

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي لتيبازة



دفاتر البحوث العلمية

مجلة علمية محكمة يصدرها المركز الجامعي لتيبازة

عدد خاص بأعمال الملتقى العلمي الوطني

"بيئة الأعمال الداعمة"

"لتطوير الأسواق المالية وتفعيلها"

27 - 28 نوفمبر 2013

العدد الثالث: ديسمبر 2013

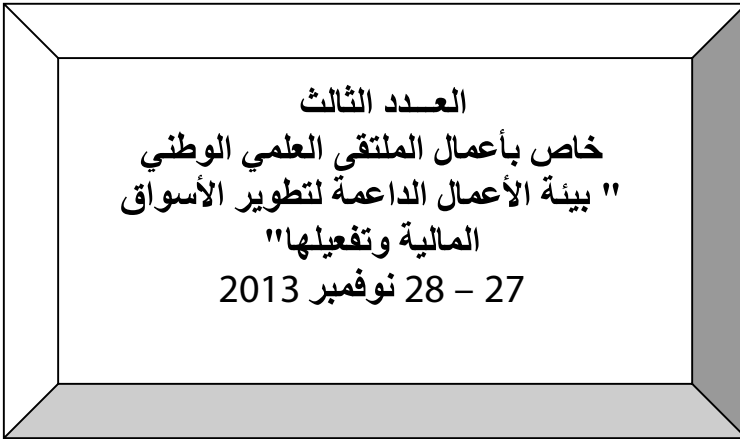
ISSN / 2335 1837

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي لتيبازة



دفاتر البحوث العلمية

مجلة علمية محكمة يصدرها
المركز الجامعي لتيبازة



العدد الثالث: ديسمبر 2013

قواعد النشر

- يشترط في المقال المقدم إلى المجلة ما يلي:
- * مراعاة الشروط العلمية والمنهجية المعمول بها.
- * أن يكون المقال أصيلاً، ولم ينشر من قبل، وألا يكون مقدماً للنشر في مجلة أخرى.
- * يجب أن يتضمن المقال ملخصاً موجزاً للبحث.
- * التأكد من ضبط الآيات القرآنية الكريمة، والحديث النبوي الشريف. ثم الشعر، والألفاظ غير المألوفة والتي هي بحاجة إلى ضبط.
- * الاهتمام بسلامة اللغة، وقوة العبارة مع جمع التوثيق والإحالات في نهاية الدراسة، علاوة على ثبت قائمة المصادر والمراجع.
- * الموضوعات التي تنشر في المجلة تعبر عن آراء الباحثين، ولا مسؤولية للمجلة في هذا الشأن.
- * تقديم البحث على صيغة (Word) في قرص مضغوط (CD) مع نسخة مكتوبة، على ألا يتجاوز عشرين (20) صفحة. * كل مقال لا يحترم المقاييس التقنية والمنهجية والقيم العلمية لا ينشر.
- * الدراسات والبحوث والمقالات التي تصل إلى المجلة لا ترد إلى أصحابها سواء نشرت أم لم تنشر.

ترسل الأعمال إلى العنوان التالي:

عنوان المراسلة

دفاتر الأبحاث العلمية

المركز الجامعي لتيبازة

واد مرزوق 42022 تيبازة

Email: Cutipaza@yahoo.fr

دفاتر البحوث العلمية

مجلة علمية محكمة يصدرها المركز الجامعي لتيبازة

العدد الثالث - فيفري 2014

لجنة القراءة:

*فضيلة جنوحات

*عبد الحميد بورايو

*ابراهيم بلحيمر

*نصر الدين زبدي

*مسيكة بوفامة

*نعيمة نصيب

*صليحة بن طلحة

*عبد القادر دحدوح

*عبد القادر كرليل

*محمد عبودة

*حميد بوحبيب

*عثمان خلف

*الطاهر لوصيف

*بثينة شريط

*الشريف مريعي

*جمال الدين سحنون

*بوعلام معوشي

*حجيلة رحالي

*عطيل أحمد (جامعة ران فرنسا)

*صالح بن يوزة

*عيسى قادري (جامعة باريس 8)

*سعيد بن كراد (جامعة الرباط)

❖ المدير المسؤول:

الأستاذة الدكتورة فضيلة جنوحات

مديرة المركز الجامعي

❖ رئيس التحرير: الشريف مريعي

❖ سكرتيرة التحرير: فلة سليم

الرئيسة الشرفية للملتقى:

فضيلة جنوحات

مديرة المركز الجامعي

رئيس الملتقى . جمال الدين سحنون

اللجنة العلمية للملتقى

مسيكة بوفامة رئيسا

- فضيلة جنوحات - رابع زيرين - محمد بن بوزيان - صليحة بن طلحة
- بوفامة مسيكة - عبد الحميد زعباط - كمال آيت زيان - نو الدين جليلد
- ابراهيم بلحيمر - مسعود مجيطة - جمال الدين سحنون - يوسف دبوب
- شريف مريعي - محمد زيدان - عثمان لخلف - سفيان بن بلقاسم
- صالح محمد - محمد براق - بوعلام معوشي - نادية قويقح
- كمال ديب - احمد اعمر بوزيد - ناصر المهدي - زهية زرفة

اللجنة التنظيمية للملتقى:

جليلد نور الدين رئيسا

- سليمة عزيرو - فاتن محاي
- مليكة منصور - فلة روماني
- مروان عبد الرزاق - سعاد رواجية
- مراد كموش - لحبيب طواهرية
- نوال يزة - الطيب مقراني
- حورية دراجي - بسمة طبوش
- قاضي جمال - وليد طواهرية
- وسيلة ونجلي - كوثر بوزينة

- عبد القادر الطواهري

فهرس المحتويات

- كلمة افتتاحية.....فضيلة جنوحات زوجة حريتي 07-09
- 1/ التعليم المالي ودوره في نشر التوعية في البورصة.....
- جمال الدين سحنون / غنية ساعد 32-09
- 2/ فرص الاستثمار بالجزائر بين التفاؤل والتشاؤم "قراءة تحليلية للتقارير الصادرة عن الهيئات الوطنية والدوليةابراهيم بلحيمر / طارق قندوز 52-33
- 3/ دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية..... بومدين نورين / احمد مداني 69-53
- 4/ خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومحددات الاستثمار فيها.....
- ناصر المهدي / امحمد اعمر بوزيد 96-70
- 5/ أثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المال.....
- عبد القادر عيادي / عبد القادر بكيجل 115-97
- 6/ الإدارة الالكترونية وآثارها على كفاءة أسواق الأوراق المالية "سوق الأسهم السعودي نموذجاً"..... امحمد بزرية / منور أوسير 137-116
- 7/ المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية.....
- سليمة بوعويينة / أسماء جدي 153-138
- 8/ البيئة المحاسبية الجديدة في ظل النظام المحاسبي المالي (SCF) ودورها في تدعيم السوق المالية في الجزائر..... حاج قويدر قورين 182-154
- 9/ التحرير المالي: عامل لهشاشة النظام البنكي في البلدان النامية.....
- محمد رضا بوشيخي / لخضر عدوكة 182-154

- 10/ صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية
.....نور الدين جليل / ابراهيم مزبود 183-204
- 11/ إدارة وتنظيم عمل السوق المالي.....عثمان لخلف / معمر حمدي
230-205
- 12/ نموذج التاجر الصاحب بين التأهيل النظري وواقع الأزمات في ظل مفاهيم
اللاعودة بنماذج كفاءة الأسواق المالية.....زهير غراية / عبد القادر بريش
257-231
- 13/ مستقبل الأسواق المالية العربية في ظل التحرر المالي وانتشارالأزمات المالية.....
.....نبيل بوفليح/ محمد طرشي 258-285
- 14/ الصناديق السيادية: الاستثمار بين الفرص والمخاوف.....
.....نوال بن لكحل 286-303
- 15/ تعزيز دور حوكمة البنوك في إصلاح السوق المالية.....
.....بوعلام معوشي / صليحة بن طلحة 323 - 346
- 16/ الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة.....
.....محمد حمو/ محمد جعفر هني 347 - 368
- 17/ أسس ودعائم البيئة الملائمة لإقامة سوق مالي كفاء: تشخيص لحالة السوق
المالي الجزائري.....كمال ديب 369-378
- 18/ التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟
.....عبد الرزاق حبار 379 - 399
- 19/ دور الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية في إدارة الأزمات المالية.....
.....سليمة بوقصة/ منصور مليكة 400-427
- 20/ الإطار التشريعي و التنظيمي لعمل بورصة القيم المنقولة.....
.....فاطمة عاشور 428-441

الكلمة الافتتاحية للسيدة مديرة

المركز الجامعي لتيبازة

أ- د - فضيلة جنوحات

- السيد رئيس لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها
- السادة مديري المؤسسات المالية
- السادة الضيوف الكرام
- أسرة الإعلام والصحافة
- زملائي الأساتذة
- أبنائي الطلبة

السلام عليكم ورحمة الله تعالى وبركاته

يسعدنا ويشرفنا أن نرحب بكم، ونشكركم على تلبية الدعوة لحضور افتتاح الملتقى العلمي الوطني حول: "بيئة الأعمال الداعمة لتطوير الأسواق المالية وتفعيلها".

وإنها لفرصة مواتية أغتنمها لأرحب باسمي الخاص وباسم أسرة المركز الجامعي بضيوفنا الكرام، شاكرين لهم استجابتهم للدعوة ومشاركتنا هذا الحفل الافتتاحي.

أيها الحضور الكريم،

يأتي هذا الملتقى العلمي الوطني الذي ينظمه مركزنا الجامعي في إطار سعينا من أجل التفتح على المحيط الاقتصادي والاجتماعي والثقافي، وهذه ضرورة حتمية وواجب تمليه مهام المؤسسات الجامعية، وقد اخترنا موضوع الملتقى لأنه يستحق البحث والدراسة فهو يمثل إشكالية حقيقية في الوقت الراهن وقضية حيوية تهم المؤسسات المالية والاقتصادية ومجموع الباحثين. كما أنه يأتي إيماننا منا بضرورة دفع عجلة البحث العلمي بالمركز، ومسايرة جهود الوزارة الوصية في سبيل ترقية البحث العلمي والتطوير التكنولوجي، حيث يحتل البحث العلمي أولوية خاصة في تقدم المجتمعات الإنسانية، وبالأخص تلك التي ترسم طريقها نحو النمو والتقدم.

أيها الحضور الكريم،

لقد عملنا منذ إنشاء هذا المركز على تطويره وتنميته من الجوانب البيداغوجية، والعلمية، فعلى مستوى الجانب البيداغوجي عملنا على فتح تخصصات تتماشى وطبيعة المنطقة ومتطلبات سوق العمل.

أما من جانب البحث العلمي، فقد تم خلق فضاءات متنوعة تسمح للأساتذة الباحثين بنشر بحوثهم وإنجازاتهم، العلمية من خلال إنشاء مجلة علمية محكمة، ومخابر وفرق بحث من شأنها الاستجابة لمختلف انشغالات الأساتذة والطلبة لإنجاز ونشر أعمالهم في ظروف ملائمة وفي إطار جماعي.

وفي الختام لا يسعنا إلا أن نتوجه إلى معالي وزير التعليم العالي والبحث العلمي بالامتنان والتقدير والتحية الخالصة على تميمه لهذا الحدث العلمي وتكرمه برعايته.

ونشكر القائمين على تنظيم هذا الملتقى من أعضاء اللجنة العلمية واللجنة التنظيمية والعمال والإداريين الذين سهروا من أجل أن تنجح هذه التظاهرة دون أن ننسى الأساتذة الباحثين الذين ساهموا بمدخلاتهم وكذا لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها COSOB وخاصة رئيسها ومرافقيه على إسهامهم.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى المساهمين في تمويل هذا الملتقى العلمي وهم المديرية العامة للبحث العلمي والتطوير التكنولوجي RSDT ومركز البحث في الإعلام العلمي والتقني CERIST، ومؤسسة سونا طراك SONATRACH.

فإلى كل هؤلاء جميعا نتقدم بالشكر والعرفان وأعلن على الافتتاح الرسمي للملتقى.

والسلام عليكم

التعليم المالي ودوره في نشر الثقافة المالية لدى
المستثمرين في البورصة - الحالة المصرية-

الدكتور جمال الدين سحنون - المركز الجامعي لتيبازة
الأستاذة غنية ساعد - جامعة البليدة

الملخص:

يعتبر التعليم المالي من بين التحديات الرئيسية التي تواجه مختلف دول العالم سواء المتقدمة أو الناشئة منها، حيث أن كل المستثمرين الأفراد يحتاجون إلى حد أدنى من الوعي الخاص بالمسائل والنشاطات المالية التي يقومون بها، وأن يكونوا على مستوى مناسب من الفهم فيما يتعلق بالبيئة المالية التي يعيشون فيها، وذلك بهدف اتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بوضعيتهم المالية، ولقد أولت مختلف البورصات اهتماما كبيرا بهذا الموضوع من أجل نشر ثقافة استثمارية بين أوساط المستثمرين مبنية على أسس صحيحة تعتمد على المعرفة المالية، ومن بين هذه البورصات نجد البورصة المصرية موضوع ورقتنا والتي قامت بتنظيم عدة حملات لزيادة وعي الجمهور بكيفية الاستثمار في البورصة شملت عدة نشاطات منها إنشاء موقع على الانترنت يهتم بكيفية الاستثمار في البورصة، إصدار كتيبات تعليمية وإجراء جولات تعليمية بالبورصة لطلاب الجامعات وغيرها من الإجراءات.

الكلمات المفتاحية: محو الأمية المالية، تعليم المستثمر، برامج التعليم المالي، سوق مصر للأوراق المالية.

Résumé:

L'éducation financière est l'un des principaux défis auxquels sont confrontés différents pays dans le monde, qu'ils soient développés ou émergents, car les investisseurs particuliers doivent comprendre l'environnement financier dans lequel ils exercent, ce qui leur permettra de prendre les décisions

appropriées à leur situation financière. Parmi ces bourses, on peut citer la bourse égyptienne qui a prêté une attention particulière à ce sujet en organisant plusieurs campagnes visant la sensibilisation du public sur la façon d'investir dans le marché boursier à travers plusieurs actions, tel que la mise en place d'un site Internet qui s'intéresse à la culture d'investissement dans le marché boursier, l'émission de brochures éducatives et l'organisation de visites éducatives dans la bourse pour les étudiants universitaires.

Mots clés : Littératie financière, l'éducation de l'investisseur, programmes d'éducation financière, la bourse égyptienne.

Littératie financière : le fait de disposer des connaissances, des compétences et de la confiance en soi nécessaires pour prendre des décisions financières responsables».

تمهيد:

إن الاستثمارات كلها تحتوي على قدر معين من المخاطرة، وعليه يتوجب على كل المستثمرين الإلمام بمدى أدنى من المعرفة مع مراعاة أهم الضوابط ذات الصلة باستثماراتهم حتى لا يفشلوا في تحقيق أهدافهم المتمثلة في تحقيق العوائد المستهدفة، ومن ثم المساهمة في ترسيخ ثقافة الاستثمار لدى المستثمرين، والتأمين لهم أقصى درجات الحماية والمعطيات التي تقيهم من عواقب اتخاذ القرارات غير المدروسة وغير العلمية، وتمكينهم من حسن التصرف بمدخراتهم واستثمارها بشكل سليم. إن نشر ثقافة استثمار مبنية على حد أدنى من المعرفة، حيث يجب أن يركز أساسا على تعليم المستثمر أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية وإكسابه المهارات والمعارف التي تسمح له اتخاذ

قرارات فعالة تجعله أكثر وعياً بالمخاطر المالية وتوفر له القدرة على اقتناص الفرص وتجنبه الوقوع ضحية لمختلف الممارسات التعسفية، وللوقوف على أهمية التدريب ونشر التوعية المالية لدى المستثمرين قمنا بتقسيم هذه المداخلات إلى ثلاثة محاور رئيسية هي:

المحور الأول:

أهمية التعليم المالي ودوره في حماية المستثمر؛

المحور الثاني:

دور الهيئات التنظيمية للأسواق المالية في تدعيم عملية تعليم المستثمر؛

المحور الثالث:

برامج التعلم والتوعية في البورصة المصرية؛

المحور الأول: أهمية التعليم المالي ودوره في حماية المستثمر

إن التعليم المالي لا يقتصر أساساً على المستثمرين فقط، بل يتعداه إلى الأسر أيضاً بما أنها تعمل على ضمان الدخل عند التقاعد، وتحقيق التوازن في ميزانيتها بين شراء المنزل وتعليم الأطفال ومختلف المصاريف الأخرى، بالإضافة إلى تحقيق المدخرات وتوظيفها، وعليه يتوجب عليهم معرفة وفهم أهمية المال وكيفية استخدامه، وهذا لن يتم إلا عن طريق التعليم المالي الذي يمكن من خلاله الإجابة على السؤال: "لماذا تنفق على هذا النحو بدلاً من ذلك؟".

إن محو الأمية المالية Financial Literacy يعتبر من أهم المواضيع التي يتوجب الإشارة إليها قبل التطرق إلى التعليم المالي في حياة المجتمعات، والمتعاملين الاقتصاديين على وجه الخصوص والتي يقصد بها القدرة على اتخاذ القرارات المناسبة في إدارة الموارد المالية الشخصية.

أولاً: أهمية عملية محو الأمية المالية بالنسبة للمستثمرين

من بين العديد من التعريفات التي وردت عن مفهوم محو الأمية المالية يمكن ذكر:

التعريف الأول: "القدرة على إصدار الأحكام واتخاذ قرارات فعالة بشأن استخدام، وإدارة المال في عالم يتميز بتعقيدات مالية، ويمكن اعتبار محور الأمية المالية ضرورة هامة لجميع المستثمرين"1.

التعريف الثاني: "وجود المعرفة والمهارات والثقة لدى المستثمرين من أجل إدارة حساباتهم المالية بشكل جيد، مع مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية المحيطة بهم، حيث:2

3- "المعرفة" تعني وجود فهم جيد للقضايا المالية الشخصية؛

1- "المهارات" تعني القدرة على تطبيق تلك المعرفة لإدارة الشؤون المالية؛

2- "الثقة" تعني الشعور بالقدرة على اتخاذ القرارات المالية.

التعريف الثالث: تعرف لجنة محور الأمية والتعليم المالي بالولايات المتحدة الأمريكية محور الأمية المالية بأنها: "القدرة على إصدار أحكام مستنيرة واتخاذ إجراءات فعالة بشأن إدارة الأموال وكيفية استخدام تلك الأموال في الوقت الحالي ومستقبلاً"3.

وعليه يمكن القول من خلال هذه التعاريف أن عملية محور الأمية المالية توفر للمستثمرين مجموعة من الميزات تلخص في4:

1- تغطية النفقات المتعلقة باحتياجاتهم بفعل القدرة على وضع ميزانية مناسبة؛

2- القدرة على تحديد المنتجات أو الخدمات المالية التي تلبي احتياجات المستثمرين؛

3- القدرة على الحصول على المشاورات المالية المستقلة وتقييمها؛

4- تجنب الوقوع ضحية للممارسات التعسفية والحيل.

- **مميزات عملية محور الأمية المالية:** إن إكساب المستثمرين مجموعة من المهارات والمعارف يعد ضروريا لتحقيق محور الأمية المالية حيث يمكن تلخيصها في العناصر التالية:5

1- معرفة المهارات الحسابية الأساسية، مثل القدرة على حساب معدلات العائد على الاستثمارات، ومعدل الفائدة على الديون، والقدرات الحسابية الأساسية؛

2- فهم العوائد والمخاطر المرتبطة بالقرارات المالية، بما في ذلك الإنفاق، الاقتراض، الرافعة المالية والاستثمار؛

3- القدرة على فهم المفاهيم المالية الأساسية، المتعلقة بالموازنة بين المخاطر والعوائد، لأنواع المختلفة للاستثمارات وغيرها من المنتجات المالية، ومعرفة فوائد التنويع، والقيمة الزمنية للنقود؛

4- القدرة على معرفة وقت اللجوء للمشورة ومعرفة ماذا نسأل، والقدرة على فهم النصيحة التي يقدمها المستشارون.

ثانيا : أهمية التعليم المالي في تكوين المستثمرين

إن المستثمر الجيد الذي يتخذ القرارات الاستثمارية الصائبة يعد الدعامة الرئيسية لجودة السوق، فدرايته بمختلف الآليات التي تدير السوق وتعليمه الجيد من شأنهما أن يجعلاه يتخذ القرارات الفعالة الخاصة بالمنتجات الاستثمارية المختلفة في السوق وتجنبه الوقوع ضحية عمليات الاحتيال المالي، لهذا يحتاج المستثمرون للمعرفة من أجل تحمل مسؤولية قراراتهم المالية، ولهذا يتوجب الاهتمام بعملية التعليم المالي للمستثمرين من خلال تقديم مجموعة من التعاريف التي وردت بخصوص التعليم المالي نذكر منها:6

التعريف الأول: عرفت منظمة التعاون والتنمية 7 OECD التعليم المالي كالاتي: "التعليم المالي هو العملية التي تمكن المستثمرين من تحسين معارفهم المالية من خلال القدرة على فهم المنتجات المالية والمفاهيم المتعلقة بإدارة الاستثمارات، وتطوير مهاراتهم المالية ليصبحوا أكثر وعيا على معرفة المخاطر المالية والقدرة على اقتناص الفرص، من أجل الوصول إلى اتخاذ خيارات مدروسة، والقدرة على معرفة طرق الحصول على المساعدة من أجل اتخاذ إجراءات فعالة لتحسين أوضاعهم المالية والوصول إلى مرحلة الرفاهية"8.

التعريف الثاني: "هو مجموعة المهارات والمعارف التي تسمح للفرد باتخاذ قرارات واعية وفعالة وهذا من خلال فهم عالم المال"9.

إن العديد من الدول على دراية ووعي متزايد بأهمية التعليم المالي، حيث قام جلها باقتراح وتقديم مجموعة متنوعة من برامج التعليم المالي، بدءا من مواقع الويب والنشرات أو الكتيبات إلى الدورات التدريبية والحملات الإعلامية التي تم التركيز من خلالها على العديد من القضايا مثل الائتمان، التأمين، الاستثمار، الادخار والتقاعد. إلا أن

استقطاب وجذب اهتمام المستثمرين بأهمية التعليم المالي ليس بالأمر الهين¹⁰، ما أدى إلى بروز العديد من المنظمات العالمية التي تهتم بالتوعية الاقتصادية والتعليم المالي نذكر منها: 11

1- منظمة ال OECD صاحبة مشروع التعليم المالي Financial Literacy عام 2003.

2- إنشاء الملتقى الدولي لتعليم المستثمر The International Forum For Investor Education (IFIE) في عام 2005: هو عبارة عن تحالف يجمع بين القطاع الخاص والقطاع العام من مقدمي برامج تعليم المستثمر وهذا من أجل تحسين فعالية برامج تعليم المستثمر في جميع أنحاء العالم، فالملتقى بمثابة غرفة مقاصة لتبادل المعلومات والأفكار بين مقدمي برامج تعليم المستثمر من البلدان المختلفة، بما في ذلك المنظمات التي تعتبر مجرد وسيلة للتطوير أو التخطيط لبرامج تعليم المستثمر، فالمهمة الأساسية لهذا الملتقى هو مساعدة المستثمرين في جميع الأسواق المالية على فهم أفضل للمخاطر والفرص المرتبطة للأنواع المختلفة للاستثمارات المتاحة في أسواق المال¹².

– **الهدف من تكوين وتعليم المستثمر:** يعد تحسين عملية صنع القرارات المالية الهدف الرئيسي من التعليم المالي الذي يسعى إليه المستثمرون من أجل تحقيق الزيادة في الاستقرار المالي¹³، حيث يمكن ترجمة هذا الهدف إلى العديد من الأهداف يمكن ذكر البعض منها على النحو الآتي: 14

- 1- تدعيم وعي المستثمر والاقتصاد بأهمية سوق الأوراق المالية؛
- 2- فهم دور الهيئات التنظيمية في السوق المالي، ومن ثم استيعاب أفضل لحقوق والتزامات المستثمرين؛
- 3- الوصول إلى تخصيص جيد للموارد من خلال القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية بشكل أفضل؛
- 4- الحد من تقلبات السوق، ومواجهة الأزمات التي تحدث فيه والتصرف بحكمة عند مواجهة الاضطرابات؛

- 5- تمكين المستثمرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية بكل ثقة؛
- 6- تعليم المستثمر كيفية الاستفادة من مجالات الاستثمار المتوفرة بالسوق، في ظل موارده المتاحة؛
- 7- مساعدة المستثمر في تحديد احتياجاته الحالية والمستقبلية، والتي على أساسها يتم توزيع موارد دخله على المجالات الاستثمارية المناسبة بشكل موضوعي؛
- 8- المساعدة في توفير الانضباط داخل السوق المالي؛
- 9- الإبلاغ عن الممارسات الخاطئة، وتجنب الحيل الممارسة من قبل المستثمرين الآخرين
- 10- بناء الثقافة الاستثمارية بين أفراد المجتمع؛
- 11- جعل عملية اتخاذ القرارات المالية المهارة الأساسية في عالم اليوم؛
- 12- زيادة المشاركة في الاستثمار خاصة في الأسواق الناشئة، وهذا من خلال تحويل الادخار إلى استثمار؛
- 11- تقليل اعتماد المستثمرين على أطراف أخرى عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية، وهذا للحد من تعرضهم للاحتيال المالي.

المحور الثاني: دور الهيئات التنظيمية للأسواق المالية في تدعيم عملية تعليم المستثمر

إن الاهتمام بتعليم المستثمر ما هو إلا نتيجة للأداء الجيد والفعال للأسواق المنظمة، حيث أن تكوين المستثمرين بشكل أفضل يمكن السوق من أن يصبح أكثر قدرة على المنافسة ويجعل المستثمرين الذين هم على دراية بعمليات السوق وكيفية تكوين محافظهم في وضع أقوى لمواجهة الصدمات التي يتعرض لها السوق، فالتعليم المالي يكمل مباشرة التنظيم والإشراف على سوق الأوراق المالية ويظهر دور هذه الهيئات من خلال تدعيم عملية تعليم المستثمرين على النحو التالي: 15

- 1- مساعدة المستثمرين على فهم أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية؛
- 2- توعية المستثمرين بمخاطر وعوائد الاستثمار؛
- 3- تشجيع المستثمرين للتعرف على اللوائح الأوراق المالية وكيف يمكن لهذه اللوائح حمايتهم؛

- 4- تشجيع المستثمرين على معرفة حقوقهم وسبل الانتفاع بها؛
 - 5- تشجيع الأفراد على الاستثمار الرشيد في سوق المال؛
 - 6- نشر وإتاحة برامج تعليم المستثمر بين عامة المجتمع؛
 - 7- نشر ثقافة الاستثمار بين المستثمرين وتحويلهم إلى إطار التطبيق بشكل محترف؛
 - 8- الوصول إلى كيفية قيام المستثمر بحماية استثماراته بنفسه؛
 - 9- إنشاء شبكة معلومات لتعليم وتوعية المستثمر.
- وعليه، فإن برامج التوعية والتعلم يجب تقديمها بشكل دائم ومستمر بما أنها لا يجب أن ترتبط بوقت أو زمن معين، حيث أن إنشاء وحدة متخصصة للإعلام والتوعية وتوظيف مختصين يملكون المعرفة في أسواق المال والقدرة على الإعلام يعد أولى الخطوات التي تهدف إلى حماية المستثمر¹⁶، وينبغي أن تكون هذه البرامج ذات كفاءة وفعالية وملائمة للجمهور المستهدف¹⁷، فمن بين السمات التي يجب أن تتميز بها هذه البرامج يمكن ذكر: ¹⁸

- 1- استخدام الأدوات المناسبة للوصول إلى مختلف الجماهير، وذلك بالاعتراف بوجود اختلافات واضحة في مستوى المعارف والمهارات لدى المستثمرين والمتعلقة بفهم طرق التمويل والاستثمار وبالتالي يجب تنظيم هذه البرامج وعرضها بطرق متميزة من أجل معالجة هذه الاختلافات بفعالية وكفاءة، ولا يجب أن تعرض هذه البرامج مرة واحدة بل يجب أن تتميز بالاستمرار، وأن تكون مكاملة لبعضها البعض؛
- 2- بالنظر إلى مختلف فئات المستثمرين وأعدادهم وكذا تنوع رغباتهم وحاجاتهم، يصبح من الواجب تقديم مبادرات تعليم المستثمر من طرف مجموعة متنوعة من الهيئات مثل: الحكومات، المنظمات، المشاركون في السوق، المنظمات غير الربحية والتربويون، ومن المستحسن أن يكون تدخل مختلف هذه الأطراف متسما بالتكامل والتنسيق فيما بينها وهذا من أجل وضع برامج تهدف إلى التأكيد على جوانب مختلفة من التعليم بطريقة تعزز الطبيعة المتكاملة للموضوع؛

3- إن مختلف الثقافات والتجارب التاريخية المتعلقة بالمسائل المالية يجب استيعابها، مما يحتم على مختلف البرامج التعليمية الاعتراف بالاختلافات الوطنية والإقليمية للجماهير المستهدفة حول نهجها في التمويل والتعامل في الأسواق المالية، كما يجب أن توفر هذه البرامج منظورا عالميا لتعكس الطبيعة المترابطة لمختلف الاقتصاديات، ولكن التركيز على المسائل المحلية يمكن اعتباره الأكثر ملائمة للجمهور؛

4- الاستفادة من الخبرات المتاحة لمختلف الأسواق المالية الأخرى وذلك بالالتزام بتطبيق أفضل الممارسات، حيث تم في هذا الشأن تشكيل المنتدى العالمي لتعليم المستثمر IFIE للمساعدة على تحقيق هذا الغرض، فتبادل الخبرات سيكون ضروريا لقياس نجاح وفاعلية هذه البرامج.

ومن بين النقاط التي يجب التركيز عليها من قبل الهيئات المنظمة للأسواق المالية، الاهتمام بما يلي:

أولاً: تعليم وتوعية المستثمرين الحاليين والمحتملين

إن الاهتمام بتوعية وتعليم المستثمرين الحاليين والمحتملين يعد من بين المسؤوليات التي تقع على عاتق الهيئات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية، ويمكن القيام بهذه العملية عن طريق: 19

- 1- أشرطة الفيديو: أفلام تعريفية عن الأسواق، وضع الأقراص المدججة وأقراص الفيديو الرقمية والوسائل البصرية الأخرى التي لها علاقة بالاستثمار المالي في متناول المستثمرين؛
- 2- المنشورات: إصدار النشرات والكتيبات والاهتمام بمواد الدعاية التي لها علاقة بالسوق، إنشاء مجمع مشترك للمعلومات والبيانات؛
- 3- إنشاء مكتبة إلكترونية: وهذا عن طريق إعداد قاعدة بيانات بالأبحاث الإلكترونية التي تهتم بأسواق المال؛
- 4- تصميم موقع على شبكة الإنترنت للمستثمرين، والاهتمام بوضع مسابقات تثقيفية والألعاب على شبكة الإنترنت خاصة بكيفية الاستثمار في الأسواق المالية؛
- 4- تنظيم الاجتماعات العامة والندوات في مختلف المدن للتعريف بأهمية الأسواق المالية في الاقتصاد؛

5- الإعلان والتعريف بكل مؤسسة أدرجت حديثا في السوق والتعريف بمختلف الأدوات الاستثمارية التي تم استحداثها ليكون المستثمر على دراية بكل مستجدات السوق المالي؛

6- وضع الشاشات الرقمية في مراكز التسوق ومحطات مترو الأنفاق والمطارات للتعريف بكل مستجدات السوق المالي؛

7- تنظيم ندوات وبرامج تدريبية لوسائل الإعلام المحلية والأجنبية، وعقد اجتماعات خاصة مع المديرين التنفيذيين لوسائل الإعلام لتصميم مجموعة متنوعة من أنشطة العلاقات العامة التي لها علاقة بالسوق المالي.

ثانيا: تطوير الإعلام الاقتصادي:

إن تطوير الكتابة في صحافة الأسواق المالية، يُعد واحدا من التحديات التي تقع مسؤوليتها على المؤسسات الإعلامية المختلفة، وسوق الأوراق المالية على حد سواء، نظرا لما يمثله هذا النوع من الصحافة من أهمية لتوضيح الصورة للمستثمرين، ويمكن القيام بتأهيل قطاع الإعلام الاقتصادي من خلال ما يلي 20:

- 1- تطوير الخدمات الإعلامية في البورصة؛
- 2- استضافة الشركات بصفة مستمرة بغرض الإفصاح عن مشاريعها؛
- 3- عقد الندوات والمؤتمرات حول المواضيع المتعلقة بالاستثمار في الأدوات المالية والفرص الاستثمارية؛

- 4- تنظيم حلقات تدريبية للصحفيين داخل السوق؛
- 5- تطوير البرامج الإعلامية التي تناقش المواضيع التي تتعلق بالسوق المالي من خلال التنسيق مع موظفي البورصة؛

- 6- تنظيم ورش عمل وندوات متخصصة بالإعلام الاقتصادي؛
- 7- عقد ورشات عمل مكثفة تهتم بإعداد النشرات والتقارير الاقتصادية المتعلقة بالأسواق المالية والتأكيد على أهمية وضوح ودقة المعلومة واعتماد مصطلحات وعبارات فنية معينة 21.

ثالثا: ترسيخ ثقافة الاستثمار بين الفئات الطلابية:

إن بناء جيل يهتم بتطوير الاستثمار لن يكون إلا عن طريق القيام بتوعيتهم بأهمية الأسواق المالية وهذا من خلال 22:

- 1- إصدار كتيبات ومطبوعات تناسب كل الفئات؛
- 2- تنظيم ملتقيات وورش عمل؛
- 3- إضافة وحدات متخصصة عن الاستثمار في الأوراق المالية بالمناهج التعليمية؛
- 4- تنظيم مسابقات بين الطلاب كمسابقة محاكاة التداول ومسابقة بحوث أسواق المال؛

- 5- تصميم موقع تعليمي عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- 6- استقبال الزيارات الطلابية لمبنى السوق المالي؛
- 7- تنظيم ورش عمل من خلال شركات الوساطة والمؤسسات التعليمية.

المحور الثالث: برامج التعلم والتوعية في البورصة المصرية

تسعى إدارة البورصة المصرية إلى تحقيق أحد أهم أهدافها المتمثل في توعية الجمهور بأساسيات الاستثمار في سوق رأس المال وذلك نظرا لإيمانها بأن توعية المستثمر تعد عاملا أساسيا لخلق سوق أوراق مالية قوي، حيث تقوم بحملات عديدة تهدف من خلالها إلى حماية المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية غير مدروسة بالإضافة إلى تعريفهم بحقوقهم تجاه المؤسسات المالية التي يتعاملون من خلالها؛ وفي سبيل نجاح تلك الحملات قامت إدارة البورصة بإجراء بعض الدراسات لمعرفة المشاكل التي تعيق نمو السوق بصفة عامة والتي يعاني منها المستثمرون العاملون فيه خاصة الصغار منهم، وكنتيجة لهذه الدراسة تم تنظيم عدة حملات لزيادة وعي الجمهور بكيفية الاستثمار في البورصة لخلق ثقافة استثمارية بين جمهور المتعاملين، ولقد شملت هذه الحملات ما يلي:

أولاً: لعبة ستوك رايدرز لمحاكاة التداول؛

ثانياً: مؤتمر؛

ثالثاً: إصدار الكتيبات التعليمية؛

رابعاً: أوراق بحثية؛

خامسا: جولات تعليمية بالبورصة لطلاب الجامعات.

وتجدر الإشارة إلى أن البورصة المصرية عضو في المنتدى الدولي لتوعية المستثمر (IFIE) وهي منظمة خاصة غير تجارية، تهدف بصورة أساسية لنشر الوعي المجتمعي للمستثمرين في جميع أنحاء العالم.

أولا: لعبة ستوك رايدرز لمحاكاة التداول

يعتبر برنامج ستوك رايدرز من أهم البرامج التعليمية للبورصة المصرية والتي تهدف إلى توجيه اللاعبين وتطوير قدرتهم على الاستثمار في البورصة، فالبرنامج يهدف لتمكين اللاعبين من معايشة أجواء الاستثمار الحقيقي ومعرفة العديد من جوانب الاستثمار في البورصة وذلك دون خسارة مالية حقيقية وبأكبر قدر من المتعة للاعبين فهو محاكاة للتداول على الأسهم بأسعارها الحقيقية وفي نفس وقت التداول بالبورصة المصرية.

1- التعريف بالبرنامج: هو عبارة عن لعبة شيقة ومبسطة على الإنترنت يتمكن خلالها اللاعب من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة بالبيع أو الشراء وذلك خلال فترة الدورة التنافسية، حيث بدأ برنامج ستوك رايدرز التعليمي في نوفمبر 2000 مستهدفا مدرستين وثلاث كليات، حيث نجح في اجتذاب 450 لاعب وبنهاية عام 2002 وصل عدد اللاعبين إلى 2500 وبعد أكثر من ثلاثة أعوام وصل عدد اللاعبين إلى أكثر من 6000 لاعب وفي عام 2006 تم طرح نسخة جديدة من البرنامج تعتمد على فكرة المجموعات بحيث يتمكن كل مجموعة من اختيار وقت التداول المناسب لها بعيدا عن الأسعار الحقيقية ووقت التداول الفعلي ووصل عدد المشتركين بالموقع إلى 7500 حتى نهاية 2008 ولكن في ضوء الاقتراحات ومراسلات المشتركين بالموقع، رأى فريق عمل ستوك رايدرز الرجوع إلى الشكل الأساسي للموقع باستخدام أسعار التداول الحقيقية وفي أوقات التداول الفعلية وذلك خلال طرح هذه النسخة الجديدة بشكل أكثر تطورا²³.

2- قواعد التداول في البرنامج: وتتمثل فيما يلي 24:

- كل مشترك يبدأ البرنامج بمبلغ 100.000 جنيه وهمية؛
- التداول (بيع / شراء) يتم على الأسعار اليومية الحقيقية للأسهم؛
- يتم التداول في البرنامج في نفس وقت التداول بالبورصة المصرية (مع ملاحظة وجود 15 دقيقة تأخير عن الأسعار اللحظية)، ويعني ذلك أن التداول في البرنامج سيكون من 10.45 صباحا إلى 2.45 مساءً، من الأحد إلى الخميس من كل أسبوع؛
- عندما يقوم اللاعب بالبيع أو الشراء في غير أوقات التداول يتم تنفيذ الأمر بسعر إقفال السهم وذلك عند افتتاح أول جلسة للتداول في البورصة بعد مرور مدة التسوية $T + 2$ ؛
- يقوم فريق ستوك رايدرز بالإعلان عن توزيعات الأرباح المقررة للشركات وذلك خلال مدة معينة سيتم الإعلان عنها قبل التوزيع الفعلي للأرباح وذلك من خلال قسم (الأخبار) التي يتم نشرها في جميع صفحات الموقع، حيث يستفيد اللاعب الذي يمتلك أسهم في شركة التي قامت بالتوزيع من الكوبونات الموزعة خلال مدة الدورة، وذلك لأن نصيب اللاعب في الأرباح النقدية الموزعة على الأسهم يضاف إلى السيولة المتاحة للاعب، وفي حالة توزيع أسهم يزيد رصيده من الأسهم طبقاً للإعلان المنشور على الموقع؛
- يتحمل جميع المشتركين نسبة 0.5% على أي أمر بيع أو شراء نظير أتعاب السمسرة؛
- سيتحدد الفائزين على أساس ترتيب المحافظ من حيث القيمة في نهاية آخر يوم تداول بالدورة التنافسية؛
- ترتيب المحافظ يحدد كالاتي: السيولة المتبقية + قيمة المحفظة (القيمة الكلية للأسهم)؛
- بعد انتهاء الدورة التنافسية، لا يمكن للاعب الاحتفاظ بقيمة محفظته القديمة في الدورة التالية، أي أن اللاعب يبدأ بمحفظة جديدة في بداية الدورة التنافسية الجديدة ولكن بنفس حسابه (بريده الإلكتروني) المسجل في البرنامج؛
- مدة كل دورة تنافسية 3 أشهر يتم إعلان مواعيدها على الموقع؛
- يمكن للاعب الاشتراك في أي وقت خلال الدورة؛

- لا يوجد تداول على السندات في البرنامج.
- و في النهاية، يمكن القول بأن اللاعب من خلال برنامج ستوك رايدرز سيصبح مؤهلاً لخوض تجربة الاستثمار الحقيقي بفكر استثماري أكثر تفتحاً ونضجاً بعد اكتسابه العديد من الخبرات في هذا البرنامج.

ثانياً: البورصة خطوة X خطوة

يعتبر برنامج البورصة خطوة X خطوة من أهم البرامج التعليمية للبورصة المصرية والتي تهدف إلى زيادة الوعي بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، فمن خلال هذا البرنامج يتم تقديم ندوات تعليمية مجانية ومفتوحة للجمهور بواسطة الخبراء في هذا المجال، ومنذ عام 2002 والبرنامج يساهم في توعية المستثمرين والطلبة على مستوى المحافظات المصرية. كما يقدم البرنامج خدمات تعليمية مجانية أخرى من خلال موقعه على الإنترنت بهدف توعية المستثمر 25.

ثالثاً: الكتيبات التعليمية

تتحمل إدارة البورصة المصرية مسؤولية نشر ثقافة الاستثمار في سوق رأس المال بين الجمهور بجميع فئاته، وفي سبيل نشر ذلك الوعي فهي تعمل على إصدار عدة كتيبات تعليمية مثل، كيفية الاستثمار في الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار، لماذا تقوم الشركات ببيع أسهمها بالبورصة، كيف يختار المستثمر شركة السمسرة الجيدة، وحوكمت الإدارة، وإصدارات أخرى 26 منها:

- 1- نبذة عن شهادات الإيداع الدولية ؛
- 2- تعريف غسيل الأموال؛
- 3- نبذة عن قواعد الإدارة الحاكمة للشركات؛
- 4- بيع وشراء الأوراق المالية في ذات الجلسة؛
- 5- نبذة عن التداول عبر الإنترنت وغيرها.

رابعاً : الأوراق البحثية المتنوعة Occasional Paper

تقوم البورصة المصرية بنشر "أوراق بحثية متنوعة" Occasional Paper وهي عبارة عن دراسات مختصرة وبحوث متنوعة حول الجوانب المالية والاقتصادية عالمياً وإقليمياً. حيث يعد هذه الدراسات خبراء بالبورصة المصرية بالإضافة إلى عدد من الخبراء والأكاديميين والممارسين في حقل الاقتصاد والمال وتستهدف هذه الدراسات الخبراء والأكاديميين ومتخذي القرار إلى جانب كونها منفذاً لنشر المعلومات والأبحاث والمناقشات البناءة، حيث تسعى البورصة المصرية من وراء نشر هذه الأوراق البحثية إلى توفير منبر للباحثين والمهنيين بمختلف توجهاتهم لنشر المعلومات حول الموضوعات الاقتصادية والمالية وتوجه هذه الأبحاث لمتابعة أحدث التغيرات والتطورات في أسواق المال ولنشر كل جديد حول الاستثمار وإدارة المحافظ والأسواق المالية والمؤسسات المالية والتمويل وحوكمة الشركات 27 نذكر منها:

- 1- دراسة عن تحويل البورصات إلى شركات قطاع خاص وأثرها على إدارة البورصات؛
- 2- عن المخاطرة والعائد في أسواق المال في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا؛
- 3- الاستثمار وسوق الأوراق المالية: أدلة من بيانات الشركات العربية؛
- 4- العلاقة بين كمية التداول وتذبذب أسعار الأسهم في البورصة المصرية.

خامساً: موقع توعية المستثمر

تم إعداد هذا الموقع من طرف إدارة توعية المستثمر بالهيئة العامة للرقابة المالية بهدف تقديم خدمات متنوعة للتوعية والرد على الاستفسارات في الأمور التي يمكن أن تواجه المستثمر في سوق الأوراق المالية المصري. كما قامت الهيئة بإضافة إلى صفحات هذا الموقع الإلكتروني خدمات جديدة ومعلومات تضيفي على الموقع تميزاً وتساهم في إنجاح الهدف منه وهو رفع الوعي الاستثماري للمستثمر المصري من خلال التنسيق مع كبرى المؤسسات الدولية المتخصصة في تعليم وتوعية المستثمرين مثل مؤسسة Finra الأمريكية ومؤسسة SIFMA الأمريكية، ويأتي هذا التنسيق الدولي من خلال عضوية الهيئة في المنتدى العالمي لتعليم المستثمر IFIE IOSCO ورئاستها للجنة الإقليمية

لتعليم المستثمر في منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط IFIE MENA 28، ويتكون هذا الموقع من عدة أقسام رئيسية منها:

1- قسم الركن التعليمي: وهو يتضمن شرحاً مبسطاً لكل من مراحل استثمار مدخرات وكذا المصطلحات والمفاهيم التي يحتاج المستثمر أن يعرفها ويستوعبها جيداً من أجل استثمار حكيم في سوق منظم تحكمه العديد من القوانين والقواعد²⁹؛

2- قسم الأدوات التعليمية: يقدم هذا القسم مجموعة من الأدوات والوسائل التعليمية التي تساهم في نجاح قيام المستثمر بالتخطيط لمستقبله المالي و التي تم إعدادها من خلال خبراء سوق المال في مصر أو من خلال التعاون و التنسيق مع كبرى المنظمات الدولية المتخصصة في مجالات تعليم و توعية المستثمر³⁰؛

3- قسم الحاسبات: من خلال هذا الجزء من الصفحة يتم تقديم عدد من الحاسبات المتخصصة باللغة العربية وهذا بالنسبة للحاسبات المحلية، وبالتعاون مع منظمة FINRA وموقعها التعليمي www.saveandinvest.org يقدم الموقع أيضاً عدداً من الأدوات الحاسوبية الإضافية باللغة الانجليزية وذلك من أجل عرض ما تقدمه المنظمات الدولية المتخصصة في تعليم المستثمر في هذا الشأن وهذا من أجل تمكين المستثمر من التخطيط لمستقبل مالي أفضل وتحديد احتياجاته ومدى قدرته على الوفاء بها في ظل ما قد يحققه من عوائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية³¹؛

4- قسم حقوق المستثمرين: يتم من خلاله شرح مبسط لكافة الحقوق التي تكفلها القوانين للمستثمر باعتباره شريك أو مساهم في الشركات التي اختار أن يستثمر فيها³².

5- قسم التحذيرات الهامة: فهو يوضح بشكل مبسط الأمور التي يجب أن يتجنبها المستثمر حتى يكون بعيداً عن دائرة الخطر وكذلك ليتمكن من تكوين مظلة حماية ذاتية من مخاطر السوق³³؛

كما يقدم هذا الموقع بيانات الأوراق المالية المقيدة في جداول البورصة وأية أخبار تنشر عنها على شاشات البورصة وملخصاً وافياً عن التداول على كل منها ومقارنة أدائها بأداء مؤشر البورصة EGX30 كما يتضمن خدمة خاصة يمكن من خلالها اختيار

الأسهم التي يستطيع المستثمر الاستثمار فيها ومتابعة أدائها اليومي وتحديد قيمة محفظته الاستثمارية والعائد المحقق منها، كما يمكنك أيضاً من خلال الموقع جمع بعض البيانات التي قد يحتاجها المستثمر عن شركات السمسرة وفروعها في أنحاء الجمهورية، ويتناول هذا الموقع العديد من البيانات والمعلومات حول أدوات ووسائل الاستثمار بالبورصة، وقد أولت الهيئة عناية خاصة بالاستثمار في وثائق صناديق الاستثمار والتي تعد من أنسب وسائل الاستثمار لكل من ليس على دراية بأفضل سبل توجيه واستثمار مدخراته.

