق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الابراهيمية،(2001)، 124.
9. عبد النافع زردي، غازي فرح، "الأسواق المالية، دار وائل للنشر" طبعة 1 ، عمان، (2001)، 37.
10. أحمد أبو الفتوح علي الناقة، "نظرية النقود و الأسواق المالية"، مطبعة الإشعاع الفنية، دون طبعة، الإسكندرية،(2001)، 27.

11. أنطوان الناشف، خليل الهندي، "العمليات المصرفية و السوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، طبعة 1 ، لبنان،(2003)،11-12.
12. FRANCOIS LAROUX," marchés internationaux de capitaux", ESKA, Paris,édition, 1998.
13. صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"،دون طبعة، عالم الكتاب،(2003)، 15.
14. أماعوز حكيمة، "السوق المالية شروط و آليات عملها، حالة الجزائر"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر،دفعة (1998).32.
15. SYLVIE DIATKINE," institutions et mécanismes monétaires", ARSMANDE COLIN, Paris,edition, 1995.P86.
16. MICHEL FLEURIET," bourse et marché financiers", ECONOMICA, Paris,sans edition. P27.
17. GERARD MARIE HENRY," les marchés financiers", Paris,édition , 1999.P20.
18. عبد الغفار حنفي، رستمية قرياقص، "الأسواق و المؤسسات المالية"،الدار الجامعية،دون طبعة، (2002)، 293.
19. عبد المجيد قدي، "المخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية"، ديوان المطبوعات الجامعية،دون طبعة، الجزائر،(2003)،40-41.
20. محمد أحسن الخضيرى، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، إيتراك للنشر و التوزيع، طبعة02 ، القاهرة،(1999)،191.
21. زينب عوض الله، أسامة محمد الغولي، "أساسيات الاقتصاد النقدي و المصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، دون طبعة، لبنان،(2003)،393.
22. مصطفى رشدي شيحة، "الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات"، الازارطة،طبعة1 ، الإسكندرية،(1998)،126.
23. عبد الغفار حنفي، رستمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية،(2000)، ص 104 - 242.
24. فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شهاب الجامعة، دون طبعة، الإسكندرية،(1999)، 03.

25. منير إبراهيم هندي، "الأوراق التجارية و أسواق رأس المال"، توزيع منشأة المعارف، طبعة (1997)، 19.
26. عبد الغفار حنفي، رستمية قرياقص، "البورصات و المؤسسات المالية"، دون طبعة، الدار الجامعية، (2002)، ص 145 - 275.
27. PAULE JACQUE KAMANN, " la bourse de Paris", DUNOD, Paris, edition, 1991. P 57.
28. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، "النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإبراهيمية، (2003)، 150.
29. ABDELKADER BATLAS, "le développement du marché des capitaux et de taux d'intérêt", Paris, edition, 1995. P 59.
30. حسين بني هاني، "الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها"، أدواتها المشتقة، دار الكندي، طبعة أولى، الأردن، (2002)، 516 - 517.
31. نوال بن لكحل، "الأسواق المالية آلياتها و دورها في التنمية الاقتصادية"، دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، دفعة (2001)، 55.
32. منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق و المنشآت المالية"، منشأة المعارف، دون طبعة، الإسكندرية، (1998)، 157.
33. JEAN ALBERT COLLOMB, " finance de marché", ESKA, Paris, edition , 2004. P158- 159.
34. أحمد سيد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، كلية التجارة، دون طبعة، جامعة طنطا، (1998)، 244 - 145.
35. جميل الزيدانيين السعودي، "أساسيات في الجهاز المالي"، دون طبعة، دار وائل للطباعة و النشر، (1999)، 158 - 159.
36. محمد صالح الحناوي، "تحليل و تقييم الأسهم و السندات"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية، (2002)، ص 242.
37. بن وارث حجيلة، "أثر برامج الخصخصة و الأسواق المالية في الدول العربية"، مع دراسة حالة الجزائر، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة (2000) ص 102.

38. QUATAVY CHRISTMA," monnaie et financement de l'économie" , HACHETTE, Paris,edition, 1995.P27.

39.ستيف هنكي،" تحول الملكية العامة إلى القطاع الخاص"، دار الشروق، طبعة 3، مصر،(1990)،ص 22.

40.الجريدة الرسمية، العدد 48،(1995).ص 143 -144.

41. عبد العزيز بن حبتور،" إدارة عمليات الخصخصة"، دار الصفاء، عمان، (1997)، 10 -102.

42. أحمد ماهر، "دليل المدير في الخصخصة"، دار النهضة العربية، دون طبعة (1995)،ص 128.

43.عبد السلام أبو قحف، التنافسية و تغيير قواعد اللعبة ( رؤية مستقبلية ) ، الاسكندرية، طبعة (1997)،ص 30.

44. القاضي أنطوان الناشف، "الخصخصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، طبعة 2000.

45. أحمد ماهر، "إقتصاديات الادارة (دراسة الجدوى)" الدار الجامعية، بدون طبعة، 273.

46. صافي عبد القادر،" إشكالية خوصصة القطاع العام في الجزائر"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة (1999). 66.

47.محمود برادات،" الخصخصة و تنمية أسواق المال في إيطاليا"، مجلة التمويل و التنمية، العدد12، مارس2000، 69.

48.أحمد ماهر، "اقتصاديات الإدارة ( دراسة الجدوى )"، الدار الجامعية، بدون طبعة ،دون سنة نشر، 18.

49. بولبروت الرشيد،" الخصخصة و التسيير"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة (1997)، 15.