- **أثر برامج التعلم والتوعية في البورصة المصرية على جمهور المستثمرين:** قامت البورصة المصرية بالعديد من النشاطات التي تهدف من خلالها إلى تنظيم برامج التوعية ورفع الوعي وتصحيح المفاهيم الخاطئة التي تتناقل بين الأفراد حول الاستثمار في البورصة، ما أثر إيجاباً على عدد المستثمرين الجدد المسجلين كل عام في البورصة سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات وهذا ما يوضحه الجدول الآتي الذي يمثل:

عدد المستثمرين الجدد المسجلين في كل عام من الفترة 2005-2012

(يقدر إجمالي عدد المستثمرين الأفراد في البورصة المصرية سنة 2004 ما يعادل 380922)

(جدول 01)

الميلان السنوات	مصريين	عرب	أجانب	عدد المستثمرين الجدد	الإجمالي
2005	33.414	4.991	756	39.161	420.083
2006	120.229	2.695	670	123.594	543.677
2007	89.128	917	373	90.418	634.095
2008	60.895	1066	414	62.375	696.470
2009	35.421	913	342	36.676	733.146
2010	28.019	1.508	1.328	30.855	764.001
2011	33.301	793	507	34.601	798.602
2012	19.769	638	357	20.764	819.366

المصدر: تم إعداد هذا الجدول بالاعتماد على التقارير الصادرة عن البورصة المصرية من 2006 حتى 2012.

نلاحظ من خلال الجدول أن عدد المستثمرين الجدد الذين تم تسجيلهم خلال عام 2006 بلغ نحو 123.600 مستثمر مقارنة بنحو 420.083 تم تسجيلهم في عام 2005، حيث مثل عدد المستثمرين الجدد الذين تم تسجيلهم خلال عام 2006 فقط حوالي 22.73% من إجمالي عدد المستثمرين المسجلين في البورصة حتى نهاية عام 2006 والذي بلغ عددهم مليون و 544 ألف مستثمر، ويرجع ذلك الارتفاع الملحوظ في عام 2005 إلى أطروحات الشركات الحكومية للاكتتاب العام والتي تمت من خلال البورصة وهي سيدي كرير للبتريكيماويات، الإسكندرية للزيوت المعدنية، والمصرية للاتصالات والتي جذبت شرائح مختلفة بالأخص من المستثمرين الأفراد لتسجيل أنفسهم في البورصة المصرية للمشاركة في الاكتتابات العامة 34، وقد شهد عام 2007 الانتهاء من تطوير وتشغيل نظام التسجيل الإلكتروني والذي يسهم في اختصار الوقت اللازم لعملية التسجيل من حوالي 24 ساعة إلى أقل من ساعة واحدة، وقد تم تدريب جميع شركات الوساطة المالية وأمناء الحفظ على النظام الجديد، ومن جانب آخر فقد تم بدء الاعتماد على بطاقة الرقم القومي فقط في عملية التسجيل بداية من عام 2007 35، وفي خطوة لتوسيع قاعدة المستثمرين في السوق المصري وخاصة من صغار المستثمرين الذين لا يملكون الخبرة الكافية لدخول سوق المال، فقد أطلقت البورصة بالتعاون مع الهيئة القومية للبريد أول وعاء ادخاري للاستثمار في البورصة المصرية بمبالغ تبدأ من 100 جنيه للمواطن من بقاع مختلفة لا تصل إليها الخدمات المالية والمصرفية بشكل كاف ، وقد بدأ بالفعل 43 مكتب بريد في تقديم خدمات دفتر استثمار البريد 36، وبالرغم من الأزمة المالية التي واجهت الأسواق العالمية خلال 2008 وأثرت على السوق المصري كبقية الأسواق، إلا أن السوق المصري واصل جذب المستثمرين الجدد إليه بزيادة قدرها نحو 62.4 ألف مستثمر تقريبا عن العام 2008 37، كما أن الظروف التي عايشها السوق المصري (ثورة جانفي 2011) لم تحد من تسجيل مستثمرين جدد في 100 جنيه للحساب الواحد، وهي خطوة تستهدف اجتذاب شرائح معينة م السوق المصري حيث قد ارتفع بنحو 34.6 ألف مستثمر جديد، مقارنة بنحو 30.855 ألف مستثمر جديد في

2010، وهو ما لم يكن متوقعًا من قبل إدارة البورصة، والفضل في ذلك يعود لحملات الترويج والتوعية بأهمية ودور البورصة في دعم الاقتصاد المصري التي تسهر إدارة البورصة المصرية على تطبيقها من أجل زيادة عدد المستثمرين 38، ولقد توالى الزيادة في أعداد المستثمرين خلال العامين 2011 و2012.

أما فيما يتعلق بنسبة تعاملات المستثمرين خلال نفس الفترة أي 2005-2012 فيمكن تلخيصها من خلال الجدول الآتي:

(جدول 02) تعاملات المستثمرين من الفترة 2005-2012

نسبة الاستثمارات	البيان		نسبة الاستثمارات	البيان	
	السنوات			السنوات	
%48	أفراد	2010	%53	أفراد	2005
%52	مؤسسات		%47	مؤسسات	
%41	أفراد	2011	%60	أفراد	2006
%59	مؤسسات		%40	مؤسسات	
%50	أفراد	2012	%61	أفراد	2007
%50	مؤسسات		%39	مؤسسات	
%44.04	أفراد	2013	%66	أفراد	2008
%55.96	مؤسسات		%34	مؤسسات	
			%63	أفراد	2009
			%37	مؤسسات	

المصدر: تم إعداد هذا الجدول باعتماد على التقارير الصادرة عن البورصة المصرية من 2005 حتى جوان 2013.

من خلال الجدول رقم (02) نلاحظ أن الأفراد قد استحوذوا على النسبة الأكبر من قيمة التعاملات بالسوق مقارنة بالمؤسسات خلال الأعوام من 2005 حتى 2009، إلا أن هذه السيطرة قد تلاشت خلال الفترة 2010، 2011، 2012 وحتى جوان 2013 ولكن بالنظر إلى تعاملات الأفراد حسب الجنسيات خلال الفترة 2011،

2012 وحتى جوان 2013 نلاحظ أن الأفراد يحافظون باستمرار على النسبة الأكبر من التعاملات في السوق وهذا بفضل تعاملات الأفراد المصريين والعرب مع سيطرة المؤسسات الأجنبية على تعاملات المستثمرين الأجانب

الخاتمة:

في الأخير، يمكن القول أن الاهتمام بتوعية وتعليم المستثمر هي خطوة أولى في عملية حماية المستثمر، كما أن هذه المبادرة يجب أن تكون بتكاتف الجهود وإشراك جميع المؤسسات ذات العلاقة لإنجاح برامج التوعية والتعليم من أجل الوصول لتحقيق أفضل النتائج، الأمر الذي يمكن تأكيده من خلال التجربة المصرية التي أكدت فعلا أن التركيز على التعليم المالي من خلال مختلف الحملات والبرامج التوعية و الاشهارية من شأنه أن يقدم أفضل النتائج التي تضمن نشر الثقافة المالية لدى الجمهور.

قائمة المراجع :

- 1- **Financial Literacy In School**, Australian Securities & Investments Commission, June 2003, P07 et P11.
- 2- Shaun Mundy & Christopher Musoke, **Towards An Effective Framework For Financial Literacy And Financial Consumer Protection In Uganda**, March 2011, Bank Of Uganda, P15.
- 3- Doug Widdowson And Kim Hailwood, **Financial Literacy And Its Role In Promoting A Sound Financial System**, Reserve Bank Of New Zealand: Bulletin, Vol. 70, No: 2, P37.
- 4- **Financial Literacy In School**, Australian Securities & Investments Commission, June 2003, P07 et P11.

- 5- Doug Widdowson And Kim Hailwood, Financial Literacy And Its Role In Promoting A Sound Financial System , Reserve Bank Of New Zealand: Bulletin, Vol. 70, No: 2 ,P37.
- 6- Hesham Ibrahim,Promoting Investor Awareness In Egypt , International Conference On Investor Education : Creating And Delivering Successful Programmes Washington, D.C. 2 –3 March, 2009, P4.
- 7- The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD).
- 8- Shaun Mundy &Christopher Musoke, TowardsAn Effective Framework For Financial Literacy And Financial Consumer Protection In Uganda , March 2011, Bank Of Uganda, P15.
- 9- A. S. Norman , Importance Of Financial Education In Making Informed Decision On Spending, Journal Of Economics And International Finance Vol. 2(10), October 2010, P200.
- 10- Idm, P202.

11- جلفل طرفف؁ دور الإعلام الاقتصافف فف الفوففة: ففرفة بورصة عمان؁ مؤفرم ففلفم المسفرم: إعافدة بناء ثقة فف الاسفرمار العالمف؁ 8-9 نوفمبر 2010؁ القافرة؁ مصر؁ ص 03.

- 12- http://www.efsa.gov.eg/content/ife/about_ife.html
شوهف فوم : 2013/10/14
- 13- Angela Wambugu, Candace Nelson,Financial Education In Kenya, Financial Sector DeepeningKenya, Augut 2008, P04.

14- تم إعداد هذا العنصر بالاعتماد على المراجع التالية:

- Ahmed Saad Abdel Latif, **Investor Education & Awareness In The Mena Region**, International Conference On Investor Education: Creating And Delivering Successful Programmes Washington, D.C. 2-3 March, 2009, P07.
- Greg Tanzer, **Rebuilding The Trust Of The Global Investing Public**, Ifie/Iosco Investor Education Conference: Rebuilding The Trust Of The Global Investing Public Cairo 8-9 November 2010, P07-P08.
- Isabel Pastor, **Marketing Investor Education To Target Groups**, International Conference On Investor Education: Creating And Delivering Successful Programmes Washington, D.C. 2-3 March, 2009, P5.

15- انظر إلى:

- محمد سليمان عبد السلام، **دور المؤسسات المالية غير المصرفية في دعم وتوعية المستثمر**، مؤتمر تعليم المستثمر: إعادة بناء ثقة في الاستثمار العالمي، 8-9 نوفمبر 2010، القاهرة، مصر، ص 09.
- خالد أبو هيف، **برامج التعلم والتوعية وأثرها في حماية المستثمر**، مؤتمر تعليم المستثمر: إعادة بناء ثقة في الاستثمار العالمي، 8-9 نوفمبر 2010، القاهرة، مصر، ص 06.
- Isabel Pastor, Opcit ,P05-P08.

- 16- أحمد بن عبد الكريم الهوتي، **برامج التعلم والتوعية ودورها في حماية المستثمر**، مؤتمر تعليم المستثمر: إعادة بناء ثقة في الاستثمار العالمي، 8-9 نوفمبر 2010، القاهرة، مصر، ص 02.

- 17- Fadi Khalaf, **Educating The Investor“ The False Advertising”**, Ifie/Iosco Investor Education Conference:

Rebuilding The Trust Of The Global Investing Public Cairo
8- 9 November 2010,P08.

- 18- Steven A. Joachim, How Investor Education Will Lead To Go Beyond The Financial Crisis , Ifie Mena Conference Rebuild Trust In The Mena Capital Markets , 15, 16 March 2010, PP04- 09.

- 19- Alparslan Budak, Investor Education Strategy & Cases In Turkey , Ifie/losco Global Investor Education Conference Implementing The Financial Capability And Investor Education Agenda- Protecting Investors In A Dynamic Environment Seoul, 20-22may 2012, P06-P07.

20- أحمد بن عبد الكريم الهوتي ، مرجع سابق، ص ص 04- 07

21- جليل طريف، مرجع سابق، ص 09.

22- أحمد بن عبد الكريم الهوتي ، مرجع سابق، ص ص 04- 07.

- 23- http://www.stockriders.com/about_ar.aspx شوهده يوم
2013/10/12:

- 24- http://www.stockriders.com/rouls_ar.aspx شوهده يوم
2013/10/12:

- 25- http://www.egx.com.eg/arabic/Borsa_Step_Step.aspx
2013/10/12: شوهده يوم

- 26- <http://www.egx.com.eg/arabic/Brochures.aspx> شوهده
2013/10/12: يوم

- 27- <http://www.egx.com.eg/arabic/Papers.aspx> شوهده يوم
2013/10/12:

- 28- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/about.html>
2013/10/14: شوهده يوم

- 29- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/elearning/investprof/main.html> شوهده يوم: 2013/10/14

- 30- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/tools.html> شاهد يوم : 2013/10/14
- 31- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/calculators.html> شاهد يوم : 2013/10/14
- 32- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/rights.html> شاهد يوم : 2013/10/14
- 33- <http://www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/warnings.html> شاهد يوم : 2013/10/14
- 34- التقرير السنوي لبورصة مصر عام 2006، ص28.
- 35- التقرير السنوي لبورصة مصر عام 2007، ص5
- 36- التقرير السنوي لبورصة مصر عام 2007، ص3.
- 37- التقرير السنوي لبورصة مصر عام 2009، ص25.
- 38- التقرير السنوي لبورصة مصر عام 2011، ص6.

فرص الاستثمار بالجزائر بين التفاؤل والتشاؤم <> قراءة تحليلية للتقارير الصادرة عن الهيئات الوطنية والدولية <>

إبراهيم بلحيمر - المركز الجامعي لتيبازة
طارق قندوز - جامعة المسيلة

المعضلة البحثية

ينعقد إجماع كل الخبراء والمحللين العارفين بتعقيدات الاقتصاد الجزائري، بأن هذا الأخير يعاني من مرض مزمن وخطير أصطلح عليه <>العقدة الهولندية>>، أو ما يعرف في الأدبيات بالاقتصاد السلطاني، والذي يترجم في دالة التبعية المفرطة للمحروقات بـ 97% من مجموع المبيعات، وهي عبارة عن صادرات لمواد طاقوية ناضبة من جهة، وأسعارها متذبذبة في البورصات والأسواق المالية العالمية من جهة أخرى. لذلك تراهن الحكومة الجزائرية للتحرر من هذا المأزق على إرساء مناخ أعمال مستلزم ومستقر يتيح للقطاع الخاص <>محلي وأجنبي>> فرص استثمارية واعدة.

تبدي السلطات المركزية من خلال تصريحات المسؤولين والإطارات العليا تفاقولا كبيرا إزاء الظروف الراهنة التي تعيشها البلاد، من مجبوحه مالية، نصوص تشريعية، منظومة جبائية، بني تحتية، مصالح أمنية، تحفيزات عقارية، ... الخ. بل تذهب الأجهزة التنفيذية على لسان بعض الوزراء إلى التشكيك واتهام دوائر غربية بتبشيع وتشويه صورة الاستثمار بالجزائر لحسابات إقليمية وخلفيات سياسية، وأن كل ذلك هو محض افتراء وكذب ليس له في الواقع أي دليل أو قرينة تعضد صحته سوى التحامل والتضليل.

بينما تذهب نتائج المسموحات التي تقوم بها المنظمات الدولية غير الحكومية إلى نقيض ما تعرضه التقارير الظرفية الصادرة عن المجالس والدواوين والمراكز الوطنية. لتخلص بالقول أن الاقتصاد الجزائري متأخر للغاية عن توفير فرص استثمارية حقيقية، وبأن الحكومة تتماطل في تطبيق المبادئ الليبرالية وحرية المنافسة، ليس هذا فحسب بل

ربما تذهب بعض التحليلات إلى التشاؤم المبالغ فيه حين تعرض مؤسسات البلد على أنها تسبح في بحر من الفساد والبيروقراطية التي لا تمت بصلة لقوانين استقطاب رؤوس الأموال. بين هذا الامتناع وله مبرراته الموضوعية وذاك الانتقاد وله مسوغاته المنطقية نقول << لكل وجهة هو موليها >>، إننا نسعى ونتطلع في هذه الورقة البحثية أن نكون محايدين دون أن نتعصب لأي فريق، وسنضع كل زاوية نظر على المحك وفي ميزان البحث العلمي النزيه. ويستمد هذا البحث أهميته من كونه محاولة جادة لتوصيف جدلية التحول من اقتصاد الربيع إلى اقتصاد تنافسي منتج للثروة، وتشخيص مفارقات خوض غمار معركة التنمية والاندماج في خريطة العولمة الاقتصادية.

وعملنا في هذا الإطار تقسيم ورقات البحث إلى ثلاث محاور نعالج فيها المضامين

التالية:

المحور الأول: المخططات الخماسية التنموية 2001-2014 >> فرصة للإقلاع

أم استمرار لنهج التبذير <<

المحور الثاني: قراءة الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

المحور الثالث: قراءة تحليلية في التقارير الدولية حول المؤشرات الأدائية للاقتصاد الجزائري

المحور الرابع: قراءة موضوعية غير متحيزة للتقارير الوطنية والدولية

توصيات مقترحة

المحور الأول: المخططات الخماسية التنموية 2001-2014

>> فرصة للإقلاع أم استمرار لنهج التبذير؟ <<

مخطط الإنعاش الاقتصادي 2001-2004

في جوان 2001 تم الإعلان عن مشروع حكومي ذو طبيعة اقتصادية هو برنامج الإنعاش الاقتصادي، الذي حددت مدته بثلاث سنوات بمهدف إنعاش المحيط الاقتصادي، لتحقيق النمو الاقتصادي، وبالتالي فهو يعمل على دعم النشاطات المنتجة للثروة والقيمة المضافة الموفرة لمناصب الشغل، والحد من الفقر والبطالة وتحسين مستوى المعيشة، ودعم التوازن

الجهوي وإعادة تنشيط الفضاءات الريفية وتدعيم الخدمات العمومية في مجال الري والنقل والمنشآت القاعدية وتحقيق التنمية المحلية، ومن ثم فإن هذا البرنامج يعمل على تدارك التأخر المسجل على مدار عشر سنوات من الأزمة، وإلى تخفيض تكلفة الإصلاحات المنجزة، والمساهمة في دفع جديد للاقتصاد واستدامة التوازنات المحققة على مستوى التوازنات الكلية، وسخر له غلاف مالي استهلك 6.9 مليار دولار تعادل 525 مليار دينار، وأعتبر آنذاك برنامجا قياسيا وذلك بالنظر إلى احتياطي الصرف المتراكم قبل إقراره والذي قدر بـ 11.9 مليار دولار. ويمكن تقسيم برنامج الإنعاش إلى أربعة برامج رئيسية كل برنامج يخص قطاع معين، وكل قطاع رئيسي يتكون من قطاعات فرعية.

المجموع بالنسب %	المجموع بالمبالغ	2004	2003	2002	2001	
40.1	210.5	2.0	37.6	70.2	100.7	أشغال كبرى وهياكل قاعدية
38.8	204.2	6.5	53.1	72.8	71.8	تنمية محلية وبشرية
12.4	65.4	12.0	22.5	20.3	10.6	الفلاحة والصيد البحري
8.6	45.0	-	-	15	30	دعم الإصلاحات
100	524.7	20.5	113.9	185.9	205.4	المجموع

المصدر: المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قطاع الأشغال العمومية والهياكل القاعدية بـ 40.1% قد خص بأكبر نسبة من إجمالي المبالغ المخصصة للبرنامج، يدل ذلك على عزم الدولة على تدارك العجز والتأخر الحاصل في هذا القطاع نتيجة لتأثيرات كل من الأزمة الاقتصادية التي شاهدها الجزائر سنة 1986، ونتيجة الإصلاحات البنوية التي طبقت خلال فترة التسعينات، والتي أجبرت الحكومة على تقليص الإنفاق الحكومي الموجه للاستثمار بغية استعادة التوازن المالي لميزانية الدولة، يضاف إلى ذلك أهميته الكبرى في التأسيس لمخطط ملائم لنهوض وتطور النشاط الاقتصادي. ثم يأتي بعد ذلك قطاع التنمية المحلية والبشرية بـ 38.8%، نظرا لما يكتسي هذا الجانب من أهمية بالغة في تحسين الظروف الاجتماعية وتدعيم سبل التنمية الاقتصادية. ثم الفلاحة والصيد البحري بـ 12.4% (إنشاء صندوق تنمية الجنوب الذي شمل 13 ولاية بغلاف مالي قدره 25 مليار دينار)، ثم برنامج دعم الإصلاحات بنسبة 8.6% والذي وجه أساسا لتمويل الإجراءات والسياسات المصاحبة لهذا البرنامج التي ترمي إلى ترقية القدرة التنافسية للمؤسسات الوطنية العامة والخاصة. وقد خصصت النسبة الأكبر من قيمة المخطط لسنتي 2001 و 2002 بما يقدر بـ 205.4 مليار دينار و 185.9 مليار دينار على التوالي، وذلك في إطار سعي الدولة إلى استغلال الانفراج المالي، ومن ثم تسريع وتيرة الإنفاق بما يسمح بتحقيق قفزة نوعية في تطور النشاط الاقتصادي.

البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009

جاء هذا البرنامج كامتداد لمواصلة سياسة التوسع في الإنفاق التي شرع في تطبيقها بداية سنة 2001، خصوصا مع استمرار الصلابة المالية الناتجة عن تراكم احتياطي الصرف الذي سببته أسعار النفط المرتفعة منذ بداية الألفية الثالثة. واعتبر هذا البرنامج خطوة غير مسبقة في التاريخ الاقتصادي الجزائري وذلك من حيث قيمته المرتفعة، ففي سنة 2005 تم بعث برنامج دعم النمو الاقتصادي للفترة 2005-2009 ويتضمن محورين، الأول يقوم على بعث برنامج استثماري رصد له غلاف قدره 55 مليار دولار أي حوالي 4202.7 مليار دينار، وفي هذا الشأن أعطيت الأولوية فيه لتدعيم البنية التحتية وتنشيط

القطاعات الاقتصادية ومكافحة البطالة، أما الثاني فيقوم على التحكم في الإنفاق الجاري بالحفاظ على استقرار كتلة الأجور وتحسين إدارة الدين العام. ومن خلال هذا البرنامج تم بعث عديد المشاريع مع شركاء أجنب، منها الطريق السيار شرق غرب على مسافة 1200 كم، وإنجاز مليون وحدة سكنية، وإمداد الأرياف بالكهرباء والغاز، وتطوير الزراعة ودعمها، وتحلية مياه البحر، ثم طرح برنامج تنمية الهضاب العليا والجنوب. والشيء الملاحظ أنه خلال هذا البرنامج عرف حجم الاستثمار العمومي معدلات نمو جد مرتفعة، بلغت في متوسطها حوالي 27% (806.8 مليار دينار عام 2005 إلى 1926 مليار دينار عام 2009).

جدول 2- المخصصات المالية لدعم النمو الاقتصادي للفترة 2005-2009 (مليار دينار)

القطاعات	المجموع بالمبلغ	المجموع بالنسب %
برنامج تحسين ظروف معيشة السكان	1908.5	45.5
برنامج تطوير المنشآت الأساسية	1703.1	40.5
برنامج دعم التنمية الاقتصادية	337.2	8
برنامج تطوير الخدمة العمومية وتحديثها	203.9	4.8
برنامج تطوير التكنولوجيا الجديدة للاتصال	50	1.1
المجموع	4202.7	100

المصدر: الموقع الشبكي لرئاسة الحكومة

من خلال الجدول، نلاحظ أن برنامج تحسين ظروف معيشة السكان يهيمن على أكبر نسبة من مجموع المبلغ المخصص لبرنامج دعم النمو 40.5%، وبمبلغ أكبر بكثير من المبلغ المخصص في برنامج الإنعاش الاقتصادي، وتحسين المستوى المعيشي للأفراد سواء من خلال تحسين الجانب الصحي، السكني، التعليمي والأمني (توفير السكن وتجهيز مدارس ومطاعم مدرسية إضافية، وكذا تأهيل المرافق الصحية، الرياضية والثقافية). ثم يتبعه برنامج المنشآت القاعدية بمبلغ 1703.1 مليار دينار باعتباره من أهم العوامل المساهمة في رفع وتيرة النمو الاقتصادي، والذي يعتبر الهدف الرئيسي والنهائي لهذا البرنامج، وذلك تماشياً مع ما قد تم الشروع فيه من قبل في إطار مخطط الإنعاش

الاقتصادي، وذلك في إطار تحديث وتطوير البني التحتية التي كانت تشهد فيها الجزائر تراجعا حادا نظرا للظروف الأمنية الصعبة التي عاشتها في العشرية الأخيرة من التسعينيات، خصوصا وأنها تمثل دعما وحافزا قويا للاستثمار. ثم يأتي برنامج دعم التنمية الاقتصادية وهو مبلغ ضئيل جدا مقارنة مع متطلبات القطاع الاقتصادي. أما برنامج تحديث وتوسيع الخدمات العامة فخصصت لها الجهات الوصية قيمة 204 مليار دينار نظرا لأهميتها في تطوير كلا من الجانبين الاقتصادي والاجتماعي. إنَّ القراءة المتأنية والفاحصة لحصيلة إنجازات وحيثيات نتائج برنامج الإنعاش الوطني خلال الفترة (2001-2004)، ثم برنامج دعم النمو الاقتصادي (2005-2009) تؤكد أن مقارنة تنوع بنية الاقتصاد الجزائري لم يطرأ عليها أي تغيير، وأن الثروة البترولية والغازية للجزائر حصريا تمكنها من مراكمة مبالغ هامة، تحقق التوازن في مؤشرات الاقتصاد الكلي مقارنة بكثير من الدول الأخرى. بيد أن هذه النعمة يجب ألا تتحوّل إلى مسوغ للإنفاق المفرط من دون تحديد مُحكم للأولويات ودراسة متأنية لجدوى المشاريع المبرجة، ولا وسيلة للثراء غير المشروع لقلّة من المتحكمين في دوائر القرار على حساب فئات عريضة من المجتمع. ومن أجل إحداث القطيعة مع أسلوب البرامج الماضية التي اتسمت بالتبذير وسوء التدبير، كان من اللازم أن تُقدّم الحكومة تقييما مفصلا لما أُنجَز وما لم ينجَز خلال المدة الماضية قبل الانخراط في مخطّط جديد. فالحديث الرسمي العام على أن المخطّطين السابقين أتاحا تحقيق مكاسب هامة وتطورات كثيرة في النواحي الاقتصادية والاجتماعية، غير مقنع. لأن المحك الحقيقي هو منسوب تحسن المستوى المعيشي والقوة الشرائية للمواطنين والتصدير خارج المحروقات والأمن الغذائي.

برنامج الاستثمار العمومي 2010-2014:

امتدادا للبرامج التنموية السالفة المعلن عنها منذ مطلع الألفية الثالثة، أعلنت السلطات المركزية اهتمامها وعزمها تخصيص غلاف مالي يناهز 286 مليار دولار أو ما يمثل 222 مليار أورو كتكلفة إجمالية، والتي تعادل ضعفي الناتج الداخلي الحالي للجزائر لتجسيد برنامج الاستثمار العمومي PIP بإطلاق مشاريع جديدة بحشد مبلغ 156

مليار دولار، واستكمال المشاريع الكبرى الجارية بتعبئة مبلغ 130 مليار دولار. إذ توجد فرص استثمارية حقيقية، حيث عند قراءة محتوى برنامج المخطط التنموي للخماسي الذي يندرج ضمن ديناميكية إعادة الإعمار الوطني، يتجلى سعي الحكومة لبلوغ هدف تنويع بنية الاقتصاد الوطني مع برمجة إنشاء 200 ألف مؤسسة صغيرة ومتوسطة محلية لإضفاء ديناميكية جديدة وعصرية بتأهيل وإنعاش هذا النوع من المؤسسات، حيث خصصت 380 مليار دينار (4 ملايين أورو) كغلاف مالي لبلوغ المرامي الاستراتيجية المسطرة (إنشاء قرابة 40 ألف مؤسسة سنوياً توفر 1.4 مليون منصب شغل حتى مطلع 2014) الحركية تأتي في سياق الجهود الحكومية المبذولة من أجل ترقية وتطوير الاستثمار وتجويد مناخ الأعمال وتسهيل جلب أكبر عدد ممكن من الأجانب للسوق الوطنية، وتفادي التوجه نحو الاستيراد بفاتورته المكلفة (فاتورة شراء قطع الغيار تفوق 3 ملايين أورو سنوياً)، وعن جانب التنمية الزراعية فقد خصص مبلغ 13 مليار دولار تم رصدتها لدعم التنمية الفلاحية والريفية حيث بدأت الجزائر من خلال الوزارة الوصية تنفيذ المخطط الوطني للتنمية الفلاحية والريفية PNDA منذ سنة 2000، ويعتمد على إعادة الديناميكية للفضاءات الريفية وتثبيت الأهالي في مناطقهم للتخفيف من النزوح نحو المدن وتحسين ظروف معيشتهم وتنويع نشاطاتهم مع حماية الموارد الطبيعية وإقحام الفلاح في عملية التنمية. يضاف إلى ذلك مسألة تحسين المنشآت القاعدية للنقل وتوزيع المياه، وكذا يتضمن مشاريع هائلة في قطاعات التعليم والصحة ومجالات السكن الاجتماعي¹.

المحور الثاني: قراءة الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار لتدفقات الاستثمار الأجنبي

المباشر

كشفت بيانات رسمية صادرة عن الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار أن إجمالي الاستثمارات في الجزائر بلغ أكثر من 6.933 تريليونات دينار جزائري (90 مليار دولار) في السنوات العشر الماضية (2002-2013)، وفرت أكثر من 755 ألف وظيفة، وأن الاستثمارات المحلية شكلت 99.1% من إجمالي المشاريع حيث بلغ عددها 47170 مشروعاً بقيمة قدرت بـ 4.8 تريليونات دينار (61.3 مليار دولار) وهو ما شكل 69% من الإجمالي. أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي هي بشراكة جزائرية أجنبية فقد بلغت

423 مشروعا بقيمة 2120 ملأار دأنار (27 ملأار دولار) ووفرت 91113 فرصة عمل. واستحواذ قطاع النقل على العدد الأكبر من المشاريع المنجزة خلال هذه المدة بفن عامف 2002 و2013 بنسبة 56.14% من إجمالف عدد المشاريع المنجزة، فلفه قطاع البناء والأشغال العمومفة والر ف بنسبة 19% من إجمالف المشاريع ثم قطاع الصناعة بنسبة 11.37% من إجمالف المشاريع، وأخفرا الخدماء بنسبة 10.10%. ولم فسلل قطاع الزراعة سوى 612 مشروعا بنسبة 1.29% من عدد المشاريع، وسجلت الصحة 545 مشروعا بنسبة 1.15% والشفاء 409 مشاريع بنسبة 0.86% والاتصالات السللفة واللاسلفة 4 مشاريع بنسبة 0.01%. ومن ففث الففمة فأن قطاع الصناعة سجل أكبر حصفة من الاستثماراء إذ حقق أكثر من 39 ملأار دولار أمفركف وهو ما فشكل 42.70% من المبلغ الإجمالف للاستثمارات متبوع بقطاع البناء والأشغال العمومفة بقيمة تربو على 13.5 ملأار دولار، والخدماء بـ 12.4 ملأار دولار، والشفاء بعشرة ملأاراء دولار، والنقل بـ 8.4 ملأاراء دولار، وأخفرا الاتصالات السللفة واللاسلفة بـ 4.43 ملأاراء دولار. كما أن قطاع الصناعة فعد أكبر منشئ لفرف العمل بـ 220467 وظففة أف فوالف 30% من فرف العمل المتاحة، فلفه قطاع البناء بواقع 188349 وظففة، ثم النقل بـ 138855، والخدماء بـ 81806، والشفاء بـ 49780، والتجارة بـ 15500. وبشأن الاستثماراء الأجنبفة، فأن القطاع الصناعف فأتف فف المقدّمة بـ 239 مشروعا أف 56.50% من إجمالف المشاريع وهو ما فعاذل 978 ملأار دأنار (12.5 ملأار دولار) فلفه قطاع الخدماء بـ 81 مشروعا أف ما فعاذل مبلغ 504 ملأاراء دأنار (6.5 ملأاراء دولار)، ثم قطاع البناء والأشغال العمومفة والر ف بـ 64 مشروعا بقيمة 41 ملأار دأنار (524 ملفون دولار). وأشارت الفصفلة إلى أن عام 2012 هو عام الاستثماراء بامفأاز، بالنظر إلى الفراءاء الهامة الفف الفأأأها الفكومة لبعث مشاريع الاستثمار، بففث تم فسجفل 7715 مشروعا استثمارفا بمبلغ قدّر بنحو 816 ملأار دأنار (10.4 ملأاراء دولار) وففوقع أن فوفر ذلك نحو 91400 فرصة عمل، أما الاستثماراء الفف شارك ففها أأانب فبلغت 17 مشروعا بقيمة قدّرت بنحو 42 ملأار دأنار (536 ملفون دولار)².

المحور الثالث: قراءة تحليلية في التقارير الدولية حول المؤشرات الأدائية للاقتصاد

الجزائري

مؤشر بيئة أداء الأعمال

جدول 4- وضعية الجزائر ضمن مؤشر سهولة ممارسة أنشطة الأعمال للفترة 2002-2013

السنة	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الترتيب عالميا	99	111	120	123	116	125	134	136	143	148	150	152
عدد الدول	110	133	145	170	175	178	181	183	183	183	183	185

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
بدء المشروع	131	141	136	150	153	155	156
التعامل مع تراخيص البناء	108	112	110	117	118	137	138
توظيف العاملين	118	118	122	-	-	-	-
الحصول على الكهرباء	-	-	-	165	164	161	165
تسجيل الملكية	156	162	160	165	167	172	172
الحصول على القروض	115	131	135	139	150	152	129
حماية المستثمرين	64	70	73	74	79	79	82
دفع الضرائب	157	166	168	162	164	165	170
التجارة عبر الحدود	114	118	122	123	127	128	129
تنفيذ العقود	117	126	121	123	122	125	126
إغلاق المشروع	45	49	51	52	59	60	62

المصدر: تقرير قاعدة بيانات بيئة أداء الأعمال، البنك الدولي

ووفقاً لتقرير البنك الدولي لعام 2013، تحتل الجزائر المرتبة 152 من 185 دولة خلف معظم بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، حيث يتضح من الجدول أعلاه أن وضع الجزائر (الجزائر من الدول ذات الدخل المتوسط المرتفع من حيث فئة الدخل) جاء متأخراً في أغلب المؤشرات الفرعية، وتبقى نتائج الجزائر المحققة في مؤشر البنك العالمي ضعيفة للغاية تبين أن مستوى مناخ الاستثمار سيئ. فمثلاً في بدء المشروع لعام 2011 وصلت عدد الإجراءات إلى 14 مقارنة بـ 5 في دول منظمة الـ OECD، وتستغرق من الوقت

25 يوم مقارنة بـ 12 يوم لنفس دول المنظمة. وفي الوقت نفسه يبقى القطاع المالي تتحكم فيه البنوك العمومية مع صعوبة الحصول على الائتمان منه. ومن أهم الإجراءات الحكومية المتخذة لتحسين مركز الجزائر في هذا المؤشر سن الحكومة في قوانين المالية التكميلية لوائح تنظيمية تستجيب للشروط الدولية ومنه تسهيل جلب الاستثمارات إلى السوق الوطنية، ففي عام 2007 قامت الحكومة بإنشاء شركات للتسيير العقاري SGI وإنشاء لجنة على مستوى كل ولاية للمساعدة على تحديد موقع الاستثمارات وترقية وضبط العقار CAIPIREF، وإنشاء الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري ANIREF، وفي عام 2009 تم إقرار لوائح جديدة لتسهيل تراخيص البناء، كما تم خفض تكلفة نقل الملكية وتخفيض معدل الضريبة (ضريبة الدخل على الشركات IBS) في بعض القطاعات من 25% إلى 19%، كما تم تحسين كفاءة المحاكم لتعزيز سرعة تنفيذ العقود التجارية، بالإضافة إلى الجهود المبذولة للقضاء على البيروقراطية والمعاملات والعراقيل الإدارية والذهاب نحو الشباك الوحيد الحقيقي. وفي هذا الإطار، تسعى المنظمات الدولية على غرار البنك الدولي، بإيعاز من الدول المتقدمة التي لها مصالح اقتصادية بالجزائر، ممارسة الضغط على الحكومة الجزائرية للتراجع عن قانون الاستثمار لاسيما المادة المتعلقة بنسبة 51/49%. والجدير بالتنويه، أن وزارة الصناعة وترقية الاستثمار والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قد نصبت لجنة لتحسين بيئة الأعمال في جوان 2013 مُشكّلة من ممثلي عدّة وزارات خاصة الصناعة، المالية، السكن والتجارة بالإضافة إلى منظمات أرباب العمل ومنتهدى رؤساء المؤسسات، فدعم التنسيق الوزاري المشترك للتغيرات ذات الطابع القانوني والمؤسسي الضرورية لتحسين مناخ الأعمال ووضع آلية تسيير التغيير، كما يأتي تنصيب هذه اللجنة عَقِب قرار الحكومة القاضي بتأسيس التشاور قصد بعث الثقة لدى المستثمرين³.

مؤشر مدركات الفساد

جدول 5- تطور مؤشر مدرك الفساد CPI في الجزائر للفترة 2003-2012

السنة	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
النقاط	2.6	2.7	2.8	3.1	3	3.2	2.8	2.9	2.9	2.9
الرتبة	88	97	97	84	99	92	111	105	112	105

المصدر: الموقع الإلكتروني للمنظمة الدولية للشفافية

من الجدول أعلاه يمكن إبداء الملاحظات والتوصيفات التالية، يلاحظ من الجدول تدرج تصنيف الجزائر بـ 24 نقطة في الفترة 2003-2011، حيث احتلت على سلم مؤشر الشفافية المرتبة 88 عام 2003 بدرجة 2.6 من 10، والمرتبة 105 من أصل 176 بلد شمله المسح عام 2012 لتحصل على رصيد ضعيف ومنخفض جداً بـ 2.9 من 10، ويتكرر هذا السيناريو التراجيدي والوضعية المأساوية للمرة التاسعة على التوالي دون تسجيل أي تطور إيجابي. بمعنى أنها لم تستطع أن تفكر فوق حاجز الـ 3 نقاط، لأنه حسب الهيئة الدولية تعتبر أن حصول أي دولة على أقل من 3 نقاط، دلالة على توسع دائرة ورقة انتشار الفساد بمنسوب عالي ومرتفع داخل مختلف مفاصل ودواليب الدولة، ومنه نستنتج أن البلاد تؤكد غرقها أكثر في بحر الفساد، حيث تشهد مؤسسات وأجهزة الحكومة معدلات خطيرة وتعاني من مستويات رهيبه منه (عاجلت المحاكم الجزائرية خلال الفترة ما بين 2006 إلى 2009 ما يزيد على أربعة آلاف قضية فساد منها 55% احتلاسات و10% رشوة)، إذ تتبوأ مركز دولي غير مشرف، الأمر الذي يؤثر ويدلل على أن الشركات العاملة بالسوق الوطني تعيش في بيئة اقتصادية أقل شفافية يُعشش فيها الفساد بكافة مظاهره وأشكاله⁴.

مؤشر التنافسية الإجمالي

جدول 6- قيمة مؤشر التنافسية الإجمالي GCI للفترة 2003-2006

السنة	2003	2004	2005	2006
قيمة مؤشر النمو للتنافسية	3.39	3.67	3.85	3.90
الترتيب العالمي	102/74	104/71	117/82	125/76
ترتيب مؤشر الأعمال للتنافسية عالميا	102/88	104/89	116/95	121/85

المصدر: تقارير التنافسية العالمي الصادرة عن المنتدى الاقتصادي العالمي، دافوس، سويسرا

جدول 7- قيمة مؤشر التنافسية الإجمالي GCI للفترة 2009-2013

الفترة	المؤشر الرئيسي	المتطلبات الأساسية	المؤشرات الفرعية عوامل	مؤشرات الكفاءة	والتطور الابتكار العلمي	النقاط	الترتيب	النقاط	الترتيب
2009-2010	134/83	3.95	61	4.44	117	3.29	122	2.88	122
2010-2011	142/87	3.96	80	4.32	107	3.49	108	3.04	108
2012-2013	144/110	3.72	89	4.22	136	3.08	144	2.31	144

المصدر: تقارير التنافسية العالمي الصادرة عن المنتدى الاقتصادي العالمي، دافوس، سويسرا

من الجدولين أعلاه، يتضح جليا أن الجزائر تظل تحتل مراتب متأخرة بحصيلة متواضعة، رغم موجة الإصلاحات الاقتصادية المنتهجة منذ تسعينيات القرن المنصرم، ورغم السياسات الإنمائية المطبقة بضخ ملايين الدولارات لتحسين مناخ الأعمال المشجع لاستقطاب الاستثمارات الخاصة المحلية والأجنبية، ومن ثم تحريك عجلة الجهاز الإنتاجي المحلي وتجويد أدائه التنافسي، بيد أن الأرقام للأسف الشديد تكشف عن تدهور وهشاشة تنافسية البلد ضمن مقتضيات التنافسية الدولية (السعرية/التكاليف، النوعية/الجودة، الفنية/التنافسية)، حيث تصنف الجزائر ضمن قائمة البلدان ضعيفة التنافسية، فمن بين 144 بلد شمله المسح جاءت الجزائر في الرواق 110 (11 عربيا)، أي أنها شهدت تراجع مقارنة بعام 2004 أين كانت في المركز 71 في مؤشر النمو التنافسية، والمرتبة 89

من 104 دولة في مؤشر الأعمال للتنافسية. وفي إطار مراحل التطور، صنف التقرير 2012-2013 الجزائر في الفئة الثانية، والمقصود بها الدول التي تنتقل من المرحلة الأولى إلى الثانية، فهي ضمن الاقتصادات مدفوعة بالعامل، وليس بالكفاءة أو الابتكار. والجدير بالملاحظة، أن ترتيب الجزائر يأتي بعد تونس والمغرب في جميع السنوات. وفي ذات الإطار، نستنبط من المعطيات المقدمة، أن وضعية الجزائر التنافسية ما تزال بعيدة عن أغلب المحددات الفعلية للتنافسية لاسيما في مؤشرات: تطوير الأعمال، تطوير القطاع المالي، فعالية سوق العمل، حيافة التكنولوجيا، التنظيم المؤسسي، الابتكار. وهذا ما يفسر وجود صعوبات هيكلية عميقة مثل كفاءة النظام المالي (سوق مالي جنيني) مما أضعف مستوى الادخار المحلي، وصعوبة الوصول إلى مصادر التمويل المصرفي... الخ. ولا تزال بيئة الأعمال الجزائرية غير ملائمة لأنها تعاني أيضا من سلبية مؤشرات البيئة المعرفية والتقنية ومجالي الرشوة واستقلالية القضاء، يضاف إلى ذلك بقاء الإجراءات الإدارية تتسم بالتعقيد وطول المدة وارتفاع الكلفة بالمقارنة بالدول النامية العربية والإفريقية القريبة من الجزائر في المعطيات الاقتصادية والاجتماعية والجغرافية. ويمكن القول أن هناك مؤشرات صنعت الاستثناء، وعرفت تحسن ملموس، على غرار مؤشر التوازنات الكبرى للاقتصاد الكلي فهو الوحيد الذي سجل نتائج إيجابية جيدة وحقق قفزات نوعية مستقرة (احتياطي الصرف، خدمة الدين الخارجي، الميزان التجاري، ... الخ) حيث تبوأ المركز الثاني على الصعيد العالمي عام 2007، ثم بدرجة أقل مؤشري الصحة والتعليم. وبفضل الراحة المالية المتأتية من العوائد الربعية يعيش الاقتصاد الجزائري مرحلة انتقالية تركز على عوامل التنمية واقتصادها يتجه نحو تحقيق النجاح المطلوبة، لكن بشرط تفعيل أدوات الحوكمة وتعزيز آليات المنظومة الأخلاقية لبناء اقتصاد وطني عصري ومنتج وفك الترابط التاريخي بمصدر وحيد للثروة الربعية الناضبة⁵.

مؤشر الحرية الاقتصادية

جدول 8- مؤشر الحرية الاقتصادية EFI للفترة 1995-2011

السنة	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
قيمة المؤشر	3.5	3.25	3.25	3.25	3.25	3.4	3.4
الترتيب عالمي	-	-	-	-	-	123/120	133/120
السنة	2002	2003	2004	2005	2006	2010	2011
قيمة المؤشر	3.05	3.39	3.31	3.49	3.46	%52.4	%51
الترتيب عالمي	137/120	137/123	159/124	161/114	161/119	179/139	179/140

المصدر: الموقع الشبكي لمؤسسة هيريتاج فونداشين

ما يمكن قوله في هذا الإطار، يلاحظ من واقع البيانات أن الجزائر تقع في مراتب متأخرة، حيث شهدت الأعوام السابقة قيمة مؤشر Economic Freedom Index تغيرات راكدة بعض الشيء تراوحت بين 3.5 عام 1995 و 3.46 عام 2006، واحتلت المرتبة 124 عالميا من 159 بلد عام 2004، مما يعني أن الجزائر تتميز بدرجة حرية اقتصادية ضعيفة أو لا تزال منقوصة، وأن ذلك يتمثل في الفساد والتضخم وتدخل الدولة ووطأة جهازها على الاقتصاد، كما جاءت الجزائر في التقرير الصادر عام 2013 ضمن البلدان المغلقة التي لا تتمتع بحرية اقتصادية عالية، فقد احتلت المرتبة 145 عالميا من أصل 185 دولة مصنفة، كما صنفت في المرتبة 15 من ضمن 17 دولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA، وحسب ذات التقرير فإن الاقتصاد الجزائري يندرج ضمن الاقتصاديات غير الحرة على العموم، حيث تحصل على معدل 49.6% عام 2013 و 51% عام 2011، وتظل الجزائر بعيدة عن قياسات المتوسط العالمي المقدّر بـ 59.5%، والمعدل الإقليمي البالغ 60.6%. ففي معيار الملكية الفكرية، حصلت الجزائر على علامة 30%، واعتبر التقرير أن الجزائر لا تحمي بالشكل الكافي الملكية الفكرية، نتيجة تدخل الدولة في السلطة القضائية. أما في معيار مكافحة

الفساد، فقد حصلت الجزائر على 29%، ووضعت في المرتبة 108 عالميا. وبخصوص الحرية في الأعمال (65.2%)، وحرية العمالة (52.6%) وأحصى التقرير نسبة 30% كبطالة لدى فئة الشباب البالغين أقل من 30 سنة، وأضاف أن سوق العمل في الجزائر مازال يفتقد إلى المرونة، والحرية النقدية (76.6%) مع التأكيد أن السلطات العمومية في الجزائر تعتمد آليات للتحكم في الأسعار. ونفس الأمر ينطبق على مقاييس مثل حرية المبادرة والاستثمار (20%) والمنظومة المالية والمصرفية (30%) التي تواجه تخلف كبيرا في الجزائر. وحرية التجارة (67.8%)، والحرية الجبائية (80.4%)، وحجم الحكومة (44.1%)، والحرية النقدية (76.6%)⁶.

المحور الرابع: قراءة موضوعية غير متحيزة للتقارير الوطنية والدولية

^{*}/ طغيان الطابع القطاعي على حساب المنظور الشمولي، في خضم إعداد المخططات الخماسية التنموية، فباستنتاج مضمونها توحى بوجود ضبابية ومغالطات كثيرة، إذ تركز الخطابات الرسمية على أرقام صماء كأعداد المدارس، والمستشفيات، ومناصب التوظيف، والمسكن، من دون الحديث عن سياسات كيفية وأهداف نوعية في مجالات التعليم والصحة والسكن والتشغيل أو طبيعة الأنشطة الاقتصادية المستقطبة أو نوعية العمالة من حيث الاحترافية والمهنية. وهي بالمناسبة ميادين تحتاج إلى معالجة كيفية عميقة، لا إلى إضافات كمية، فالرقم 286 مليار دولار على خمس سنوات يعني أن حجم الإنفاق الاستثماري العمومية سوف يناهز ثلث الناتج الداخلي للجزائر سنويا. ويُعد هذا الرقم استثنائيا خاصة في وقت تعاني فيه كثير من الدول من عجز في ميزانيتها وتراكم في ديونها السيادية وتضطر إلى الانخراط في سياسات التقشف.

^{*}/ استثناء آلة الفساد الإداري وشبكات الإجرام المالي المعتبرة، وهذا أمر ربما بات من البديهيات، فسوسة الرشوة، وعفن الاختلاس، وغسيل وتبييض الأموال (خروج العملة الصعبة)، ... الخ الذي بلغ مستويات فاحشة، وانعدام الرقابة المالية وعدم ترشيد متابعة ما تم إنجازه في المشاريع لا يزال عائقا كبيرا أمام التنمية، وكلها معاول هدم تؤدي إلى تبديد وتبذير وسوء استعمال الموارد العمومية، وتقويض جهود الإصلاحات وتعريضها من فعاليتها وتمرغها من محتواها الجوهرية، وكنتيجة لغياب وازع منظومة الأخلاق الجماعية،

فقد غرق المجتمع في مستنقع الفساد (سلطة، أحزاب، مجتمع مدني)، وهذا بالموازاة مع نقص فعالية دور البرلمان في المحاسبة والمساءلة، وانعدام تشكيل لجان لتقصي الحقائق إذ عرفت الجزائر، خلال الآونة الأخيرة، مسلسل من فضائح ثقافة التلاعب بالمال العام، وقد أدت هذه الوضعية إلى بيئة تنافسية غير صحية بين المتعاملين شكلت مقبرة للإبداع، كما أسفرت عن طرد الكفاءات الوطنية النزيهة وهروب الكوادر المخلصة (رأس المال الفكري، مجتمع المعرفة) فهاجرت الأدمغة العبقريّة الغيرة على مستقبل البلاد، لأن المناخ متعفن تنبعث منه الروائح الكريهة التي لا تطاق على غرار الظلم، الانتهازية، المحسوبية، البيروقراطية، النفوذ والجاه، والتماطل والتقاعدس وطول الانتظار للحصول على منصب عمل، أثرت سلبا على مرد ودية الاقتصاد الوطني، ومن الأمثلة الحية لانتشار ثقافة الفساد الإداري الذي تطور ليصبح منظومة لإدارة الفساد تسجيل فضائح من العيار الثقيل مسّت القطاعات الاستراتيجية:

➤ في قطاع النقل والمواصلات نجد ميناء الجزائر وميترو الجزائر التهم المليارات دون أن يرى النور إلاّ بحر عام 2012.

➤ في قطاع المحروقات، شركة سونا طراك العمود الفقري للاقتصاد الوطني تم اكتشاف 1600 صفقة أبرمت بالتراضي وأهدرت فيها آلاف المليارات.

➤ في قطاع الأشغال العمومية، شهد اختلاسات بالمليارات لتشمل مشروع الطريق السريع (شرق/غرب) أضخم مشروع.

➤ في القطاع المصرفي والبنكي، فضيحة القرن إفلاس بنك الخليفة عام 2003 وما نجم عنه من تبديد لمئات الملايين من الدولارات، أسالت الكثير من الخبر وأماطت اللثام عن كثير من الأسرار، حيث عرفت إدانة مسؤولين كبار بينهم محافظ البنك المركزي السابق ووزير الصناعة السابق، بالإضافة إلى قضية البنك الخارجي الصناعي التي كبدت البنك الخارجي الجزائري فرع وهران خسائر مالية فادحة قدرت بـ 219 مليون دولار.

*/ هشاشة المنظومة المالية الوطنية (البنوك، البورصة، التأمينات)، فمن أهم الصعاب العويصة التي تواجه المؤسسات العاملة بالسوق الجزائرية مشكلة التماطل في التمويل، خصوصا عدم مرافقة البنوك والمؤسسات المالية للشركات الوطنية وعدم التماشي مع

متطلباتها، أو التوقف عن منح القروض المستعملة في التمويل بالمواد الأولية. فقد أضحي النظام المصرفي الجزائري مجرد شبائيك إدارية، لصعوبة حصول المستثمر صاحب المشروع على القروض البنكية، وقد انتقد مجموعة من خبراء المالية والاقتصاد مشكلة تراكم القروض غير المسددة، التي تعتبر من أكثر الصعاب التي يواجهها النظام المصرفي بالجزائر، حيث قدرت جمعية البنوك والمؤسسات المصرفية حجم القروض الموزعة على المستثمرين بـ 18 مليار يورو في عام 2005، استفادت منها مؤسسات كبيرة ومتوسطة وصغيرة. أما عام 2011 فحجم القروض زاد على 36 مليار يورو وهو في ازدياد متواصل، وهو حجم كبير قياسا إلى وتيرة الاقتصاد الجزائري البطيئة، والمشكلة ترجع إلى هشاشة المؤسسات التي تطلب القروض ولا تستطيع دفعها في آجالها، فمثلا توجد 700 ألف مؤسسة تتعامل مع البنوك عام 2011 إما بإيداع صكوك لديها أو طلب قروض، ويضاف إلى ذلك غياب كفاءة بورصة الأوراق المالية كفضاء بسيط، فهي لحد الآن عاجزة عن تأدية دورها برسملة لا تتجاوز 45 مليون دولار، وهي بالتالي بعيدة كليا عن الدور الذي يمكن أن تلعبه، مع عدم إمكانية لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى القيد في السوق المالية بالنظر إلى شكلها القانوني، فغالبا ما تكون عبارة عن شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات مساهمة أو شركات تضامن، مما يفوت عليها فرصة الاستفادة من التمويل المباشر.

توصيات مقترحة

ومن هذا المنطلق فإننا ندعو إلى ضرورة المراهنة على اعتناق مقاربة لإقامة ميثاق وطني شامل، شعاره يناقش أسخن الملفات المطروحة وأخرج المسائل الحاسمة على الطاولة (التوزيع العادل للثروة، والتنوع القطاعي لموارد الاقتصاد الوطني)، وفق أسس التنافس والتآزري ومستلزمات التنسيق التداؤمي للجهود المضنية ذات الطابع التفاعلي والتشاركي، بين الأجهزة الحكومية والمؤسسات الاقتصادية وجميع الطاقات والقوى المكونة للمجتمع المدني لتوحيد الرؤى الإستشرافية والتصورات الإستراتيجية اللاحقة، وإجراء حوصلات تقييمية للمخططات القطاعية السابقة، وذلك عن طريق السهر على عقد ورشات عمل وتنظيم جلسات واجتماعات وطنية سنوية إجبارية ذات توازن جهوي على الجميع حضورها كعقد اجتماعي واقتصادي، تتمخض وتنبثق عنها

قرارات صائبة وتوصيات ملزمة لكافة المتعاملين من الأطراف ذوي العلاقة وأصحاب المصالح، تكون بمثابة أرضية خصبة للتوصل إلى خارطة طريق إصلاحية تنموية واضحة المعالم والأساليب طموحة الغايات والأغراض تلد من رحم تضافر وانسجام مختلف الفئات العريضة والشرائح الواسعة من التركيبة السكانية للمجتمع الجزائري، مع تغليب لغة الحوار والتشاور والتضامن والغيرة على مستقبل مكتسبات البلد لتصب في بوتقة التنمية المستدامة المتكاملة والانعقاد من علة العقدة الهولندية، بحيث يكون المغزى الختامي المتوخى منها هو البحث الدؤوب والمستمر عن السبل المثلى والمثمرة والمسارات الناجعة والمجدية على المدى المتوسط والبعيد من أجل تحقيق رؤية أفضل، والتي تؤدي إلى نهاية اجتماعية بتجويد المستويات المعيشية وتحسين القوة الشرائية للمواطنين، وهذا يستوجب اغتنام الوضعية المالية المريحة للبلد، والتي لا تتعدى كونها مرحلية.

لابد من التصدي لظواهر الفساد ومكافحة المفسدين بعزيمة متوقدة تحذو الحكومة، على خلفية أن الاستثمار المثمر يتطلب محيط إداري نزيه وغير ملوث بالفساد، بإرساء قواعد ديناميكية متينة وصلبة لمبادئ الحوكمة الرشيدة (المساءلة، الائتمان، الإفصاح) في دواليب ومفاصل السلطة، وتشديد الدور الرقابي لغرفتي البرلمان عبر فحصه للقوانين وتمكينه من تشكيل لجان لتقصي الحقائق على إثر فضائح التلاعب بالمال العام. هذا إضافة إلى تعزيز استقلال القضاء وتمكينه من القيام بدوره كاملاً في التحقيق ومتابعة المتورّطين، وإخضاع حركة الأموال لمراقبة قوية، زيادة على إعطاء دور أكثر فاعلية للمنظمات النقابية ولأوديت الداخلي ومجلس الإدارة في الشركات الكبرى، مع ضرورة غرس وترسيخ الوازع الديني المنبثق من روح رسالة الشريعة الإسلامية التي تحوي في ثناياها القيم المثلى والأخلاق الفاضلة والآداب السامية، من خلال تطعيم مواد الدستور وتخصيب النصوص التشريعية والأطر القانونية بذلك.

¹ - عملية تحليل المعطيات واستنتاج الأرقام تمت من خلال التحميل الرقمي من الروابط الافتراضية واستقراء المادة العلمية التالية:

- الموقع الإلكتروني للمجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، التقارير السنوية حول الوضعية الاقتصادية والاجتماعية للجزائر (<http://www.Cnes.dz>)

- الموقع الشبكي لبنك الجزائر، التقارير السنوية للتطور الاقتصادي والنقدي للجزائر (<http://www.bank-of-algeria.dz>)

- الموقع الإلكتروني للوزارة الأولى (<http://www.premierministre.gov.dz>)

- الموقع الإلكتروني لجريدة القدس العربي، بريطانيا (<http://www.Alquds.co.uk>)

- الموقع الإلكتروني لقناة الجزيرة القطرية، الدوحة، قطر (<http://www.Aljazeera.net>)

- الموقع الإلكتروني لمركز كارنيجي للشرق الأوسط، بيروت، لبنان (<http://carnegie-mec.org>)

² - الموقع الشبكي للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (<http://www.Andi.dz>)

³ - الموقع الإلكتروني للبنك الدولي، تقرير ممارسة الأعمال (<http://arabic.doingbusiness.org>)

⁴ - عملية تحليل المعطيات واستنتاج الأرقام تمت من خلال التحميل الرقمي من الروابط الافتراضية واستقراء المادة العلمية التالية:

- الموقع الإلكتروني للمنظمة العالمية للشفافية، ميونخ، التقارير السنوية لمؤشر مدركات الفساد (<http://www.Transparency.org>)

- الموقع الإلكتروني للمنظمة العربية لمكافحة الفساد (<http://www.Arabanticorruption.org>)

- الموقع الإلكتروني للمحكمة العليا (<http://www.coursupreme.dz>)

- الموقع الإلكتروني لمجلس المحاسبة أو الهيئة العليا للرقابة على الأموال العمومية (<http://www.Ccomptes.org.dz>)

- الموقع الإلكتروني لجريدة الشروق الجزائرية (<http://www.Echoroukonline.com>)

⁵ - عملية تحليل المعطيات واستنتاج الأرقام تمت من خلال التحميل الرقمي من الروابط الافتراضية واستقراء المادة العلمية التالية:

- الموقع الإلكتروني للمنتدى الاقتصادي العالمي، دافوس، سويسرا، تقارير التنافسية العالمية (<http://www.Weforum.org>)

- الموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط، الكويت، تقارير التنافسية العربية
(<http://www.arabapi.org>)
- الموقع الإلكتروني لجريدة الخبر الجزائرية (<http://www.Elkhbar.com>)
- 6- الموقع الإلكتروني لمؤسسة هيريتاج فونداشن، صحيفة وول ستريت جورنال
(<http://www.heritage.org>)

قائمة الببليوغرافيا

- الموقع الإلكتروني للمجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي (<http://www.Cnes.dz>)
- الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر (<http://www.bank of-algeria.dz>)
- الموقع الإلكتروني للوزارة الأولى (<http://www.premier-ministre.gov.dz>)
- الموقع الإلكتروني لجريدة القدس العربي (<http://www.Alquds.co.uk>)
- الموقع الإلكتروني لقناة الجزيرة القطرية (<http://www.Aljazeera.net>)
- الموقع الإلكتروني لمركز كارنيجي للشرق الأوسط (<http://arnegie mec.org>)
- الموقع الشبكي للوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (<http://www.Andi.dz>)
- الموقع الإلكتروني للبنك الدولي (<http://arabic.Doingbusiness.org>)
- الموقع الإلكتروني للمنظمة العالمية للشفافية (<http://www.Transparency.org>)
- الموقع الإلكتروني للمنظمة العربية لمكافحة الفساد
(<http://www.Arabanticorruption.org>)
- الموقع الإلكتروني للمحكمة العليا (<http://www.coursupreme.dz>)
- الموقع الإلكتروني لمجلس المحاسبة (<http://www.Ccomptes.org.dz>)
- الموقع الإلكتروني لجريدة الشروق الجزائرية (<http://www.Echoroukonline.com>)
- الموقع الإلكتروني للمنتدى الاقتصادي العالمي (<http://www.weforum.org>)
- الموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط (<http://www.arabapi.org>)
- الموقع الإلكتروني لجريدة الخبر الجزائرية (<http://www.Elkhbar.com>)
- الموقع الإلكتروني لمؤسسة هيريتاج فونداشن (<http://www.Heritage.org>)

دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا

أحمد مداني - جامعة الشلف

نورين بومدين - جامعة الشلف

مقدمة:

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي سوق للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأدوات بهدف استقطاب عدد كبير من المتعاملين، أداء سوق الأوراق المالية للوظائف المناطة بها، والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تنوع الأدوات المالية فيها.

فكلما تنوعت الأدوات المالية كلما ساهم ذلك في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي ينعكس إيجابيا على أدائها، وبالتالي تفعيل وظيفتها في الاقتصاد القومي، كون أن لها دور هام في كل الدول وبالذات الدول النامية.

ويظهر مفهوم الهندسة المالية الذي يعني التصميم، التطوير والتزود بآليات وأدوات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية، تم استحداث أدوات مالية حديثة تعمل على زيادة الفرص الاستثمارية في سوق الأوراق المالية، وبالتالي استقطاب عدد كبير من المتعاملين.

ويعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا، من أهم الأسواق المالية الصاعدة التي اعتمد في تطويرها على إتاحة أدوات مالية عديدة ومتنوعة بهدف إيجاد فرص استثمارية تتلاءم مع توجهات كل مستثمر، ومحاولة منا للإلمام بجوانب هذا الموضوع ارتأينا تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: أهمية تنوع الأدوات المالية في زيادة الفرص الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

المحور الثاني: دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

المحور الأول: أهمية تنوع الأدوات المالية في زيادة الفرص الاستثمارية في سوق الأوراق المالية

1- مفهوم تنوع الأوراق المالية **Diversification**:

يقصد بت القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب عليه أثر على حجم العائد،¹ حيث يسمح التنوع بتخفيض المخاطر عند مستوى معين من العائد أو تعظيم العائد عن مستوى معين من الخطر.² فالهدف من التنوع تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، فالخطر الكلي للمحفظة يتمثل في خطرين هما:

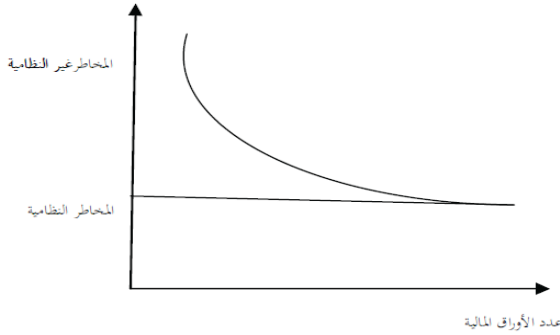
- الخطر غير المنتظم والخاص بمحفظة بعينها ويتم تخفيضه عن طريق (التنوع القطاعي)
- الخطر المنتظم والخاص بالسوق ويتم عن طريق (التنوع الدولي). إذن تنوع الأوراق المالية من عدد مختلف من القطاعات يؤدي إلى خفض المخاطر الغير منتظمة، أما التنوع الدولي، والذي يعني شراء أوراق مالية من إحدى البورصات الخارجية فيعمل على خفض المخاطر المنتظمة دون التأثير على حجم العائد للمحفظة.

2-أقسام التنوع:

2-1-تنوع جهة الإصدار: ويقصد بت عدم توجيه الأموال المستثمرة في المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة حيث من الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم منشأة واحدة، وهذا التنوع يندرج من العشوائية إلى التخطيط، وهناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد: هما أسلوب التنوع الساذج وأسلوب ماركوتيز، وسيتم شرح كل منهما كما يلي:³

أ- أسلوب التنويع الساذج: **DIVERSIFICATION NAÏVE** ويعبر عن زيادة حجم تنويع الاستثمارات التي تضمناها المحفظة يؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة، بينما لا يسهم على الإطلاق في تخفيض المخاطر النظامية، في حين تشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع إلى أن احتواء المحفظة المالية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى سيسهم في التخلص من المخاطر غير المنتظمة.⁴ ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 1 : أثر التنويع على مخاطر المحفظة المالية



المصدر : بخالد عائشة، التنويع كأداة لتدنيته المخاطر غير النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2007-2008، مذكرة ماستر في علوم التسيير جامعة ورقلة 2010، ص78 .

ويلزم عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة لما يترتب عليه من آثار عكسية كما يلي:

1- صعوبة إدارة المحفظة؛

2-ارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة؛

3-اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة؛

4-ارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

ب- التنويع وفقاً لأسلوب ماركوتيز: **Markowitz Diversification**:

ويقضي هذا الأسلوب بضرورة الاختيار الضيق للاستثمارات المكونة للمحفظة، وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمار، فكلما كانت هذه العلاقة عكسية أو

مستقلة أي ليس هناك علاقة فإن المخاطر التي تتعرض لها عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات، يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة (المنتظمة) إذ يعتبر أفضل استثمار مقترح هو ذلك الاستثمار الذي يكون معامل الارتباط بين العائد المتوقع من ورائه وبين معدل المتوقع من الاستثمارات القائمة بالفعل ارتباطاً سالباً.

2-2- تنويع تواريخ الاستحقاق: توجد علاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للسندات، ويتم إتباع سياسة تنويع رشيدة بشأن توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل، وتوجد ثلاث أنواع من هذا النوع من التنويع وهي:⁵

أ- الأسلوب الهجومي: Aggressive Portfolio Management

يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها في شراء سندات

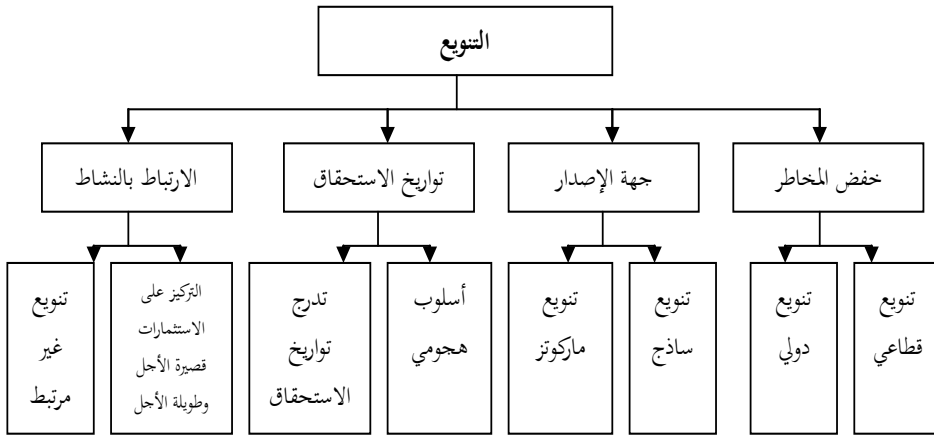
قصيرة الأجل، وإذا تحققت تلك التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة يتمكن البنك من استخدام الحصيلة من شراء استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة، ولا يلجأ البنك إلى استخدام ذلك الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

ب- تدرج تواريخ الاستحقاق: Laddered Maturity: ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

ج- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل Barbell

Maturity structure : ويقوم ذلك الأسلوب على التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبعة سنوات)، ويرجع ذلك أن الاستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة، بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية حيث تساعد على تحقيق أرباح رأس مالية أكبر في حالة انخفاض الفائدة، أما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم في تعظيم هذا أو ذلك، إذ تقع بينهما، ويقتضي هذا الأسلوب من التنوع على توزيع إتمادات المحفظة منصفة بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فتوقعات وتنبؤات إدارة المحفظة هو المحدد الحاسم لتوزيع الأموال المستثمرة في المحفظة على استثمارات تتفاوت آجال استحقاقها بين قصيرة وطويل الأجل.

ويمكن توضيح أهم أنواع التنوع Diversification كما في الشكل التوضيحي التالي:



- أهمية التنوع:

إن للتنوع أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر في سوق الأوراق المالية يمكن إبرازها كما يلي⁶:

أ- المحافظة على رأس المال الأصلي: حيث يتيح التنوع للمستثمر إمكانية المحافظة على رأس ماله الأصلي من خلال تشكيلة من الأدوات المالية، بالإضافة إلى هدف بغية تحقيق الأرباح، والعوائد المناسبة.

ب- تحقيق أقصى عائد ممكن: يشكل هذا الهدف الحافز الأساسي الأكبر من أجل القيام بالتنوع الاستثماري، وهو المعيار الذي يضعه مدير المحفظة في الحساب عندما يقوم بتنوع الأدوات المالية.

ت- نمو رأس المال وتعظيم الثروة: يعتبر نمو رأس المال من الأهداف الرئيسة لجميع المستثمرين، كما يعتبر مؤشر للنجاح في العملية الاستثمارية، ولهذا يسعى المستثمر لتحقيق هذا الهدف من خلال تكوين محفظة استثماري تشمل على الأوراق المالية ذات النوعية الجيدة، والتي تتوافق بزيادة في القيمة السوقية بصورة مضطردة، هذا ويميل العديد من المستثمرين لكي يكون هدف تعظيم الثروة ورأس المال أهم من الهدف المتعلق بتحقيق أقصى عائد ممكن، ونحن لا نرى وجود تعارض بين هذين الهدفين، بل إنَّ تحقيق أحدهما يمكن أن يقود إلى تحقيق الآخر.

ث- تلبية متطلبات السيولة: وهو أيضاً الدافع لتشكيل محفظة استثمارية تضم أوراق مالية ذات أجل قصير سهلة التسويق وسريعة التحول إل نقدية.

ج- تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس: إنَّ تقليل المخاطر شيء ضروري يجب أخذه بالحسبان عند القيام بالاستثمار، لأنَّ المخاطر الشديدة يمكن أن تقود إلى بعثرة الثروة والإفلاس، وإذا كان لا بدَّ من وضع هدف وحيد للمحفظة الاستثمارية فإنَّ سيكون مزيجاً من مجمل الأهداف السابقة، وهو تحقيق أعلى عائد ممكن على الاستثمار مع تقليل المخاطر التي يتعرض لها.

ح- زيادة عمق سوق الأوراق المالية: يزداد عمق سوق الأوراق المالية إذا ما تمكن المتعاملون فيه من زيادة استثماراتهم من خلال القيام بالتنوع الاستثماري، وهذا لا يتأتى إلا في ظل وجود كافة الأدوات المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة.

المحور الثاني: دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية في ماليزيا

1- نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا: بالرغم من أن إنشاء أول سوق للأوراق المالية في ماليزيا يعتبر حديثا نسبيا، إلا أن جذور صناعة الأوراق المالية ترجع إلى نهاية القرن التاسع عشر كامتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصا في صناعات المطاط والقصدير، وقد بدأ الاتجاه نحو إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم إنشاء إتحاد لحائزي الأوراق المالية، غير أن تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، حينما تم تأسيس بورصة الملايو، وبدأ تداول الأوراق المالية بها في نفس العام، وقد تشكلت غرفتين للتعامل في عام 1961 إحداها في ماليزيا والأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق واحدة تم ربطها باستخدام خطوط الهاتف وتسجل وتتداول فيها نفس الأسهم، وفي عام 1963 تم تشكيل سوق ماليزيا للأوراق المالية، ومع خروج سنغافورة من الإتحاد الماليزي استمرت السوق في أداء وظائفها ولكن كسوق مشتركة بين كل من دولتي ماليزيا وسنغافورة، وفي عام 1973 انقسمت إلى كيانين مستقلين هما، بورصة كوالالمبور للأوراق المالية KLSE، وبورصة سنغافورة للأوراق المالية SES، بيد أن الارتباط بين البورصتين ظل قائما، حيث أستمّر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين، واستمر هذا الارتباط قائما حتى عام 1990 حينما تقرر إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة، وإلغاء تسجيل أسهم الشركات السنغافورية في بورصة كوالالمبور.

2- أقسام سوق الأوراق المالية بماليزيا: بهدف تطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وزيادة الاستثمار فيها، عملت السلطات هناك على إيجاد مجموعة من الأسواق الفرعية التابعة لبورصة ماليزيا التي من شأنها إتاحة المزيد من الفرص الاستثمارية، وبالتالي جذب عدد كبير من المستثمرين، وتمثل تلك الأسواق فيما يلي:

أ- سوق [MESDAQ] Malaysian Exchange of

Securities & Automated Quotation: وتهدف هذه السوق إلى توفير الموالم اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا والشركات ذات فرص النمو المرتفعة، ورأس مال المخاطر، وقد بدأ العمل في 06 أكتوبر من عام 1997،⁷ ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسات مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول

الأخرى كسوق NASDAQ في الولايات المتحدة، وسوق JASDAQ في اليابان، وسوق الاستثمار البديل في المملكة المتحدة، وشبكة التعامل في كندا Canadian Dealing Network، والتي كرسست جميعها لخدمة هدف تمويل صناعات التكنولوجيا وتمويل رأس مال المخاطر، ويلعب سوق MESDAQ دوراً فعالاً في تنمية قطاع التكنولوجيا و المعلومات.

ب- سوق رأس المال الإسلامي: عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي، بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار، والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها، أذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية⁸، ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية.

تلعب هذه السوق دوراً هاماً شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلبي احتياجات الأغلبية المالاوية الإسلامية من الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي، وقد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، غير أن تطور هذه السوق ظل مرهوناً بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها، وكانت المبادرة لأولى لتحقيق هذا الهدف، هو إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، أوكلت لها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في هذا المجال، وتعدد الأدوات التي يتم تداولها في هذه السوق و أهمها أدوات الدين الإسلامية مثل سندات المقارضة،⁹ وأسهم الشركات التي تستثمر وفقاً للأسس والقواعد الإسلامية، وكذا الصكوك الإسلامية بأنواعها التي تصدرها البنوك الإسلامية،¹⁰ وقد تم تكوين مؤشرات لهذه السوق تتضمن أسهم الشركات الإسلامية لتساعد المستثمرين الذين يرغبون العمل في هذه السوق.¹¹

ج- البورصة الماليزية للمشتقات: في إطار النهج التدريجي المستمر الذي اتبعته ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة إلى إدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية و تطورا، وبالفعل بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع Kuala Lumpur Commodity Exchange KLCE ، والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا، وقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبليات المالية Kuala Lumpur Option & Financial Futures Exchange KLOFFE في نهاية عام 1995 ، ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر.

وقد أعقب ذلك تأسيس بورصة ماليزيا للنقد في عام 1996 Malaysien Monetary Exchange MME ، وفي عام 1998 تم اندماج بورصة KLCE مع بورصة MME لتشكيل بورصة ماليزيا للسلع والنقود Commodity Exchange Malaysia (Comex Malaysia) ، وفي عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات Malaysia Derivatives Exchange ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة KLOFFE وبورصة Comex ، يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية، وتعمل بورصة MEDX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية، ويحكمها قانون المستقبليات الذي صدر في عام 1993، وتتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية.

3- أثر تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية في ماليزيا: يتميز سوق الأوراق المالية في ماليزيا، بتنوع الأدوات المالية، وذلك راجع إلى تنوع تقسيمات السوق المذكورة سابقا، وهذا سعيًا من السلطات إلى جذب أكبر عدد من المستثمرين وأبرزها نجد:

3-1- الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات **Malaysia**

Dérivatives Exchange: هناك نوعان من العقود المتداولة في هذه البورصة

هما:

أ- عقود المستقبلات: وهي ثلاثة أنواع:

- عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام (Crude Palm Oil Futures (FCPO)

- عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام (Crude Palm Kernel Oil Futures (FPKO)؛

- عقود مستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب KLCI Future. ويتم تداولها استنادا إلى مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية؛

- عقود المستقبلات لمعدلات الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر 3 Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures (FKB3)؛

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات 3Year Malaysian Government Securities Futures (FMG3)؛

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات 5Year Malaysian Government Securities Futures (FMG5)؛

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات 10 Year Malaysian Government Securities Futures (FMG10) عقود

مستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب **KLCI Futures** : ويتم تداولها استنادا إلى مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية؛

- عقود المستقبلات لمعدلات الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر 3 Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures (FKB3)؛

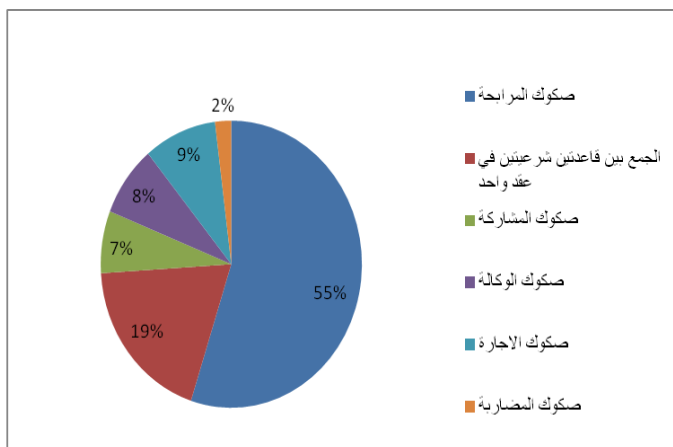
- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات 3Year Malaysian Government Securities Futures (FMG3)؛

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات 5Year
(Malaysian Government Securities Futures (FMG5)؛
- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات
10YearMalaysian Government Securities Futures (FMG10)
- ب- عقود الخيارات : وتمثل في عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب Kuala Lumpur Composite Index Options (KLCI Options) .

3-2- الأدوات المالية المتداولة في السوق رأس المال الإسلامي :

- أ-صكوك المضاربة: هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة¹²
- ب-صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس عقد المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها.¹³
- ت-صكوك الإجارة: هي وثائق متساوية القيمة، تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري معين يدر دخلاً، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية.¹⁴
- ث-صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة بالمراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.¹⁵
- ج-صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار، حيث يعين وكيل الاستثمار من حملة الصكوك لإدارتها.¹⁶
- ح-الصكوك الهجينة: وهي صكوك متساوية القيمة تكون مشكلة من سلة من الأدوات المالية الإسلامية كالإجارة والإستصناع والمراجعة، وتمثل حصصاً شائعة في رأس المال.

الشكل رقم 02: أنواع الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا



المصدر: التقارير السنوية هيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة 2011-2012

3-3- أثر إدراج المشتقات والأدوات المالية الإسلامية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية بماليزيا:

لاستعراض أهمية المشتقات المالية في سوق المال الماليزي يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول الموالي :

الجدول رقم 01: تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليزية من 2005 إلى 2011

التغير (%) من 2005-2011	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الوحدة : مليون دولار أمريكي
102,0	278671,1	237796,9	192911,6	222744,2	186777,3	156601,4	137952,9	الناتج المحلي الإجمالي
117,2	395082,6	410065,8	290692	190423,5	328560,8	237631,6	181909	رسملة السوق
148,5	128908,2	112384,1	80265,9	94235,2	171329,1	75556	51866,5	قيمة تداولات السوق
189,5	226408	160093	130200	169444	210589	144524	78202	قيمة تداولات سوق المشتقات المالية
173,2	355316,2	272477,1	210465,9	263679,2	381918,1	220080	130068,5	إجمالي التداولات

(أسهم و سندات مشتقات)								
نسبة تداولات المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي %	56,7	92,3	112,7	76,1	67,5	67,3	81,2	43,3
نسبة تداولات المشتقات إلى إجمالي التداولات %	150,8	191,3	122,9	179,8	162,2	142,5	175,6	16,5

المصدر: من إعداده استنادا إلى:

- 1-World Development Indicators & Global Development Finance, The World Bank 19 July, 2012
- 3- World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2006,2008,2010

من خلال الجدول نجد أن التعامل بالمشتقات المالية في ماليزيا تطور بشكل كبير جدا، فقد ازداد الطلب من قبل المستثمرين على هذه المنتجات، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تداولات المشتقات المالية في ماليزيا فقد بلغت نحو 226408 مليون دولار أمريكي في عام 2011 مقارنة بعام 2005 أين قدرت بـ 78202 مليون دولار أمريكي أي بمعدل نمو قدره 189,5 %.

إذ استحوذت تداولات المشتقات في بورصة ماليزيا على نحو 150,78 % من إجمالي التداولات في عام 2005 ونمت هذه النسبة إلى أن وصلت ما يعادل 175,64 % في عام 2011 أي بمعدل نمو قدره 16,5 %.

أما بالنسبة لأهمية الأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية بماليزيا فيمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

المجدول رقم 02: تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من 2008 إلى 2013

Jun 2013	Décembre 2012	Décembre 2011	Décembre 2010	Décembre 2009	Novembre 2008	
800	817	839	846	846	843	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة
910	923	946	961	961	991	إجمالي الأسهم
87.9	89	89	88	88	85	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم
1,007	942	806	756.09	637.90	416.5	رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة مليار رينجيت ماليزي RM
1,598	1,466	1,285	1,275.28	999.45	655.3	رسملة السوق الاجمالية مليار رينجيت ماليزي RM
63	64	63	59.29	63.8	63.6	نسبة رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي رسملة السوق
23	41	44	21	11	47	عدد الصكوك الإسلامية
25.97	71.1	78.9	40.33	33.96	43.23	حجم الصكوك الإسلامية مليار رينجيت ماليزي RM
46.24	103.3	112	63.58	57.5	139.99	حجم السندات مليار رينجيت ماليزي RM
56.2	68.8	70.4	63	59.1	30.9	النسبة

Source : Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market by the Securities Commission Malaysia 2008– 2013

من خلال الجدول نجد أن التعامل بالأدوات المالية الإسلامية في ماليزيا تطور بشكل كبير جدا فقد تراوحت نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا ما بين 85% و 89% وهذا دليل على زيادة الطلب من قبل المستثمرين على هذه المنتجات الأمر الذي أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية لها والتي كانت في حدود 64% من إجمالي القيمة السوقية.

إن أهم ما نلاحظه هو أن حجم الصكوك في ماليزيا نما بشكل كبير إذ استحوذ على 70.4 بالمائة من مجموع السندات و الصكوك في عام 2011، غير أنه شهد انخفاض بطئ في عام 2012 ، ومع ذلك تبقى مؤشرات حجم الصكوك في ماليزيا جيدة، وهذا دليل على زيادة الطلب على هذا النوع من المنتجات المالية الإسلامية .

لقد ساهم إدراج المشتقات المالية والأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية بشكل الإيجابي في نمو وفعالية هذه الأخيرة في الاقتصاد الماليزي، نظرا لزيادة فرص التنوع فيه ويمكن معرفة ذلك من مجموعة من المؤشرات يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي.

الجدول رقم 03: تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من 2008 إلى

2011

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الوحدة : مليون دولار أمريكي
278671,1	237796,9	192911,6	222744,2	186777,3	156601,4	137952,9	الناتج المحلي الإجمالي
395082,6	410065,8	290692	190423,5	328560,8	237631,6	181909	رسملة السوق
128908,2	112384,1	80265,9	94235,2	171329,1	75556	51866,5	قيمة تداولات السوق
141,8	172,4	150,7	85,5	175,9	151,7	131,9	معدل رسملة السوق %
46,3	47,3	41,6	42,3	91,7	48,2	37,6	معدل حجم تداول السوق %

لقد كانت قيمة معدل رسملة السوق هذا المؤشر مرتفعة الأمر الذي يدل على كبر حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا، فبعد أن كانت تقدر بـ 131,9 % في عام 2005 نمت لتصل إلى 141,8 % في عام 2011 أي بزيادة قدرها 7,5 % ، أي أن القيمة السوقية نمت بشكل كبير فبعد أن كانت تقدر بـ بحوالي 181909 مليون دولار أمريكي في عام 2005 ارتفعت لتصل إلى 395082,6 مليون دولار أمريكي في عام 2011 بمعدل نمو قدره 117,2 % ، وهذا ما يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد.

أما بالنسبة لمؤشر حجم التداول الذي يقيس مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية، لقد تطور مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية بشكل ملحوظ، فإذا نظرنا إلى معدل حجم التداول كمؤشر على ذلك نجد أنه بعد أن كان 37,6 % في عام 2005

تطور ليصل إلى 46,3 % في عام 2011 أي بمعدل نمو قدره 23 %، حيث أن حجم التداول ارتفع بمعدل نمو 173,2 % ، إذ بلغت قيمة التداولات نحو 128908,2 مليون دولار أمريكي في عام 2011 مقابل 51866,5 مليون دولار أمريكي في عام 2005.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج: ومن أهم النتائج المتوصل إليها في هذا البحث نجد :

- إن لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد القومي لأي بلد، من هنا يتعين الاستفادة من هذه الفرصة في تمويل لتنفيذ خطط التنمية؛
- لقد تزايدت أهمية المشتقات المالية في السنوات الأخيرة، إذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها؛
- إن إدراج التعامل بالمشتقات والأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية، يعد خطوة هامة في تطوير التعامل في هذه السوق، وهذا لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين فيه، وذلك من خلال توفر المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف إتاحة فرص التنويع له.

ثانياً: التوصيات: استناداً للنتائج المتوصل إليها سابقاً يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- ضرورة إدراج عقود المشتقات المالية، والأدوات المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية الناشئة، بهدف تخفيض درجة المخاطرة المحيطة بالاستثمارات وتشجيع عدد أكبر من المستثمرين على الدخول في السوق؛
- لا بد من تعزيز دور عقود المشتقات المالية في الحفاظ على أداء سوق الأوراق المالية من خلال توفير الأنظمة والسياسات السليمة التي تضمن الاستخدام الكفء لهذه العقود من قبل المتعاملين؛
- ضرورة تأهيل العنصر البشري، لأن زيادة أعداد المستثمرين في سوق الأوراق المالية، والنمو في حجمها يعني الحاجة إلى المزيد من العناصر البشرية المدربة التي تحتاجها الأسواق،

من خلال الاستعانة بدرجة أكبر ببرامج التدريب المكثف، عن طريق إنشاء المعاهد المتخصصة التي توفر الكوادر المؤهلة علمياً والمتخصصة في مجال الاستثمار المالي.

المصادر والهوامش

- ¹ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث العدد 03، سنة 2004، ص 43.
- ² كروش راضية، التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للأوراق المالية لسنة 2010، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011، ص 37.
- عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور إداري ومحاسبي -"، دار طبية، القاهرة، 2004، ص 78
- ⁴ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2011، ص 146.
- ⁵ د. منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية"، دار المعارف الإسكندرية، 1994، ص 229 - 236
- ⁶ Morissette, Valeurs Mobilières et Gestion de Portefeuille, S.M.G, Québec Canada, 2eme édition 1993, P 116
- ⁷ <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>. le 08/08/2006
- ⁸ **The Malaysian Islamic Capital Market**, Securities Industry Development Centre (SIDC), Securities Commission of Malaysia, 2004. p 45
- ⁹ حمود سامي "الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة"، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة 1996، ص 72.
- ¹⁰ محسن أحمد الخضيرى "البنوك الإسلامية"، إيتراك للنشر و التوزيع، القاهرة، ص 110 - 112.
- ¹¹ [http://www.Islamic-world.net/Malaysian Islamic Capital market](http://www.Islamic-world.net/Malaysian%20Islamic%20Capital%20market) le 08/08/06.
- ¹² عمر محمد عبد الحليم، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي د 19 1430-2009، ص 04.
- ¹³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعايير الشرعية، معيار رقم 17، ص 290.
- ¹⁴ قرار رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، د 15، (2004-1425) ص 309-310.
- ¹⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعايير الشرعية، المعايير الشرعية، معيار رقم 17، ص 290.
- ¹⁶ صفية أحمد أبوبكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي 2009، ص 12.

خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومحددات الاستثمار فيها

ناصر المهدي - جامعة خميس مليانة
أحمد عمر بوزيد - المركز الجامعي لتيبازة

الملخص

على غرار التطورات التي عايشتها الأسواق المالية الناشئة في العقد الأخير من القرن العشرين عاشت البلدان العربية، ومنذ بداية السنوات الأولى من الألفية الثالثة، حالة من النمو في أسواق أوراقها المالية من حيث عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق وقيمتها السوقية وكذا حجم التداول المحلي والأجنبي في هذه الأسواق، غير أن هذا الأداء الكبير والجيد للأسواق المالية العربية لم يكن عارياً عن الخصائص المميزة لهذه الأسواق والأسواق المالية الناشئة بصفة عامة، من حيث الضيق وضعف السيولة وقلة التنوع في الأدوات الاستثمارية.

وانعكاساً للتطورات التشريعية والتنظيمية التي عرفت أسواق المال العربية، سجلت هذه الأسواق تطور كبير في مؤشرات كفاءتها، حيث ارتفعت مؤشرات بشكل ملحوظ مقارنة بمؤشرات الأسواق العالمية والناشئة، كما ارتفعت معدلات الحجم والسيولة وسجلت بعض الأسواق معدلات فاقت المعدلات التي سجلتها بعض الأسواق المالية العريقة في نفس الفترة.

المقدمة

عرفت أسواق المال العربية تغيرات متباينة خلال الألفية الثالثة في سبيل سعيها للرفع من كفاءتها وزيادة تفعيل دورها في اقتصاداتها الوطنية، وتعتبر أسواق الأوراق المالية العربية صغيرة الحجم رغم التطور الكبير الذي سجلته هذه الأسواق خلال العقد الأول من الألفية الثالثة، وتتميز أسواق الأوراق المالية العربية بخصائص متنوعة يمكن دراستها من خلال تحليل التقرير السنوي لكل سوق لمعرفة عمق هذه الأسواق ومدى مساهمتها في تنمية اقتصاداتها المحلية.

المطلب الأول: الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية والتحول إلى اقتصاد السوق:

خلال الربع الأخير من القرن العشرين بدأت معظم الدول العربية مرحلة جديدة تسمى مرحلة الإصلاح الاقتصادي وقطعت شوطاً كبيراً في الاتجاه نحو إقامة اقتصاديات تستند إلى "اقتصاد السوق"، وقد رافق هذا التحول تصحيحات كبيرة وعدم استقرار في الإنتاج والعلاقات الاقتصادية الخارجية، وقد حاولت معظم الدول العربية الاستفادة من نصائح صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في تطبيق برامج التثبيت الهيكلي والإصلاح الاقتصادي.

ويوضح لنا موضوع الإصلاح الاقتصادي والتحول إلى اقتصاد السوق علاقة التنمية الاقتصادية بالتصحيحات الهيكلية في الاقتصاد الوطني والتحول إلى اقتصاد السوق، وكيف يؤدي هذا التحول إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحسين مستوى الجودة في إنتاج السلع والخدمات، وهل يؤدي إلى زيادة الادخار وبالتالي زيادة الاستثمار؟ وهل تؤدي عملية إشاعة ملكية الأسهم بين صغار المستثمرين والمدخرين إلى تحقيق عدالة أكبر واستغلال اقتصادي أكبر؟¹

وقد احتل إصلاح القطاع العام مكانة هامة في برامج إعادة الهيكلة والتصحيح والتحول إلى اقتصاد السوق في البلدان العربية، لأن الحاجة كانت ماسة لتحسين مستوى الأداء والكفاءة الإنتاجية في مؤسسات القطاع العام وإعادة النظر في أولويات النفقات والاستثمارات الحكومية، وكان لابد من خلق مناخ مناسب للاستثمار العام والخاص المحلي والأجنبي في سياق إعادة الهيكلة والتصحيح الاقتصادي والتحول إلى اقتصاد السوق، ويمكن التمييز بين ثلاث مجموعات من الدول العربية:²

- المجموعة الأولى: وتضم الدول العربية المصدرة للنفط مثل الكويت وليبيا وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، وهذا الدول عرضة لتقلبات أسعار النفط لذا كانت ضرورة التصحيح فيها تنبع من اتجاهين:

✓ المحافظة على سياسة تنوع القاعدة الإنتاجية التي بدأ تطبيقها في منتصف السبعينات بما يقلل اعتمادها الكبير على النفط؛

✓ القيام بالترتيبات اللازمة لمواجهة الانتقال من وضع كان فيه دخلها من عوائد النفط يبلغ مستويات قياسية فاقه 200 مليار دولار، إلى وضع انخفضت فيه العوائد إلى أقل من 60 مليار دولار.

ونتيجة لذلك، واجهت هذه الدول عجزاً محسوساً في الموازنة الحكومية، وفي ميزان المعاملات الجارية كان عليها العمل على تخفيض هذا العجز إلى المستوى الذي يمكن تحمله.

- **المجموعة الثانية:** وتضم هذه المجموعة الدول العربية متوسطة الدخل مثل الجزائر ومصر والأردن والمغرب وسوريا وتونس، ودول هذه المجموعة ليست متجانسة تماماً، حيث هناك فوارق كبيرة بين بلدانها من حيث حجم السكان ومتوسط دخل الفرد، إلا أن بلدان هذه المجموعة تشترك بعدد من الخصائص تبرز اعتبارها مجموعة واحدة، فهي تتمتع بقاعدة إنتاجية متنوعة نسبياً كما أنها تمتلك مؤسسات اقتصادية متطورة إلى حد ما.

تواجه دول هذه المجموعة ظروف اقتصادية على درجة كبيرة من الصعوبة وبخاصة الآثار السلبية الناجمة عن تراجع أسعار النفط وتراجع تحويلات العاملين، وكذا الصعوبات الناشئة عن الظروف غير المواتية والتي تسود الاقتصاد العالمي، وبخاصة كساد أسواق المواد الأولية وتدهور شروط التبادل التجاري، الأمر الذي أدى إلى تزايد حجم المديونية الخارجية وتزايد عبء خدماتها، كما رافق ذلك عجز في الموازنات الحكومية الذي لجأت إلى تمويله عن طريق الاقتراض من المصارف، وأدى ذلك إلى تزايد كمية النقد المتداولة مما أدى إلى ارتفاع كبير في معدلات التضخم المبالغة في أسعار الصرف، بالإضافة إلى ذلك تعاني دول هذه المجموعة من اختلالات هيكلية متمثلة في تشوهات الأسعار وانخفاض إنتاجية العمل ورأس المال وضعف الكفاءة في القطاع العام الذي يسيطر على نسبة كبيرة من النشاط الاقتصادي.

- **المجموعة الثالثة:** وتضم هذه المجموعة الدول العربية منخفضة الدخل مثل موريتانيا والصومال والسودان واليمن، وتعتبر مسألة إعادة الهيكلة والتصحيح في دول هذه المجموعة أكثر تعقيداً منها في المجموعتين السابقتين، فهي تعتمد اعتماداً كبيراً على سلعة واحدة

أو عدد محدود من السلع، ومن ثم فهي أكثر عرضة للصدمات الخارجية، وهي تعاني من مديونية خارجية ثقيلة، يضاف إلى ذلك العجز المزمن في الموازنة الحكومية والميزان التجاري وميزان المدفوعات ومعدلات تضخم مرتفعة جداً، كما أن دول هذه المجموعة تعاني من ضعف البنية التحتية والمؤسسات المالية والاقتصادية وانخفاض متوسط دخل الفرد فيها. ويمكننا تحديد أهم عناصر سياسات التكيف الهيكلية في الدول العربية وفقاً لما يلي:³

✓ إحداث تعديلات في هيكل ملكية وسائل الإنتاج، حيث طُرحت بعض المؤسسات العامة والشركات الحكومية في بعض الدول العربية للبيع، وبيع بعضها بالفعل في مصر والأردن وتونس والجزائر، كما صدرت قوانين بإحداث الشركات القابضة والشركات التابعة لها وقوانين أخرى تنظم العلاقات بين المالك والمستأجر لبعض المؤسسات؛

✓ إصدار قوانين تنظيم عمل السوق المالية، وتداول رأس المال، بهدف زيادة فاعلية آلية السوق وتعزيز اتجاه تحديث هيكل الملكية مع إمكانية تداول أسهم وسندات المشروعات الخاصة والمشروعات العامة.