50. عباس النصراوي وآخرون،"القطاع العام و القطاع الخاص في الوطن العربي"، مركز دراسات الوحدة العربية، دون طبعة، لبنان،(1990)، 02.

51. رابح رتيب،" صناديق الاستثمار في ظل سياسة الخصخصة"، القاهرة، بدون طبعة.بدون سنة نشر ، 20.

52.عبد العزيز سالم حبتور، "إدارة عمليات الخصخصة"، دار الصفاء،دون طبعة، عمان،(1997)، 03.

53.RABAH BETAR,"la privatisation,bureau d'etude engineering financier et management", 1993, P182-183.

54.إغلمان بهية،" تأثير الخصوصية على الموارد البشرية في المؤسسة العمومية الاقتصادية"،معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر،دفعة 2002، ص 87 .

55.ضياء مجيد الموسمي، "الخصوصية و التصحيحات الهيكلية"، ديوان المطبوعات الجامعية، دون طبعة، الجزائر،(1993)، 13.

56.كريم سالم حسين، إبراهيم رسول هاني، "المتغيرات العالمية و انعكاساتها على أسواق المال العربية"،دون طبعة، عمان،(2003)، 24-25.

57.عاطف السيد، "الجات و العالم الثالث، دراسة تقويمية للجات و إستراتيجية المواجهة"،دون طبعة، الإسكندرية،(1999)، 80-81.

58.سليمان ناصر، التكتلات الاقتصادية الإقليمية، مجلة الباحث، العدد 1، (2002)، 99.

59. عبد الواحد الغافوري، "العولمة و الجات"، مكتبة مديولي، القاهرة، طبعة (2000)ص199.

60.عبد المطلب عبد الحميد،"العولمة و اقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، دون طبعة، الإسكندرية،(2001)، ص 85.

61.رمزي زكي، "العولمة المالية"، دار المستقبل العربي، دون طبعة، القاهرة، (1999)، ص564.

62. SIMON YEVES , " technique financière internationales", ECONOMICA, Paris,edition, 1993.

63.GUILLOCAN BARNED, "économie internationale", DUNOD,edition , 1998 .P 19- 21.

64. ARRISANT PHILIP,PETIT JEAN PIERRE,"échange et finance internationales", CFPE,edition , 1997.P 26.

65.نظير محمد رياض،" الإدارة المالية و العولمة"، المنصورية،دون طبعة، مصر، طبعة (2001).

66.منير إبراهيم هندي،" صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين"، منشأة المعارف، طبعة، الإسكندرية،(1999).

67. [www.feas.com](http://www.feas.com)

68. [www.safe-Asia.org](http://www.safe-Asia.org)

69. [www.mbindendi.co.za/orgs/cdkp.html](http://www.mbindendi.co.za/orgs/cdkp.html)

70. [www.arab-api.org/develop1.html](http://www.arab-api.org/develop1.html)

71. [www.mafhoum.com/syr/article-02/midani/midani.html](http://www.mafhoum.com/syr/article-02/midani/midani.html)

72. منير إبراهيم هندي، "مستقبل أسواق المال العربية، مخاطر و محاذير"،

الإسكندرية، بيروت، بدون طبعة بدون سنة نشر. 07.

73. كريم النشا شبي،... وآخرون....، "الجزائر و تحقيق الاستقرار و التحول إلى

اقتصاد السوق"، صندوق النقد الدولي، دون طبعة، واشنطن، (1998).

74. حواريات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، الجزائر (1997) ، 11.

75. أبو عبد الرحمن، بورصة الجزائر واقعها و آفاقها

[www.t1t/vb/archive/index.php/t-1173.html](http://www.t1t/vb/archive/index.php/t-1173.html)

76. Guide de l'investisseur, COSOB, novembre, 1997.

77. L'organisation ,les mission, les pouvoir de commission,  
COSOB, 2004.

78. [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz)

79. الجريدة الرسمية، العدد 34، 1998، 17

80. الجريدة الرسمية، العدد 87، 1997، 3-4-5.

81. Guide de la bourse et d'opération boursiers, édition MLP, 1998.

82. Bulletin de la COSOB N°04, juillet 2003.

83. Le dépositaire centrale du titre, COSOB, 2004 , 22.

84. Bulletin de la COSOB N°05, février 2000

85. الجريدة الرسمية، العدد 36، 1997.

86. زرفة زهية، بورصة القيم المتداولة و أهمية الوساطة في العمليات البورصية،

معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة 2000، 04.

87. Les OPCVM, la commission d'organisation et de surveillance  
des opérations de bourse, Alger, 2004.

88. Guide de valeur mobilière; COSOB, Août, 2004. P 05.

89. سير البورصة ، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، 2004. ص 05.

90. Guide de la bourse, édition MLP, 1998.P 07.

91. Notice d'information, ERIAD SETIF, 1999.18.

92.Notice d'information, HOTEL EL OURASSI, 1999.P 7.

93. محمد براق، واقع التنمية و البورصات و القيم المنقولة المتداولة في العالم مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الثاني، أطروحة دكتوراه دولة، علوم اقتصادية، تخصص نقود مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم تسيير، جامعة الجزائر، دفعة 1999، ص05، 06، 07.

94. [www.egyptse.com/educational-brochures-a.asp](http://www.egyptse.com/educational-brochures-a.asp)

95. لعبادي نسيم، "فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة 2004. ص 233

96. يخلف عبد الرزاق، "الاستثمار في بورصة القيم المنقولة، دراسة لواقع البورصات العربية واقعها و آفاقها المستقبلية"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة 2001، 408.

97. ناصر المهدي، الإصلاحات المالية في الجزائر، مجلة الأفاق، العدد 04، جانفي 2005.