✓ إحداث تعديلات جوهرية في أسلوب إدارة المشروعات العامة وخاصة ما يتعلق منها بتحرير أسعار المنتجات، وكذلك تحرير أسعار الصرف وتوحيدها، اعتماد مبدأ التمويل الذاتي، وإنشاء صناديق وبنوك الاستثمار الوطنية وتفعيل نشاطها، إعادة تنظيم مجالس الإدارة ومنح الإدارة مرونة وبخاصة في موضوع تحويل الملكية والدمج والتصفية؛

✓ رفع القيود الجمركية على الواردات والسماح باستيراد السلع المحظورة كلياً أو جزئياً، وذلك بإتاحة عمل آليات بشكل مطلق وإلغاء الحماية تدريجياً، بالرغم معارضة بعض المنتجين وبخاصة في القطاع الخاص لمثل هذه الإجراءات لأنها تؤثر على صناعتهم الوليدة علماً بأن الحماية تدفع المنافسة خارجياً، لذا لابد من إشاعة المنافسة بشكل عام.

وتتمحور الأهداف الرئيسية لعمليات التصحيحات الهيكلية وعناصرها حول النقاط التالية:⁴

✓ إعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام والخاص وانسحاب الدولة تدريجياً من بعض النشاطات الاقتصادية، وفسح المجال أمام المبادرات عن طريق تشجيع القطاع الخاص؛

- ✓ التخفيف من الأعباء التي تتحملها ميزانية الدولة، نتيجة دعمها للمنشآت الاقتصادية الخاسرة، وتكريس مواردها لدعم قطاعات التعليم والبحث العلمي والصحة، والاهتمام بالبنية الأساسية والمنشآت الاقتصادية ذات الأهمية الاستراتيجية؛
- ✓ تطوير السوق المالية وتنشيطها وإدخال الحركية على رأس مال الشركات بقصد تطويرها وتنمية قدرتها الإنتاجية؛
- ✓ خلق مناخ الاستثمار المناسب، تشجيع الاستثمار المحلي لاجتذاب رؤوس الأموال المحلية والعربية والأجنبية.

المطلب الثاني: الخصائص العامة للأسواق المالية العربية:

- تتميز الأسواق المالية المتطورة بخصائص متنوعة تجعلها أكثر كفاءة وعمق، بحيث تتيح لشركاتها التمويل من ناحية الطلب وتضمن للمستثمرين العائد وضمان الحقوق من جانب العرض، ومن بين الخصائص التي تتميز بها الأسواق المتطورة:
- السيولة العالية التي تعني قدرة السوق على استيعاب كميات كبيرة من الأوراق المالية بسهولة ويسر؛
- الكفاءة العالية، بحيث تتوفر في كل وقت عمليات بيع وشراء أوراق مالية، وقلة تأثير الشوائب غير الأساسية، مثل الشائعات والمعلومات الغير صحيحة في التأثير على أسعار الأسهم المتداولة؛
- التنظيم الفائق، بحيث تحقق الأسعار في السوق درجة من التوازن لكل من البائعين والمشتريين، وأن كل منهما يمكن أن يحاط بأكبر قدر من المعلومات عن الأوراق المالية المدرجة.

وبالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية، فإنها تشابه باقي الأسواق النامية من حيث ضيق الحجم وتذبذب الأسعار الذي لا يعكس طبيعة الاقتصاد المحلي، مما لا يعطي الدور الأساسي للسوق من ناحية تمويل القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد، وتعددت الخصائص بالنسبة لأسواق المنطقة تعدد هذه الأسواق واختلاف تركيبها الهيكلية

والتنظيمية والتشريعية، وسنحاول تبين أهم خصائص أسواق الأوراق المالية العربية من خلال توضيح النقاط التالية:

1- الأهمية الاقتصادية للسوق: تعتبر البورصة مرآة للاقتصاد الوطني، لذلك يمكن قياس مدى أهمية البورصات العربية في اقتصاداتها المحلية من خلال النقاط التالية:

- توزيع رملة السوق، وأحجام التداول على الشركات المدرجة في السوق حسب القطاعات الاقتصادية، فلكي يكون لسوق الأوراق المالية دور أساسي في الاقتصاد فيجب أن تكون للقطاعات الأساسية في الاقتصاد نسبة مهمة في البورصة، وهذا ما يوضح مكونات مؤشر داو جونز الذي يتكون من المؤسسات الصناعية الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية؛

- نسبة تركيز السوق من خلال معرفة سيطرة أكبر عشرة شركات، من حيث القيمة السوقية وإجمالي التداول، في أسواق الأوراق المالية العربية؛

- نوع المستثمرين في السوق، بحيث يتم تصنيف المستثمرين سواء محليين أو أجانب حسب حجم استثمارات الأفراد والمؤسسات في السوق، فكلما طغت تعاملات الأفراد على السوق كلما كان عرضة للمضاربات الحادة التي لا تعكس المعلومات الحقيقية في السوق، وكلما كانت تعاملات المؤسسات، سواء شركات أو صناديق استثمار أو حكومات، كبيرة في السوق كلما كان السوق أكثر استقراراً ويعكس التوجه العام في الاقتصاد، لأن عادة المؤسسات تعمل على اتخاذ قراراتها الاستثمارية بناء على تحليل المعلومات الواردة فيها وتبتعد على الشائعات التي تغزي استثمارات الأفراد التي تعرف بسياسات القطيع، وفي أسواق البلدان المتطورة تغطي استثمارات المؤسسات على السوق بنسبة 70%؛

- تطور حركة زيادة القيد والشطب في السوق، حيث يعتبر قيد الشركات بالبورصة على أساس التزام الشركة بقواعد القيد وصولاً إلى سوق أوراق مالية متوازن وعادل، فتعد البورصة للشركات التي تحقق نتائج جيدة ومستمرة كمكافئة لحسن الأداء، أما الشركات المدرجة التي يتراجع أداؤها أو تقوم بمخالفة قوانين الإفصاح أو تم قيدها وفق بيانات غير صحيحة، فإن البورصة تقوم بإيقاف أو شطب إدراجها حماية لحقوق المستثمرين ففي

هذه الحالة تعد السوق المالية أداة لمعاقبة سوء الإدارة والتسيير في الشركات المدرجة، كما انه قد تقوم الشركات بطلب إيقاف التعامل في أدواتها المالية أو شطبها من السوق لأسباب أخرى.

2-المنتجات والأدوات المالية: من الخصائص التي يمكن تصنيف على أساسها مختلف الأسواق، هو مدى توفر السوق على منتجات مالية من أسهم بمختلف أنواعها وسندات وأوراق مالية هجينة ومشتقات...الخ، بحيث يعتبر السوق كفو إذا توفرت فيه هذه الأدوات بشكل يلي حاجيات المستثمرين لتكوين محافظهم المالية كمحافظ لتقليل المخاطر وزيادة العائد، فعادة ما تختلف رغبات المستثمرين حسب طبيعة نشاطهم وفتاتهم العمرية ومعتقداتهم وحسب أحوال الاقتصاد من رواج وكساد...الخ.

3-الاستثمار الأجنبي: يمكن أخذ الاستثمار الأجنبي في البورصة من ناحية ملكية الأجانب في الشركات المدرجة في السوق أو نسبة تعاملات غير المحليين من التعاملات الإجمالية في السوق أو حجم الإدراجات للشركات غير المحلية أو حجم الأدوات الأجنبية المتداولة في السوق المحلي، كل هذه المعاملات تبين الدور الدولي للسوق المالي بحيث عادة ما يكون السوق الكفاء أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

4- مستوى التعاون الإقليمي والدولي: يعتبر التعاون وتبادل الخبرات والمعرفة بين البورصات ضرورة ملحة لتطوير وتعميق أداء البورصات محلياً وعالمياً، حيث يساهم التعاون المشترك وتبادل المعلومات في إثراء التخطيط الاستراتيجي لمختلف البورصات سواء على الجانب الدولي الإقليمي أو الفردي على حد سواء، فهذه العلاقات تعطي السوق المالي أكثر مصداقية خاصة في المحافل الدولية التي تفرض شروط تشريعية وتنظيمية ورقابية محددة لقبول عضوية السوق، كاتحاد البورصات العالمية الذي يضم مختلف البورصات المتطورة والناشئة التي تمثل حوالي 98% من حجم بورصات العالم.

ولدراسة خصائص الأسواق المالية العربية سوف نقوم بتصنيفها إلى مجموعتين؛ مجموعة الدول المستوردة لرؤوس الأموال، أسواق العجز وهي البورصة المصرية، وبورصة عمان، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصة الأوراق المالية بتونس وسوق فلسطين

للأوراق المالية؛ ومجموعة الدول المصدرة لرؤوس الأموال، أسواق الفائض وهي، سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت للأوراق المالية، وأسواق المال الإماراتية، وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق البحرين للأوراق المالية، وبورصة الدوحة، فيما تعتبر كل من سوق الخرطوم وبورصة الجزائر أسواق متواضعة مقابل باقي الأسواق المنضمة لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

المطلب الثالث: خصائص أسواق الدول المستوردة لرؤوس الأموال

تعتبر أسواق الأوراق المالية المستوردة لرؤوس الأموال أسواق العجز المالي وهي السوق المصرية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وبورصة عمان وبورصة تونس وسوق فلسطين للأوراق المالية.

أولاً: **البورصة المصرية**⁵ : تهدف البورصة المصرية إلى تطوير سوق يتمتع بالجودة لخدمة عملائه المصريين والأجانب، من خلال تقديم أعلى تكنولوجيا وتوفير أحدث المنتجات وتحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية، فمن ناحية تعاملات الأفراد والمؤسسات، استحوذ الأفراد خلال عام 2009 على النسبة الأكبر من قيمة التعاملات، حيث بلغت نسبة تعاملاتهم نحو 63% من إجمالي التعاملات في السوق.

ومن ناحية حركة زيادات القيد والشطب في السوق فقد تم قيد 6 شركات جديدة في عام 2009 برأسمال قدره 3,3 مليار جنيه مقابل 24 شركة تم قيدها في 2008 برأسمال قدره 6,4 مليار جنيه، كما تم زيادة رأس المال في 61 شركة بقيمة 5,1 مليار جنيه خلال 2009 مقابل زيادة رأس مال 98 شركة خلال 2009 بقيمة 15,2 مليار جنيه، بينما تم شطب 65 شركة خلال عام 2009 بقيمة 7,5 مليار جنيه مقارنة بـ 83 شركة تم شطبها خلال عام 2008 بقيمة 6 مليار جنيه، ومن المؤشرات السابقة يمكن ملاحظة الدور الاقتصادي الجيد الذي تلعبه البورصة المصرية من خلال استحواد المؤسسات على نسبة جيدة من عمليات الاستثمار مما يقلل من موجات المضاربة وسياسات القطيع التي تنتاب عادة استثمارات الأفراد عند أي خلل تشهده السوق، كما أن السوق تلعب دور اقتصادي جيد في سياسات الأدرج الجديد

للمؤسسات التي تتوفر على شروط القيد في البورصة وكذا عمليات الشطب التي تطال المؤسسات التي لا تستطيع المحافظة هذه الشروط فخلال سنتي 2008 و2009 تم إدراج 30 شركة جديدة وشطب 148 شركة فيما تم زيادة رأسمال 159 شركة. وتتوفر في السوق المصرية عدد من الأدوات المالية التقليدية والحديثة وهذه الأدوات هي:

- **الأسهم:** وتتوفر في السوق الأسهم العادية والممتازة؛
 - **السندات:** وتتوفر في السوق ثلاث أنواع من السندات التي تصدرها الحكومة وهي، سندات الخزانة، وسندات الإسكان، وسندات التنمية بالإضافة إلى سندات الشركات؛
 - **صناديق الاستثمار:** وتتوفر البورصة على نوعين من الصناديق، الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة؛

- **المنتجات المشتقة:** قامت العديد من الأسواق المؤسسات الأجنبية بإصدار عدد من المنتجات المشتقة على مؤشر EGX 30 المصمم بواسطة البورصة المصرية ويتم تداول هذه المنتجات في عدد من البورصات الأوروبية.

فقد أصدر بنك الاستثمار العالمي (Scotland The Royal Bank of) لوثائق مشتقة من مؤشر البورصة وهي:

- **شهادات مفتوحة الأجل Open End Certificates:** حيث منحت البورصة المصرية البنك ترخيص لإصدار 500 ألف وثيقة مشتقة من مؤشر EGX 30، وهو ما يعتبر أول منتج مشتق من مؤشر EGX 30 وقد بدأ تداول الوثائق لأول مرة في بورصة سويسرا في 27 أكتوبر 2005، وقد تلي ذلك قيام مؤسسة (The Royal Bank of Scotland) بإصدار ثاني ل 50 ألف وثيقة أخرى حيث بدأ التداول عليهم ببورصة فرانكفورت في 31 أكتوبر 2005، أما الإصدار الثالث فكان ل 500 ألف وثيقة، تم التداول عليهم ببورصة يورونكست في 9 مارس 2006. والإصدار الرابع كان لعدد 450 ألف وثيقة، تم التداول عليهم ببورصة يورونكست - باريس في 25 يوليو 2008؛

- شهادات مغلقة Certificates Close End: قام بنك الاستثمار العالمي The Royal Bank of Scotland بإصدار 500 ألف شهادة مغلقة Close End Certificates مشتقة من مؤشر البورصة EGX 30 بسعر 7.14 يورو للشهادة الواحدة بقيمة إجمالية بلغت 3,570,000 يورو، وقد تم قيدهم وبدء تداولهم في بورصة إيطاليا في 15 يونيو 2006 على أن يتم استهلاكهم في 18 يونيو 2010.

كما تم إصدار وثائق مشتقة من مؤشر البورصة من قبل Deutsche Bank (EUR X-Pert) Certificates حيث منحت البورصة المصرية ترخيص لدويتش بنك العالمي بلندن Deutsche Bank AG, London لإصدار مليون شهادة مشتقة من مؤشر EGX 30 لقيدها والتداول عليها ببورصتي "فرانكفورت" و "شتوتجارت" بألمانيا اعتباراً من 13 مارس 2006.

وتم كذلك إصدار وثائق مشتقة من مؤشر البورصة من قبل Goldman Sachs حيث منحت البورصة المصرية ترخيص للمؤسسة (Goldman Sachs) لإصدار وثائق مشتقة من مؤشر EGX 30 لقيدها والتداول عليها ببورصتي فرانكفورت وسويسرا، وقد قامت هذه المؤسسة بإصدار 500 ألف وثيقة، تم قيدهم وبدء التداول عليهم ببورصتي فرانكفورت وشتوتجارت في 5 مايو 2006، كما قامت بإصدار 380 ألف وثيقة أخرى تم قيدهم وبدء التداول عليهم ببورصة سويسرا في 10 مايو 2006. وتعد هذه المرة الثالثة مصرياً وعربياً التي تشهد تداول منتجات مشتقة من مؤشر EGX 30 بأسواق عالمية، حيث كانت المرة الأولى عندما قام بنك الاستثمار العالمي The Royal Bank of Scotland بإصدار وثائق مفتوحة الأجل على المؤشر وتلاه دويتش بنك العالمي، الأمر الذي يؤكد اهتمام بنوك الاستثمار العالمية بالسوق المصري، تتميز البورصة المصرية بتنوع الأدوات المالية الاستثمارية في البورصة وخاصة الأدوات المشتقة التي تعتبر الرائدة في هذا المجال عربياً.

وبالنسبة للاستثمار الأجنبي، استحوذ الأجانب على 19% من إجمالي التعاملات في السوق خلال عام 2009، حيث استحوذ المستثمرون العرب على نحو

6% من إجمال التعاملات في البورصة بينما استحوذ الأجانب غير العرب على 13% من تعاملات السوق، واستطاع السوق المصري خلال عام 2009 جذب ما يزيد عن 5 مليار جنيه كصافي شراء الأجانب غير العرب خلال العام وذلك مقارنة بصافي بيع قدره 778 مليون جنيه خلال عام 2008، بينما سجل العرب صافي بيع قدره 4 مليار جنيه خلال عام 2009 مقارنة بنحو 1,3 مليار جنيه صافي بيع عام 2008، ومنه فقد سجل الأجانب (العرب وغير العرب) صافي شراء بمقدار 996 مليون جنيه خلال عام 2009 مقارنة بنحو 2 مليار صافي بيع عام 2008.

وقد استحوذت أوروبا على النصيب الأكبر من تعاملات الأجانب في السوق المصري بنسبة 41% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية خلال عام 2009، بينما بلغ نصيب العرب نحو 33% ثم أمريكا وكندا بنسبة 21% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية خلال نفس العام، وعلى مستوى الدول فقد استحوذت بريطانيا على نحو 37% من إجمالي تعاملات الأجانب خلال عام 2009، تلتها الولايات المتحدة الأمريكية بنصيب يصل إلى 21%، ثم السعودية والإمارات بنسبة تصل إلى 13% و 10% على التوالي، من إجمالي تعاملات الأجانب.

ويعتبر التعاون وتبادل الخبرات والمعرفة بين البورصات ضرورة ملحة لتطوير وتعميق أداء البورصات عالمياً، حيث يسهم التعاون المشترك وتبادل المعلومات في إثراء التخطيط الاستراتيجي لمختلف البورصات سواء على الجانب الدولي الإقليمي أو الفردي على حد سواء. وفي هذا الإطار تشغل البورصة المصرية المناصب التالية:

- ✓ عضو مجلس إدارة في الاتحاد العالمي للبورصات - عضواً باتحاد البورصات الأفريقية؛
- ✓ عضو مؤسس في اتحاد البورصات العربية - عضو اتحاد البورصات اليورو أسيوي؛
- ✓ عضو منتسب للمنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية.

سعت البورصة المصرية لتعزيز علاقات التعاون بينها وبين البورصات العربية والعالمية، حيث قامت بتوقيع عدت مذكرات التفاهم بلغت منذ 1998 حوالي 11 اتفاقية تفاهم مع بورصات أجنبية و مع 9 بورصات عربية.

ثانياً: **بورصة عمان**⁶: في عام 1997 صدر قانون الأوراق المالية في الأردن، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة، وأنشئت بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً تدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين للملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والتقاص.

من ناحية مساهمة القطاعات في البورصة فقد بلغت القيمة السوقية خلال عام 2009، في القطاع المالي 55,74% من القيمة السوقية للبورصة ويضم القطاع (14 بنك، و 27 شركة تأمين و 34 شركة خدمات مالية متنوعة و 19 شركة عقارية)، تليه القيمة السوقية في القطاع الصناعي بنسبة 27,04% من القيمة السوقية، ويضم القطاع (5 الأدوية والصناعة الطبية، 11 الصناعة الكيماوية، 3 شركات الورق والكرتون، 2 طباعة وتغليف، 11 شركة أغذية ومشروبات، و 2 شركة تبغ والكبريت، 12 الصناعة الاستخراجية والتغذية، و 9 الصناعة الهندسية والإنشائية، و 5 الصناعة الكهربائية، و 7 صناعات الملابس والجلود والنسيج، و 2 الصناعة الزجاجية والخزفية)، فيما تمثل القيمة السوقية لقطاع الخدمات 17,21% من القيمة السوقية للبورصة، ويضم القطاع (3 شركات الخدمات الصحية، و 6 مؤسسات خدمات تعليمية، 12 مؤسسات الفنادق والسياحة، و 12 شركة نقل، 2 شركات تكنولوجيا واتصال، و 2 شركات أعمال، و 3 شركات الطاقة والمنافع، 15 شركات خدمات تجارية).

ومن ناحية حركة الإدراج الجديد والشطب وقد تم خلال العام 2009 إدراج أسهم 11 شركة جديدة مقابل إدراج 18 شركة جديدة عام 2008، في حين تم شطب إدراج أسهم شركة واحدة خلال 2009 وكذا شركة واحدة خلال 2008، كما قامت 13 شركة مدرجة خلال عام 2009 بزيادة رأس مالها عن طريق الاكتتاب الخاص لمساهمي الشركة، وقامت 6 شركات بزيادة رأس مالها عن طريق تخصيصها لشريك

استراتيجي، كما قامت 17 شركة بزيادة رأس مالها عن طريق توزيع أسهم مجانية، في المقابل قامت خلال عام 2008 شركتين بزيادة رأس مالهما عن طريق الاكتتاب العام كما قامت 35 شركة بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب الخاص لمساهمي الشركة، وقامت 8 شركات بزيادة رأس مالها عن طريق تخصيصها لشريك استراتيجي وأخيراً قامت 21 شركة بزيادة رأس مالها عن طريق توزيع أسهم مجانية.

ويمكن مشاهدة الدور الاقتصادي للبورصة من جهة أن الشركات المدرجة في البورصة تمثل غالب قطاعات الاقتصاد، حيث تضم ثلاثة قطاعات رئيسية و23 قطاعاً فرعياً، مما يعطي البورصة طابعاً اقتصادياً شاملاً، غير أن السوق تعرف نسبة تركيز عالية من ناحية القيمة السوقية بنسبة 69,3% وهي تضم القطاعات الثلاثة مما يبين أهمية مختلف القطاعات في البورصة.

ولكن من ناحية حركة الإدراج والشطب فالبورصة تعرف حركة إدراج سنوية جيدة غير أن عمليات الشطب لا تظال سوى عدد قليل من الشركات مما قد يوحي بأن البورصة لا تقوم بدورها جيد كمعيار لتشجيع الشركات الناجعة ومعاقبة الشركات الغير ناجعة، فخلال سنتي 2008 و2009 تم إدراج 29 شركة جديدة فيما تم شطب شركة واحدة في كل سنة فقط.

وتتمثل أدوات الاستثمار المتاحة في بورصة عمان في:

- الأسهم - حقوق الاكتتاب - السندات وأذونات الخزينة - صناديق الاستثمار المشتركة: يتضمن قانون الأوراق المالية الأحكام المتعلقة بإنشاء وتنظيم عمل صناديق الاستثمار المشترك والرقابة عليها.

وبدأت بورصة عمان خلال العام 2009 وبالتعاون مع المنظمة التطوعية للخدمات المالية (FSVC) بدراسة لاستحداث وإدخال أدوات مالية جديدة إلى السوق، وهي صناديق المؤشرات المتداولة (ETF)، وقد بدأت مؤسسات سوق رأس المال بدراسة المواضيع التشريعية والفنية المتعلقة بتسجيل وإصدار هذه الأوراق في السوق وآلية تداولها.

وفي مجال الاستثمار الأجنبي، شهد الأردن صدور وإقرار عدة تشريعات خاصة بتنظيم استثمارات غير الأردنيين خلال الأعوام السابقة، وكانت هذه التشريعات تهدف إلى إزالة المعوقات وتقديم الامتيازات التي من شأنها تشجيع وتنظيم عمليات الاستثمارات غير الأردنية في مختلف القطاعات، وتدرجت هذه التشريعات في تخفيف القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الخارجي وفي رفع نسبة الملكية المسموح بها، حتى تم إزالة هذه القيود بالكامل بصدور نظام رقم (54) لسنة 2000 لتنظيم استثمارات غير الأردنيين والذي سمح لهم بتملك رؤوس أموال الشركات بالكامل في معظم القطاعات.

وبلغت القيمة الإجمالية للأسهم التي اشترت من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة خلال عام 2009 حوالي 2135,4 مليون دينار مشكلة ما نسبته 22,1% من حجم التداول الكلي في البورصة، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 2139,2 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني قد انخفض بما قيمته 3,8 مليون دينار لعام 2009، مقارنة مع ارتفاع قيمته 309,8 مليون دينار للعام 2008.

وبلغت مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في بورصة عمان في نهاية عام 2009 حوالي 48,9% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، تشكل نسبة العرب منها 33,4% فيما يمثل الأجانب 15,5%، وتشير البيانات الصادرة عن مركز إيداع الأوراق المالية إلى أن الاستثمارات السعودية تحتل المرتبة الأولى من حيث الاستثمارات الأجنبية، حيث بلغت قيمتها في عام 2009 حوالي 1,2 مليار دينار أي بنسبة 7,0% من القيمة السوقية للبورصة (وهو ما يمثل من مجموع الاستثمارات الأجنبية)، تلتها الاستثمارات الكويتية بنسبة 5,9% من القيمة السوقية للبورصة، ثم اللبنانية بنسبة 5,2%، ثم الأمريكية بنسبة 4,2%، ثم القطرية بنسبة 3,9%.

وبالنسبة للتعاون العربي والإقليمي والدولي، سعت بورصة عمان منذ تأسيسها إلى زيادة وتوثيق أواصر التعاون مع المؤسسات الدولية والعربية، وضمن هذا الإطار فقد انضمت بورصة عمان إلى العديد من المنظمات العربية والدولية كما شاركت بورصة عمان في العديد من النشاطات التي عقدت على المستويين العربي والدولي:

- ✓ قبول العضوية الكاملة لبورصة عمان بالاتحاد الدولي للبورصات World Federation of Exchanges ، وذلك خلال الاجتماع السنوي للاتحاد والذي عقد في مدينة شنغهاي بالصين خلال عام 2007.
- ✓ انضمت البورصة إلى اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية واتحاد البورصات الأوروبية - الآسيوية (FEAS) ومقره اسطنبول، كما انضمت بورصة عمان كعضو مساند إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO وإلى مركز خدمات المعلومات المالية Financial Information Services Division (FISD)، والذي يدار من قبل لجنة تنفيذية مكونة من (26) عضواً ممثلين عن البورصات وشركات مزودي المعلومات ومستخدميها.
- ✓ انتخاب بورصة عمان لرئاسة لجنة العمل التابعة لاتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية (FEAS) بالإجماع ولثلاث دورات متتالية كل دورة مدتها سنتان.
- ✓ انتخاب المدير التنفيذي لبورصة عمان كرئيس للجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي NSC/Unix User Group .

المطلب الرابع: خصائص أسواق الدول المصدرة لرأس المال:

تتمثل الدول المصدرة لرأس المال أو أسواق الفائض من أسواق بلدان التعاون الخليجي التي تتميز بفائض في الادخارات الفردية نتيجة الفوائض البترولية التي يقوم أصحابها باستثمارها في الأسواق المالية، وهي الأسواق هي، سوق الأسهم السعودي، سوق لكويت للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية وسوق مسقط للأوراق المالية.

أولاً: سوق الأسهم السعودي: يعتبر سوق الأسهم السعودي من بين أهم الأسواق المالية في المنطقة، وقد شهد هذا السوق تطور كبير خلال فترة الدراسة، مما أتاح له الوصول بركب أسواق الدول المتطورة من ناحية مؤشرات الكفاءة التي بلغت فيها مستويات جد عالية.

وتتضح الأهمية الاقتصادية لسوق الأسهم السعودية من خلال توزيع كل من رصمة السوق وحجم التداول على القطاعات المدرجة في السوق، ففي السوق هناك 15 قطاعاً يمكن ترتيبهم حسب نسبتهم إلى القيمة السوقية الإجمالي على التوالي: قطاع الصناعات البتروكيمياوية يضم 14 شركة تمثل 34,06% من القيمة السوقية الإجمالية و 23,73% من قيمة التداول، يليه قطاع المصارف والخدمات المالي الذي يضم 11 شركة تمثل 27,71% من القيمة السوقية و 11,82% من قيمة التداول، ثم قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات الذي يضم 4 شركات تمثل 11,24% من القيمة السوقية و 5,92% من قيمة التداول، ثم الطاقة والمرافق العمومية بشركتين تمثل 4,07% من القيمة الاسمية و 0,64% من حجم التداول، كما يمكن الإشارة إلى قطاع التأمين الذي يضم 26 شركة وهو الأكبر من حيث عدد الشركات تمثل قيمتها السوقية فقط 1,99 فيما تمثل هذه نسبة 15,91% من حجم التداول، وفي الأخير تضم بقية القطاعات 78 شركة تمثل 20,92% من القيمة السوقية فيما تمثل حجم تداولاتها 41,97% من قيمة التداول الإجمالية.

وما يمكن ملاحظته من خلال توزيع القيمة السوقية وقيمة التداول على القطاعات، إن السوق يتميز بنسبة تركيز كبيرة في القيمة السوقية لا تماثل مع قيمة التداول حيث أن في القطاعات الثلاثة الأولى تمثل 73,02% من القيمة السوقية الإجمالي، فيما لا تتجاوز نسبة تداولاتهم 41,47%، فيما يبلغ العائد على هذه القطاعات على التوالي، وهذا يبين أن هناك جزء كبير من القيمة السوقية لا يتم التداول وهذا راجع إلى أن المستثمرين الذين يستحوذون على أسهم الشركات الكبرى لا يقومون بالتداول عليها.

وحسب تقرير عام 2009، يعتبر سوق الأسهم السعودي من أقل الأسواق العربية تركّزاً، حيث تسيطر أكبر عشرة شركات على 58,42% القيمة السوقية وأكبر عشرة شركات من حيث التداول على 37,53% من إجمالي تداول السوق، وتسيطر شركة سابك على 20,7% من إجمالي القيمة السوقية بقيمة 247,5 مليار ريال سعودي،

فيما تسيطر ذات الشركة على 11% من إجمالي التداول بقيمة 143,15 مليار ريال سعودي.

من جهة أخرى حقق سوق الأسهم السعودي خلال عام 2009 معدل عائد يبلغ 0,48 وهو من أعلى نسب العائد في الأسواق المالية العربية، ويبلغ أعلى عائد حسب القطاعات في قطاع الفنادق والسياحة بنسبة 4,97 حيث يضم هذا القطاع شركتين تمثل قيمتهن السوقية 0,21% وبلغ نسبة تداولها 1,42%، في المقابل سجل قطاع شركات الاستثمار المتعدد أدنى عائد بـ 4,67- حيث يضم القطاع 7 شركات تمثل قيمتهن السوقية 2,9% فيما يمثل من قيمة التداول 4,47%، أما من حيث الشركات فيبلغ أعلى عائد 7,36 وأدنى عائد 4,88-، وهذا ما يبين التذبذب الشديد في السوق من حيث العائد.

أما بالنسبة لحركة الإدراج والشطب فقد تم خلال عام 2009 إدراج 9 شركات جديدة فيما لم يتم شطب أي شركة من التداول.

وبالنسبة لتعاملات السوق فقد بلغ متوسط تعاملات الأفراد السعوديين في السوق خلال عام 2009 من إجمالي مبيعات ومشتريات السوق 88,95% من إجمالي تعاملات السوق، فيما بلغت تعاملات المؤسسات 3,85% وتعاملات صناديق الاستثمار 1,95%، في المقابل بلغت هذه النسب خلال عام 2008 على التوالي 92,85%، 2,6%، 1,15%، وهذا ما يدل على أن سوق الأسهم السعودي سوق يعرف حجم كبير من المضاربة بسبب طغيان تعاملات الأفراد على السوق.

وتتمثل المنتجات والأدوات المالية المتداولة في سوق الأسهم السعودي في:

- أدوات الملكية: تسمح الأنظمة المطبقة بالملكية بإصدار وطرح عدد من الأدوات أهمها الأسهم وحصص التأسيس وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وأذونات الخزينة، وصناديق الاستثمار؛

- أدوات الدين: ضمن سعي الهيئة المتواصل لتطوير السوق المالية وتنفيذاً للمادة الخامسة من نظام السوق المالية وافقت الهيئة في يوم السبت 1430 / 6 / 13 هـ الموافق 6/

2009 / 6م على إنشاء سوق مالية لتداول الصكوك والسندات في المملكة، لتكون ثاني سوق منظم للأوراق المالية بعد سوق الأسهم، وقد بلغ عدد السندات المدرجة خلال عام 2009 خمسة شركات بلغت قيمتها الاسمية المتداولة 27,710 مليون ريال وتداولاتها 27,423 مليون ريال؛

– الأدوات المشتقة: اتفاقيات مبادلة الأسهم " SWAP Agreements "

استمراراً لجهود الهيئة في تطوير السوق المالية وتطبيقاً للمادة الخامسة من نظامها أصدرت الهيئة قرارها رقم 2008 - 28 - 2 تاريخ 1429 / 8 / 17 هـ الموافق 2008/8/18م القاضي بالموافقة على السماح للأشخاص المرخص لهم بإبرام اتفاقيات المبادلة " SWAP Agreements " مع الأشخاص الأجانب غير المقيمين سواءً أكانوا مؤسسات مالية أم أفراداً، وتأتي هذه الخطوة امتداداً لخطوتين سابقتين قامت بهما الهيئة لتحرير السوق المالية السعودية، الخطوة الأولى هي المساواة التامة بين مواطني دول مجلس التعاون في مجال تملك الأسهم وتداولها، أما الخطوة الثانية فكانت السماح للأجانب المقيمين بالتداول في سوق الأسهم.

وفي مجال الاستثمار الأجنبي فقد كان سوق الأسهم السعودية يسمح للمواطن الخليجي بالاستثمار في أسهم شركات محددة وضمن نسب محددة طبقاً للقرارات المتخذة في مجلس التعاون الخليجي التي تطبقها المملكة، أما بالنسبة للمواطن العربي غير الخليجي أو الأجنبي فإنه غير مسموح له بالاستثمار في أسهم الشركات السعودية.

وخلال عام 2009، بلغ متوسط تعاملات الأجانب بيعاً وشراءً من تعاملات السوق 5,25%، بحيث بلغت تعاملات الخليجين 2,4% من إجمالي السوق، وتعاملات العرب المقيمين (غير خليجين) 1,65%، وتعاملات الأجانب المقيمين غير العرب 0,2%، وتعاملات الأجانب (عبر اتفاقيات المبادلة) 0,95% في المقابل بلغت هذه معاملات الأجانب خلال عام 2008 حوالي 4,4% من معاملات السوق، بحيث بلغت استثمارات الخليجين 1,35%، وبلغت استثمارات العرب المقيمين (غير الخليجين) 1,9%، كما بلغت استثمارات الأجانب المقيمين غير العرب والخليجين 0,15%.

ثانياً: سوق الكويت للأوراق المالية: نلاحظ من تركيبة السوق القطاعية من حيث حجم التداول القيمة والسوقية، أن الغالب على السوق هو قطاع الخدمات الذي يتداول بنسبة 32,1% من إجمالي حجم التداول في السوق ويضم القطاع 58 شركة تمثل قيمتها السوقية 29,69% من رسملة السوق، يليه قطاع البنوك الذي تدرج في السوق 9 شركات منه فقط يمثل نسبة 22,1% من إجمالي تداولات السوق وتمثل أعلى نسبة قيمة سوقية بنسبة 36,17% مع العلم أن 6 بنوك من بين التسعة تدرج في قائمة أكبر 10 شركات من حيث القيمة السوقية و3 بنوك تدرج في قائمة أكبر 10 شركات من حيث حجم التداول، ومن جهة أخرى فإن القطاعين متمثلين في 67 شركة من 205 شركات تفوق نسبة تداولاتهما 54% من إجمالي السوق ونسبة قيمتهم السوقية 65,86% من إجمالي السوق، يليهما كل من قطاع الاستثمار وقطاع الصناعة بنسبة حجم تداول 17,2% و9,2% على التوالي، حيث يضم قطاع الاستثمار 47 شركة تمثل قيمتهم السوقية 13,8%، كما يضم قطاع الصناعة 28 شركة تمثل قيمتهم السوقية 8,76% من إجمالي السوق.

ومن جهة أخرى فإن حجم قطاع الشركات غير الكويتية تدرج منه 15 شركة في السوق وبمعدل تداول 7,7%، وبنسبة قيمة سوقية 1,51% من إجمالي السوق، وتتمثل هذه الشركات في: شركة الشارقة للأسمنت والتنمية الصناعية، شركة أسمنت الخليج، شركة صناعات أسمنت أم القيوين، شركة صناعات أسمنت الفجيرة، شركة رأس الخيمة لصناعة الإسمنت "أسمنت أبيض"، المجموعة العربية للتأمين "أريج"، بنك الخليج المتحد، الشركة القابضة المصرية الكويتية، الشركة البحرينية الكويتية للتأمين، بيت التمويل الخليجي، البنك التجاري الدولي (مصر)، شركة إنوفست، البنك الأهلي المتحد، بنك البحرين الكويت، بنك الإثمار.

من جهة أخرى يضم سوق الكويت للأوراق المالي مجموعة من الأسواق إضافة إلى السوق الرسمي، وهذه القطاعات مع أدائها خلال عام 2009 هي كما يلي:

- **سوق الكسور:** يتمثل سوق الكسور في التعاملات التي تمت على الأسهم التي يقل عددها عن الوحدات الكاملة، وقد بلغت كمية الأسهم المتداولة خلال عام 2009 في هذا النوع من التعاملات 1048,1 مليون سهم، وكانت قيمتها 136,7 مليون دينار كويتي وذلك من خلال 121819 صفقة؛

- **السوق الموازي:** يمثل السوق الموازي التعاملات التي تمت على أسهم شركات هذه السوق، والتي بلغت سبع عشرة شركة، وقد بلغت كمية الأسهم المتداولة خلال عام 2009 في هذا السوق 79,8 مليون سهم، وكانت قيمتها 17,2 مليون دينار كويتي وذلك من خلال 730 صفقة.

- **سوق التداول الآجل:** وهو السوق الذي يتعامل مع الأسهم ويعطي سعراً محدداً للتسليم في تاريخ معين في المستقبل، وتتمثل الفترة موزعة على فترات التعامل الآجل الأربعة (ثلاث أشهر، ستة أشهر، تسعة أشهر، اثني عشر شهراً)، وتبلغ كمية الأسهم المتداولة في هذا السوق قد بلغت 66,3 مليون سهم، بقيمة إجمالية مقدارها 25.5 مليون دينار، في حين بلغ عدد الصفقات المتداولة 1186 صفقة.

- **سوق البيوع المستقبلية:** ينقسم هذا السوق إلى أربعة فترات مثل السوق الآجل، بلغ إجمالي التداول في السوق 1729 مليون سهم بقيمة نقدية بلغت 408,4 مليون دينار، من خلال 13397 صفقة؛

- **سوق الخيارات:** بلغ إجمالي الأسهم المصدرة في تداولات سوق الخيارات نحو 444,975 مليون سهم موزعة على 10757 صفقة بقيمة 128,3 مليون دينار كويتي خلا 364 يوم تداول، أما من حيث حركة الإدراج والشطب فقد تم خلال عام 2009 إدراج ثلاث شركات جديدة في السوق الرسمي وشطب شركتين من السوق، كما تم إدراج ثلاث شركات جديدة في السوق الموازي.

وتتمثل الأدوات والمنتجات الاستثمارية المتداولة في السوق في:

1- **الأسهم:** لقد كان حجم الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية يمثل نسبة كبير من إجمالي الأسهم المتداولة في أسواق الأسهم العربية، حيث بلغت أعلى نسبة خلال فترة الدراسة إلى 91,5% عام 2002 لتراجع هذه النسبة بشكل كبير خلال

السنوات المالية لتصل بعدها عام 2009 إلى 29,2% من إجمالي حجم الأسهم المتداولة لجميع أسواق الدول العربية.

ثالثاً: سوق البحرين للأوراق المالية: إن التوزيع النسبي للقيمة السوقية وفقاً للقطاع في عام 2009 يبين أن قطاع الاستثمار يشكل 41,5% من إجمالي القيمة السوقية يليه قطاع البنوك التجارية بنسبة 33,2% وقطاع الخدمات بنسبة 19,2%، فيما يشكل كل من قطاع الفنادق والسياحة وقطاع التأمين على التوالي 2,9%، 2,8%. ويمثل قطاع الصناعة 0,3% من القيمة السوقية الإجمالية.

بنهاية عام 2009، أستاذ قطاع البنوك التجارية على 54,07% من مجمل القيم المتداولة تلاه قطاع الاستثمار بواقع 26,36%، فقطاع الخدمات بواقع 16,38%، فقطاع الفنادق والسياحة بواقع 0,99، فقطاع التأمين بواقع 0,69%، فقطاع الصناعة بواقع 0,03%.

وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 49 شركة (42 شركة مساهمة عامة، و2 شركة مقفلة، 5 شركات غير بحرينية)، أما الصناديق الاستثمارية فقد بلغ عددها 34، بينما بلغ عدد السندات والصكوك 14 سنداً وصكاً، فيما تحتوي البورصة على سهم واحد ممتاز، (قطاع البنوك التجارية (7)، الاستثمارات "المالية" (13)، قطاع التأمين (6)، قطاع الخدمات (9)، قطاع الصناعة (شركتين، شركة البحرين لمطاحن الدقيق وشركة دلمون للدواجن)، قطاع الفنادق والسياحة (5)، الشركات المقفلة (شركتين، شركة الأوراق المالية والاستثمار، والشركة المتحدة لصناعة الورق)، والشركات غير البحرينية (خمسة بنوك، بنك مسقط (عمان)، الشركة السودانية للاتصالات (السودان)، الشركة المتحدة للتمويل (عمان)، بيت الاستثمار العالمي (الكويت)، المجموعة الدولية للاستثمار (الكويت)، وتشير نسب التداول وفقاً للجنسية إلى استحواذ البحرينيين على 56,45% من مجمل تداولات السوق، في حين استأثر غير البحرينيين على 43,55% إجمالي قيمة التداول، كما استحوذ غير البحرينيين على 53,85% من قيمة الأسهم المتداولة خلال 2009.

رابعاً: أسواق الإمارات العربية المتحدة: تتمثل أسواق الإمارات العربية المتحدة في سوقين ماليين مستقلين تجمعهم هيئة رقابية واحدة هي هيئة الأوراق المالية والسلع ويتمثل هاذين السوقين في سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية:

1- سوق دبي المالي: يضم سوق دبي للأوراق المالية 9 قطاعات مختلفة، يمثل قطاع البنوك من بينها أعلى نسبة قيمة سوقية بنسبة 25,4% فيما تمثل قيمة تداولات القطاع 7,3% من قيمة التداول الإجمالية، يليه قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية الذي تمثل قيمته السوقية 20,1% من رسملة السوق في حين يستحوذ القطاع على أكبر من نصف قيمة تداولات السوق بنسبة 57,7%. ويأتي قطاع الاستثمار والخدمات في الرتبة الثالثة من حيث قيمته السوقية وقيمة تداولاته بنسبة 17,3% و 18,4% على التوالي، يليه قطاع المواد من حيث القيمة السوقية التي تمثل 13,6% من رسملة السوق وبأقل قيمة تداول في السوق بنسبة 0,002%، يلي هذا القطاعات كل من قطاع النقل وقطاع الاتصال وقطاع التأمين وقطاع السلع الاستهلاكية وقطاع المرافق العامة حيث تمثل قيمتهم السوقية 23,7% من رسملة السوق وقيمة تداولاتهم 16,51% من قيمة تداولات السوق الإجمالية.

أما من ناحية الاستثمار المؤسسي فقد بلغت قيمة مشتريات المستثمرين المؤسسيين في سوق دبي المالي خلال عام 2009 حوالي 35,7 مليار درهم لتشكّل ما نسبته 20,6% من إجمالي قيمة التداول، وفي المقابل بلغت مبيعاتهم حوالي 35,5 مليار درهم أو ما نسبته 20,5% من إجمالي قيمة التداول. وبالمحصلة، بلغ صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق إلى سوق دبي المالي خلال هذا العام نحو 177,4 مليون درهم.

وبالنسبة للاستثمار الأجنبي، بلغت مشتريات غير الإماراتيين من الأسهم في سوق دبي المالي خلال عام 2009 نحو 69,9 مليار درهم لتشكّل ما نسبته 40,3% من إجمالي قيمة التداول، وفي المقابل بلغت مبيعاتهم من الأسهم خلال نفس الفترة نحو 68,5 مليار درهم لتشكّل ما نسبته 39,5% من إجمالي قيمة التداول، ونتيجة لذلك، فقد بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق إلى السوق خلال عام 2009 نحو 1,4 مليار

درهم مقابل استثمارات أجنبية تجاوزت قيمتها 6 مليارات درهم خرجت من السوق خلال عام 2008، وقد احتل الأردنيون المرتبة الأولى الرتبة الأولى بين الجنسيات المختلفة للمستثمرين غير الإماراتيين في سوق دبي المالي من حيث قيمة الأسهم المتداولة، حيث بلغ إجمالي تداولاتهم في السوق خلال عام 2009 ما قيمته 24,8 مليار درهم أو ما نسبته 17,8% من إجمالي تداولات غير الإماراتيين، تلاهم المصريون بنسبة 12,2% ثم البريطانيون بنسبة 10,8%، أما من حيث صافي الاستثمار، فقد تصدر البريطانيون قائمة المستثمرين غير الإماراتيين، حيث بلغ صافي استثماراتهم في السوق خلال عام 2009 ما قيمته 287 مليون درهم أو ما نسبته 20,5% من صافي الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى السوق، تلاهم السعوديون بنسبة 10,4% ثم الفلسطينيون والسوريون بنسبة 8,6% و 7,8% على التوالي.

2- سوق أبوظبي للأوراق المالية: يضم سوق أبو ظبي للأوراق المالية تسع قطاعات تضم 69 شركة مدرجة خلال عام 2009 ويمكن ترتيب هذه القطاعات على أساس قيمة تداولاتها التي يستحوذ على نصفها قطاع العقار بنسبة 50,35%، حيث يضم القطاع 3 شركات فقط تمثل قيمتهم السوقية 7,05% من إجمالي قيمة السوق، يليه قطاع الطاقة الذي يضم 3 شركات تمثل قيمة تداولاتها 19,11% من إجمالي السوق وقيمتها السوقية 6,91% من رسملة السوق، يلي هذين القطاعين قطاع البنوك والخدمات المالية الذي يضم 17 شركة تمثل قيمتهما السوقية 36,05% من رسملة السوق فيما لا تتجاوز قيمة تداولاتها 14,63% من إجمالي تداولات السوق، فيما تضم القطاعات الأخرى 44 شركة تمثل قيمتهم السوقية 16,22% من رسملة السوق وقيمة تداولاتها 15,9% من قيمة التداول الإجمالية.

ومن حيث الاستثمار المؤسسي فقد استمر النمو في تداولات المستثمرين المؤسساتيين خلال عام 2009 بالسوق ليلبلغ إجمالي قيمة الأسهم المودعة لهذا القطاع من المستثمرين 26,6% من إجمالي قيمة الأسهم المودعة. وقد بلغ نصيب المستثمرين المؤسساتيين من إجمالي قيمة الشراء بالسوق خلال العام نحو 30,36%، كما بلغ

نصيب هذه الفئة من المستثمرين من إجمالي قيمة البيع بالسوق خلال العام نحو 29,62%.

وفي مجال الاستثمار الأجنبي، بلغت قيمة مشتريات الأجانب خلال عام 2009 نحو 36,64% من إجمالي الشراء بالسوق خلال العام، بينما بلغت قيمة البيع لهذه الفئة من المستثمرين 34,9% من إجمالي قيمة البيع خلال العام، وقد احتل مستثمري المملكة المتحدة المركز الأول بين المستثمرين الأجانب من حيث قيمة التداولات بشراء بلغت نسبته 9,16% من إجمالي شراء الأجانب، وبيع بلغت نسبته 8,83% من الإجمالي، ولقد جاء المستثمرين من الأردن ومصر في المرتبتين الثانية والثالثة على التوالي في حين جاءت السلطة الوطنية الفلسطينية في المرتبة الرابعة.

أما من حيث صافي الاستثمارات فقد احتل مستثمري الولايات المتحدة المرتبة الأولى بين الأجانب بصافي استثمار بلغ 276,84 مليون درهم، وهو ما يمثل 23% من إجمالي صافي الاستثمارات التي بحوزة الأجانب خلال 2009، تلاهم مستثمري المملكة المتحدة بنصيب 18% ثم لوكسمبورغ بنسبة 17% ثم الكويت بحصة بلغت 15% فالأردن بنسبة 6%.

الخاتمة

تميز أداء الأسواق المالية العربية في بداية الألفية الثالثة نمو كبير خاصة في أسواق الأوراق المالية التابعة لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث تأثرت هذه الأسواق بالطفرة البترولية التي ضاعفت من مداخيل هذه الدول من النفط وكانت سببا في توجه الكثير من الأفراد إلى الاستثمار المالي بدل الاستثمار الإنتاجي، ورغم أن المؤشرات تبين أن بعض الأسواق المالية العربية أصبحت أكبر كفاءة من الأسواق المالية العالمية، غير أن هذه الأسواق تتميز بسيطرة قطاعات البنوك والعقارات وقطاع الاتصالات على القيمة السوقية في هذه الأسواق رغم أن هذه تعتمد على قطاع الطاقة كعنصر أساسي في السوق، ما يعني أن هذه الأسواق لا تلي متطلبات الاقتصاد بصورة أساسية.

كما تسيطر تعاملات الأفراد على مجمل تعاملات أسواق الأوراق المالية العربية، مما يعني أن هذه الأسواق عرضة لقرارات الأفراد التي تعتبر قرارات تخضع للإشاعات ولا

تستند إلى القرارات الاستثمارية الرشيدة، وقد انعكس هذا الاتجاه العام في أسواق الأوراق المالية في الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي أثرت على أسواق الأوراق المالية العربية بسبب الفزع الذي انتاب المستثمرين العرب من الأحداث التي حدثت في الاقتصاديات الصناعية.

- مصطفى عبد الله الكفري، عولمة الاقتصاد والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية، منشورات اتحاد الكتاب العرب، حلب، 2008، ص58.

ii - مصطفى عبد الله الكفري، مرجع سبق ذكره، ص 67.

iii - مصطفى عبد الله الكفري، مرجع سبق ذكره، ص 69.

iv - مصطفى عبد الله الكفري، مرجع سبق ذكره، ص 73.

v - البورصة المصرية، التقرير السنوي 2009 متوفر على الموقع التالي

http://www.egyptse.com/getdoc/29d722d6d6-484a-a818-220aa74219ca/AnnuaReport-2009_ar.aspx

vi - إدارة البحوث وتنمية الأسواق، التقرير السنوي للبورصة المصرية

http://www.egyptse.com/getdoc/29d722d6d6-484a-a818-220aa74219ca/AnnuaReport-2009_ar.aspx

vii - بورصة عمان، التقرير السنوي 2009 متوفر على الموقع التالي:

<http://www.exchange.jo/sites/default/files/ASE%20Annual%20Report%202009%20arabic.pdf>

viii - بورصة عمان، استثمارات تبني المستقبل، متوفر الموقع www.exchange.jo

ix - المرجع السابق نفسه

x - بورصة عمان، التقرير السنوي 2009، مرجع سبق ذكره، ص 25.

xi - بورصة عمان، 10 سنوات من التميز والعطاء المستمر، أهم الأحداث 1999-2008.

www.exchange.jo.

xii - سوق الأسهم السعودي "تداول"، التقرير السنوي 2009، متوفر على الموقع

http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Publication/PDF/Annual_Report_2009_Arabic.pdf

xiii - سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009.

<http://www.kuwaitse.com/Portal/Report/Report2009.pdf>

xiv - سوق البحرين للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009، متوفر على

http://www.bahrainbourse.com.bh/BB/index_ar.asp

xv - سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2009.

<http://www.dfm.ae/Documents/Publications/eb14cf92a98-476f-a627-56d333a3937b.pdf>

56d333a3937b.pdf

xvi - سوق أبوظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009.

<http://www.adx.ae/Arabic/Pages/default.aspx>

المراجع:

- مصطفى عبد الله الكفري، عملة الاقتصاد والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية، منشورات اتحاد الكتاب العرب، حلب، 2008.

- البورصة المصرية، التقرير السنوي 2009 متوفر على الموقع التالي

http://www.egyptse.com/getdoc/29d7226dd6-484a-a818-220aa74219ca/AnnuaReport-2009_ar.aspx

- إدارة البحوث وتنمية الأسواق، التقرير السنوي للبورصة المصرية

http://www.egyptse.com/getdoc/29d7226dd6-484a-a818-220aa74219ca/AnnuaReport-2009_ar.aspx

- بورصة عمان، التقرير السنوي 2009 متوفر على الموقع التالي:

<http://www.exchange.jo/sites/default/files/ASE%20Annual%20Report%202009%20arabic.pdf>

- بورصة عمان، استثمارات تبني المستقبل، متوفر على الموقع، www.exchange.jo

- بورصة عمان، التقرير السنوي 2009، مرجع سبق ذكره، ص 25.

- بورصة عمان، 10 سنوات من التميز والعطاء المستمر، أهم الأحداث 1999-2008.

www.exchange.jo.

- Bourse de Casablanca, Rapport annuel 2009

http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/lesFiles/File/PDF/sum_F.pdf

- بورصة تونس للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009 www.bvmt.com.tn

متوفر على الموقع - بورصة بيروت، إحصائيات 2009.

<http://www.bse.com.lb/Portals/0/final%202009.pdf>

- سوق فلسطين للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009.

<http://www.pex.ps/PSEWebSite/publications/Aweb.pdf>

-
- سوق الأسهم السعودي "تداول"، التقرير السنوي 2009، متوفر على الموقع
http://www.tadawucom.sa/static/pages/ar/Publication/PDF/Annual_Report_2009_Arabic.pdf
- سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009.
<http://www.kuwaitse.com/Portal/Report/Ksereport2009.pdf>
- سوق البحرين للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009، متوفر على
http://www.bahrainbourse.com.bh/BB/index_ar.asp
- سوق دبي المالي، التقرير السنوي 2009.
<http://www.dfm.ae/Documents/Publications/eb14cf9c3a98-476f-a627-56d333a3937b.pdf>
- سوق أبوظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009.
<http://www.adx.ae/Arabic/Pages/default.aspx>
- سوق مسقط للأوراق المالية، التقرير السنوي 2009.
<http://www.msm.gov.om/default.aspx>
- بورصة قطر، التقرير السنوي 2009. متوفر على موقع البورصة
www.qatarexchange.qa

أثر جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية

عبد القادر بكحل - جامعة الشلف

عبد القادر عيادي - جامعة الشلف

ملخص

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، ولا يمكن تحقيق ذلك من دون وجود سوق للأوراق المالية تتميز بكفاءة عالية باعتبارها إحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة، إلا أن الواقع يثبت أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على جودة المعلومات المحاسبية من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها، فمصطلح الكفاءة يشير إلى تلك الدرجة التي تعكس عندها أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة كل المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في السوق.

وعليه فإن هذه الدراسة تهدف إلى البحث عن مدى تأثير جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي التطرق إلى مفهوم كفاءة سوق رأس المال وأهم أنواعها، مقومات تحقيق الكفاءة ومؤشرات قياسها، وأخيرا جودة المعلومات المحاسبية وعلاقتها بكفاءة سوق رأس المال.

الكلمات الدالة: سوق رأس المال، كفاءة سوق رأس المال، مؤشرات قياس الكفاءة، جودة المعلومات المحاسبية.

Summary

Impact the quality of accounting information on the efficiency of the securities market

Process requires economic development in any country capital assembled, can not be achieved without the presence of a securities market is characterized by high efficiency as an important mechanism for collecting private savings, but the reality proves that the efficiency of the stock market depends on the quality of accounting information

in terms of speed and presence and low cost, term efficiency refers to the degree to which reflect then stock prices promptly all information available to the public investors in the market.

Therefore, this study aimed to look for the impact of the quality of accounting information on the efficiency of the stock market, and thus to address the concept of efficient capital market and the most important types, elements of efficiency and indicators of measurement, and finally quality of accounting information and its relationship to efficiently capital market.

Key words: capital market, the efficiency of the capital market, indicators to measure the efficiency, quality of accounting information.

مقدمة

يعتبر تطوير سوق المال من المرتكزات الأساسية في إطار تعزيز الجهود المبذولة للإصلاح الاقتصادي والانتقال نحو آليات السوق من أجل تعبئة وتخصيص الموارد، وإفساح المجال أمام القطاع الخاص للقيام بدور أكبر في النشاط الاقتصادي، وذلك نظراً للدور الحيوي الذي تلعبه هذه السوق في حشد المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها إلى المشاريع الإنتاجية الأكثر كفاءة وربحية، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا بوجود سوق للأوراق المالية تتميز بكفاءة عالية تساهم في إحداث أدوات مالية تستقطب فوائض الأفراد والمؤسسات، وتوفر السيولة، وتشجع إدارات المؤسسات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل، كل ذلك أعطى أولوية الاهتمام بأسواق الأوراق المالية منذ نهاية القرن الماضي من أجل إعادة تأهيل الاقتصاد وجعله يواكب التطورات على جميع المستويات.

وعليه فإن كفاءة الأسواق المالية تعد من الموضوعات التي أثارت ولا تزال تثير جدلاً واسعاً بين المهتمين، فقد دخلت فرضية كفاءة الأسواق المالية بقوة إلى الأدب المالي

خلال العقود القليلة بسبب أهميتها التطبيقية، وقد عرّف فاما (1970) السوق الكفء "Markets Efficient"

بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين.

إشكالية الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن مدى تأثير جودة المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية، ومنه يمكن طرح عدة تساؤلات على النحو الآتي:

- ماذا تعني كفاءة سوق رأس المال؟ وما هي مقومات تحقيقها؟
- ما هي أهم مؤشرات قياس الكفاءة؟ وما هي أنواعها؟
- ماذا نعني بجودة المعلومات المحاسبية؟ وما هي مؤشرات تأثير هذه الجودة على كفاءة الشركات؟

ولتحقيق مبتغى هذه الدراسة والإجابة على التساؤلات المطروحة نستعرض المحاور الآتية:

أولا - مفهوم الكفاءة وأهم أنواعها.

ثانيا - مقومات تحقيق الكفاءة ومؤشرات قياسها.

ثالثا - جودة المعلومات المحاسبية وعلاقتها بكفاءة سوق رأس المال.

أولا- مفهوم الكفاءة وأهم أنواعها:

تعبر سوق المال عن جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل على تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأحجامها، وإعادة استثمارها بشكل مباشر أو غير مباشر، وتنقسم وفقا لأجل المعاملات التي تتم فيها، أو حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل أو حسب المرحلة التي يتم من خلالها التعامل، كما تكون أسواق المال محلية أو إقليمية أو دولية.

بينما تعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك (سوق الإصدار وسوق التداول).

تجدر الإشارة إلى أنه هناك علاقة تبادلية بين سوق الإصدار وسوق التداول، فإذا ما توافرت لسوق التداول سهولة التعامل، اقتصاد النفقات، سرعة تحويل الأوراق إلى نقود سائلة، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار، وبالتالي حصول إصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما ينتج عن ذلك من دفع عجلة التنمية. فماذا تعني كفاءة سوق الأوراق المالية؟ وما هي أنواعها؟

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن النظر إلى الأسواق المالية الكفؤة يمكن اعتباره لعبة عادلة **Fair Game** للمتعاملين، بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين بما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات، وبالتالي فهم يشتركون في لعبة عادلة، والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي إلى قيمتها الحقيقية، ولذلك قام فاما (1970) بتصنيف فرضية كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات، اعتماداً على مدى توفر المعلومات في السوق، المستوى الضعيف، والمستوى شبه القوي، والمستوى القوي.

إن مفهوم الكفاءة ينطوي على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقييم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها⁽¹⁾.

وعلى هذا الأساس، فإن مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يتوقف على مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها، وسوق رأس المال الكفاء، هي التي تحرك المال السائل بسرعة فائقة ودقة كاملة، بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن.

كما أن تحقق شروط الكفاءة الاقتصادية يعني أن تلك الأسواق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة وتحقيق ذلك يتطلب شرطين⁽²⁾ :

- الأول: أن يكون استخدام الأسواق من قبل المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل.
- الثاني: هو أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية بحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد المردودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول.

كما تعرف أيضا بأنها: " تلك السوق التي تكون فيها كافة المعلومات المتاحة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل"⁽³⁾.

كما يمكن صياغة مفهوم الكفاءة على شكل معادلة صافي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية المساوية للصفر، أي أن القيمة الحقيقية للتدفقات المستقبلية للورقة المالية المخصومة بمعدل عائد على الاستثمار (كافي لتعويض المستثمر عن المخاطر) تساوي تماما القيمة السوقية للورقة المالية أو ما يعرف بالقيمة العادلة، وفق الصيغة الرياضية الآتية⁽⁴⁾:

$$Vn = \sum_{t=i}^{\infty} D_t (1 + K)^{-t} - p = 0 \dots\dots\dots 1$$

حيث: Vn: تمثل مقدار صافي القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية.

P: القيمة السوقية للورقة المالية في اللحظة t.

$D_t (1 + K)^{-t}$: يمثل القيمة الحقيقية أو الحالية للسهم i.

تشير المعادلة ضمناً إلى أنه في ظل السوق الكفاء يعكس سعر السهم توقعات المستثمرين بشأن دالة التدفقات المستقبلية، ولكن هذا لا يعني أن القيمة السوقية ستبقى دائماً ثابتة، وبالتالي فإن السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم فيه قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية التي يكون العائد من الاستثمار موازناً للمخاطر المتوقعة منه، وعليه يمكن أن تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأن أسعار الأوراق المالية تعكس بكل مصداقية حقيقة الوضع المالي للشركات المتداولة.

2- أنواع الكفاءة:

حتى يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود، والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي على السوق أن يتميز بثلاثة أنواع من الكفاءة وهي سمات أساسية تجعل من السوق كفوءاً ويمكن توضيحها كالآتي⁽⁵⁾:

2-1- الكفاءة التشغيلية:

يشير هذا النوع من الكفاءة على قدرة السوق على خفض كلفة المعاملات أو كلفة تداول الأوراق المالية إلى أدنى مستوى ممكن، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون المعلومات التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة، وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف، ويمكن بلوغ هذا الهدف عن طريق خلق المنافسة بين صناع السوق والسماسرة العاملين في السوق.

2-2- كفاءة التوزيع:

هنالك نقص لمصادر الأموال في المجتمع، ومن المهم إيجاد آلية أو طريقة لتوزيع هذه المصادر على الأماكن الأكثر إنتاجية، ومن أجل نقل الأموال إلى المنظمات الصناعية والتجارية، والتي تستخدم الأموال بشكل أكثر فاعلية فلا بد من وجود طريقة لنقل الأموال إليهم، سوق رأس المال يساعد في عملية توزيع موارد المجتمع بين الاستثمارات الحقيقية المتنافسة، فمثلاً السوق الكفء يوفر أموال ضخمة لنمو الصناعات مثل الصناعات الالكترونية والكيمياء الحيوية والأدوية، وذلك من خلال الإصدارات للأوراق المالية لصالح هذه الصناعات، وبنفس الوقت يوفر أموال قليلة للصناعات ذات النمو البطيء.

2-3- كفاءة التسعير:

ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط، بل أن تصل المعلومات إلى المتعاملين دون أن يتحملوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، أي أن للجميع نفس الفرصة

لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية على حساب الآخرين، أي تحقيق فقط العائد الذي يعوض المستثمر عن تحمل المخاطرة من استثماراته، وهذا ما يطلق عليه بالكفاءة الكاملة، أو الكفاءة الخارجية. وعموماً يرى المحللون أن حركات الأسعار لا تتبع نمطاً معيناً، فكلما زادت كمية المعلومات المتاحة كلما زادت كفاءة السوق، وكلما قلت إمكانية التنبؤ بتحركات الأسعار قلت إمكانية الاستفادة من دراسة التحركات التاريخية للأسعار.

ثانياً- مقومات تحقيق الكفاءة ومؤشرات قياسها:

إن وجود مقومات تساهم بفعالية في تحقيق الكفاءة الاقتصادية، ويتطلب إحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية من أجل تجنب الأخطاء وتفادي العقبات، وبالتالي حماية المستثمرين والمحافظة على الأمانة والصدق في التعامل في عمليات تداول الأوراق المالية، وعليه يمكن تلخيص مقومات الأسواق المالية الكفوءة، ثم المؤشرات اللازمة لقياس هذه الكفاءة على النحو الآتي:

1- مقومات تحقيق الكفاءة:

من أهم مقومات الأسواق المالية الكفوءة هو توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، الشمولية، الحيوية، ووجود إطار تشريعي وتنظيمي، ويمكن توضيح ذلك على النحو الآتي⁽⁶⁾:

1-1- السيولة: تعتبر السيولة في الأسواق المالية أحد أهم المحفزات للمستثمرين، وتعني السيولة إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن سعر شراء الأصل، ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق.

1-2- استمرارية السعر: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات

جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر، والسوق المستمرة تتميز بالسيولة طالما لم تحدث تبادلات حادة على مستوى أسعار الصفقات.

1-3- عمق السوق : تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود

عمق في السوق، فالسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى ضبط التغير الكبير في السعر، والعكس في الأسواق التي تتميز بالضخامة (أسواق ضخمة)، بما أن عدد أوامر الشراء والبيع قليل وأن فارق السعر بين هذه الأوامر واسعا فان ذلك ينعكس على نشاط التداول في السوق، فالأسواق هذه لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب لإتمام صفقاتهم.

وأما الأسواق المشتتة فهي التي تفتقد إلى العمق، والسبب في ذلك أن عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة لإتمام الصفقة، وتتميز هذه الأسواق بكون الفرق ما بين أسعار الطلب وأسعار العرض، وتستغرق عملية إتمام صفقة بيع أو شراء أوراق مالية وقتا طويلا.

1-4- شمولية السوق: تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن أوامر العرض

والطلب حجم تداول كبير، فإذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فان السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول في الأسواق ذات الواسعة فان الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض يكون ضيقا.

1-5- حيوية السوق: عندما يحتل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق، فالأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقاً، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً، ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

1-6- وجود إطار تشريعي وتنظيمي: يسمح وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن بمواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية، ويمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء، فضلاً عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق.

2- مؤشرات قياس الكفاءة:

لا يمكن الاكتفاء للحكم على كفاءة السوق من خلال كون الأسعار تعكس جميع المعلومات المتاحة فقط، بل يجب دراسة بعض المؤشرات التي تعتبر من أهم الأدوات التي ينبغي أن يسترشد بها متخذي القرارات الاستثمارية في قياس الكفاءة، ومنها⁽⁷⁾:

2-1- حجم السوق: يعد اتساع حجم السوق مؤشراً إيجابياً على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، ويقاس هذا الاتساع من خلال معيارين هما:

- **معدل الرسملة في البورصة للناتج المحلي الإجمالي:** يقاس المؤشر بنسبة الرسملة في البورصة الذي يعني القيمة السوقية لأسهم رأس المال المؤسسات المقيدة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

- **عدد الشركات المقيدة في البورصة:** إن زيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة يؤدي إلى زيادة اتساع حجم السوق وبالتالي زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد، ويرتبط ذلك بارتفاع رأسمال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم وتوجيه الموارد المالية نحو المؤسسات الأكثر كفاءة.

2-2- مؤشر سيولة السوق: تعني سيولة السوق وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، وتقاس عادة من خلال مؤشرين:

- **قيمة التداول / قيمة الرسملة في البورصة:** يعبر ارتفاع هذا المؤشر عن زيادة درجة السيولة حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق.
- **قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي:** يشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج إلى ومن السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة التعاملات، كما يعكس هذا المؤشر نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

2-3- مؤشر درجة التقلبات في العوائد: تعني درجة التقلبات مدى وجود تغيرات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال.

2-4- مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي: يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق رأس المال، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق.

2-5- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية: تعني كفاءة التسعير أن تعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة المؤثرة على مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، وترتبط كفاءة التسعير بكفاءة التشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة المعاملات.

3- الصيغ المختلفة للكفاءة :

انطلاقاً من أهمية الدور الذي تلعبه المعلومات في تحديد سعر الورقة المالية فقد تم تحديد صيغ مختلفة لكفاءة الأسواق المالية، ويمكن تلخيص ذلك على النحو الآتي⁽⁸⁾:

3-1- الصيغة الضعيفة: وتعني هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية هي المعلومات التاريخية التي تكونت خلال فترات ماضية من التعامل، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني

بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى .

3-2-الصيغة المتوسطة: وتعني هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية المتاحة في المسار الضعيف أيضاً كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها). وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء .

3-2-الصيغة القوية: وتعني أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كافة المعلومات العامة والخاصة المتاحة في السوق لجميع المتعاملين بما في ذلك المعلومات الداخلية للشركات، وعليه لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

وعليه فأن:

الصيغة الضعيفة للكفاءة ← معلوماتها: الأسعار السابقة (التاريخية) للأوراق المالية.

الصيغة المتوسطة للكفاءة ← معلوماتها: جميع المعلومات المتاحة (التاريخية والحالية).

الصيغة القوية للكفاءة ← معلوماتها: جميع المعلومات العامة والخاصة (التاريخية والحالية والمستقبلية).

ويمكن تلخيص أنواع صيغ الكفاءة وفقا للجدول التالي

الفرضية	أنواع المعلومات	المفهوم	التأثير
الضيعة الضعيفة للكفاءة	الأسعار السابقة (التاريخية) للأوراق المالية	أن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار وكميات الأسهم في الماضي.
الضيعة المتوسطة للكفاءة	جميع المعلومات المتاحة (التاريخية والحالية)	أن كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم.	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة.
الضيعة القوية للكفاءة	جميع المعلومات العامة والخاصة (التاريخية والحالية والمستقبلية)	أن كافة المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة كاملة.	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة أو الخاصة.

أنواع صيغ الكفاءة وفقا لنوعية المعلومات.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاءة البورصة" دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 45.

ثالثا- جودة المعلومات المحاسبية وعلاقتها بكفاءة سوق رأس المال:

تلعب المعلومات المحاسبية دورا هاما في خدمة وتطوير سوق الأوراق المالية، وذلك عن طريق توفير كافة المعلومات التي تهم المهتمين عن الأوضاع المالية للوحدات الاقتصادية المساهمة، فنجاح أداء سوق الأوراق المالية يتركز على كفاءة السوق من حيث مدى دقة المعلومات المقدمة للمستثمر وسرعة تواجدها وقلة تكلفتها.

1- أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية:

تمثل المعلومات المحاسبية جزءا أساسيا من المعلومات التي تساهم في وضع أو إنشاء أو تركيب هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، كما تلعب دورا هاما في تخصيص الموارد المحدودة بين مشروعات الاستثمار المختلفة وفي توزيع الأوراق المالية بين المستثمرين،

وعموما يمكن النظر إلى الأثر الذي تحدثه المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية على النحو الآتي⁽⁹⁾:

- تساعد المعلومات المحاسبية المستثمرين في اختيار أفضل محفظة للأوراق المالية، وذلك عن طريق الإفصاح عن المعلومات المحاسبية للوحدات الاقتصادية المساهمة.
 - تستخدم المعلومات المحاسبية والتي تتم معالجتها بنماذج رياضية وإحصائية لقياس المخاطر في البورصة ولتقييم الأسعار الحقيقية للأسهم.
 - تتأثر أسعار وحجم التداول في سوق الأوراق المالية بتحليل السلاسل الزمنية للمعلومات المحاسبية لما لهذه المعلومات من تأثير على تكوين أو تعديل توقعات المتعاملين في السوق حول حجم واتجاه نشاط الوحدة الاقتصادية في المستقبل.
 - توافر المعلومات المحاسبية يؤدي إلى تخفيض درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرار، مما يساعد على اتخاذ القرار السليم الذي يحقق المنفعة المطلوبة.
- ولكي تتحقق المنفعة المطلوبة من المعلومات المحاسبية التي توفرها القوائم والتقارير المالية في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية فإن ذلك يتطلب توافر عدة خصائص (معايير) للمعلومات المحاسبية تعبر عن مدى جودتها وفعاليتها مما يتيح لمستخدميها الاطمئنان إلى تلك المعلومات.
- ويمكن النظر إلى الأثر الذي تحدثه المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية من جانبين⁽¹⁰⁾:

- **الجانب التيسيري:** ويكون عن طريق تيسير إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

- **الجانب ألتأثيري:** ويكون بالتأثير على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان.

ومن جهة أخرى فإن المعلومات المرتبطة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية تشير إلى وجود هيكل متكامل يشمل التقارير المتخصصة والإصدارات المتعلقة بالصناعة والاقتصاد

ككل، بالإضافة إلى تنبؤات المحللين الماليين والتقارير المالية التي تنشرها المؤسسات، أما في الدول المتخلفة، فإن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الأساسي للحكم على أداء المؤسسات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل معها، لذلك فإن إدارات هذه المؤسسات تتحمل مسؤولية إعداد الحسابات الختامية، والإفصاح عن المعلومات الملائمة التي يمكن الاعتماد عليها في الحكم على درجة نجاح المؤسسة في استغلال الموارد المتاحة بكفاءة.

2- انعكاسات جودة المعلومات على كفاءة السوق المالية:

يظهر تأثير نظام المعلومات المالي على كفاءة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية من خلال عدة متغيرات منها: (11)

1.2- زيادة حجم الأعمال المنجزة: أي بمعنى زيادة (حجم الإصدارات الجديدة التي

تعتبر أحد المؤشرات المباشرة على قيام سوق الأوراق المالية بزيادة الاستثمارات، حيث تتضمن الإصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة وزيادة رأس المال لشركات قائمة ترغب في التوسع، والاقتراض من

خلال السندات) (12)، ومن ثم زيادة الإصدارات الجديدة، ويعني هذا مدى قدرة سوق رأس المال على زيادة الاستثمار، وبالتالي دفع عملية التنمية.

2.2- جودة الأعمال المنجزة، إن المرونة والقدرة على التحرك السريع بكفاءة وفعالية

في التعامل مع المستجدات، يحتاج بدوره إلى معلومات يستند إليها، فإذا تمكن نظام المعلومات المالي من تزويده بتلك المعلومات المطلوبة، سيتم إنجاز الأعمال بجودة عالية، الأمر الذي يزيد من كفاءة الشركة، وبالتالي كفاءة سوق الأوراق المالية.

3.2- تحسين الكفاءة المالية للشركة: بحيث أن تقديم نظام المعلومات المالي لمعلومات

ذات جودة يستفيد منها متخذو القرار في الشركة في إدارة أعمالهم، بما يؤدي إلى زيادة الأرباح من خلال اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، وترشيد عمليات الإنفاق، وإحكام السيطرة على موارد الشركة، وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر ربحية، وهذا ما يشجع المستثمرون في الأوراق المالية على إعادة تشكيل محافظهم الاستثمارية وشراء أسهم هذه

الشركة، وبالتالي ترتفع كفاءة السوق نتيجة لزيادة عدد الأوراق المالية المباعة والمشتريات خلال فترة زمنية معينة.

4.2- اتساع أثر الثروة: ونعني بذلك اتساع أثر الثروة بالنسبة لسوق رأس المال زيادة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للأسهم، أي أن زيادة القيمة الدفترية للأسهم المقيدة تؤدي إلى زيادة نمو الاستثمارات.

3- مقترحات لتفعيل كفاءة سوق رأس المال في الجزائر:

إن كفاءة سوق رأس المال تعد من أهم المحددات الرئيسية لزيادة نمو الاقتصاد في أي بلد، ولتطوير كفاءة سوق رأس المال ينبغي طرح مقترحات تشمل كل الجوانب المرتبطة بالسوق، من هيكل مؤسسي، جانبي العرض والطلب، وأهم هذه المقترحات: (13)

1.3- رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة: من أجل رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة التي تساهم في رفع كفاءة السوق، ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- تطوير نظم الإفصاح وتدفق المعلومات في السوق.
- التزام الشركات بمعايير الإفصاح المقررة قانونا.
- توفير الشفافية في المعلومات.

2.3- توسيع عرض الأوراق المالية وذلك من خلال:

- فتح رأسمال المؤسسات لوطنية إلى الاستثمار الأجنبي.
- تنويع الأوراق المالية المعروضة في السوق الجزائرية حتى يتم جذب أكبر عدد ممكن من المدخرين.

• وضع رزمة للشركات التي ينبغي إدراجها في البورصة حتى يتم تأهيلها أو توفير ما هو مطلوب لتأهيلها.

- إصدار سندات خزينة قابلة للتداول من قبل بنك الجزائر كما هو متعارف عليه عالميا وذلك بهدف تغذية أسواق رأس المال بأدوات مالية عديمة الخطر.

3.3- تنويع أدوات الاستثمار وذلك من خلال ما يلي:

- التوسع في طرح الأسهم الممتازة وإدخال الأسهم العادية المضمونة التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة في التعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عند حد معين خلال فترة محددة.
- تشجيع الاتجاه نحو إصدار السندات بفئات معقولة تناسب ومقدرة شرائح عديدة من المدخرين بعيدة عن التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث يمكن من أن يساهم ذلك في تعزيز سيولة السوق.
- العمل على تنشيط وتطوير سوق السندات باعتبارها أحد العناصر الأساسية لأي سوق متطورة للأوراق المالية.

3.4- تطوير المؤسسات العاملة بالأوراق المالية وذلك بتحقيق ما يلي:

- ضرورة إنشاء مؤسسات صانعي السوق، والتي يمكن أن تكون على شكل نظام تجار الأوراق المالية لوجود منافسة بينهم، إلى جانب وجود رقابة صارمة من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على تصرفاتهم.
- تشجيع تأسيس شركات في مجال تقييم وتحليل الأوراق المالية لإضفاء المنافسة ونشر الثقافة البورصية بين المتعاملين في الأوراق المالية.
- إنشاء صناديق الاستثمار التي يمكن أن تلعب دورا مهما في جذب المدخرات، وتوفير الاستثمار للمدخر الصغير والمستثمرين قليلي الخبرة في تكوين محافظهم المالية.
- ضرورة إنشاء شركات خدمات تتولى تنظيم وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر، مثل شركات مسك السجلات، شركات تقييم وتصنيف الأوراق المالية، والتي بإمكانها تقديم خدمات للمستثمرين سواء كانوا أفراد أم مؤسسات.
- وعلى العموم فإن وضعية بورصة الجزائر تتطلب تدخل السلطات المختصة لتطويرها وتنشيطها من خلال إدخال الإصلاحات اللازمة في مجالات الإفصاح وتعبئة المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية بما يعزز دور هذه السوق في تعبئة الادخارات المحلية واستقطاب رؤوس الأموال العربية والأجنبية.

أما بالنسبة للإصلاح المحاسبي في الجزائر فقد يتضح الأثر الواضح للمعلومات المحاسبية على البورصة حالها حال باقي بورصات العالم، حيث أن توفر المعلومات المحاسبية بالجودة المطلوبة وهو ما يحث عليه النظام المحاسبي المالي يساهم في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها اتجاه تنشيط حركة بورصة الجزائر، لذا فإن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل من خلال تطبيق هذا النظام سينعكس على عدة جوانب للبورصة.

الخاتمة:

- من خلال هذه الورقة البحثية يمكن استخلاص ما يلي:
- يتوقف مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وجودها وقلة كلفتها، وسوق رأس المال الكفاء، هي التي تحرك المال السائل بسرعة فائقة ودقة كاملة، بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن.
 - السوق المالية الكفؤة هي السوق التي تعكس أسعار الأسهم المتداولة فيها كافة المعلومات المالية المتاحة عموما للمتعاملين في تلك السوق بما في ذلك المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركات المساهمة المدرجة فيها.
 - تقاس الكفاءة بناء على مؤشرات منها، حجم السوق، سيولة السوق، مؤشر درجة التقلبات في العوائد، مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي، مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية.
 - تمثل المعلومات المحاسبية جزءا أساسيا من المعلومات التي تساهم في تخصيص الموارد المحدودة بين مشروعات الاستثمار المختلفة وفي توزيع الأوراق المالية بين المستثمرين.
 - تتجسد انعكاسات المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال عدة متغيرات منها، زيادة حجم الأعمال المنجزة، جودة الأعمال المنجزة، تحسين الكفاءة المالية للشركة، واتساع أثر الثروة.

التوصيات

- بناء على ما سبق يمكن تقديم بعض التوصيات التي من شأنها تفعيل السوق المالية، خاصة تلك التي تتعلق بالتشريع والتنظيم، ومن أهمها:
- العمل على خلق بيئة اقتصادية مساندة لعمل الأسواق الرأسمالية.
 - القيام بدراسات حول الشركات المساهمة غير المدرجة في السوق.
 - استصدار نظام للشركات يشجع على تأسيس شركات مساهمة جديدة.
 - وضع قوانين لحماية المستثمرين في الأوراق المالية.
 - تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات.
 - تنظيم عمليات التعامل (الرقابة على السوق الأولية، وضع متطلبات الإفصاح، الرقابة على السوق الثانوية، تطبيق قوانين ولوائح السوق).
 - مرونة التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية.

- المراجع والهوامش:

(1) - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002، ص 65.

(2) - عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 17-19 مارس 2005، ص 7.

(3) - Philippe Gillet, **Les marchés financiers efficients**, Edition Economica, Paris, 1999. p11.

(4) - محمد السعيد صديق الشحات أبو العز، "كفاءة سوق الأوراق المالية وبعض آثارها المحاسبية"، مجلة البحوث التجارية، العدد 129، القاهرة، سنة 1985، ص 134.

(5) - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 500-502 (بتصرف).

(6) - Philippe Gillet, Op-cit, 1999, PP: 17-19.

- (7) - صاطوري الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2006، ص 265-266 (بتصرف).
- (8) - عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، "اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية"، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، مارس 2005، ص 13.
- (9) - بروس ماكوين، حرية المعلومات خطوة نحو عدالة قرار الاستثمار، مقال منشور، مركز المشروعات الدولية الخاصة، مصر، 2005، ص 5.
- (10) - أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005، ص 25.
- (11) - عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، بحث أعد لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2005. ص 184.
- (12) - صاطوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص 364.
- (13) - صاطوري الجودي، مرجع سبق ذكره، ص : 366-381 (بتصرف من الباحث).

الإدارة الإلكترونية و أثارها على كفاءة أسواق الأوراق المالية "سوق الأسهم السعودي نموذجاً"

منور أوسرير - جامعة بومرداس

امحمد بزيرية - جامعة خميس مليانة

الملخص:

تشهد السنوات الأخيرة تطورات متسارعة في المعطيات المعرفية والمعلوماتية، وانتشار شبكة الانترنت ومواقع الويب وغيرها على نحو واسع، أضحت معه التطورات والتغيرات المتلاحقة في وسائل التقنية سمة من سمات العصر، وفي هذا المناخ ولدت الإدارة الإلكترونية باعتبارها اتجاهًا جديدًا في الإدارة المعاصرة، وأصبحت تسود العالم حركة نشطة لاستثمار كل التقنيات الحديثة لنظم المعلومات والاتصالات المستحدثة في تطوير أعمال المنظمات وتحويلها إلى منظمات إلكترونية تستخدم شبكة الانترنت في إنجاز كل أعمالها ومعاملاتها الإدارية بعقلية عالمية وبسرعة فائقة، وتعتبر الأسواق المالية إحدى أهم القنوات التي سعت الدول إلى تطويرها حيث حظيت باهتمام كبير من أصحاب الاختصاص الأمر الذي انعكس على تحول نمط الإدارة فيها من الإدارة التقليدية إلى الإدارة الإلكترونية مما ساهم بشكل كبير في تحسين كفاءتها و فعاليتها.

وتسعى هذه الدراسة إلى البحث في أثر التحول الإلكتروني (التحول من الإدارة التقليدية إلى الإدارة الإلكترونية) التي شهدته الأسواق المالية على كفاءة هذه الأسواق (الكفاءة الداخلية لأسواق الأوراق المالية)، وقد ركزت هذه الدراسة على الكفاءة الداخلية لهذه الأسواق وما يمكن أن يحدثه التحول الإلكتروني على مبادئها مثل العدالة والشفافية وثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة تجربة سوق الأسهم السعودي كنموذج للتحويلات التي شهدتها الأسواق المالية العربية في هذا المجال.

الكلمات الدالة: أسواق المال، كفاءة الأسواق المالية، الإدارة الإلكترونية

Abstract :

Witness recent years, rapid developments in data knowledge and information , and the spread of the Internet and web sites , and other widely used , has become with the developments and changes successive technical means characteristic of the times , and in this climate generated e-governance as a new trend in contemporary management , and has become prevalent world movement active to invest all the modern techniques of information and communication systems developed in the development of organizations and converted into electronic organizations used the Internet in the completion of all of its work and administrative dealings with the mentality of a global super – fast . And the financial markets is one of the most important channels that have sought to developed countries , where received considerable attention from the owners of jurisdiction which reflected on the management style shift from traditional management to electronic management , which contributed significantly to improve its efficiency

And This study seeks to look at the impact of the shift electronic (the shift from traditional management to electronic management) that witnessed in the financial markets on the efficiency of these markets (internal efficiency of the securities markets) and may This study focused on the internal efficiency of these markets and what can be caused by electronic transformation on principles such as justice , transparency and investor confidence in the stock market , and through the study of the experience of the Saudi stock market as a model for changes witnessed by the Arab financial markets in this area

Key words: money markets , the efficiency of financial markets , the electronic management.

المقدمة:

تعد الإدارة الالكترونية من ثمار المنجزات التقنية في العصر الحديث، حيث أدت التطورات في مجال الاتصالات وابتكار تقنيات اتصال متطورة إلى التفكير الجدي من قبل الدول والحكومات في الاستفادة من منجزات الثورة التقنية، باستخدام الحاسوب وشبكات الأنترنت في إنجاز الأعمال، وتقديم الخدمات للمواطنين بطريقة إلكترونية، تسهم بفاعلية في حل العديد من المشكلات الإدارية، لذلك جاءت الإدارة الالكترونية كرد فعل واقعي لاستخدام تطبيقات الحاسب الآلي في مجال الخدمات العامة لتطوير طرق العمل التقليدية على طرق أكثر مرونة وفعالية من ناحية، ومن ناحية أخرى الاستفادة من منجزات الثورة التقنية في توفير الوقت والجهد والتكلفة، وقد شكل تحول المعاملات في الأسواق المالية العالمية من معاملات يدوية (إدارة تقليدية) إلى معاملات إلكترونية الحدث الأكبر في العقود الماضية، حيث وبفضل هذا التحول شهدت هذه الأسواق تطورات كبيرة من حيث مؤشرات وأدائها وكذا إضفاء الشفافية على جميع المعاملات فيها مما ساهم من زيادة وإقبال المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، من هذا المنطلق ارتأينا تقسيم هذه المداخلة إلى ثلاث مباحث رئيسية:

المبحث الأول: ماهية كفاءة سوق رأس المال

المبحث الثاني: الإدارة الإلكترونية، تعريفها، أهدافها وخصائصها

المبحث الثالث: تطبيقات الإدارة الإلكترونية في سوق الأسهم السعودي و دورها في تعزيز كفاءة السوق.

المبحث الأول : ماهية كفاءة سوق رأس المال

ظهر مفهوم كفاءة سوق رأس المال نتيجة للتطورات التي عرفت أسواق رأس المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه.

المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال:

لقد أعطيت لكفاءة السوق مجموعة كبيرة من التعاريف حيث نظر *beaver* لكفاءة السوق على أساس كيفية إحداث التوازن في أسعار الاستثمارات، حيث أن أسعار

الاستثمارات في فترة زمنية معينة تعتمد على المعلومات التي تصل للأفراد في خلال هذه الفترة، ويكون السوق غير كفء إذا لاحظ المستثمرين وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها، أي أنه ربط كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه وأثرها على توازن سعر الاستثمارات وقيمتها الحقيقية.

ويرى *HAIM, MARSHALL* أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأسهم تنعكس على أسعارها، بمعنى أنه في السوق الكفء يكون أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في سعره الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة.

يرى أيضاً *JENSEN* أن السوق يكون كفؤاً بالنظر إلى المعلومات المتوفرة، وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية بالاعتماد على هذه المعلومات، بمعنى أن متوسط الأرباح الاقتصادية الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي الصفر.

بينما عرف *FAMA* السوق الكفء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً و لراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل.

وعليه فالسوق الكفء يعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام، الأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

إن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفء، هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر السهم، بمعنى أن أسعار الأسهم تتغير مباشرة بعد كل معلومة جديدة يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق تبعاً لطبيعة هذه المعلومة وهو ما يعني أنه لا

توجد فترة زمنية بين الحصول على المعلومات وتحليلها وبين التغير في سعر السهم، إن هذا المبدأ ينطبق تمام على مفهوم الكفاءة الكاملة، التي يتطلب تحقيقها توفير مجموعة من الشروط، نختصرها فيما يلي:

- 1- المعلومة المناسبة يجب أن تكون متاحة مجانا لكل المشاركين في السوق؛
- 2- يجب أن يكون عدد المشاركين في السوق كبيرا، وأن يكون بينهم منافسة حقيقية؛
- 3- أنه لا توجد قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من أسهم المنشأة مهما صغر حجمها و ذلك بيسر وسهولة، هذا إلى جانب عدم وجود قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا توجد قيود أخرى من أي نوع؛
- 4- أن المستثمرين يتصفون بالرشد ومن ثم فإنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

المطلب الثالث: متطلبات السوق المالي الكفاء:

إن التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو أحسن الإستخدامات عبر السوق المالية يتطلب توفر سمات أساسية في هذه السوق:

- 1- **كفاءة التسعير:** ويطلق عليها الكفاءة الخارجية، وتعني أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني، بحيث تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة ليس هذا فقط، بل المعلومات تصل إلى الجمهور المتعاملين بتكاليف زهيدة أو بدون تكلفة على الإطلاق، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يتجسد مبدأ تكافؤ الفرص في السوق ويصعب تحقيق أرباح غير عادية، وكان تحقيق أرباح غير عادية أمرا غير مستحيل فيمكن لمستثمر أن يدخل للسوق دون تحليل المعلومات المتاحة، وبالتالي يمكن أن يبنى بخسائر فادحة، وكذلك يمكن لمستثمرين آخرين

أن يحققوا أرباحا كبيرة نتيجة معلومات حصلوا عليها عبر قنوات خاصة، غير أن هذا يحدث لعدد محدود من المستثمرين، فالسوق الكفاء هي التي لا يمكن في ظلها لعدد كبير من المستثمرين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا غير عادية، لماذا؟ لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من المجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2- كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية " ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسмсرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، ومن الملاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجع المستثمرين على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع كلما كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

المبحث الثاني: الإدارة الإلكترونية، تعريفها، أهدافها و خصائصها

يركز هذا المبحث على الجوانب المرتبطة بنشأة الإدارة الإلكترونية، ومحاولة ضبط مختلف ما قدم حولها من تعاريف، وأهم أهداف الإدارة الإلكترونية دون إهمال ما تتسم به الإدارة الإلكترونية من خصائص مع التطرق إلى متطلبات تطبيق الإدارة الإلكترونية.

المطلب الأول: نشأة الإدارة الإلكترونية:

أدى التطور السريع لتقنية المعلومات والاتصالات إلى بروز نموذج ونمط جديد من الإدارة في ظل التنافس والتحدي المتزايد أمام الإدارات البيروقراطية، كي تحسن من مستوى أعمالها، وجودة خدماتها، وهو ما اصطلح على تسميته بالإدارة الرقمية، أو إدارة الحكومة الإلكترونية، أو الإدارة الإلكترونية و بذلك فإن ظهور الإدارة الإلكترونية جاء بعد التطور النوعي السريع للتجارة الإلكترونية والأعمال الإلكترونية وانتشار شبكة

الانترنت، في حين ترى بعض الدراسات أن الاهتمام بالإدارة الالكترونية، ظهر مع بداية اهتمام الحكومات وتوجهها نحو تحقيق شفافية التعامل، وتعميق استخدام التكنولوجيا الرقمية لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وبالتالي فالإدارة الالكترونية هي أحد مفاهيم الثورة الرقمية التي تقودنا إلى عصر المعرفة، كما أن الطبيعة التحويلية القوية لهذه التكنولوجيا ، أصبح لها تأثير عميق على الطريقة التي يتعامل بها الناس ويعملون ويتبادلون العلاقات الاجتماعية ويتواصلون في شتى بقاع العالم. ومما سبق، يمكن القول أن نشأة الإدارة الالكترونية كمفهوم حديث هي نتاج تطور نوعي أفرزته تقنيات الاتصال الحديثة ، في ظل ثورة المعلومات، وازدياد الحاجة إلى توظيف التكنولوجيا الحديثة في إدارة علاقات المواطن والمؤسسات، وربط الإدارات العامة والوزارات عبر آليات التكنولوجيا، وبالتالي التحول الجذري في مفاهيم الإدارة التقليدية وتطويرها

ومن ثم فالإدارة الإلكترونية، هي محصلة للتقدم في المجالات التقنية والمعلوماتية، وهو ما جعل الإدارات الحكومية ودوائر صنع القرار تعتمد وسائل تقنية متطورة، تساعدهم على إنجاز المهام المناط بها، وتنفيذها على الوجه الأكمل، فعلى صعيد التجارب العالمية جاءت المبادرة الأمريكية في مجال الإدارة الإلكترونية الحكومية، وتبعها فيما بعد دول أخرى مثل المملكة المتحدة والنمسا ، خلال العقد الأخير من القرن الماضي.

المطلب الثاني: مفهوم الإدارة الالكترونية:

بالرغم من حداثة مصطلح الإدارة الالكترونية وفق ما تشير إليه أدبيات الفكر الإداري المعاصر، إلا أن هناك العديد من التعاريف التي قدمت لهذا المصطلح، وإن كان أغلبها قدم لتعريف الحكومة الالكترونية نظرا لوجود تداخل وترابط مفاهيمي بين مصطلح الحكومة الالكترونية، والإدارة الالكترونية، حيث عرفت الإدارة الالكترونية بأنها " استخدام الوسائل والتقنيات الإلكترونية بكل ما تقتضيه الممارسة ، أو التنظيم ، أو الإجراءات أو التجارة ، أو الإعلان، كما عرفت بأنها تحولاً أساسيا في مفهوم الوظيفة

العامة ، بحيث ترسخ قيم الخدمة العامة، ويصبح جمهور المستفيدين من الخدمة محور اهتمام مؤسسات الدولة، كما يتعدى مفهومها هدف التميز في تقديم الخدمة إلى التواصل مع الجمهور بالمعلومات، وتعزيز، دوره في المشاركة ، والرقابة من خلال تطوير علاقات اتصال أفضل بين المواطن والدولة.

كما عرفت الإدارة الالكترونية بأنها "إنجاز المعاملات الإدارية ، وتقديم الخدمات العامة عبر شبكة الانترنت ، دون أن يضطر العملاء للانتقال إلى الإدارات شخصياً لإنجاز معاملاتهم، مع ما يترافق من إهدار للوقت والجهد والطاقات "وهذا التعريف هو تبيان مدى إمكانية اختصار الوقت والسرعة في إنجاز المعاملات ، وتقريب المسافات، وباختصار يمكن القول أن الإدارة الإلكترونية هي الانتقال من إنجاز المعاملات وتقديم الخدمات العامة من الطريقة التقليدية إلى الشكل الإلكتروني من أجل إستخدام أمثل للوقت والجهد و يتم ذلك عبر شبكة الانترنت أو الانترنت بدون أن يقوم العملاء بالانتقال إلى الإدارات شخصياً لإنجاز معاملاتهم .

المطلب الثالث: خصائص الإدارة الالكترونية:

لعل اختلاف نمط الإدارة من الشكل التقليدي إلى نموذج إدارة الكترونية مبني أساساً على استخدام تقنيات المعلومات واتصال، يجعل هذه الأخيرة تتسم بجملة من الخصائص من بينها:

- إدارة ومتابعة الإدارات المختلفة للمؤسسة وكأنها وحدة مركزية؛
- تركيز نقطة اتخاذ القرار في نقاط العمل الخاصة بها مع إعطاء دعم أكبر في مراقبتها؛
- تجميع البيانات من مصادرها الأصلية بصورة موحدة ، وتقليص معوقات اتخاذ القرار عن طريق توفير البيانات وربطها؛
- توفير تكنولوجيا المعلومات من أجل دعم وبناء ثقة مؤسسية إيجابية لدى كافة العاملين؛

- التعلم المستمر وبناء المعرفة ، وتوفير المعلومات للمستفيدين بصورة فورية، مع زيادة الترابط بين العاملين والإدارة العليا، والمتابعة والإدارة لكافة الموارد إن الإدارة الالكترونية تعني مختلف التدفقات الإدارية للبيانات، إذ يصبح شكلها إلكترونياً، ومتداولاً بين

الأجهزة والمستويات الإدارية المختلفة، وإذ يميز الإدارة الإلكترونية عن غيرها من الإدارات التقليدية سمات عديدة منها السرعة والفعالية في تقديم الخدمات بشكل يقضي على العراقيل البيروقراطية والتعقيدات الإدارية، كما أنها إدارة بدون ورق حيث يستبدل التعامل الورقي بالبريد الإلكتروني ، والأرشيف الإلكتروني والرسائل الصوتية ونظم المتابعة الآلية.

المطلب الرابع: متطلبات الإدارة الإلكترونية:

إن تطبيق الإدارة الإلكترونية الحديثة واستكمال عملية التحول من الإدارة التقليدية إلى الإدارة الإلكترونية يتطلب توفر مجموعة من المتطلبات، من أهمها ما يلي:

1 - التكنولوجيا الرقمية : ترتبط الإدارة الإلكترونية وأنشطة الأعمال الإلكترونية بجميع أنماط التكنولوجيا الرقمية من وسائط وشبكات وأدوات، وليس كما يشاع من ارتباط الإدارة الإلكترونية بشبكة الإنترنت والويب فقط ، حيث إن التكنولوجيا الرقمية تتطور على مدى الساعة وبسرعة عالية لم تعدها البشرية من قبل كما أن أنماطها وأجياها متنوعة عموديا وأفقيا باستمرار، الأمر الذي يضع الإدارة الحديثة أمام خيارات دائمة ومفتوحة؛

2 -العمليات الإلكترونية : وهي نتاج جهود إعادة تصميم العملية الإدارية من جديد باستخدام أدوات ونظم تكنولوجيا المعلومات وذلك من أجل تحقيق موائمة دائمة بين العملية الجديدة وبيئة الإنترنت؛

3 -الاستراتيجية الإلكترونية : وتغطي الاستراتيجية الإلكترونية أنشطة التحليل الاستراتيجي لبيئة الأعمال، التصميم والاختيار الاستراتيجي وتطبيق استراتيجية الأعمال الإلكترونية بالإضافة إلى ذلك تحدد الاستراتيجية الإلكترونية أفضل الخيارات التكنولوجية للمنظمة مثل خيار بناء مواقع على شبكة المعلومات العالمية أو مواقع الويب سايت؛

4 -التسويق الإلكتروني : يركز التسويق الإلكتروني على التوجه نحو الزبون والتحليل العميق لاحتياجات الزبائن التي يتم تحديدها من خلال العلاقات الإلكترونية والتقليدية للمنظمة مع زبائنها في الأسواق المستهدفة ، وتساعد بيئة الإنترنت على تكوين صلات تفاعلية مباشرة مع الزبائن يمكن استثمارها لتلبية احتياجاتهم في الوقت الحقيقي.

- 5 - الهيكل الإلكتروني:** لا تستطيع الإدارة الإلكترونية العمل في هيكل تنظيمي عمودي وهرمي متعدد المستويات والمهام المستقلة عن بعضها البعض، بل تتطلب وجود بنية تنظيمية أفقية مرنة مع وجود شبكية تستند إلى قواعد ثابتة وروتين إداري؛
- 6 - القيادة الإلكترونية:** تطوير قيادة إدارية تتعامل بكفاءة و فعالية مع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يعتبر أحد أهم المسائل المهمة التي انبثقت حديثاً عن حقل إدارة المعرفة والإدارة الإلكترونية، لكون أن وجود القيادة الإلكترونية هو شرط ضروري لضمان نجاح المنظمات المستندة إلى المعرفة والمندجة في أنشطة الأعمال الإلكترونية، لاسيما وأن القيادة الإدارية الإلكترونية تمثل باختصار الكفاءات الجوهرية القادرة على الابتكار، والتحديث، وإعادة هندسة الثقافة، وصنع المعرفة وإدارة عملية التعلم التنظيمي في منظمة ساعية للتعلم بصفة مستمرة ومؤكدة.

المبحث الثالث: تطبيقات الإدارة الإلكترونية في سوق الأسهم السعودي و دورها في تعزيز كفاءة السوق

يعتبر سوق الأسهم السعودي من أبرز الأسواق المالية العربية تطوراً، فقد شهد في السنوات الأخيرة عدت تطورات في الميدان التنظيمي والتشريعي، وخاصة في ميدان تحديث هذا السوق مما ساعده على احتلال مكانة هامة في تمويل الشركات السعودية.

المطلب الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي:

يسمى سوق الأوراق المالية السعودي (سوق الأسهم السعودية) وقد نشأ هذا السوق نتيجة تزايد عدد الشركات والمؤسسات المساهمة، واتساع عدد الأسهم المتاحة للتداول، ونتيجة لانتشار الممارسات غير قانونية من لدن المستثمرين في هذا السوق، استوجب صدور قانون ينظم ويضمن حقوق المتعاملين في هذا السوق وهذا ما حدث بالفعل، إذ صدر مرسوم ملكي بالرقم (1230 / 8) في 1982 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق المصارف المحلية، لتكون الانطلاقة الحقيقية والرسمية لسوق الأسهم السعودي المنظم وذلك في عام 1984، وقد أكدت أهداف تنظيم سوق الأسهم السعودي أن

تكون عملية تداول الأسهم في خدمة خطط التنمية الاقتصادية ومشاريعها في المملكة بما ينمي الوعي المالي لدى المواطنين باتجاه استثمار أرصدتهم النقدية في القطاعات التي ترفع من وتيرة الإنتاج القومي من جهة وتنوع مصادر الدخل من جهة أخرى.

المطلب الثاني: نظام التداول الإلكتروني في أسواق رأس المال:

قبل مكننة أنظمة التداول كان التعامل بالأوراق المالية قائما على تنفيذ الأوامر يدويا، حيث يدون تجار الأوراق المالية في هذا السوق السعر الذي يرغبون الشراء به، والسعر الذي يرغبون البيع به على الورقة المتاحة للمتعاملين الراغبين في البيع أو الشراء، ويتسم هذا الأسلوب بعدم الكفاءة، لأن المعلومات المتعلقة بالأسعار يتم نشرها في اليوم الموالي، ثم بعد ذلك تعديل هذه الأنظمة بما يتماشى مع التطورات الدولية في هذا المجال، وقامت العديد من الأسواق المالية بمكننة أنظمة التداول لديها وتحديثها، وقد ساهم ذلك في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلا عن زيادة شفافية السوق .

تلعب أنظمة التداول للأوراق المالية دورا مهما في تطوير وتنشيط السوق، حيث تمثل هذه الأنظمة الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار ونشاط التداول، ولذلك فإنها كلما ازدادت كفاءتها ستساهم بشكل أفضل في تحسين التعريف بالسوق وزيادة المنافسة وتعزيز السيولة، كما أن بيئة آلية التداول الإلكتروني كما تحددها معلمات هذا النظام الإلكتروني تؤثر بشكل مباشر على إستراتيجية جميع المتعاملين، ومن ثم على الأهداف الرئيسية للسوق وهي توفير السيولة من خلال جذب أكبر قدر ممكن من المتعاملين في السوق ، والهدف الثاني هو تحقيق الكفاءة من خلال توفير آلية لاكتشاف الأسعار تقلل ما أمكن من تكاليف والفرق بين سعر السهم و قيمته الحقيقية.

المطلب الثالث: مميزات التداول الإلكتروني:

إن عملية التغيير من نظام التداول التقليدي إلى نظام التداول الإلكتروني أكثر تطوراً يعني هناك مجموعة هائلة من الإيجابيات يحملها هذا التحول من بينها:

- 1- السرعة القياسية في إجراء عمليات البيع والشراء ومن أي مكان يريد أو يكون فيه المستثمر وإجراء عمليات الاستثمار منه دون الحاجة للحضور إلى داخل السوق؛
- 2- الحصول على المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية في أي لحظة لاتخاذ القرارات الاستثمارية حسب تقديره؛
- 3- البيع والشراء الفوري استناداً إلى المعلومات التي حصل عليها من خلال الشبكة ومراقبته للأسعار، ويمكن تكرار عملية البيع و الشراء في نفس اليوم، وذلك لما تتميز به عملية التداول الإلكتروني من سرعة كبيرة في التسوية والمقاصة واستلام الشهادة والاستثمار؛
- 4- زيادة نشاط السوق من خلال زيادة عدد المستثمرين، وكذا معدلات التداول فضلاً عن جذب رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة سيولة السوق.

المطلب الرابع: دور الإدارة الالكترونية في تعزيز كفاءة السوق المالية:

p المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها وعدالة فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها، والتي يستند إليها (البيانات) حملة الأسهم والآخرين من المصلحة في الشركات المساهمة المدرجة في الأسواق المالية عند اتخاذ القرارات الاقتصادية، ولاسيما القرارات الاستثمارية، إذ يتوقف نجاح السوق المالية في أداء وظائفها على مدى تحقيق أصحاب المصلحة، ولاسيما المستثمرين لرغبتهم عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، لذلك تؤدي سرعة وصول المعلومات وتدفعها وإمكانية وصولها إلى جميع المتعاملين في السوق دوراً مهماً في تنشيط تلك الأسواق وتحقيق الكفاءة فيها، لذلك يتفق الكثير من الباحثين والاقتصاديين بأن هناك تأثيراً مباشراً للمعلومات على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين الحاليين

والمرتقبين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، مثل اتخاذ قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثيرها على أسعار الأسهم أو العائد عليها أو من جانب التأثير على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية وغيرها.

المطلب الخامس: واقع تطبيق الإدارة الإلكترونية في سوق الأسهم السعودي و تأثيرها على كفاءة السوق:

نظراً لتوفر الإمكانات المادية والتقنية ووسائل الاتصال لدى البنوك وتراكم خبراتها في مجال تقديم خدمات شراء وبيع الأسهم وانتشار فروعها في مختلف مناطق المملكة لتكون قريبة من المواطنين، وكذلك ربط مراكزها الرئيسية مع فروعها المنتشرة بشبكة الحاسب الآلي، ونظراً للطبيعة الجغرافية للمملكة واتساع رقعتها، فقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي وضمن الخطة الشاملة التي اعتمدها لتطوير الخدمات البنكية بمكنة عمليات شراء وبيع الأسهم المحلية في النصف الثاني من عام 1990، حيث أصبحت عمليات تداول الأسهم وتسويتها وتحويل ونقل ملكيتها تتم بطريقة إلكترونية عن طريق ربط وحدات التداول المركزية بالبنوك بالحاسب الآلي المركزي بمؤسسة النقد، وقد اعتمد النظام الآلي على أفضل التقنيات المستخدمة في هذا المجال من أجل تقديم أسرع وأكفأ الطرق الحديثة في التداول الإلكتروني، ويحمل النظام اسم النظام الإلكتروني لمعلومات الأسهم ESIS، وقد أدى تطبيق النظام إلى نقلة نوعية كبيرة في سوق الأسهم، حيث ألغى تجزئة السوق، ويمكن من تنفيذ أوامر المتعاملين في ظل قواعد واضحة وعادلة، ووفر معلومات دقيقة عن العروض والطلبات السائدة وأسعار الصفقات السابقة، وحسن كثيراً من آلية متساوية الصفقات، هذا وقد جاء النظام الآلي لتداول الأسهم السعودية ليواكب الاتجاه السائد عالمياً في هذا المجال حيث أن معظم أسواق الأوراق المالية في العالم تحولت من الأسواق التقليدية إلى أسواق إلكترونية تتم فيها عمليات التداول والتسويات بطريقة إلكترونية بعد أن تحلت تلك الأسواق عن وجودها في مكان واحد وكذلك تخليها عن قاعات التداول التقليدية التي كانت سائدة في تلك الدول لسنوات طويلة، ولقد اتبعت المملكة السير في

هذا الاتجاه ومواكبة الدول المتقدمة في هذا المجال نظرا للمزايا العديدة التي أصبحت توفرها التقنية لتسيير عمل هذه الأسواق من حيث اختصار الوقت والجهد والسرعة في الانجاز، والسهولة في التعامل، حيث انعكس ذلك كله على غالبية المستثمرين بالمملكة وقد ساعد ذلك انتشار أكثر من "1200" فرع للبنوك في مختلف المناطق تقدم "400" فرع منها معلومات عن أسعار التداول أولاً بأول بالإضافة إلى أكثر من "350" فرعاً تقدم خدمات إدخال أوامر الشراء والبيع آلياً، وقد أدى ذلك إلى تقديم خدمات شراء وبيع الأسهم بكفاءة إلى مختلف المناطق وإلى مختلف المتعاملين دون استثناء أو تمييز.

لقد أظهرت و أثبتت عملية مكنته التداول (التداول الإلكتروني) على المستوى العملي نجاحات كبيرة في مختلف دول العالم، حيث قللت من المخاطر والأخطاء ومن عمليات التلاعب، كما أظهرت الأسواق الإلكترونية أنها أسرع وأكثر دقة وكفاءة في تنفيذ الصفقات وتسويتها ونقل ملكيتها بحيث انعكس ذلك كله على الفئات المختلفة للمستثمرين.

ونتيجة ذلك فقد أصبح سوق الأسهم السعودي أول سوق إلكتروني في منطقة الشرق الأوسط وأصبحت عملية تنفيذ الصفقة تتم في لحظات، كما أصبحت التسويات تتم في نفس اليوم، واستكمالاً للتحسينات والتطويرات التي تم إدخالها على سوق الأسهم في المملكة خلال السنوات السابقة والتي تمثلت في تطوير نظام تداول الأسهم السعودية الإلكتروني الذي حقق نجاحاً متميزاً من حيث سرعة وكفاءة عمليات التداول والتسويات والتفاصيل وتسجيل الملكية، فقد واصلت الجهات الإشرافية المختصة بالمملكة في إدخال مزيد من التحسينات والتنظيمات عليه بهدف تدعيم سوق رأس المال وتنظيمه واستكمال البنية التحتية والتنظيمية له ليواكب الأسواق المالية الدولية المتطورة، وفي هذا المجال تم اتخاذ العديد من الخطوات والإجراءات التحسينية الهامة لتدعيم سوق رأس المال وزيادة شفافيته وكفاءته، ومن بين أهم هذه الإجراءات والتحسينات ما يلي:

- إقرار وتطبيق شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات المساهمة في النظام الآلي لتداول الأسهم السعودية، وذلك بهدف زيادة شفافية السوق وتوفير معلومات هامة ومنظمة عن الشركات المساهمة للمستثمرين من أجل تشجيع وحث هؤلاء المستثمرين على اتخاذ

قراراتهم الاستثمارية بناء على معلومات منشورة وواضحة وفي أوقات محددة، حيث تقوم إحدى إدارات خدمات التداول وهي إدارة المعلومات بمتابعة الحركة اليومية لتداول الأسهم وإصدار نشرات يومية وشهرية

وربع سنوية وكذلك إعداد التقرير السنوي عن نشاط السوق، وتقوم الإدارة بتوفير المعلومات منذ بداية التداول عام 1985 حتى تاريخه لقطاع كبير من المهتمين والباحثين، وجميع هذه النشرات يتم إرسالها بشكل ألي لجميع المسجلين في قاعدة البيانات الخاصة بموقع تداول على الأنترنت ، كذلك تقوم إدارة معلومات تداول بمتابعة و نشر بيانات التداول من خلال هذا الموقع

- نشر أسعار ومعلومات الأسهم السعودية من خلال نظام (ESIS WEB) إلى المستثمرين عن طريق البنوك المحلية، بحيث أصبح بإمكان المستثمرين الحصول على مثل هذه الخدمة والاشتراك بها مقابل رسم شهري للاطلاع على أسعار الأسهم السعودية والأخبار المعلنة والمنشورة عن الشركات ومتابعة هذه الأسعار والمعلومات من أجل زيادة شفافية السوق وضمان سلامة التعامل لكافة المستثمرين في مختلف مناطق المملكة:

- إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة التي تشرف عليه مؤسسة التمويل الدولية (IFC) ، ويعتبر انضمام المملكة إلى مؤشر مؤسسة التمويل الدولية اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، ولا سيما أن هذا السوق احتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي (PE/R) ؛

-تحديث بث مؤشر أسعار الأسهم السعودية ليصبح آنيا بحيث يتغير هذا المؤشر آلياً بعد تنفيذ كل صفقة في النظام الآلي، كما تم تعديل سنة الأساس له ليصبح (1000) نقطة بدلاً من (100) نقطة.

وقد تم تحديث النظام في فترات متلاحقة حيث وفي خطوة مهمة من خطوات تطوير سوق الأسهم السعودي وبالتحديد في بداية عام 2001 ،أدخلت لجنة إدارة السوق نظاماً جديداً للتداول الإلكتروني عرف باسم تداول (Tadawal) الذي من خلاله

تقوم وحدات التداول التابعة للمصارف السعودية بإلغاء إشعارات عملائها، وتحويل جميع أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء داخل السوق.

و في سنة 2007 تم تشغيل نظام تداول المطور بشكل جوهري، وتهدف سوق الأسهم السعودي بهذا التحديث لأنظمتها، إلى تقديم خدمات ذات كفاءة عالية في تنفيذ عمليات التداول والتسجيل والإيداع والمراقبة وأنظمة توزيع بيانات ومعلومات السوق، إلى جانب إتاحة تداول أدوات مختلفة في السوق من خلال أنظمة تداول الجديدة، ويأتي ذلك تماشياً مع خططها الاستراتيجية للتوسع المستقبلي، وحرصها المستمر في تحديث أنظمتها التقنية، وتلبية حاجيات السوق المتنامية من حيث حجم التداول اليومي ونوع وعدد المنتجات المقدمة وزيادة الطاقة الاستيعابية لهذه الأنظمة لتواكب النمو الحالي والمستقبلي للسوق السعودية .

يمكن من خلال النظام الجديد تداول أدوات استثمارية جديدة، مثل السندات والصكوك، وغيرها من المنتجات الاستثمارية الأخرى، ويتيح النظام تشغيل وإدارة أكثر من سوق في نفس الوقت مثل السوق الأولية والسوق الثانوية، إلى جانب إمكانية زيادة عدد قطاعات السوق والمؤشرات الفنية.

دور النظام في رفع كفاءة السوق

إن من أبرز الخصائص التي يتحلى بها النظام الجديد تكمن في الشفافية العالية التي يتيحها للمتداولين، حيث يتم نشر أسعار السوق وإعلانات الشركات للبنوك ووكالات الأخبار «رويترز» و«بلومبيرغ» وللمستثمرين بصفة فورية عن طريق موقع «تداول» على الشبكة، إلى جانب أن النظام يتميز بالتكامل حيث يقوم بتوحيد عمليات تداول ومقاصة وتسوية الأسهم في المملكة العربية السعودية، ويوفر النظام سوقاً تتم فيه العمليات بموجب أوامر البيع والشراء الفورية كما أن النظام يوفر دورة تداول قصيرة جداً، وتسوية سريعة، ويتم نقل ملكية الأسهم على نحو فوري عند تأكيد الأمر، حيث يتولى النظام تحقيق معالجة دقيقة ومباشرة للأوامر، ويوفر مرونة كبيرة في إتمام عمليات التداول من خلال معالجة مختلف أنواع الأوامر ذات تواريخ الصلاحية المتنوعة، وذلك لمواكبة مرونة الأسواق المتطورة

ومن مميزات هذا النظام إمكانية الشراء والبيع عدة مرات خلال اليوم الواحد، وتعتبر هذه الفترة قياسية مقارنة بما هو سائد في الأسواق المالية المتطورة والناشئة على حد سواء حيث تستغرق فترة المقاصة (أي فترة تحصيل الأوراق المالية و متعلقاتها النقدية بيعاً وشراء) ثلاثة أيام كما تبلغ هذه الفترة في كل من أسواق ألمانية، والهند، وكوريا نحو يومين بداية من تاريخ إجراء الصفقة، وهذا الأمر أعطى سيولة أكبر للسوق وإمكانية أكبر للتحكم بالمحفظة الاستثمارية، إن المستوى المرتفع من الشفافية عن طريق البث الفوري للمعلومات المتعلقة بإعلانات الشركات وأسعار التداول يمثل دون شك قيمة إضافية توفرها آلية التداول الجديدة، حيث يؤدي المزيد من الشفافية إلى زيادة حجم المعاملات المتاحة للمتداولين مما يسهل صياغة توقعات أدق، وبالتالي استراتيجيات تداول أفضل والمزيد من الشفافية يجذب مزيداً من تيار الأموال نحو السوق حيث يفضل بعض المستثمرين التداول في السوق التي تعلن عن العروض والطلبات السائدة، كما أن النظام الذي يتضمن عملية إدارة المخاطر سوف يساعد أيضاً على توفير عنصر المضاربة المنشود في السوق عن طريق ما يعرف بـ«التداول على المكشوف»، وهذا الأمر مضافاً إليه الانتشار الجغرافي لنظام التداول الذي سيحقق اجتذاب المزيد من المستثمرين للسوق، يمكن تنمية المزيد من رغبة الأفراد في الاستثمار من خلال القواعد التنظيمية اللازمة من مؤسسة النقد العربي السعودي، وكذلك من خلال البرامج التي تزيد من وعي المستثمرين، كما أن هذا النظام حقق تطوراً تقنياً لسوق الأسهم السعودية، حيث قام بتدعيم و تسهيل مهام المستثمرين كما مكن من تحقيق حماية للمستثمرين من خلال نشر المعلومات الدقيقة وفي الوقت المناسب لجمهور المستثمرين، كذلك توفير قاعدة بيانات متكاملة عن معلومات الشركات ونشرها بشكل فوري عبر موقع تداول على الانترنت، وتوفير الإمكانية للشركات لإدخال معلوماتها بنفسها مما يعد أحد العناصر الأساسية لشفافية السوق، واثبت نظام تداول نجاحه منذ التطبيق بشهادة الأرقام القياسية لمعدلات الزيادة في حجم ومبالغ التداول.

مؤشرات أداء السوق عند تطبيق أنظمة التداول الإلكتروني:

إن الحصيلة الإجمالية للعوائد المتحققة من السوق عند تطبيق نظام التداول الإلكتروني في سوق الأسهم السعودي كانت إيجابية، حيث ارتفع مؤشر أسعار الأسهم المحلية من 980 نقطة في العام الأول من لبدأ النظام الآلي عام 1990، إلى 2654 نقطة في سنة 2002 أي بارتفاع بلغت نسبته 1674 نقطة أو ما نسبته 170%، مع العلم أن هذا المؤشر سجل أعلى نقطة له في تاريخ السوق 2002/05/19 ليصل إلى 2935 نقطة، وعلى الرغم من أن النظام واجه بعض الصعوبات والمشاكل في مراحله الأولى نتيجة عدم تعود المتداولين والمشتغلين به إلا أنه تم قبوله تدريجياً من قبل جمهور المستثمرين، وقد أضفى مصداقية على نظام التداول، ويتضح ذلك من نمو عدد الصفقات حيث كانت 98 صفقة بقيمة 9,8 مليون ريال في اليوم الذي بدأ فيه العمل بالنظام، وارتفعت إلى 1264 صفقة بقيمة 192 مليون في مدة قصيرة جداً، لترتفع إلى 13319523 في سنة 2004، وهو رقم قياسي مقارنة بالسنوات السابقة، أما من حيث مؤشرات أداء السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المصدرة إلى 1,48 تريليون ريال بنهاية الربع الأول من سنة 2005، محققة نسبة نمو قياسية تجاوزت 22 ضعفا مقارنة بالقيمة سوقية المسجلة في نهاية سنة 1985، والتي قدرت بـ 67 مليار ريال، كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة من 4 مليون سهم في نهاية 1985 إلى 10298 مليون سهم في نهاية 2004 أي أكثر من 2574 ضعف، كما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بأكثر من 2343 ضعف أي من 0,8 مليار ريال في نهاية 1985 إلى 1,8 تريليون ريال بنهاية 2004، وخلال الربع الأول من 2005 قارب معدل نمو قيمة الأسهم المتداولة 88% (أنظر الجدول)، أما أحجام التداول فقد ارتفعت بشكل كبير جداً، حيث ارتفعت كمية الأسهم المتداولة من 17 مليون سهم عام 1990 لتصل إلى حوالي 1,5 مليار سهم في نهاية سنة 2002، كما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة من حوالي 0,8 مليار ريال سنة 1985 لتصل 1773 مليار ريال سنة 2004، أما القيمة السوقية (رسملة السوق) فقد ارتفعت من 67 مليار ريال سنة 1985 لتصل إلى 1475 مليار ريال في سنة 2005

المؤشر العام سنة الأساس 1985	عدد الصفقات	القيمة السوقية للسهم (مليار ريال)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)	عدد الأسهم المتداولة (مليون ريال)	الفترة
690,88	7842	67	760	4	1985
646,03	10833	63	831	5	1986
780,64	23267	73	1686	12	1987
979,80	85298	97	4403	17	1990
1765,24	90559	181	8527	31	1991
1888,65	272075	206	13699	35	1992
1282,90	357180	145	24871	152	1994
2028,53	438226	229	56578	528	1999
2430,11	605035	275	83602	691	2001
2518,08	1033669	281	133787	1736	2002
4437,58	3763403	590	596510	5566	2003
8206,23	13319523	1147	1773859	10298	2004
10499,26	6415084	1475	491332	1757	2005

المصدر: مجلة تداول العدد الثاني عشر ربيع 2005

إن هذه المؤشرات والتطور المتنامي لأحجام السوق تعتبر مؤشراً هاماً، ويدل على المكانة النوعية الجديدة الذي أخذت سوق الأسهم المحلية تمثلها في النشاط الاقتصادي بفضل التطورات التنظيمية والتكنولوجيا المستخدمة في التعاملات المختلفة في السوق من حيث قدرة المتعاملين على الحصول على المعلومات المختلفة من المصادر الرسمية عبر وسائل أكثر تطوراً ممثلة في أنظمة التداول الإلكتروني، مما ساهم وبشكل كبير عبر هذه الوسائل من تحقيق الكفاءة الداخلية لهذه السوق.

الخاتمة:

أسهم تطبيق نظام تداول في تحديث نظام التداول والتسوية في السوق السعودية، وتقديم خدمات إضافية جديدة للسوق، وتطبيق المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات من خلال استخدام شبكة معلومات أسرع تعتمد على معايير قياسية عالمية، وزيادة مستوى الأمن من خلال تقليل المخاطر المتعلقة بالسوق ويعد نظام " تداول " نظام إلكتروني متكامل

للتداول والتسوية والمعلومات، حيث يقوم بربط مؤسسات الوساطة بالحاسب المركزي في شركة "تداول"، ما يمكن مؤسسات الوساطة من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، وتنفيذها إلكترونياً، والبدء في مراحل تسويتها إلكترونياً، وقد كان الهدف الأساسي من تطبيق النظام هو توفير السيولة اللازمة للسوق من خلال زيادة معدلات التداول عن طريق جذب عدد أكبر من المستثمرين إلى السوق وجذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية، وكذا تحقيق الكفاءة من خلال توفير آلية لاكتشاف الأسعار تقلل ما أمكن وفي أسرع وقت من الفرق بين سعر السهم وقيمتها الحقيقية.

المراجع:

- 1- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر -الهندسة المالية باستخدام التوزيع والمشتقات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000
- 2- محمد يسر، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2004
- 3- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد " بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق "الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002 ص 106
- 4- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000
- 5- حسين بن محمد الحسن، الإدارة الإلكترونية بين النظرية و التطبيق، المؤتمر الدولية للتنمية الإدارية "نحو أداء متميز في القطاع الحكومي، 1-4 نوفمبر 2009 معهد الإدارة العامة المملكة العربية السعودية
- 6- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال :الأوراق المالية و صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 401
- 7- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر 2007
- 8- جردان طاهر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1997

- 9- بن معلا العمري ، " المتطلبات الإدارية والأمنية لتطبيق الإدارة الالكترونية دراسة مسحية على المؤسسة العامة للموانئ "، رسالة .ماجستير غير منشورة، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2003
- 10- محمد محمود الطعمانة وآخرون الحكومة الالكترونية وتطبيقاتها في الوطن العربي، الأردن، المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2004
- 11- علي، حسن باكير، "المفهوم الشامل للإدارة الالكترونية"، مجلة آراء حول الخليج ، الإمارات العربية المتحدة، العدد 23
- 12- محمد بن إبراهيم السحبياني، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية و السوق المالية السعودية " دراسة مقارنة" بحث مقدم لندوة السوق المالية السعودي نظرة مستقبلية ،جامعة الملك خالد ، 13- 14 نوفمبر 2007
- 13- دعاء نعمان الحسيني وآخرون، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على عائد و مخاطر الاستثمار بالأوراق المالية "دراسة تطبيقية علة عينة من أسهم الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي للفترة 2002-2003 ،مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية جامعة تكريت العراق، المجلد 7 العدد 21 السنة 2011
- 14- رأفت رضوان " الإدارة الالكترونية، الإدارة والمتغيرات العالمية الجديدة"، الملتقى الإداري الثاني للجمعية السعودية للإدارة، القاهرة، مركز المعلومات واتخاذ القرار، 2004
- 15- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 2011 عمان، الأردن ص217
- 16- مؤسسة النقد العربي، التقرير السنوي 2006
- 17- حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في سوق المالية السعودي خلال الفترة2000-2009، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012
- 18- عبد الله السويلمي، جهود متواصلة لتطوير السوق السعودية، مجلة تداول، مجلة إلكترونية تصدرها سوق الأسهم السعودية، العدد الأول صيف 2002

19- مجلة تداول، مجلة سوق الأسهم السعودي أعداد مختلفة 2002، 2005،
2006

1 - Riadh , Bouriche, " Le rôle des TIC dans la bonne gouvernance ", participation avec cette communication au séminaire national intitulé, Informations et société de la connaissance , La faculté des sciences sociales et humaines, Université Mentouri Constantine- Algérie, organisé les 18/19 avril 2009

المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية

بوعونية سليمة - المركز الجامعي لتيبازة

جدي أسماء - المركز الجامعي لتيبازة

مقدمة:

إن انتشار ظاهرة العوالة كان لها آثارا كبيرة على مختلف الأنشطة الاقتصادية والمالية، حيث أدت إلى إعادة بناء العلاقات الاقتصادية في المجتمع الدولي على النحو الذي فرض كثيرا من التحديات خاصة أمام الأنشطة المالية والمصرفية، ويعد التقدم التكنولوجي من أهم العناصر التي ساهمت في تغيير الملامح المتعلقة بالخريطة المصرفية الدولية حيث عرفت هذه الأخيرة تحولا نوعيا غير من أبعاد وأهداف ، استراتيجيات المصارف في السنوات القليلة الأخيرة، وكان نتيجة منطقية لثورة التكنولوجيات الجديدة والإعلام والاتصال وعوالة الأسواق المالية والمصرفية.

لذا نحاول تقديم رؤية حديثة من خلال هذه المقالة، لما يجب أن تكون عليه المنظومة المصرفية وما تتطلب من ضرورة إعادة تكييفها مع التطور التكنولوجي السريع، لكي تتماشى والاتجاهات الحديثة التي تعرفها المصارف على المستوى العالمي من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

ما هو دور المصارف الإلكترونية في تنشيط أداء الأسواق المالية؟

لدراسة هذه الإشكالية تم وضع المحاور التالية:

- المحور الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية،
- المحور الثاني: أسس ومميزات المصارف الإلكترونية،
- المحور الثالث: مخاطر المصارف الإلكترونية.

المحور الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

أولاً : نشأة الأسواق المالية و مفهوماها:

ظهرت سوق الأوراق المالية لأول مرة مع انطلاقة الثورة الصناعية، وتجسدت عملياً منذ ما يزيد على 400 عام وتحديداً في هولندا ثم ظهرت في فرنسا في عام 1724 وفي بريطانيا بورصة لندن في عام 1776، ثم ظهرت في الولايات المتحدة في عام "1" 1821 حيث أنشأت بورصة نيويورك في وول ستريت، ثم تلتها بورصة طوكيو في اليابان في عام 1878م. وكانت بورصة باريس هي السوق المالية الأهم عالمياً حتى قيام الثورة الفرنسية، فاحتلت عندها بورصة لندن المرتبة الأولى في العالم، ومع نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة واليابان "2".

وتعرف السوق المالية بأنها: "عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في

هذا المجال. وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة

عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أنه وجودها يكون افتراضي "3".

و السوق المالي الدولي يعني أيضاً "وجود العديد من المؤسسات المالية التي توفر الخدمات المالية بين المقرضين و المقترضين." "4"

وتتكون الأسواق المالية من ثلاثة عناصر هي "5":

1. سوق النقود التي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي .
2. سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين .
3. سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول

ثانياً: أقسام الأسواق المالية:

تضم الأسواق المالية كلاً من سوق النقد وسوق رأس المال يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، ويتسم هذا السوق بقصر آجال تعاملاتها (أي لمدة تقل عن سنة مالية)، حيث يقوم أصحاب الفوائض المالية من مستثمرين بإيداع أموالهم

لدى البنوك مقابل تلقي عائد في صورة فائدة دورية، فيما يتولى البنك إقراض تلك الإيداعات لأصحاب العجز المالي من شركات ومشروعات التي لها رغبة في التمويل قصير الأجل.

ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر كون الأموال المودعة لدى البنوك هي إيداعات تحت الطلب مما يسمح بإمكانية استرداد تلك الأموال من البنوك متى رغب المستثمر في ذلك. كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

أما سوق رأس المال فهو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، وعلى عكس المستثمر في سوق النقد فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة. وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي، فالسوق الأولي (سوق الإصدار) تعتبر أساس هذا النوع من التمويل حيث تلجأ الشركات والحكومات إلى طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في هذا السوق للحصول على التمويل طويل الأجل مقابل الالتزام بسداد عائد لملاك تلك الإصدارات، ويختلف العائد بحسب طبيعة الإصدار ففي حالة الأسهم تلتزم الشركات بسداد توزيعات على الأرباح في حالة إقرار الشركة لتلك التوزيعات، أما في حالة السندات فتلتزم جهة الإصدار بسداد عائد دوري عادة ما يكون ثابتاً في صورة فوائد فضلاً عن سداد أصل السند تاريخ استحقاقه. وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها. وتتسم السوق الأولي بكونها أقل نشاطاً من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طويلة مدة حياة الشركات، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة، أما إصدارات السندات فهو مرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل

دائم. ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار التي تأخذ على عاتقها مهمة بيع تلك الإصدارات إلى المدخرين فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجع من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بإيداعات لدى البنوك.

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، والمقصود بالسيولة في هذا السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المجزي لهذا المستثمر حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار. ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي، فمن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي "6". كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشراً فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولي، فضلاً عن إعطاء قيم مقارنة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصخصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصخصتها.

ثالثاً: كفاءة وفاعلية السوق المالية:

«كفاءة السوق» هو مصطلح فني يستخدم عندما يعكس سعر سهم منشأة ما في السوق المعلومات المتاحة عن تلك المنشأة، سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو السجل التاريخي لسعر السهم، أو التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة للمنشأة.

ولكي تتحقق كفاءة السوق لابد من توافر الشروط التالية⁷:

1. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
2. عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات والضرائب...
3. للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم دون شروط وبسهولة ويسر.

4. وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.

5. اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها. أما في الأسواق المجنونة Crazy Market تبدو التغيرات في الأسعار كأنها عشوائية، ولا ترتبط الأسعار بالقيمة الحقيقية للأصول وقد تكون الأسعار أضعاف هذه القيمة⁸. وأما مصطلح فعالية السوق فيعني قدرة السوق المالية على القيام بدورها الإيجابي في الاقتصاد، ولتحقيق فعالية لسوق لابد من توافر الشروط التالية⁹:

1. وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين مع المعلم أن هذا المكان قد يكون افتراضي وغير مادي.
2. سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق وسطاء.
3. تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة.
4. وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة.
5. أن تكون المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ذات سمعة جيدة.
6. وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة. وتقاس فاعلية أية سوق مالية بالمقاييس التالية¹⁰:

1. مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.
2. مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
3. مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

المحور الثاني: أسس و مميزات المصارف الإلكترونية، و متطلبات إنشائها،

أولا : مفهوم المصارف الإلكترونية:

مما لا شك فيه فإن تكنولوجيا المعلومات قد باتت الآن أحد أهم القضايا الاستراتيجية في مجال العمل المصرفي وهذا الواقع سيفرض على المصارف تحديات كبيرة¹¹. لذلك سنقوم بتوضيح مفهوم المصارف الإلكترونية و أهميتها في هذا العنصر.

يقصد بالمصارف الإلكترونية: قيام العميل بإدارة حساباته أو انجاز أعماله المتصلة بالمصرف عبر شبكة الانترنت سواء كان في المنزل أو المكتب وفي أي مكان وفي أي وقت يرغبه ويعبر عنها "بالخدمة المالية عن بعد".

إذا عمليات المصارف الإلكترونية هي إجراءات الكترونية تتم عبر شبكة المعلومات الدولية ومن أهم أشكالها المصارف الافتراضية، التي تولدت لها مواقع الكترونية على الشبكة من اجل تقديم خدمات نفس خدمات المصرف لكي يقوم بالعمليات المصرفية العادية مثل السحب والدفع والتحويل دون انتقال الزبون إليها.¹²

ووفقا للخدمات التي تقدمها المصارف عبر الانترنت يتم تصنيف ثلاث صور أساسية:

1- الموقع المعلوماتي: وهو المستوى الأول أو الحد الأدنى في النشاط الإلكتروني المصرفي و الذي يتم بموجبه الإعلان عن منتجات المصرف وخدماته ونشاطه بشكل عام.

2- الموقع التفاعلي (الاتصالي): وهذا الموقع يسمح بنوع من التبادل الاتصالي بين المصرف وعملائه كالبريد الإلكتروني وتقديم الطلبات و مليء النماذج .

3- الموقع التبادلي: ومن خلاله يمارس المصرف تقديم خدماته حيث يمكن عبر الموقع التبادلي للعميل إن يحصل على نطاق عريض من الخدمات المصرفية. وحتى الآن فان اغلب المصارف تمزج بين قنوات تقديم الخدمة عبر الانترنت إلى خدمات فروعها التقليدية.

ولازال عدد المصارف التي تقدم منتجاتها فقط على الانترنت والتي تعرف بالمصارف الافتراضية والتي يقتصر وجودها المادي على مكاتب محدودة قليلة العدد، إذ يوجد في أمريكا 30 بنك افتراضي وفي آسيا بنكان وعدة بنوك في دول الاتحاد الأوروبي. وتصدر كندا دول العالم في مستخدمي الصيرفة الإلكترونية حيث إن 67% من مستخدمي الانترنت يستخدمون الصيرفة عبر الانترنت وفي بريطانيا 49% وأمريكا 44% وفرنسا

35%، وفي الدول الإسكندنافية حيث يوجد أكبر عدد من مستخدمي الانترنت فان نحو ثلث عملاء المصارف في فنلندا والسويد يستفيدون من المعاملات عبر الانترنت¹³

ثانيا: مميزات المصارف الإلكترونية:

تتميز المصارف الالكترونية عن المصارف التقليدية في تقديم خدمات للزبون لتلبية احتياجاته ويكمن هذا التميز في:

- إمكانية استقطاب شريحة أوسع من الزبائن: تنفرد المصارف الالكترونية بقدرتها على الوصول إلى شريحة أوسع من الزبائن دون التقيد بمكان أو زمان معين، كما تتيح لهم إمكانية طلب الخدمة في أي وقت وعلى طول أيام الأسبوع وهو ما يوفر الراحة للعميل، إضافة إلى أن سرية المعاملات التي تميز هذه المصارف من ثقة العملاء فيها.

- تقديم خدمات مصرفية جديدة: تعمل المصارف الالكترونية على تقديم جميع الخدمات المصرفية التقليدية، مع تقديم خدمات جديدة عن طريق شبكة المعلومات الدولية (الانترنت) مثل: إرسال نشرات إعلانية عن الخدمات المصرفية، تبليغ الزبائن بأرصدهم، كيفية التعامل مع الكمبيالات الالكترونية معرفة تحويل الأموال بين الحسابات المختلفة.¹⁴

ثالثا: أهمية البنوك الالكترونية

إن الزبون بحاجة للحصول على حل لمشكلته وليس مشاهدة عرض يقدم له، هذه أول الحقائق التي يمثل إدراكها مبرر وجود البنك الالكتروني بل أساس نجاحه ، لهذا ، كان موقع شركة E-Loan المتخصصة بالإقراض الالكتروني - على سبيل المثال - مميزاً بين سائر المواقع الشبيهة ويميزها عن جهات الإقراض غير الالكترونية، لأنه ليس مجرد موقع يعرض الإقراض بالوسائل التقنية بل لأنه يساعد المستخدمين على تحديد وحساب احتياجاتهم ، وخياراتهم المتطلبة لحل مشاكلهم ، ثم يقدم حزمة من العروض والخدمات التي تتفق مع رغبة وطلب الزبون .

إن البنوك غير الالكترونية، تقدم جزءا من الحلول لمشكلات العميل لكنها لا تقدم حلولاً شاملة، أو تقدم حلولاً جزئية بكلف عالية، فإذا علمنا إن التنافس على أشده في سوق

العمل المصرفي، وعنوانه الخدمة الشاملة والأسرع بالكلفة الأقل ، فان البنوك الالكترونية فرصة لتحقيق معدلات أفضل للمنافسة والبقاء في السوق ، وببساطة فان الظن إن البنك الالكتروني مجرد إدارة لعمليات مصرفية وحسابات مالية ظن خاطئ ، لان التقنية تتيح للعميل ذاته أن يدير مثل هذه الأعمال ، أن وجود البنك الالكتروني مرهون بقدرته على التحول إلى موقع للمعلومة ومكان للحل المبني على المعلومة الصحيحة انه مؤسسة للمشورة ، ولفتح آفاق العمل ، انه مكان لفرص الاستثمار وإدارتها ، مكان للخدمة المالية السريعة بأقل الكلف مكان للإدارة المتميزة لاحتياجات العميل مهما اختلفت ، كموقع إذ يلحظ المستخدم إن هذا الموقع يقدم خدمات مالية وضريبية واستشارية واستثمارية ويعرض حزمًا من الخدمات الشاملة تتلاقى مع متطلبات الزبائن لحل مشكلاتهم .

كما أن الاتجاه نحو الدفع النقدي الالكتروني المصاحب لمواقع التجارة والأعمال الالكترونية يقدم مبررا لبناء البنوك الالكترونية ، فشركات التأمين ، النفط ، الطيران ، الفنادق ، ... الخ تتجه بخطى وثيقة نحو عمليات الدفع عبر الخط ، أو الدفع الالكتروني ، وهي عمليات تستلزم - إن لم يكن موقع الشركة يوفر وسائل الدفع النقدي - وجود حسابات بنكية أو حسابات تحويل أو نحوها ، وترك الساحة دون تواجد يعني دفع القطاعات المشار إليها إلى ممارسة أعمال مالية على الخط لسد احتياجاتها التي لا توفرها جهات العمل المصرفي المتخصصة .

إن البنوك الالكترونية توفر في التكاليف، حيث إنها تحتاج إلى عدد اقل من الموظفين كما إنها توفر في تكاليف الوجود المادي ، إن هذا يوفر ليس بالضرورة إن تعود للبنك نفسه ، وإنما قد تستخدم في تقديم الخدمات بأسعار أقل¹⁵.

رابعاً: مهام المصارف الالكترونية

1- التحويل الالكتروني للأموال: تعمل المصارف الالكترونية داخل شبكة المعلومات الدولية عن طريق المشاركة في شبكة حواسيب تتول التداول الالكتروني لمجموعة من القيود المحاسبية التي تتم بين الدائن والمدين في مختلف المصارف ويهدف نظام التحويل الالكتروني للأموال من أجل تسهيل وتعجيل المدفوعات وتسويتها بين

المصارف وهذا ما ينتج عنه تقديم خدمات أفضل للزبائن، من خلال هذه العملية المصرفية تتميز المصارف بميزة تنافسية في الأسواق العالمية من خلال العمل الالكتروني يتيح للمصارف إمكانية التسوية الفورية للأموال عبر حساباتها الجارية في المصارف المركزية.....الخ.

2- خدمة البطاقات: تقدم المصارف الالكترونية خدمات متميزة للزبائن ذوي المستوى المرموق مثل خدمات سامبا الماسية والذهبية المقدمة لفئة محددة من الزبائن على شكل بطاقات ائتمانية وبخصم خاص.

3- النظام المصرفي المباشر مع الزبون: هي تطبيق النظم المصرفية المباشرة مع الزبائن من الحاسب الآلي المتواجد في المنزل أو المكتب.

4- الهاتف المنزلي: أنشئت هذه الخدمة مع تطور الخدمات المصرفية في العالم وهذه الخدمة أي الهاتف المصرفي يؤدي إلى تفادي طوابير الزبائن في الاستفسار عن بعض الخدمات المصرفية وتستمر هذه الخدمة 24 ساعة يوميا.

ونرى أن تكلفة العمل المصرفي على الانترنت منخفضة بنسبة كبيرة مقارنة بالقنوات التقليدية الحديثة، ولأكثر توضيح ندرج الجدول التالي الذي يوضح أهمية التكنولوجيا والصيرفة الالكترونية في تحسين الخدمات المصرفية.¹⁶

جدول رقم (1): تقدير تكلفة الخدمات عبر قنوات مختلفة

قناة تقديم الخدمة	تقدير التكلفة
خدمة عبر فرع المصرف	295+ وحدة
خدمة من خلال مراكز الاتصال الهاتفي	56+ وحدة
خدمة من خلال الانترنت	4+ وحدة
خدمة من خلال الصرافات الآلية	1+ وحدة

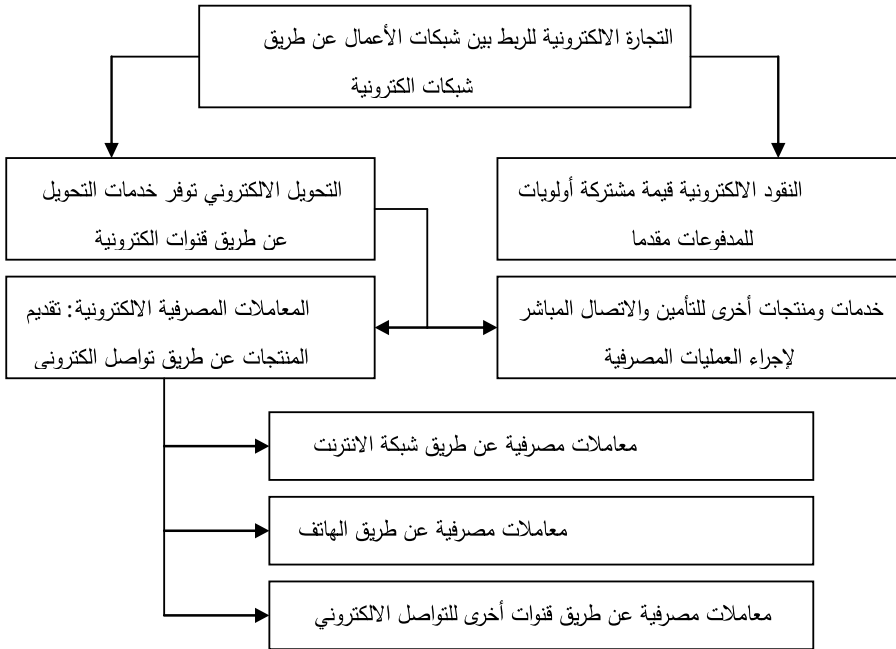
المصدر: عز الدين كامل أمين مصطفى، "الصيرفة الإلكترونية"، مقال منشور على

الإنترنت على الموقع : www.bank.org/arabic/period

5- المقاصة الالكترونية : تأسست خدمات المقاصة الالكترونية عام 1960

ويتم من خلالها تحويل النقود من حسابات العملاء إلى حسابات أشخاص أو هيئات أخرى في أي فرع ولأي مصرف في دولة أخرى كدفع المرتبات الشهرية من حساب صاحب العمل إلى حساب الموظفين، أو دفع المعاشات الشهرية من حساب هيئة التأمين والمعاشات إلى المستفيدين، أو دفع التزامات دورية من حساب العميل إلى مصلحة الكهرباء، الغاز... كما يتم تسوية المدفوعات المصرفية عن طريق نظام التسوية الإجمالية بالوقت الحقيقي ضمن خدمات المقاصة الالكترونية ويتيح هذا النظام بطريقة الكترونية آمنة نقل وتحويل مبالغ مالية من حساب بنكي إلى آخر بسهولة حيث تتم المدفوعات في نفس اليوم وبنفس قيمة اليوم دون إلغاء أو تأخير.¹⁷

شكل رقم (1) : صور المعاملات المصرفية الالكترونية



المصدر: جاسم السنوسي، "المصارف الالكترونية"، مقال منشور على الانترنت على الموقع :

خامسا: متطلبات إنشاء المصارف الإلكترونية

1- البنية التحتية التقنية : إن البنوك الإلكترونية تحي في بيئة الأعمال الإلكترونية والتجارة الإلكترونية ، والمتطلب الرئيس لضمان نجاحها يتمثل بالاتصالات ، وبقدر كفاءة البنى التحتية ، وسلامة سياسات السوق الاتصالي ، وتحديد السياسات التسعيرية لمقابل خدمات الربط بالإنترنت وهذه المسألة ربما تمثل أهم تحد أمام بناء البنوك الإلكترونية وتتطلب تدخلا جماعيا لرفع كل قيود تعترض تزايد استخدام الشبكة . كما أن فعالية وسلامة بنى الاتصالات تقوم على سلامة التنظيم الاستثماري ، ودقة المعايير وتوؤمها الدولي ، وكفاءة وفعالية التنظيم القانوني لقطاع الاتصالات ، وبقدر ما تسود معايير التعامل السليم مع هذه العناصر يتحقق توفير أهم دعامة للتجارة الإلكترونية ، بل وللبناء القوي للتعامل مع عصر المعلومات .

والعنصر الثاني للبناء التحتي يتمثل بتقنية المعلومات ، من حيث الأجهزة والبرمجيات والحلول والكفاءات البشرية المدربة والوظائف الاحترافية ، وهذه دعامة الوجود والاستمرارية والمنافسة ، ولم يعد المال وحده المتطلب الرئيس ، بل استراتيجيات التوائم مع المتطلبات وسلامة البرامج والنظم المطبقة لضمان تعميم التقنية بصورة منظمة وفاعلة وضمان الاستخدام الأمثل والسليم لوسائل التقنية. أما عن عناصر استراتيجية البناء التحتي في حقل الاتصالات وتقنية المعلومات، فإننا نرى أنها تتمثل بتحديد أولويات وأغراض تطوير سوق الاتصالات في الدولة، ومواءمة هدف الدخول للأسواق العالمية مع احتياجات التطوير التقنية للشركات الخاصة والسياسات التسويقية والخدمية والتنظيمية المتعين اعتمادها لضمان المنافسة في سوق الاتصالات ولضمان جذب

الاستثمارات في هذا القطاع، وتنظيم الالتزامات لمقدمي الخدمات مع تحديد معايير ومواصفات الخدمة المميزة، وفي مقدمتها معايير امن وسلامة تبادل المعلومات وسريتها وخصوصية المشتركين، وتوفير الإطار القانوني الواضح الذي يحدد الالتزامات على أطراف العلاقة وأخيرا تحديد نطاق التدخل الحكومي وتحديد أولويات الدعم وما يتعين أن يكون محلا للتشجيع الاستثماري من قبل الدولة. وتوفر البنى التحتية العامة يبقى غير

كاف دون مشاريع بناء بني تحتية خاصة بالمنشآت المصرفية، وهو اتجاه تعمل عليه البنوك بجدية.

2-الكفاءة الأدائية المتفقة مع عصر التقنية: هذه الكفاءة القائمة على فهم احتياجات الأداء والتواصل التأهيلي والتدريبي، والاهم من ذلك أن تمتد كفاءة الأداء إلى كافة الوظائف الفنية والمالية والتسويقية والقانونية والاستشارية والإدارية المتصلة بالنشاط البنكي الالكتروني.

3-التطوير والاستمرارية والتفاعلية من المستجدات.

4-التفاعل مع متغيرات الوسائل والاستراتيجيات الفنية والإدارية والمالية: والتفاعلية لا تكون في التعامل مع الجديد فقط أو مع البنى التقنية فقط وإنما مع الأفكار والنظريات الحديثة في حقول الأداء الفني والتسويقي والمالي والخدمي، تلك الأفكار التي تجيء وليد تفكير إبداعي وليس وليد تفكير نمطي.

5 الرقابة التقييمية الحيادية: أن واحدا من عناصر النجاح الارتكان للقادرين على التقييم الموضوعي ، ومن هنا أقامت غالبية مواقع البنوك

الالكترونية جهات مشورة في تخصصات التقنية والتسويق والقانون والنشر الالكتروني لتقييم فعالية وأداء مواقعها. ويتعين أن نحذر من مصيدة الارتكان إلى عدد زائري الموقع كمؤشر على النجاح، إذ يسود فهم عام أن كثرة زيارة الموقع دليل نجاح الموقع، لكنه ليس كذلك دائما وان كان مؤشرا حقيقيا على سلامة وضع الموقع على محركات البحث وسلامة الخطط الدعائية والترويجية¹⁸.

المحور الثالث: مخاطر المصارف الإلكترونية.

أشارت لجنة للرقابة المصرفية إلى أهمية قيام البنوك بوضع السياسات والإجراءات التي تتيح إدارة مخاطر العمل المصرفي الإلكتروني من خلال تقييمهما والرقابة عليها ومتابعتها، كما أصدرت خلال مارس 1998 ومايو 2001 مبادئ لإدارة هذه المخاطر.

ومن أهم المخاطر التي قد تنشأ عن الصيرفة الإلكترونية نذكر ما يلي:

1 . المخاطر الاستراتيجية: وهى تلك المخاطر الناجمة عن عدم تبني الاستراتيجيات المناسبة التي تأخذ في اعتبارها كيفية تحقيق المزيج المناسب بين كل من الخدمات المصرفية التقليدية، والخدمات المصرفية الإلكترونية، وبما لا يعرض البنك لمزيد من كل من المخاطر، ولا يؤثر على مركزه التنافسي وتأتى أهمية هذه النوعية من المخاطر من حيث تأثيرها الكبير على مستقبل البنك، ومن حيث العناصر العديدة المكونة لها والتي يحتاج كل منها لضوابط رقابية تتوافق مع ظروف كل بنك، وكل سوق مصرفي.

2 . المخاطر التشغيلية: يمكن أن تتعرض البنوك إلى أخطاء أثناء التشغيل في حالة ما إذا كانت أنظمة الصيرفة الإلكترونية غير متكاملة بالشكل المطلوب وذلك على النحو التالي:

-عدم التأمين الكافي للنظم بحيث يمكن اختراق نظم حسابات البنك بهدف التعرف على المعلومات الخاصة بالعملاء واستغلالها، سواء تم ذلك من خارج البنك أو من العاملين به، بما يستلزم توافر إجراءات كافية لكشف وإعاقه ذلك الاختراق.

-عدم ملائمة تصميم النظم أو إنجاز العمل أو أعمال الصيانة، والتي تنشأ عن عدم كفاءة النظم (مثل بطئ الأداء) لمواجهة متطلبات المستخدمين وعدم السرعة في حل هذه المشكلة وصيانة النظم، خاصة إذا ما زاد الاعتماد على جهات خارج البنك لتقديم الدعم الفني في مجال البنية الأساسية للتكنولوجيا.

-إساءة الاستخدام من قبل العملاء ويحدث ذلك نتيجة عدم إحاطة العملاء بإجراءات التأمين الوقائية أو القيام بعمليات غسيل أموال باستخدام بياناتهم الشخصية أو عدم إتباعهم إجراءات التأمين الواجبة

3 . مخاطر السمعة: وتنشأ مخاطر السمعة في حالة توافر رأى عام سلبي تجاه البنك نتيجة عدم قدرته على تقديم خدماته المصرفية عبر الإنترنت وفق معايير الأمان والسرية والدقة مع الاستمرارية والاستجابة الفورية لاحتياجات ومتطلبات العملاء وهو أمر لا يمكن تجنبه سوى بتكثيف اهتمام البنك بتطوير ورقابة ومتابعة معايير الأداء بالنسبة لنشاطات الصيرفة الإلكترونية.

4. المخاطر القانونية: وهي تلك المخاطر الناجمة عن عدم التحديد الواضح للحقوق والالتزامات القانونية الناتجة عن العمليات المصرفية الإلكترونية، لاسيما وان العديد من وسائل أداء تلك العمليات المصرفية لازالت في طور التطوير مثل السجلات والتوقعات والعقود الإلكترونية وقواعد إرسال وتلقى السجلات الإلكترونية، والاعتراف بسلطات وقواعد التصديق الإلكتروني، وإحكام السرية والإفصاح، كذلك انتهاك القوانين أو القواعد أو الضوابط المقررة خاصة تلك المتعلقة بمكافحة غسيل الأموال.¹⁹

ومن بين المخاطر التي تواجه المصارف الالكترونية، كذلك ما يلي:

- **مخاطر الاحتيال:** وتتمثل في تقليد البرامج أو تزوير معلومات مطابقة للبرامج الالكترونية،
- **مخاطر فجائية:** قد تؤدي إلى مشاكل في السيولة وفي سياسة القروض المصرفية،
- **مخاطر تكنولوجية:** ترتبط المخاطر بالتغيرات التكنولوجية السريعة.²⁰

الخاتمة

يعيش العالم اليوم ثورة تكنولوجية في مختلف القطاعات الاقتصادية خاصة في القطاع المالي والمصرفي، حيث أصبحت التكنولوجيا تشكل حجر الأساس في تعزيز فرص البقاء والنمو والاستمرارية في ظل المنافسة الشديدة بين المصارف في الساحة العالمية، من خلال تطوير تقنيات المعلومات والاتصالات بما يكفل انسياب الخدمات المصرفية بكفاءة عالية، وإن حسن استغلال تقنية الصيرفة الإلكترونية هي من عوامل عصرة المنظومة المصرفية لمواكبة تحديات العصر، ومواجهة ضغط منافسة البنوك الأجنبية الموجهة أساسا لجذب الزبائن.

وحتى تؤدي المصارف الالكترونية دورها بفعالية فإنه يجب العمل على التحكم في تقنيات الاتصال، وحماية شبكة الانترنت من الاحتيال، وضمان سرية جميع العمليات المصرفية، وتأمين أكثر حماية بخلق إطار فني مهني متخصص، وإطار تنظيمي محكم ذو شفافية في العمل المصرفي وإقامة رقابة صارمة ضابطة لهذه التعاملات.

- <http://www.tahasoft.com/books/229.doc>¹
 نقلا عن حيان سلمان. " قراءة في سوق الأوراق المالية السورية". الاقتصادية, 17 أيار, 2009:
 16- 17. يوم الاطلاع 2013/10/13
- ² - عصام حسين. أسواق الأوراق المالية (البورصة). عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع, 2008.
³ <http://www.tahasoft.com/books/229.doc> - مرجع سابق
⁴ <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Economics/a1.doc> نقلا
 عن: غازي عبد الرزاق النقاش, التمويل الدولي و العمليات المصرفية, 1996, ص 59
⁵ - <STock Market Collections.doc> تاريخ الاطلاع: 2013/10/13
⁶ - سامي مباركي, الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد
⁷ <http://iefpedia.com/arab/wpontent/uploads> تاريخ الاطلاع:
 2013/10/13
⁸ - حسان المتني, الأسواق المالية, حلقة بحث خاصة بدراسات الماجستير, كلية الاقتصاد, تخصص
 إدارة أعمال, دمشق, 2009, ص 10
⁹ - محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد. بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق.
 الإسكندرية: الدار الجامعية, 2005.
¹⁰ <http://www.tahasoft.com/books/229.doc> تاريخ الاطلاع
 2013/10/13
¹¹ - شعبان البرواري. بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي. دمشق: دار الفكر, 2002.
¹² - ثائر عدنان قدومي, الصيرفة الإلكترونية في المصارف التجارية الأردنية, تقسم العلوم المالية والمصرفية,
 كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية, جامعة العلوم التطبيقية الخاصة, عمان, ص 10 نقلا عن موقع الكتروني
 يوم 2013/10/13
¹³ <http://asu.edu.jo/upload/FacultyPub/7fa6d34d58-46cc-ab48-10b826cf5270.doc>
¹² - علي قابوسة, المصارف الإلكترونية - الفرص و التحديات -
¹³ <http://iefpedia.com/arab/wpontent/uploads> تاريخ
 الاطلاع, 2013/10/13
³ <http://www.raheems.info/ima/76.doc> تاريخ الاطلاع 2013/10/13

14 - علي قابوسة، مرجع سابق

15 <http://www.tahasoft.com/books/246.doc> تاريخ الاطلاع

2013/10/13

16 <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/C218.doc> تاريخ

الاطلاع 2013/10/13

17 - علي قابوسة، مرجع سابق

18 <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/BBanking.doc> -

تاريخ الاطلاع 2013/10/13

<http://elearning.najah.edu/OldData/Courses/Course922971/Section1>

19 - /

20 - مخاطر الصيرفة الالكترونية

<http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/C218.doc> تاريخ الاطلاع:

2013/10/13

البيئة المحاسبية الرشيدة في ظل النظام المحاسبي المالي (SCF) ودورها في تدعيم السوق المالية في الجزائر

حاج قويدر قورين
جامعة الشلف

ملخص باللغة العربية:

تعتبر الأنظمة المحاسبية من الأدوات الأساسية التي توفر المعلومات المحاسبية الضرورية للأسواق المالية، لذا يجب أن تتصف المعلومات المالية والمحاسبية، المقدمة بالشفافية والمصدقية، والتي تمكن من تحقيق الحوكمة المحاسبية في الأسواق المالية، لذا تسعى الجزائر إلى تطوير السوق المالية من خلال تبني نظام محاسبي مالي جديد يتماشى والمتغيرات الدولية و وفق المعايير المحاسبية الدولية، يمكنها من النهوض بقطاع السوق المالي الذي أصبح من المكونات الأساسية لاقتصاديات مختلف الدول، من خلال جلب المستثمر الأجنبي الذي كان يلاقي صعوبات مع النظام المحاسبي القديم و إرغام المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على تقديم معلومات تمتاز بالشفافية والمصدقية تبين الوضعية المالية الحقيقية لها، وتحفيزها على المشاركة وتفعيل السوق المالية، وكذا تحفيز مختلف المتعاملين في السوق المالية من خلال تقليل المخاطر المتعلقة بالمعلومات المالية والمحاسبية.

ملخص باللغة الانجليزية:

Accounting Systems are essential Tools that provide Accounting information necessary for the Financial Market. Must therefore be characterized by Financial and Accounting information provided by transparent, credible and enabling the realization of governance, Accounting in the Financial Market, So Algeria Is seeking to develop the Financial Market through the adoption of Financial Accounting system a new line with the international changes and agreed that international Accounting

standards, enabling It to promote sector Financial market become the basic components of the economies of various countries, by bringing the foreign Investor who had difficulties with old Accounting system and force the Economic institutions of Algeria to provide information on a transparent and credible showing Financial position of the real her, and encouraging them to participate and to activate the financial market, as well as stimulate the various players in the financial market by reducing the risks related to financial information and Accounting.

تمهيد

تحاول الجزائر في السنوات الأخيرة تبني نظام محاسبي جديد يتوافق والمتطلبات الدولية، كأحد الأساليب لتسهيل المعاملات الدولية، التي تفق اختلاف الطرق المحاسبية حجر عثرة أمامها، والتي في الكثير من الأحيان تجد صعوبة في التأقلم والتعامل مع نظام المحاسبية لبلد ما خاصة إذا كان هذا النظام أقل تطوراً مثل ما هو الحال بالنسبة للجزائر، كما تسعى الجزائر من خلال هذا النظام إلى تطوير نظام البيئة المحاسبية، من نظام كان يعتمد على أسلوب تقليدية مبنية على أسس وطنية تتوافق والنظام الموجه إلى أسس ومعايير دولية تمكن من تحقيق الشفافية والمصادقية للمعلومات المالية والمحاسبية المقدمة من طرف المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، الموجهة خاصة للأطراف الخارجي ولعل أهمها الأسواق المالية التي تعتبر المعلومات المحاسبية الصادقة والشفافة من بين المداخلات الأساسية وعلى مدا صحتها وسلامتها تتوقف مصداقية السوق المالية أمام المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب.

ومما سبق يمكن طرح السؤال الرئيسي التالي:

كيف تساهم البيئة المحاسبية الرشيدة في تأهيل السوق المالي في ظل النظام المحاسبي

المالي؟

وللإجابة على السؤال الرئيسي نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو واقع تطبيق النظام المحاسبي المالي في السوق المالية؟
- ما هي طبيعة العلاقة التي تربط البيئة المحاسبية الرشيدة بالسوق المالية؟
- كيف يساهم النظام المحاسبي المالي في تأهيل السوق المالية؟

أهداف الدراسة:

يهدف هذا البحث إلى:

- التعرف على المفاهيم المتعلقة بالنظام المحاسبي المالي.
- التعرف على واقع تطبيق المؤسسات المدرجة في البورصة للنظام المحاسبي المالي.
- التعرف على طبيعة العلاقة بين المعلومات المحاسبية والسوق المالية في ظل البيئة المحاسبية الرشيدة.
- إبراز دور البيئة المحاسبية الرشيدة في الجزائر في تأهيل السوق المالية.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الأسواق المالية في تطوير الاقتصاديات الدولية في ظل المتغيرات الدولية الحالية، وكذا أهمية البيئة المحاسبية الرشيدة المبنية على نظم محاسبية فعالة في تحقيق هذا التطور.

هيكل البحث:

للإحاطة بجوانب هذا البحث عمدنا إلى تقسيمه كما يلي:

المحور الأول: مفهوم النظام المحاسبي المالي وعلاقته بالسوق المالية الجزائرية.

المحور الثاني: العلاقة بين البيئة المحاسبية الرشيدة والسوق المالية.

المحور الثالث: البيئة المحاسبية الرشيدة في ظل النظام المحاسبي المالي ودورها في النهوض بالسوق المالية في الجزائر.

نتائج وتوصيات

المحور الأول: مفهوم النظام المحاسبي المالي وعلاقته بالسوق المالية الجزائرية

يشكل النظام المحاسبي المالي خطوة هامة لتطبيق المعايير المحاسبية الدولية في الجزائر، في ظل متطلبات اقتصاد السوق وعولمة الاقتصاديات باعتبار أن هذه المعايير تستجيب لمتطلبات العولمة الاقتصادية، عكس المخطط الوطني للمحاسبة والذي يستجيب لمتطلبات إدارية و جبائية والاقتصاد المخطط.

أولاً- مفهوم النظام المحاسبي المالي:

لقد جاء القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي الصادر في الجريد الرسمية العدد 47 ليحدد لنا مفهوم المحاسبة المالية وإطارها التصوري والذي ينص في مواده (3، 6، 7، 8، 9) على أن:

" المحاسبة المالية نظام لتنظيم المعلومات المالية يسمح بتخزين معطيات قاعدية عديدة، وتصنيفها وتسجيلها، وعرض كشوف تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية وممتلكات الكيان، ونجاعته، ووضعية خزينته في نهاية السنة المالية¹.

ويتضمن النظام المحاسبي المالي إطارا تصوريا للمحاسبة المالية ومعايير محاسبية، ومدونة حسابات تسمح بإعداد كشوف مالية على أساس المبادئ المحاسبية المعترف بها عامة ولاسيما²:

(محاسبة التعهد، استمرارية الاستغلال، قابلية الفهم، الدلالة، المصادقية، قابلية المقارنة، التكلفة التاريخية، أسبقية الواقع الاقتصادي على المظهر).

ويشكل الإطار التصوري للمحاسبة المالية دليلا لإعداد المعايير المحاسبية، وتأويلها، واختيار الطريقة المحاسبية الملائمة عندما تكون بعض المعاملات وغيرها من الأحداث الأخرى غير معالجة بموجب معيار أو تأويل.

**** يعرف الإطار التصوري³:**

(مجال التطبيق، المبادئ والاتفاقيات المحاسبية، الأصول والخصوم والأموال الخاصة والمنتجات والأعباء، يحدد الإطار التصوري للمحاسبة المالية عن طريق التنظيم).

**** و تحدد المعايير المحاسبية⁴:**

(قواعد تقييم وحساب الأصول والخصوم والأعباء، محتوى الكشف المالية وكيفية عرضها، تحديد المعايير المحاسبية عن طريق التنظيم).
وتسجل العمليات الناتجة عن نشاطات الكيان في حسابات تحدد مدونها ومضمونها وقواعد سيرها عن طريق التنظيم⁵.

كما صدر القرار في 26 يوليو 2008 الذي نشر في الجريدة الرسمية الصادر في 25 مارس 2009 العدد 19، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها⁶.

وبموجب المادة 42 تلغى ابتداء من تاريخ دخول هذا القانون حيز التنفيذ كل الأحكام المخالفة لاسيما الأمر رقم 75-35 المؤرخ في 29 أبريل 1975 و المتضمن المخطط الوطني للمحاسبة⁷.

ثانياً- البورصة الجزائرية وتبني النظام المحاسبي المالي:

إذا تحدثنا عن علاقة ودور النظام المحاسبي المالي ببورصة الجزائر، فإننا نتحدث عن علاقة لا مباشرة بحيث أن تطبيق هذا النظام يمس كل المؤسسات الاقتصادية والمالية الوطنية التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالبورصة.

1- واقع تطبيق النظام المالي المحاسبي بالنسبة للشركات المسعرة

بالبورصة: إن الشركات المسعرة في البورصة تدرك تمام الإدراك هذه التغييرات الهامة التي ترتبت على هذا النظام الجديد وعملت جاهدة على الاستعداد لذلك، ولا سيما في مجال تكوين المستخدمين في المحاسبة واقتناء البرامج المعلوماتية المطابقة أو بالأحرى التماس المساعدة من مكاتب الدراسات الخارجية المتخصصة، وذلك بهدف مرافقتها في أشغال الانتقال من المخطط المحاسبي الوطني إلى النظام المحاسبي المالي .

إن التطبيق الأول للنظام المحاسبي والمالي الذي كان يعتبر بمثابة التحدي الحقيقي بالنسبة إلى الشركات المسعرة في البورصة، بسبب إلزامها بضبط حساباتها الخاصة بالسداسي الأول من سنة 2010 وفق النظام المحاسبي المالي، كان امتحانا صعبا للغاية،

وزيادة على عدد طلبات إرجاء أجل النشر التي تقدمها المصدرون وكانت مبررة أساسا بهذه الوضعية المرتبطة بتنفيذ النظام المحاسبي المالي فإن إيداع أولى حسابات السداسي الأول من نفس السنة ونشرها لم يتم إلا في منتصف شهر ديسمبر بيد أنّ الأجل القانوني لذلك كان محددًا في أجل أقصاه 30 سبتمبر. وقد أشارت الشركات المسعرة في البورصة إلى بعض الصعوبات التي اعترضتها والمتعلقة بنشر بعض الجداول، ولا سيما منها الجدول الخاص بتدفق أموال الخزينة وبذلك، فقد لوحظ عدم وجود بيانات تتعلق بتقييم الآثار التي تمت معاينتها بحكم التغيير الذي طرأ في المرجعية المحاسبية⁸

2- واقع تطبيق النظام المالي المحاسبي على مستوى بورصة الجزائر

أ- على صعيد التكوين والإعداد: قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم دورات تكوينية لفائدة المستخدمين في مجال المحاسبة والمالية. ولقد قامت المؤسسات الآتية بضمان هذه الدورات التكوينية:

- مدرسة ECOFAM بشأن معايير IAS/ IERS لتكوين 6 أعوان بمبلغ 149.586,00 دج.

- المعهد العمومي SIGP، ويتعلق بتقديم النظام المحاسبي المالي و الانتقال إليه بمبلغ قدره 163.840,00 دج، فيما يخص أربع موظفين.

- مؤسسة IAHEF ويتعلق بمعايير النظام المحاسبي المالي وتطبيقاته، بكلفة قدره 192.600,00 دج.

- أما فيما يخص إعداد المخطط المحاسبي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فقد أعهدت مديرية الشؤون القانونية والإدارية مشروع المخطط المحاسبي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وجدول مطابقة المخطط المحاسبي الوطني والنظام المحاسبي المالي وفق معايير النظام المحاسبي المالي. وتم تقديم ذلك إلى محافظ الحسابات وإلى اللجنة.

ب- على صعيد البرمجيات المعلوماتية والمحاسبية: بخصوص البرمجيات المعلوماتية والمحاسبة، فقد تم الانطلاق في عملية استشارة بغرض اقتناء برمجيات معلوماتية بحسب معايير النظام المحاسبي المالي، في شهر فبراير 2010 عن طريق مناقصة وطنية، وذلك بقصد إدراج عملية إنشاء قاعدة بيانات عن ERP وتم توسيع هذه المناقصة لتشمل

اقتناء برمجيات الشركات المصدرة وتطبيقات التحليل والمساعدة في اتخاذ القرار. واعتبارا لما يأتي:

- التأخر المسجل بشأن الانتهاء من هذه العملية.

- العروض المقدمة، بمقدار مبالغ تتراوح في حدود 4.500.000,00 دج.

- إمكانيات الميزانية المحدودة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، فإن مصالح مديرية الشؤون القانونية والإدارية قد توجهت نحو استشارة محدودة لدى الموردين بالبرمجيات المحليين قصد تفعيل العملية وحصرها في برمجيات مسك الحاسبة فقط بحسب معايير النظام المحاسبي المالي، ولقد تم إنجاز هذه العملية مع شركة خاصة شريك مهني بكلفة قدرها 220.000,00 دج بما في ذلك تكوين المستعملين.

ثالثاً- آثار النظام المحاسبي المالي على البيئة المحاسبية في الجزائر

1- متطلبات تحضير مهنة المحاسبة: من أجل تحضير مهنة المحاسبة لعملية تطوير

البيئة المحاسبية الجديدة يتطلب القيام بما يلي:

- تكوين ممتهي المحاسبة والمحاسبين والإطارات المحاسبية في المؤسسات على المعايير المحاسبية الجديدة؛

- مباشرة تكوين وتأطير الطلبة والمتربصين حول المعايير الجديدة وتنظيم دوري لامتحانات مهنية، وتنظيم أيام دراسية، وتظاهرات ومؤتمرات؛

- فتح مهنة المحاسبة على المنافسة مع الممتهين الأجانب خاصة مع المكاتب الكبيرة للاستشارة والتدقيق، والسماح لهذه المكاتب بالتأثير والمصادقة على الحسابات، ووضع الاستراتيجيات الواجب إتباعها من أجل وضع مهنة المحاسبة للتكيف مع البيئة الاقتصادية العالمية، بغرض الوصول إلى الهدف المتمثل في ضمان أن المحاسبين الجزائريين بإمكانهم تعظيم تنافسية مؤسسات الجزائرية في السوق الدولي.

- الانخراط والمشاركة في برامج الاتحاد الدولي للمحاسبين وهي الهيئة التي تصدر المعايير الدولية الخاصة بالمراجعة والتدقيق، إضافة إلى تشجيع ظهور تعاون بين مهني المحاسبة الجزائريين والدوليين لاسيما الأوروبيين، حيث أن العولمة وتحرير أسواق رأس المال لهما

دلالات ضمنية للمحاسبين والمدققين، ولا يجب فقط أن يكون مجهزين للعمل في هذه الأسواق ولكن يجب عليهم أيضا العمل بكفاءة، كما تتطلب العوامة أن يكون مؤهل محاسبي واحد أو أكثر قابل للنقل عبر الحدود الوطنية.

2- تكييف مستوى التعليم المحاسبي: التعليم المحاسبي في الجزائر يبقى متأثر بطبيعة المحاسبة كتقنية لمجموعة من الحسابات ووسيلة للإثبات، لكن مع المعايير الدولية المحاسبية تغيرت طبيعة وتعريف المحاسبة وأهدافها، وأصبحت لها أهمية كبيرة ومفيدة في اتخاذ القرارات للمستعملين وأصبحت لها قواعد تسجيل وتقييم جديدة وفق إطار تصوري يستجيب لنظرة اقتصادية، ويستوجب هذا التغيير على ممتهي المحاسبة، القيام بتكوين خاص ليكونوا جاهزين بداية من سنة 2010، ونفس الشيء للأساتذة وهيئات التعليم والتكوين المحاسبي، ويتم ذلك العمل على زيادة الثقافة المحاسبية للمدرسين والمهنيين، وكذلك لدى المستثمرين وصناع القرار من أجل فهم أكبر للمعايير الجديدة وللقوائم المالية الصادرة بها عن مختلف الشركات خاصة مع وجود معطيات جديدة لم تكن موجودة من قبل مثل القيمة العادلة، القيمة القابلة للتحصيل، الخسارة في القيمة، الإطار التصوري، مما يستدعي الإلمام بها و بكل ما من شأنه تقريب وفهم المعايير الدولية للمحاسبة للأجيال الدارسة للمحاسبة وممتيها، بتدريس الأدبيات الخاصة بمهنة المحاسبة.

المحور الثاني: العلاقة بين البيئة المحاسبية الرشيدة والسوق المالية

تعتبر البيئة المحاسبية الرشيدة للمؤسسة أهم الموضوعات التي تستقطب اهتمام الجزائر في الوضع الراهن، حيث أصبح أولوية وطنية وإستراتيجية، ومرد ذلك، يعود للحاجة الماسة والمتنامية لمؤسساتنا قصد توطيد قدراتها التنافسية الداخلية للفوز برهانات وتحديات سوق مفتوح ومتطورة، باعتبار المكانة التي نأمل أن تحتلها كمحرك لخلق الثروة خارج المحروقات وإحداث مناصب شغل دائمة.

أولاً- مفهوم البيئة المحاسبية الرشيدة:

هي البيئة التي تتكون من مجموعة الأنظمة، الأعراف، القوانين والمعايير المحاسبية، والهيئات الحكومية وغير الحكومية المسيرة للعمل المحاسبي والتي تعمل على:

- تعريف حقوق وواجبات الأطراف الفاعلة في المؤسسة؛

- تقاسم الصلاحيات والمسؤوليات المترتبة على ذلك.

ثانياً- المشاكل التي تعيق البيئة المحاسبية:

من بين مشاكل التي تعاني منها البيئة المحاسبية الرشيدة نجد¹⁰:

أ- كيف يمكن تحسين علاقة المؤسسة بالبنك ؟

ثمة مشكلة واسعة الانتشار حيث تشكي العديد من المؤسسات من صعوبة الحصول على قرض بنكي، في حين، تثرئ البنوك عادة ضعف رأسمال هذه المؤسسات، أو حساباتها (السابقة أو المتوقعة) التي لا تعكس الحقيقة الاقتصادية لهذه الأخيرة، وتهتم قواعد البيئة المحاسبية الرشيدة للمؤسسة بصحة الحسابات وارتباطها بحقيقة اقتصادية وكذا زيادة شفافية المؤسسة للعمليات المصرفية سواء على الصعيد التاريخي أو التوقعي.

ب- كيف يمكن جذب مستثمرين خارجيين إلى النواة الأولية للمؤسسة التي غالبا ما تكون عائلية ؟

يطرح موضوع البحث عن شركاء خارجيين عن نواة المساهمين، الأولية التي تكون عائلية غالبا، مشكلة الحذر المتبادل من الطرفين.

في الجزائر، ليس هناك تجميع كاف لتجارب ناجحة تخص تجارب في فتح رأس المال، بالنظر إلى الحذر الذي يبداه أقلية المساهمين الذين يخشون فقدان حقهم في المراقبة اللازمة لتسيير المؤسسة بالنظر إلى المساهمين الغالبين.

يلتزم ملاك المؤسسات بتحديد الشروط المناسبة لوضع الثقة في المستثمرين الخارجيين، والحفاظ على حقوقهم، بواسطة التطبيق الصارم لمبادئ الحكم الراشد المكرسة في هذا الشأن.

ج- كيف يمكن للمؤسسة من إقامة علاقة ثقة مع الإدارة الجبائية ؟ توسع مع

الوقت علاقة حذر لدى المؤسسة الجزائرية، ومنها الخاصة، من الإدارة الجبائية، واقتنع الكثير من رؤساء المؤسسات بضرورة وجود علاقة نزاهة وشفافة مع هذه الإدارة وعليه، يعد الجهد المبذول، من أجل شفافية ونزاهة الحسابات، عنصرا أساسيا يسمح للمؤسسة

من بناء مستقبلها بطريقة أكثر صفاء، مقابل إجراءات الدعم التي تتخذها السلطات العمومية في هذا الشأن.

د- كيف يمكن توضيح العلاقة بين المساهمين ؟

تعرف الكثير من المؤسسات نزاعات داخلية بين المساهمين والتي تعطي حركة « الجمعية » مفهوما سلبيا، على الرغم من أن « الجمعية » لفكرة حضارية وهي ممر لا بد منه للمقاول الراغب في توسيع مؤسسته، وهي عصر حيوي لنمو المؤسسة، وكذا تحديد قواعد تصرف المساهمين، لا سيما فيما يخص الحقوق والواجبات وحماية المساهمين الصغار.؟

وكيف يمكن توضيح العلاقات بين المساهمين والمسيرين غير المساهمين؟

إن قبول المسيرين التنفيذيين غير المساهمين، وفضلا عن ذلك، ليسوا أعضاء نواة العائلة المؤسسة، أدى لخلق وضعية جديدة في العديد من المؤسسات.

هـ- كيف يمكن توضيح المسؤوليات داخل الفريق التنفيذي؟

تعاني العديد من المؤسسات من تجميع المسؤوليات أو تركيزها المبالغ فيه، وتحمل هذه الوضعيات إلى زرع بذور الأزمات الداخلية والمنازعات، سواء لدى الفريق التنفيذي أو بين هذه الأخيرة والمساهمين على حد سواء (سواء شغلوا مناصب تنفيذية أم لا)، إن تبني قواعد البيئة المحاسبية الرشيدة للمؤسسة سيسمح بتحديد أفضل للمسؤوليات التنفيذية، وخاصة،

بوضع تنظيم ومخطط هيكلي وضبط الصلاحيات والتقسيم الدقيق للوظائف.

ثالثاً- انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية في ظل البيئة المحاسبية الرشيدة على سوق الأوراق المالية:

إن الأثر المباشر من تطبيق ميكانيزمات البيئة المحاسبية الرشيدة، هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية، وذلك نتيجة تحقيق المفهوم الشامل لجودة هذه المعلومات، والذي يقوم على مجموعة من المعايير، علاوة على ذلك فهناك تأثير لهذه المعلومات سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة على سوق الأوراق المالية، وذلك كما سيتضح فيما يلي:

1- أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية: يتفق الكثير من الكتاب والباحثين بأن هناك تأثير مباشر وصريح للمعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية سواء من جانب تأثيرها على المستثمرين - الحاليين والمرقبين - في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة مثل قرار الاحتفاظ بالأوراق المالية أو قرار التخلص منها أو الدخول في استثمارات جديدة، أو من جانب تأثير على أسعار أو العائد على الأسهم أم من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة سوق الأوراق المالية أو غير ذلك.

بجانب ذلك فقد أشار كل من Jones, Selva, CAP staff بأن المعلومات الموجودة في التقارير والقوائم المالية، هي من أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة، مثل مخاطر معدل الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، مخاطر الأعمال - والتنبؤ بها¹¹.

بالإضافة إلى ذلك، فإن مدخل التحليل الأساسي لتحليل القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية يعتمد على فرض رئيسي مؤداه أن لكل ورقة مالية من الأوراق المتداولة في السوق، قيمة حقيقية يمكن الوصول إليها من خلال دراسة المعلومات المحاسبية المتاحة عن الوحدة الاقتصادية مثل العائد المحاسبي ومعدل التوزيعات ومعدل النمو وبعض النسب المحاسبية.

كما أن أثر المعلومات المحاسبية على سوق الأوراق المالية له شقان: ¹²

الأول: - الدور التيسيري: وذلك عن طريق إمداد المستثمرين بالمعلومات عن الشركات التي تطرح أسهمها في البورصة قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع بهدف دعم وترشيد ذلك القرار.

الثاني: - الدور التأثيري: على وظيفة إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق التوازن المطلوب بين المخاطر والعوائد، بما يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان .

لذا فإننا نشير هنا إلى بعض الملاحظات وهي:

أ- إن معظم الدراسات السابقة اهتمت بمكونات المعلومات المحاسبية مثل الإعلان عن توزيعات الأرباح، ومقاييس الربحية، ومقاييس التدفقات النقدية، ومقاييس السيولة، والمخاطر المالية، وعلاقتها بالمتغيرات المختلفة لسوق الأوراق المالية مثل حجم التداول أو العائد المتوقع على الأوراق المالية أو أسعار الأوراق المالية .

ب- أن هناك دراسات أخرى اهتمت بنوعية البيئة المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، مشيرة إلى أن النظريات المثالية في المحاسبة والتي تعتمد على أن القوائم المالية هي المصدر الوحيد للمعلومات المتداولة في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى المرونة المعطاة لمديري الوحدات الاقتصادية في اختيار الطرق والسياسات المحاسبية البديلة، قد تؤدي إلى وجود معلومات محاسبية تعمل على تضليل سوق الأوراق المالية.

ج- أن دور المعلومات المحاسبية في التأثير على الأوراق المالية يعتمد على مستوى الكفاءة التي يتمتع به هذا السوق، بالإضافة إلى نوعية هذه الكفاءة، وهل هي كفاءة تبادلية أم كفاءة تشغيلية أم كفاءة هيكلية أم جميعها معاً، كما أنه من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية هو وجود نظام فعال للمعلومات المحاسبية تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الأوقات المناسبة وبالتكلفة المناسبة والتي تمكن المستثمرين من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

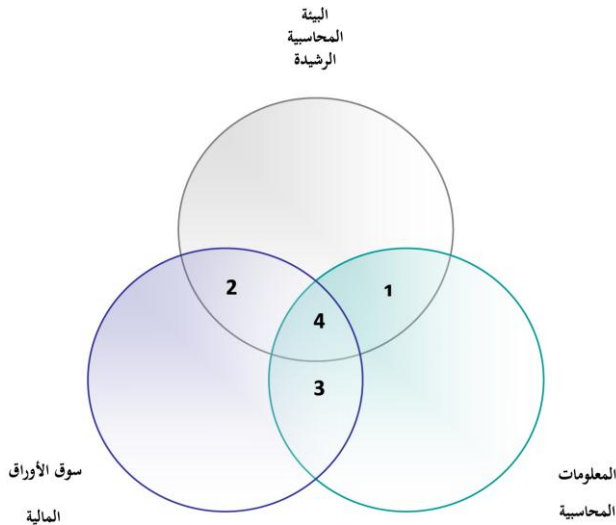
د- قد يؤدي الجمود التفسيري للمعلومات المحاسبية سواء كان الجمود قوي المستوى أو ضعيف المستوى، إلى عدم القدرة على إدراك العلاقة الحقيقية بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية.

لذا فإن النقاط السابقة قد تحد من دور المعلومات المحاسبية وتأثيرها سواء المباشر أو غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة حركة التداول وأسعار الأسهم به، ما لم تتوفر في هذه المعلومات مستوى الجودة المطلوب، لذا أشار Barth¹³ إلى أهمية خاصية التوقيت الملائم عند الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وأثرها على أسعار الاستثمارات المالية، كما أشار كاتب آخر¹⁴، بأن تأخير نشر المعلومات وعدم دقتها، والتحيز في عرضها، وعدم اعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية متفق عليها، يحدث تأثير سلبي على سلوك المستثمر ويؤثر في درجة المخاطر التي يرغب في تحملها وفقاً لظروفه، يضاف

إلى ذلك إن القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية سواء السنوية أو الفترية لها دور فعال في التأثير على سلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية.

2- البيئة المحاسبية الرشيدة وسوق الأوراق المالية¹⁵

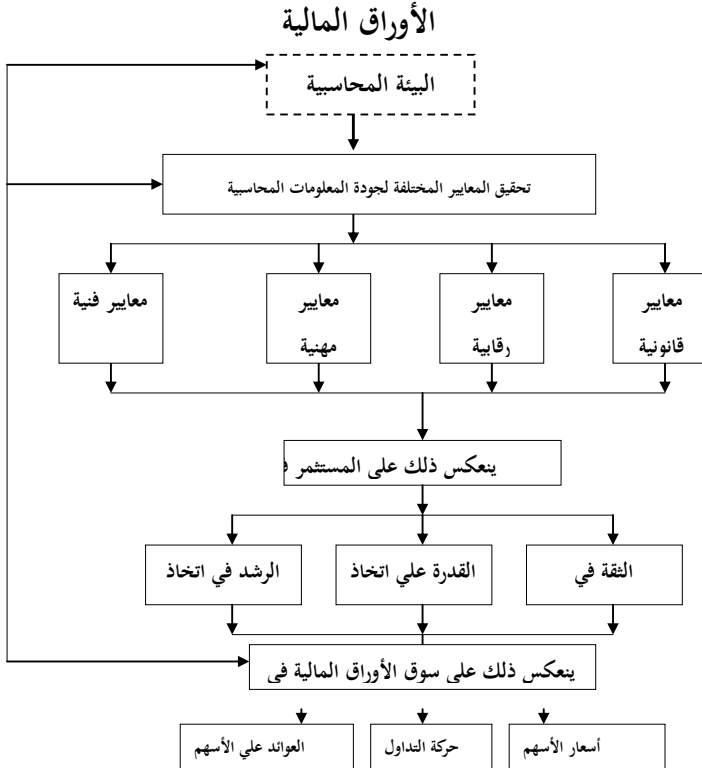
الشكل (1): العلاقة بين البيئة المحاسبية الرشيدة والمعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية



يلاحظ من الشكل السابق ما يلي :

أن المنطقة رقم (1) تمثل الدور المتبادل بين كل من البيئة المحاسبية الرشيدة وبين المعلومات المحاسبية المنطقة رقم (2) الأثر المتبادل بين تطبيق البيئة المحاسبية الرشيدة وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية ، في حين تمثل المنطقة رقم (4) منطقة الأداء المتميز وتوازن المصالح وهي محل اهتمام الباحث لأنها نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال لعناصر البيئة المحاسبية الرشيدة وما ينتج عنها من توفير المعلومات المحاسبية.

– البيئة المحاسبية الرشيدة وجودة المعلومات المحاسبية وسوق الأوراق المالية¹⁶
الشكل رقم (2): البيئة المحاسبية الرشيدة وجودة المعلومات المحاسبية وسوق



المحور الثالث: البيئة المحاسبية الرشيدة في ظل النظام المحاسبي المالي ودورها
في النهوض بالسوق المالية في الجزائر

أولاً- معوقات تطبيق عناصر البيئة المحاسبية الرشيدة في ظل النظام المحاسبي
المالي

1- البيئة المؤسساتية: من التحديات التي تواجه تطبيق عناصر البيئة المحاسبية الرشيدة
في الجزائر نجد:

- صعوبة التحلي على النظام القديم (المخطط الوطني للمحاسبة)، الذي تأصل وتجدر في المؤسسات الاقتصادية ولدى المحاسبين، والخبراء، والأكاديميين لمدة جيل كامل أي 34 سنة (منذ 29 أبريل 1975)؛
- تكيف الأنظمة التسييرية لمختلف المؤسسات الخاضعة لهذا النظام مع المخطط الوطني المحاسبي، والتلاؤم مع نقائصه؛
- من المعروف أن أنظمة التسيير في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ضعيفة جدا وغير متنوعة، والعمود الفقري للتسيير في هذه المؤسسات هو نظام المحاسبة المالية، فكيف تستطيع هذه المؤسسات تغيير عمودها الفقري للتسيير بين عشية وضحاها؛
- تدرب المحاسبين، والخبراء على النظام المحاسبي السابق لسنوات عديدة وأتقنوه، وهناك من عمل به لمدة أكثر من 20 سنة فمن الصعب جدا التحول إلى نظام جديد؛
- لا يوجد إطارات خبيرة بالنظام الجديد، بل العديد من الخبراء، والمحاسبين، والطلاب والأكاديميين لا يعرفون عن هذا النظام الجديد إلا القليل لحد الآن؛
- من المعروف أن أي نظام جديد يأخذ عدة سنوات ليأتي أكله، وهذا ما لا يصبر عليه المسيرين المسؤولين في المؤسسات الاقتصادية؛
- النظام الجديد هو نظام يهدف إلى تحقيق المصداقية والشفافية في مختلف الكشوف والقوائم المالية، وهو تطبيق من تطبيقات البيئة المحاسبية الرشيدة، وهذا صعب تطبيقه في البيئة الاقتصادية والمؤسسية الجزائرية، بسبب انتشار ثقافة الفساد في مختلف قطاعات الاقتصاد، وعلى رأسهم قطاع المؤسسات؛
- تغيير الذهنيات من المحاسبة كقائمة حسابات إلى المحاسبة كتطبيق مع أهداف وقواعد واتفاقيات؛
- غياب الرابط بين المحاسبة والحماية، فهذا الاتصال يبرر بالرغبة في مراقبة المؤسسة، وتفادي التهرب الجبائي، وأهمية الحماية كمصدر للتمويل؛
- ضعف التكوين والتدريب في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛
- عدم مقدرة العديد من المؤسسات الجزائرية على تحمل نفقات التحول إلى النظام المحاسبي الجديد لأنه مكلف جداً؛

- لم تكون هناك مرحلة انتقالية للنظام الجديد، فكان من الضروري تحديد مرحلة انتقالية، تتم فيها عمليات التدريب والتكوين الضرورييتين - رسكلة المحاسبين والخبراء والأكاديميين، وإعداد الإطارات الملائمة لدخول في غمار النظام المحاسبي الجدي؛
- غياب الرؤية الإستراتيجية، والتخطيط السليم للدخول في النظام المحاسبي الجديد، الذي سوف ينجم عنه مشاكل كبير في التسيير، وتعطل قطاع المؤسسات الاقتصادية؛
- غياب البحوث والدراسات الاقتصادية حول النظام المحاسبي المالي؛
- ضعف تكنولوجيا المعلومات والاتصال المستعملة في المؤسسات الاقتصادية، باعتبار أن النظام المحاسبي المالي نظام متطور يعتمد على عناصر التكنولوجيا، خاصة تكنولوجيا المعلوماتية والاتصال؛

- غياب القوانين التكميلية الداعمة لتطبيق هذا النظام، مثل القوانين الجبائية.

2- البيئة القانونية: من أجل تطبيق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، يجب أولاً توفير المحيط الضروري الذي يساعد على تطبيق هذا النظام، لأنه لا يمكن أن يشتغل في معزل عن باقي الأنظمة الاقتصادية الأخرى، فيجب تطوير مختلف القوانين التي تعتبر الداعم الأساسي لهذا النظام من أنظمة البنوك، أنظمة السوق المالي، النظام الجبائي... الخ، لأن الأنظمة والقوانين في الجزائر تعتبر من بين أهم المعوقات، ليس من حيث قلتها ولكن من حيث كثرتها وعدم تطبيقها.

3- الفساد الاقتصادي والمالي: إن البيئة الاقتصادية الجزائرية التي يسودها نوع من التعفن والفساد، غير قادرة على احتضان المعايير الدولية للمحاسبة نظراً لانتشار الفساد الاقتصادي، وقلة الشفافية، وفقدان الثقة من طرف كل المتعاملين سواء المحليين أو الأجانب، خاصة المستثمرين أصحاب المؤسسات المتعددة الجنسية والتي أصبح لها دور كبير في تنمية اقتصاديات الدول من خلال ما تمتلكه من مكانة اقتصادية دولية، لذا الاقتصاد الجزائري غير مؤهل لبناء سوق مالي بسبب الانتشار الواسع لمختلف أنواع الفساد في الجزائر (الرشوة، البيروقراطية، الاختلاس، تبييض الأموال... الخ).

4- ضعف المؤسسات المالية والمصرفية: يقر جميع الخبراء والاقتصاديين الجزائريين والأجانب، أن المؤسسات المالية والمصرفية الجزائرية تعاني من انخراط كبير، ولا ترقى إلى

مستوى العالمية، ويقر الجميع أن الجزائر لا تمتلك بنوك بل تمتلك صناديق يتم إيداع فيها الأموال، وهذا بسبب ضعف المنتجات المالية الوطنية وعدم فاعلية البنوك في السوق المالي، وضعف الخدمات المقدمة من طرفها، مما أدى إلى فقدان الثقة من طرف المتعاملين سواء المحليين أو الأجانب، وباعتبار أن المؤسسات المالية هي من الركائز الأساسية في السوق المالية فإن ضعفها يؤثر مباشرة على السوق المالي.

5 - المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة، وهذا ما أسهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية، بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان و المر دودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من بلدان تسودها الحروب، الانقلابات السياسية والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها¹⁷.

6- غياب الشفافية: سواءا بالنسبة للمتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي... الخ، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة، وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها، يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر¹⁸.

7- على مستوى الاتصال المالي: تختلف المعلومة المالية بين المعايير الدولية عن المخطط الوطني للمحاسبة، من حيث توجهها نحو عدة مستعملين على رأسهم المستثمرين، والزيادة في حجم المعلومات قيد الاتصال تمثل تكلفة للمؤسسات، غير انه بالمقابل يجب مقارنة هذه التكلفة مع علاوة الخطر الذي سيمنح من طرف المستثمرين للمؤسسة التي تقدم حساباتها باختلاف مع الطريقة السابقة، بالإضافة إلى ذلك فان اعتماد المعايير الدولية للمعلومات المالية يسمح للمؤسسات التي لم تطبقها بعد تهيئة بيئتها الداخلية والاستفادة

من التجارب، كل هذه التغيرات من أجل هدف واحد وهو تحسين نوعية المعلومات المنشورة.

8- على مستوى نظام المعلومات: تغيير التطبيقات المحاسبية يقود الشركات للتفكير في تغيير أنظمة معلومات المحاسبية، للتمكن من امتلاك أنظمة معلوماتية بإمكانها من جهة تسيير مجموعة من المعطيات بطريقة منسقة، ومن جهة أخرى تجميع معلومات جديدة مطلوبة من المرجع المحاسبي الدولي، وفي الاتحاد الأوروبي بدأت تظهر هناك البرمجيات الأولى المطابقة للمعايير الدولية للمحاسبة والمعلومة المالية، هذه الأخيرة مساعدة بقدر كبير من الأهمية للمؤسسات، أين يكون القياس بقدر كبير من الضمان، لأنها تتوفر على مقدرة عالية للمرافقة في هذه الفترة من التحول نحو المعايير الدولية للمعلومة المالية¹⁹.

ثانياً - البيئة المحاسبية الرشيدة في ظل النظام المحاسبي المالي وأثرها على السوق المالية في الجزائر.

1- تبني النظام المحاسبي المالي ودوره في تأهيل السوق في السوق المالية:
من المعروف في الوقت الحالي أن القوة الاقتصادية في أي دولة تصنعها المؤسسات العابرة للقارات، والتي لها الدور الأساسي في تنمية الأسواق المالية من خلال ما يفرضه من وتيرة تؤثر على صانعي القرار والمؤسسات المحلية.
وإذا أرادت الجزائر الرفع من وتيرة الاقتصاد، وتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، وترقية السوق المالية المحلية، يجب عليها أولاً استقطاب المستثمر الأجنبي من أجل خلق حركة اقتصادية جديدة تجبر الاقتصاد الوطني على التحديد، لذا على الجزائر في المقابل تهيئة المناخ المناسب للمستثمر الأجنبي من أجل النهوض بالسوق المالي، من هذا المنطلق تبنت الجزائر نظام محاسبي جديد يسهل عمل المستثمر الأجنبي ويساعد على بناء سوق مالي يمتاز بالشفافية

ويمكن حصر أسباب توجه الجزائر إلى هذا النظام الجديد، والتي تساعد في بناء سوق مالي قوي وشفاف في ما يلي:

- محاولة ترقية السوق المالي من خلال توفير معلومات ذات مصداقية، وقوائم تمتاز بالشفافية والوضوح، باعتبار أن القوائم المالية من المداخلات الأساسية في عملية تحليل الوضعيات المالية لمختلف المؤسسات الاقتصادية؛

- تقريب ممارساتنا المحاسبية بالممارسات العالمية، مما يسمح لنا بالعمل على ركيزة مرجعية ومبادئ أكثر ملائمة مع الاقتصاد المعاصر؛

- التمكين من إعداد معلومات دقيقة تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مما يحقق الشفافية في تقديم المعلومات، التي تعتبر من المداخلات الأساسية للمستثمرين من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسواق المالية؛

- الإعلان أكثر وضوحاً عن المبادئ والقواعد التي توجه التسجيل المحاسبي للمعاملات، تقييمها وإعداد القوائم المالية، الأمر الذي سيسمح بالتقليل من أخطار التلاعب الإداري وغير الإداري بالقواعد، وتسهيل مراجعة الحسابات وبالتالي تقديم معلومات مالية ومحاسبية دقيقة تعكس الوضعية الحقيقية للمؤسسات الاقتصادية مما يسهل في تحقيق الشفافية في السوق المالية؛

كما أخذ النظام المحاسبي الجديد على عاتقه احتياجات المستثمرين الحالية والمستقبلية، الأمر الذي يسمح لهم بالحصول على معلومات مالية منسجمة ومقروءة، تخص المؤسسات وتمكنهم من إجراء المقارنات واتخاذ القرارات.

- تلافي بعض النقائص والثغرات التي خلفها النظام القديم (المخطط الوطني للمحاسبة) الذي يتلاءم والاقتصاد الاشتراكي لا اقتصاد الحديث الذي تلعب فيه البورصة الدور الفعال؛

- محاولة جلب المستثمر الأجنبي من خلال تدويل الإجراءات، والمعاملات المالية، والمحاسبية لوقيته من مشاكل اختلاف النظم المحاسبية سواء من حيث الإجراءات أو من حيث إعداد القوائم المالية مما يسهل، أولاً قراءة المعطيات المالية للمؤسسات الاقتصادية الوطنية، وثانياً ضمان عدم تغير واختلاف القواعد المحاسبية والمالية المعمول بها في الجزائر، مع القواعد المعمول بها في بلده الأم؛

- ضمان الحصول على معلومات مالية ومحاسبية صحيحة تمكن من التقييم الصحيح للأسهم والسندات المتداولة في السوق المالي²⁰.

بالإضافة إلى ما سبق فإن تغير طرق المعالجة المحاسبية، و يؤدي إلى التنوع المحاسبي بين الدول مما ينجر عنه مشاكل عدة نذكر منها ما يلي:

- يتعلق المشكل الأول عند إعداد القوائم المالية الموحدة التي تعدها المؤسسة الأم التي لها عدة فروع ومؤسسات تابعة لها في دول أجنبية، حيث أن كل فرع يطبق القواعد المحاسبية التي تفرضها الدولة الموجود فيها، وعلى المؤسسة الأم تحويل القوائم المالية لفرعها إلى قوائم وتقارير معدة حسب المعايير والمبادئ المحاسبية المعتمدة في البلد الأصلي للمؤسسة الأم، وهذا الأمر طبعاً يخلق نوع من الصعوبة لدى المستثمر في تقييم الأوراق المالية نظراً لتعدد القواعد والإجراءات المحاسبية؛

- غياب مجال للمقارنة للمعلومة المالية بين مختلف المؤسسات في العالم، مما يؤدي إلى عدم التجانس في المخرجات الموجهة إلى المستعملين، مما يسبب ضعف جودة و نوعية المعلومات، وهذا بالطبع له أثر مباشر على السوق المالي الذي يعتمد بشكل كلي على المعلومات المحاسبية والمالية التي تقدمها له مختلف الأنظمة المحاسبية، ومن المعلوم أن أي قرار استثمار يعتمد على مجموعة من الخيارات التي يتم المقارنة بينها، فعند صعوبة عملية المقارنة بسبب اختلاف الطرق والمعايير المحاسبية يرتفع معدل المخاطرة، لذا فإن استعمال معيار محاسبي دولي يسهل من عملية المقارنة بين مختلف القوائم والدفاتر المالية للمؤسسات الاقتصادية، وبالتالي تسهيل عملية اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة؛

- المشكل الثالث يكون خاص بأسواق رؤوس الأموال الأجنبية، فبعض المؤسسات تتوجه إلى الأسواق الخارجية للاستثمار في البورصات، وهذا يتطلب إعداد مجموعة من التقارير والقوائم المالية وفق المعايير المحاسبية المطبقة في الدول التي يتم الاستثمار فيها، وهذا يعتبر في غالب الأحيان مكلف خاصة عند الدخول إلى أسواق وبورصات متطورة بسبب الاختلاف وعدم التجانس بين التطبيقات المحاسبية بين الدول، نذكر هنا حالة المؤسسة الألمانية "دايملر بانز" (Daimler-Benz) الذي يوضح بالكامل التعقيد والاختلاف الجوهري بين الأنظمة المحاسبية الموجودة في العالم.

ففي سبتمبر 1993، حققت هذه الشركة ربحاً قدر بـ 168 مليون مارك حسب المحاسبة الألمانية، وأرادت بعدها الدخول إلى بورصة نيويورك وكانت النتيجة حسب المرجع المحاسبي الأمريكي هو خسارة بـ 949 مليون مارك، وهذا ما يطرح التساؤل حول نتيجة هذه المؤسسة، هل حققت ربحاً أم خسارة؟²¹

2- امتيازات تطبيق النظام المحاسبي المالي في السوق المالي: يسوق هذا النظام

المالي الجديد مجموعة من الامتيازات للاقتصاد الجزائري يمكن سردها في ما يلي:
يقترح حلولاً تقنية للتسجيل المحاسبي للعمليات أو المعاملات التي يعالجها المخطط الوطني المحاسبي هذا المخطط الذي يتفق الجميع على أنه يتوافق الاقتصاد الاشتراكي ولا يتوافق مع الاقتصاد الحديث؛

- يقدم شفافية وثقة أكثر في الحسابات والمعلومات المالية والمحاسبية التي يسوقها، الأمر الذي من شأنه التقوية من مصداقية المؤسسة وإعطاء صور صادقة لها بين المستثمرين؛
- يسمح بتحقيق أحسن توافق من حيث زمان ومكان الحالات المالية مما يسهل العمل في السوق المالي؛

- يمثل فرصة للمؤسسات من أجل تحسين تنظيمها الداخلي وجودة اتصالاتها مع الأطراف المعنية بالمعلومات المالية، وعلى رأسهم المستثمرين والمتعاملين الاقتصاديين؛
- يشجع الاستثمار من حيث أنه يضمن مقروئية أفضل للحسابات من طرف المحللين الماليين والمستثمرين؛

- يحسن المحافظة المالية للبنوك، التي تعتبر من الركائز الأساسية للسوق المالية، من خلال إنتاج المؤسسات لحالات مالية أكثر شفافية.

- يسهل رقابة الحسابات التي تستند من الآن فصاعداً على مفاهيم وقواعد محددة بوضوح الأمر الذي يسمح بإعطاء صور صادقة للمؤسسات في السوق المالية؛

- يفرض على المؤسسات تطبيق معايير محاسبية دولية معترف بها، تستوجب شفافية للحسابات، هذه الشفافية التي تعتبر تدبيراً آمناً مالياً يشارك في استرجاع الثقة في

المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال ضمان الثقة في مختلف الحسابات والتقارير المالية والمحاسبية؛

- التمكين من الدخول إلى أسواق المال (البورصات) العالمية، والعربية بسبب ضمان النظام المحاسبي الجديد تقديم معلومات محاسبية ومالية صادقة؛

- تحسين جودة المعلومات التي ينتجها النظام المحاسبي، وفق المعايير الدولية، الأمر الذي يرفع من كفاءة أداء الإدارة بالوصول إلى معلومات ملائمة لاتخاذ القرارات خاصة للمستثمرين في السوق المالي؛

- إن تأسيس معايير محاسبية دولية تلقى قبولا عاما على المستوى الدولي، يؤدي إلى تأهيل محاسبين قادرين على العمل في الأسواق المالية العربية وحتى الدولية؛

- توافر معايير دولية، يسمح بإعداد قوائم مالية موحدة للشركات المتعددة الجنسيات، مما يشجع على انفتاح أسواق المال الوطنية وزيادة الاستثمارات المالية والإنتاجية عربيا ودوليا؛

- ضمان التقييم الجيد والصحيح للأسهم والسندات.

الخاتمة:

إن الحديث عن نظام البورصة والبيئة المحاسبية الرشيدة والعلاقة بينها في اقتصاد مثل الاقتصاد الجزائري هو أمر صعب، لأن أي نظام لا يمكن أن يشتغل في معزل عن الأنظمة الاقتصادية والمالية المكونة للاقتصاد الوطني، فلا يمكن بناء بورصة أو تبني نظام محاسبي جديد يمكن من تحقيق الحوكمة، مع تجاهل الأنظمة الأخرى، فكيف نتحدث عن السوق المالي والتجديد المحاسبي من أجل تحقيق الشفافية، ونحن لا نملك بنوك ومؤسسات مالية جيدة، ولا منظومة مؤسساتية اقتصادية مؤهلة... الخ، ضف إلى ذلك الفساد المالي والاقتصادي الذي يعاني منه الاقتصاد الجزائري، وعزوف المستثمر الأجنبي على الاستثمار في الجزائر خاصة في القطاعات الاستراتيجية.

نتائج الدراسة:

- 1 - قامت الجزائر بتبني النظام المحاسبي المالي المبني على المعايير المحاسبية الدولية، الذي يهدف إلى إنتاج معلومات محاسبية ذات جودة عالية، ومن أجل تلافي عيوب المخطط الوطني للمحاسبة؛
- 2- لحد الآن النظام المحاسبي المالي لم يحقق طموحات المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر؛
- 3- النظام المحاسبي المالي لوحده لا يستطيع تحقيق الرشد في البيئة المحاسبية الجزائرية، بل يجب تضافر كل الأنظمة الأخرى لتحقيق ذلك؛
- 4- تعتبر المعلومات المحاسبية الجيدة، الشريان الأساسي الذي يغذي الأسواق المالية لما يمكن أن توفره من خيارات للراغبين في الاستثمار في الأسواق المالية؛
- 5- ضرورة توفر الأطر القانونية التسييرية المناسبة، التي تساعد على تحريك عجلة بورصة الجزائر، لأن بورصة الجزائر في الوقت الحالي تعاني من عجز كبير؛
- 6- هناك الكثير من المعوقات تحد من فعالية البيئة المحاسبية الجزائرية في تأهيل السوق المالية، من أهمها الفساد المالي، ضعف الأنظمة المالية والمصرفية في الجزائرية، ضعف البني التحتية... الخ؛
- 7- هناك العديد من المتطلبات تحتاجها البيئة المحاسبية لتأهيل السوق المالية، أهمها توفير البيئة الاقتصادية والمالية والقانونية المناسبة التي تساعد على تطوير بورصة الجزائر.

التوصيات:

- 1- على الدولة بناء قاعدة تكنولوجية قوية تعمل على تسهيل المعاملات المالية فيما يخص تحويل الأموال، وكذا ربط كل المؤسسات المالية والمصرفية مع بعضها البعض عن طريق شبكة معلوماتية قوية تسمح بحرية تنقل المعلومات المالية؛
- 2- إجبار المؤسسات الاقتصادية والمالية، على دخول الأسواق المالية مع ضرورة الإفصاح على المعلومات المالية في المواقع الالكترونية، مما يسمح للمستثمرين بالاطلاع عليها وتحديد خياراتهم الاستثمارية؛
- 3- العمل على نشر ثقافة البورصة، وتشجيع الأفراد والمؤسسات على دخول البورصة؛

- 4- ضرورة وضع هذا النظام تحت الاختبار، ومحاولة تكيف مختلف قوانين البورصة معه؛
- 5- التوضيح الجيد لمعالم هذا النظام من خلال منتديات وملتقيات وتوعية مختلف الشرائح المعنية بأهميته في دعم مسير السوق المالي الجزائري؛
- 6- تحديد مختلف القوانين والإجراءات التي تتعلق بهذا القانون وصلاحيات وتنظيمات مختلف الهيئات المتعاملة معه لاسيما مصلحة الجباية؛
- 7- ضرورة دراسة واقع المؤسسات الجزائرية، وتأهيل مختلف الأنظمة التسييرية وغير التسييرية المرتبطة بهذا النظام؛
- 8- تكوين رسكلة الإطارات والمختصين والأكاديميين، وتأهيلهم لهذا النظام المحاسبي الجديد؛
- 9- تجديد البرامج البيداغوجية الخاصة بالمحاسبة ومختلف الكتابات والكتب التي من شأنها المساعدة في تكوين إطارات، وكوادر تتقن هذا النظام الجديد؛
- 10- تخصيص الأظرفة المالية المناسبة لتغطية تكاليف النظام الجديد؛
- 11- التطوير والاعتماد على نظام فعال لانتقال المعلومات، والذي يسمح بانتقال المعلومات بسرعة وتخزينها بالكيفية التي تمكن طالبها من الحصول عليها في الأوقات المناسبة والتمكن من تجديدها بالطريقة التي تتلاءم مع هذا النظام المحاسبي الجديد²²؛
- 12- مد جسر التعاون بين المؤسسة والجامعة، لأنه من شأن الجامعيين والمتربصين أن يساهموا بشكل كبير في إثراء البحث العلمي والمساهمة في بناء المؤسسات، وعدم استخدام سياسة الانطواء والانعزال على المحيط الخارجي، واعتبار المتربصين على أنهم دخلاء على المؤسسة²³؛
- 13- ضرورة تبني المؤسسات الجزائرية فكر وثقافة أنظمة المعلومات، ومحاولة بناء نظام معلومات محاسبي متكامل يساعد المؤسسات على التحكم في مختلف نشاطاتها، ويعمل على أن تكون تنافسية على المستوى الدولي خاصة في ظل الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة؛
- 14- ضرورة تبني التكنولوجيات الجديدة، والتقنيات الحديثة التي من شأنها تفعيل أنظمة المعلومات، وبالأخص نظام المعلومات المحاسبي الجديد؛

- 15- تكثيف التوعية بأهمية المعلومات المحاسبية، وأثرها على سوق الأسهم وخصوصاً على صغار المستثمرين؛
- 16- ضرورة قيام الشركات بنشر مجموعة موحدة من النسب المحاسبية، مع التقارير الربع سنوية والسنوية، حتى يتمكن المستثمر من تقييم أداء هذه الشركات قبل اتخاذ قرار الشراء أو البيع الأسهم؛
- 17- سرعة تفعيل شركات الوساطة المالية في الجزائر، والتي تهدف إلى تقديم خدمة للمستثمرين وخصوصاً صغار المستثمرين في سوق الأسهم؛
- 18- يجب على الهيئة المختصة في المحاسبة أن تلزم مراجعي الحسابات بضرورة التأكد من قيام الشركات بالإفصاح ونشر المعلومات المحاسبية المتعلقة بالنسب والمؤشرات التجارية، والتي أثبتت الدراسة الفائدة منها للمستثمرين؛
- 19- يجب على الدولة دعم عمليات البحث والتطوير وتحفيز المؤسسات على تبني مثل هذه المشاريع، لأن معظم المؤسسات الجزائرية تركز في عمليات بحثها على جانب المنتج وتحمل البحوث المتعلقة بأنظمة التسيير وتكنولوجيا المعلومات²⁴؛
- 20- تطوير مناهج وطرق تعليم المواضيع المالية الاستثمارية في الجامعات الجزائرية²⁵: تعتبر هذه المهمة من أولي الأولويات لأن الجامعة هي مصنع الكفاءات البشرية، ولأن نوعية وكفاءة وإنتاجية الخريجين تعتمد على نوعية الأساتذة والمناهج وطرق التدريس والنظام الجامعي، لذلك فإنه مطلوب من الهيئة أن تضغط من خلال التعاون مع الجامعات لتطوير أساتذة ومناهج التعليم والتدريب في مواضيع الاقتصاد والمحاسبة والتمويل والاستثمار والمصارف والأسواق المالية والتمويل الدولي وإدارة حقائب الاستثمار والمشتقات المالية ... الخ، مع القيام حث الهيئات المعنية على تنظيم دوري لامتحانات مهنية، وتنظيم أيام دراسية وتظاهرات ومؤتمرات؛
- 21- فتح مهنة المحاسبة على المنافسة مع المتهنين الأجانب، خاصة مع المكاتب الكبرى للاستشارة والتدقيق والسماح لهذه المكاتب بالتأشير والمصادقة على الحسابات، باعتبار أن العولمة وتحرير المهنة سيلحق في المستقبل، وكذلك وضع الاستراتيجيات الواجب

إتباعها من اجل وضع مهنة المحاسبة للتكيف مع البيئة الاقتصادية العالمية، من اجل الوصول إلى الهدف المتمثل في ضمان أن المحاسبين الجزائريين بإمكانهم تعظيم تنافسية مؤسساتنا على السوق الدولية؛

22- الانخراط في برنامج IFAC²⁶ للاتحاد الدولي للمحاسبين، وتشجيع ظهور تعاون بين المهنيين الجزائريين والدوليين، والتسجيل في العلامة الدولية للإثبات (WEB TRUST) للمواقع التجارية، حيث إن العوامة وتحرير أسواق رأس المال لهما دلالات ضمنية للمحاسبين والمدققين، ولا يجب فقط أن يكونوا مجهزين للعمل في هذه الأسواق ولكن يجب عليهم أيضا ضمان عملهم بكفاءة، كما تتطلب العوامة أن يكون مؤهل محاسبي واحد أو أكثر قابل للنقل عبر الحدود الوطنية؛²⁷

23- تعزيز الشفافية والإفصاح: من خلال العمل على زيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية ؛ وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر؛ فمن جانب السوق، يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول ومؤشرات المالية الرئيسية ، وفي هذا الجانب، على شركة إدارة بورصة إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية.

ولتعزيز الشفافية والإفصاح يجب :

— إلزام الشركات بنشر تقارير مالية سنوية (ميزانية، حساب أرباح وخسائر، تقرير تدفق نقدي،، الخ) مدققة، وميزانية وحساب أرباح وخسائر ربعه (غير مدققة بالضرورة) في فترة لا تتجاوز 10 أيام أو شهر²⁸ عن انتهاء الفترة، وأن تبين التقارير المالية بوضوح السياسات المحاسبية التي تستعملها الشركة؛

— أن تكون التقارير المالية المنشورة لستين: السنة الحالية وسنة سابقة للمقارنة؛

— التأكيد على إتباع تبويب محاسبي صحيح في طريقة تقديم التقارير المالية (العناوين الرئيسية والفرعية، تسلسل وترتيب عرض العناصر، المجاميع الفرعية والكلية... الخ) لجعل التقارير المالية سهلة القراءة، مفهومة، غير مضللة، وقابلة للتحليل المالي؛

— التأكد من وجود إفصاح مالي كافٍ في التقارير السنوية وفي التقارير المالية الربعية خاصة فيما يتعلق بالأرباح الحقيقية الإجمالية وبالسهم ومعدلات نموها لتلبية متطلبات المستثمرين في سوق الأوراق المالية والتمكن من عمل تحليل مالي ذو معنى، إن ما نراه الآن من إفصاح عن المعلومات وطرق تبويب في التقارير المالية لكبرى الشركات لا يبعث على الارتياح أبداً، لا يمكن المحللين من تحديد المركز المالي لشركة، وبالتالي لا يوحى بالكثير من الثقة للمستثمرين الحائزين على وعي استثماري؛

— التوصل مع وزارة المالية إلى حل مناسب للتضارب ما بين رغبة إدارة شركة مساهمة في التهرب من ضريبة الدخل، وبين ضرورة الإفصاح عن الأرباح الحقيقية لتلبية متطلبات الإفصاح الرسمية، وتوفير العوامل الجوهرية لتحليل وتقييم سعر السهم في البورصة، فمن المعروف أن أداء

الربح الفعلي بالسهم رباعياً مقارنة مع هو متوقع من قبل المحللين الماليين في السوق يعتبر من أهم عوامل تحديد سعر السهم في السوق، فالمفاجآت السارة في الأرباح بالسهم ونموها ترفع سعر السهم في السوق والمفاجآت غير سارة تخفض سعر السهم في السوق.

24- تنظيم وتطوير مهنة تدقيق الحسابات: من خلال العمل على تطوير مهنة تدقيق الحسابات بإصدار معايير مراجعة حسابات تتفق ومعايير المراجعة الدولية (IAS)^(*)، رفع وتحديث الكفاءات والمعلومات المهنية للعاملين في تدقيق الحسابات من خلال التدريب المستمر، تشجيع خريجين المحاسبة على التقدم إلى فحوص الشهادات المهنية الدولية في التدقيق المحاسبي والحصول على شهادات CPA, CA، وتقديم دورات تدريبية لتحضير الطلاب لامتحانات هذه الشهادات، التعاون مع الجامعات لتطوير علم ومناهج وطرق تدريس تدقيق الحسابات، وإعادة النظر في دور وزارة المالية بالإشراف على الشركات المساهمة وعلى مهنتي المحاسبة

وتدقيق الحسابات، وقد يكون من المفيد النظر في أمر الفصل ما بين النشاطات الاستشارية ونشاطات تدقيق الحسابات لشركات المحاسبة لتجنب تضارب المصالح الذي قد يتجلى بالتساهل في معايير التدقيق المحاسبي لصالح الحصول على عقود استشارية من العملاء، تجدر الإشارة هنا إلى أن هيئة الأوراق والأسواق المالية الأميركية (SEC) (***) تتجه منذ زمن قصير نحو إلزام شركات المحاسبة الخمسة الكبرى

بفصل هذين النشاطين للحفاظ على الحياد والموضوعية والاستقلالية التي يجب توفرها في شركة تدقيق الحسابات. لكن شركات المحاسبة كانت تقاوم ذلك دوماً، وقد عزز الانهيار المفاجئ والسريع لشركة الطاقة الأميركية الكبرى اتجاه فصل النشاط المحاسبي عن النشاط الاستشاري؛

25- تطوير صناعة التحليل المالي والاستثماري: من خلال العمل على تشجيع تأسيس وتطوير بيوت خبرة تعمل في صناعة التحليل المالي والاستثماري وتقييم نوعية الأوراق المالية التي تصدرها الشركات.

الهوامش والمراجع

1 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، القانون رقم 07-11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007، يتضمن النظام المحاسبي المالي، المادة 3.

2 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، مرجع سبق ذكره، المادة 6

3 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، مرجع سبق ذكره، المادة 7.

4 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، مرجع سبق ذكره، المادة 8

5 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، مرجع سبق ذكره، المادة 9

6 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 19 25 مارس 2009.

7 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد رقم 47، مرجع سبق ذكره، المادة 42.

8 قورين حاج قويدر وآخرون، "تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري

بالاعتماد على النظام المحاسبي المالي الجديد"، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الرابع حول المنافسة والإستراتيجية التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربي، للمزيد من التفاصيل أنظر:

<http://labocolloque5.voila.net/55gourineensaad.pdf>

9 طلال أبو غزالة، معايير المصادقة المحاسبية للأسواق العالمية، لندن، 2001، ص 8

10 ميثاق الحكم الراشد للمؤسسات في الجزائر، 2007، ص: 24.

¹¹ = CapsTaff, J., *Accounting Information and Investment Risk perception in The U. K. , Journal of International Financial Management and Accounting , Summer ,1991,PP.189 200*

¹² سليمان محمد مصطفى ، القياس المحاسبي للعلاقة بين أسعار الأسهم ومؤشرات الأداء الاقتصادي في ضوء محددات النظرية الإيجابية - دراسة تطبيقية ، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة ببنها، جامعة الزقازيق ، السنة العاشرة، العدد الأول، 2000م، ص:301.

¹³ = Barth, M. E., *Fair Value Accounting Evidence From Investment Securities and Market Valuation of Bank , The Accounting Review, January, 1994, PP.5-6*

¹⁴ جلال الصياد، مصطفى جلال الصياد، المعاينة الإحصائية، القاهرة: مكتبة عين شمس، بدون تاريخ، ص: 108

¹⁵ انعكاسات جودة المعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات على سوق الأوراق المالية: رابط الكتروني:

www.kku.edu.sa/conferences/ssefp/researches/doc/المبحث%20الثالث.doc
http://www.jps-dir.com/forum/new_reply_form.asp?TID=4665&PN=2&TR=12

¹⁶ -dir.com/forum/new_reply_form.asp?TID=4665&PN=2&TR=12
¹⁷ نورين بومدين، أساليب تفعيل بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص مالية ونقود . جامعة حسنية بن بو علي الشلف، دفعة 2007-2008 ، ص: 119.

¹⁸ نورين بومدين، أساليب تفعيل بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره ، ص: 119.

¹⁹ بكيجل عبد القادر، أهمية تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة و المعلومة المالية في الجزائر في ظل الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية و محاسبة، جامعة الشلف، 2008 - 2009، ص 99

²⁰ ثناء القباني، المحاسبة الدولية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 150.

²¹ Ahmed MANSOUR, *Gaap 2001, Interview Paru Dans L'économiste Maghrébin, n°303 du 19/12/2001 au 02/01/2002, pp: 46-47*

²² فورين حاج قويدر، نظام المعلومات المحاسبي ودوره في مراقبة التسيير، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الشلف، 2007، ص: 218 .

²³ فورين حاج قويدر، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

²⁴ فورين حاج قويدر، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

²⁵ وثيقة من إعداد الأستاذ الشريف ربحان بعنوان، النظام المحاسبي و تطوير أسواق الرأسمال في الجزائر، أستاذ بجامعة عنابة / الجمهورية الجزائرية، ص: 15

²⁶ IFAC: *International Federation of Accountants*

²⁷ طلال أبو غزالة . معايير المصادقة المحاسبية للأسواق العالمية، لندن، 2001، ص: 08.

²⁸ وثيقة من إعداد الأستاذ الشريف ربحان بعنوان، النظام المحاسبي و تطوير أسواق الرأسمال في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 15

(*) *International Auditing Standards*

(**) *Securities and Exchange Commission*

التحرر المالي: عامل لهشاشة النظام البنكي في البلدان النامية؟

محمد رضا بوشيخي - جامعة معسكر

لخضر عدوكة - جامعة معسكر

ملخص :

سمحت الأزمة الآسيوية سنة 1997 بدراسة العلاقة بين استقلالية حركات رؤوس الأموال وسوء التنظيم المصرفي وتأثيرها على اقتصاديات الدول النامية، حدثت هذه الأزمة بعد سنوات من التحرر المالي الكلي بهذه البلدان الآسيوية، حيث أن دول مثل كوريا الجنوبية، اندونيسيا، وماليزيا كانت قد بدأت في عملية التحرر المالي، في بداية سنوات التسعينات، كان هذا التحرر جزئي والاقتصاديات مستقرة، وبعد أن زاد التحرر ظهرت مشاكل عدم الاستقرار والرهافة، حيث وجدت المؤسسات المالية والبنكية لهذه البلدان النامية نفسها في إطار اقتصادي وتنافسي مختلف، فلم تستطع التكيف وإعادة التنظيم، فأصبحت أكثر هشاشة مما مضى.

فالسؤال الذي نطرحه والذي سنحاول الإجابة عنه من خلال هذه المقالة: هل هذه الرهافة البنكية كانت موجودة من قبل أم أنها جاءت نتيجة التحرر المالي ؟

ولذلك قسمنا البحث إلى ثلاثة أقسام، القسم الأول مخصص لدراسة النظام البنكي في جنوب شرق آسيا من خلال شرح دور القطاع البنكي ومكانته في الاقتصاد ثم وضعية الاقتصاد الكلي، القسم الثاني دراسة جوانب وإرادة التحرر المالي، في القسم الثالث سنوضح التغيرات الناجمة عن التحرر المالي وعلاقتها بالنظام البنكي.

مقدمة

تميزت فترة التسعينات بكثير من الأزمات المالية التي مست الدول النامية نتج عنها الأخذ بعين الاعتبار وضعية الأسواق الناشئة، الاهتمام بهذه الأسواق ظهر في سنوات التسعينيات حيث أن البلدان النامية كانت تضمن أعلى معدل فائدة وأهم عوائد مالية خلال هذه الفترة، فقام المضاربون بالاستثمار بقوة في هذه الأسواق، حيث اعتبرت عن منأى من خطر تقلبات سعر الصرف وذلك لارتباطها الوثيق بالدولار و أيضا لارتفاع مرد ودية سعر الفائدة، تميزت رؤوس الأموال الأجنبية بأنها غير ثابتة لأنها قصيرة الأجل فيمكن أن تسحب في أي لحظة، وبالتالي تؤثر سلبا على تمويل اقتصاديات هذه الدول، يمكن الملاحظة أن تدفق الأموال في هذه البلدان سبقته حركات تحرر مالي، فالمستثمرون الأجانب لا يترددون للاستثمار في أسواق تتميز بمرد ودية عالية نظرا لمعدلات فائدة جذابة، درس مفهوم التحرر المالي كثيرا من طرف الاقتصاديين، حيث ظهر لأول مرة من خلال أعمال ماك كينو

(1973) وشو (1973)، يقدم هذان الباحثان التحرر المالي كوسيلة بسيطة وفعالة لنمو البلدان الناشئة، حيث تبين من خلال دراستهم أن القمع (larépression) المالي لا يسمح بالتوازن الاقتصادي، فمعدلات الفائدة تثبت ما دون قيمة التوازن، ومن هنا الادخار يتناقص، والاستثمار يصبح دون المستوى الأمثل، لأن الدولة تفرض على القطاع البنكي تمويل المشاريع ضعيفة المر دودية لأنها تحقق استقرار اجتماعي، يعتقد ماك كينون وشو أن تحرر القطاع المالي أي رفع معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع، سيسمح بارتفاع الادخار ونمو حجم الاستثمارات، وأن الوساطة البنكية سترتفع وهذا ما سيخفض من تكاليفها بين البنوك والمقرضين، فيسهل الحصول على القروض وسيسمح بتوزيع الأخطار، هناك اقتصاديون آخرون اعتمدوا على أعمال ماك كينون وشو، مثل كابر (Kapur) الذي كان أول من حقق نموذج

ديناميكي سنة 1976، ثم سنة 1977 قام كاليبس (Galbis) بتحقيق نموذج يعتمد على قطاعين، قطاع تقليدي و آخر حديث، بالنسبة إليه التحرر المالي يؤدي إلى نمو الإنتاج المتوسط للاستثمار، فالادخار سينتقل من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث وهذا ما يفسر ارتفاع الإنتاج، بينما النيو كلاسيكيون لا يؤيدون فكرة التحرر المالي، لأن ارتفاع معدلات الفائدة ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المنتج وهذا ما سيبطئ الاستثمار و يقلص النمو الاقتصادي، وبالتالي انخفاض عرض القروض، من أجل معرفة أصل الهشاشة البنكية، من المهم دراسة النشاط البنكي للبلدان الناشئة ، تعريف العلاقة الممكنة بين وضع الاقتصاد الكلي وصلاية المؤسسات البنكية، هذا يمكن من تحليل تفاعل المجال المالي والنشاط الاقتصادي.

I) البنوك في البلدان الناشئة :

1) دور و مكانة البنوك في الاقتصاد :

أ) القطاع البنكي: قلب النظام: تتميز البلدان الآسيوية بمعدل ادخار عائلي مرتفع جدا، حيث أن الأسر تدخر لأن نظام التقاعد يتم بتحصيل المدخرات وعدم وجود الضمان الاجتماعي تقريبا، المؤسسات أيضا تدخر من أجل تمويل نموها، وحتى الدولة تدخر من أجل تسيير أفضل للأموال العمومية . ويوضح ذلك من خلال الجدول التالي :

الجدول 01: معدل الادخار في دول جنوب شرق آسيا (1996 م – 1997 م)

البلد	تايلاندا		كوريا الجنوبية		ماليزيا		اندونيسيا	
السنة	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
معدل الادخار (% من نا خ)	33,22	32,64	33,60	33,06	37,81	39,34	27,50	27,98

ن ا خ : الناتج الإجمالي الخام المصدر : (1998) Corsetti , pesenti et

Roubini

تمثل معدلات الادخار المرتفعة مصدر مهم لتمويل الاقتصاد، ونظرا للتطور المحدود للأسواق المالية فإن الوساطة البنكية ضرورية، ولكن هذا الادخار المرتفع لا يكفي، فالحاجة للاستثمار تنشأ من خلال زيادة معدل النمو، وبما أن الادخار لا يكفي، يجب اللجوء للقروض البنكية للحصول على أموال إضافية، ارتفعت نسبة القروض البنكية في الناتج الإجمالي الخام بمعدل 40 % في عشر سنوات، مثلاً في كوريا انتقلت من 65 % إلى 95 %، وفي ماليزيا من 61% إلى 95%.

بنوك جنوب شرق آسيا غير مستقرة، فالبنوك الكورية تتميز بنسبة خطر عالية وتعاني حالة أزمة مستمرة، بالنسبة لتايلاندا، إندونيسيا، وماليزيا، نلاحظ وجود خطر دائم لإفلاس النظام البنكي، إضافة إلى ذلك يتميز النظام المالي الإندونيسي بانشقاق كبير، لأنه يتكون من عدد كبير جدا من المؤسسات المالية الصغيرة تتقاسم أجزاء صغيرة من السوق، هذه الوضعية يمكنها أضعاف النظام .

(ب) **تدخل الدولة:** تسيطر السلطات العمومية في الدول النامية على القطاع المالي، حيث تتدخل الدولة بصفة مباشرة في نشاط البنوك، مما يولد جمود و تشوهات في الاقتصاد، فمثلاً البنوك الكورية تعتبر نفسها أهم ممول للسياسات الصناعية الوطنية، تخصصة البنوك التجارية الكورية بين 1981 و1983، من بين مميزات هذه الخوصصة أنه لم يسمح لأي مساهم المشاركة بأكثر من 4% من رأس المال، هذا القيد وضع لتجنب العلاقة بين المالية والصناعة، وبالتالي تحاسب هذه البنوك من طرف الدولة فقط لان الأغلبية ليست للمساهمين، كما فرضت السلطات العمومية قيود أخرى مثل نسب فائدة ضعيفة على القروض مع التقشف في منحها، فالمقترضون لا يحصلون كلهم على قروض، وبالتالي هناك مشاريع مضمونة وذات مردودية عالية ستجد نفسها بدون تمويل، فتوزيع القروض موجه نحو مؤسسات معينة، ربما

تكون نسبة المخاطرة فيها كبيرة، حيث يوضح البنك العالمي أن سياسة إعانة مؤسسات قريبة من السلطة قد يسمح بتحقيق نمو و لكنه لن يكون أكثر سرعة من القطاعات الأخرى وهو ما يمثل فشلا، هناك نقطة أخرى، هو أنه في هذه البلدان الآسيوية، الرشوة منتشرة بكثرة، فالدولة تفرض ضغوطات كبيرة على قرارات الاستثمار والتمويل، حيث أن العلاقات الشخصية تتحكم في قطاع المالية .

ج (مؤشرات الصلابة البنكية: صلابة القطاع البنكي مؤشر مهم جدا، خاصة عندما يحدث تحرر مالي للاقتصاد، ويمكن قياس هذه الصلابة من خلال الملاءة والربحية، فالملاءة هي مبدأ العلاقة بين المخاطرة والأموال الخاصة للبنوك، فهي تقيس درجة الالتزام مقارنة بالموارد، فالملاءة تسمح بقياس الخطر في حالة وقوع انكماش اقتصادي، أما الربحية فيمكن أن تكون مؤشر لأداء جيد، أي أن الاستثمارات تحقق مردودية مقنعة، بالنسبة للبنوك التايلاندية تميزت بمردودية مرتفعة وملاءة ضعيفة، هذه الوضعية مرتبطة بالمضاربة العقارية، أما بالنسبة للبنوك في إندونيسيا وكوريا كانت تعرف نقص في المردودية مما قد يؤدي إلى هشاشة النظام البنكي، البنوك الكورية تملك مستوى ضعيف من المردودية إذا اعتمدنا على نسبة الأصول والأموال الخاصة، لكن هذه المؤشرات لا توضح إن كانت هذه البنوك أقل فعالية من بنوك البلدان الأخرى .

نسبة الأموال الخاصة على الأصول المرتبطة بالأخطار توضح أن البنوك كانت تملك نسبة جيدة من الأموال الخاصة، وذلك لان الأصول كانت في ارتفاع منتظم والقروض الغير منتجة لا تشكل نسبة كبيرة من القروض الممنوحة، في سنوات التسعينات أرغمت السلطات البنوك على احترام قوانين وقواعد بنك القوانين الدولية .

2 (وضعية الاقتصاد الكلي :

أ (العلاقة بين صحة البنوك ووضع الاقتصاد الكلي: هناك علاقة بين وضع الاقتصاد الكلي والنظام البنكي، فالاقتصاد يمر بمرحلة نمو ومرحلة انكماش، في المرحلة الأولى، الاستثمار متزايد، وبالتالي الطلب على القرض كبير لأن معدلات الفائدة منخفضة فتزداد مديونية المتعاملين الاقتصاديين مما يخفض الاحتفاظ بالسيولة من أجل مواجهة الديون، ينتج عن ذلك انخفاض الطلب على القروض، لكن القروض الممنوحة من قبل يزداد خطر عدم تسديدها وهو ما يعرض البنوك إلى الضعف والهشاشة، وهذا ما يمكن أن يدخل الاقتصاد في حلقة مفرغة، حيث أن البنوك الهشة والتي تعرضت إلى خسائر ناتجة عن عدم تسديد القروض، يمكنها محاولة تعويض ذلك من خلال رفع ربحيتها عن طريق رفع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة، فيصبح القرض باهض جدا على المقترضين الجدد مما يجعلها حبيسة المقترضين سيئي السمعة، يمكن الملاحظة أن السياسات الاقتصادية يمكنها أن تعوق من طرف نظام بنكي هش وضعيف أين البنوك تتحمل عبئ الهزات المالية، اقتصاديات الدول الآسيوية، في السنوات بين 1980 و1990، كانت تتميز بمعدل نمو كبير جدا، المتعاملين الاقتصاديين كانوا يعتقدون أن هذا النمو لن يتوقف، حيث أن الوضع الاقتصادي السليم يخلق ثقة في ديمومة المؤسسات، فالوضعية الاقتصادية للبلد تنعكس على تصرف المتعامل الاقتصادي، لأن في مرحلة الازدهار الخطر المالي لا يأخذ بعين الاعتبار، فتتقلص البنوك من تكوين المؤونات لأن مستوى القروض والتسديد مرض، من جهة أخرى يزداد مستوى منح القروض، وبالتالي ترتفع قيمة الأصول، ومن ثم تزداد كل من ثقة المتعاملين الاقتصاديين والربحية المالية .

ب (السياسات الاقتصادية : كانت تتميز البلدان الآسيوية بنمو سريع، فسميت بالمعجزة الآسيوية، حيث كانت السياسات النقدية متحكم

فيها، الضغط الجبائي ضعيف، التضخم معتدل والمؤسسات المحلية مفضلة من السلطات، عند انفتاح هذه البلدان على السوق الدولية، كان الميزان التجاري يحقق فائض في كل من ماليزيا وإندونيسيا، ويعاني من عجز طفيف في تايلاند وكوريا، هذا الوضع له علاقة بمعدل الصرف الذي كان مرتبط بسعر الدولار، وهذا ما دفع إلى الإفراط في المديونية نظرا للثقة الكبيرة في سعر الصرف، تتميز كوريا، إندونيسيا وتايلاند بسياسة سعر صرف مرتفع لجذب وتشجيع دخول الأموال الأجنبية، حيث المعدلات الاسمية كانت متراوحة بين 12 و 13% سنة 1996، بينما هذه المعدلات كانت ما بين 6 و 7% في الأسواق الدولية.

الجدول 02 : مؤشرات الاقتصاد الكلي (1995 – 1996)

السنة	نمو ناخ		التضخم		رصيد جاري (% من ناخ)		معدل الاستثمار (% من ناخ)	
	1996	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1995
اندونيسيا	8,2	8,0	8,9	6,6	-4,3	-3,3	39,9	30,8
تايلاند	8,8	5,5	5,7	5,9	-8,4	-8,5	41,6	41,7
ماليزيا	9,5	8,6	5,3	3,5	-8,9	-3,7	43,5	41,5
كوريا الجنوبية	8,9	7,1	4,4	4,9	-1,9	-4,8	37,1	38,4

ناخ : الناتج الإجمالي الخام المصدر : (1998) Corsetti, Pesenti et Roubini

نجاح سياسة اقتصادية يمكن قياسه عن طريق مؤشرات الاقتصاد الكلي، الجدول رقم 02 يوضح أن مستوى التضخم مقبول في حدود 5% سنة 1996 والنمو جيد وهو في حدود 7.5% ما عدا في تايلاند، أيضا العجز الخارجي مقبول، ومستوى الاستثمار جيد حوالي 39%، المؤشرات في هذه البلدان لسنة 996، توضح أنها كانت في وضعية اقتصادية ممتازة وهذا عامل يسمح بجذب أكثر للاستثمارات الخارجية المباشرة.

II) إرادة التحرر المالي :

1- جوانب التحرر المالي: من المفهوم النظري، التحرر المالي يجب أن يشجع النمو، وبالتالي يحفز التنمية الاقتصادية، شجع صندوق النقد الدولي حكومات البلدان الآسيوية لتحرير اقتصاداتها، حيث أن الانفتاح المالي الكلي سيسمح بتطور سريع للمنطقة، في

الواقع، حركة رؤوس الأموال تسمح بجلب أموال ضرورية لديناميكية اقتصاديات البلدان النامية، لكن حتى تكون هذه العملية إيجابية يجب أن تكون مؤسسات الدولة صلبة وجيدة، وهذا ليس الحال في البلدان الناشئة، أغلب البلدان الآسيوية بدأت التحرر في نهاية سنوات الثمانينات، فمثلا كوريا الجنوبية، إندونيسيا وتايلاندا حققوا ذلك بين 1987 و1989، مس التحرر المالي ثلاث جوانب:

أ - القضاء على الوساطة (**la désintermédiation**): تتميز بإزالة تدريجية لاحتكار البنوك لدور الوساطة بين المقرضين و المقترضين، والذي كان مراقب بشدة من طرف الدولة، فقبل التحرر، إذا كانت مؤسسة تحتاج إلى تمويل، فهي مجبرة على الاقتراض من البنوك التي بدورها كانت تجد السيولة لدى البنك المركزي فقط وبنسبة خصم معينة ولكن بعد التحرر أصبح بإمكان كل من المؤسسات الاقتصادية والبنوك اللجوء للأسواق المالية.

ب - إزالة التقسيم (**le décloisonnement**): يهدف إلى إشراك كل من الدولة، البنوك والمتعاملين الاقتصاديين في نفس الفضاء - السوق - والذي فيه تتداخل أدوارهم عادة.

ج - تحرير القوانين (**la déréglementation**): وذلك بإزالة الرقابة على الصرف والتحرير الكلي لحركة رؤوس الأموال، فالرقابة القانونية التي كانت تقيد وتراقب العملات الأجنبية اختفت مع التحرر المالي، حيث ينتظر من هذه الخطوة عدة نتائج إيجابية منها:

- إنقاص نسب فوائد الوساطة البنكية سيسمح بتخفيض كلفة التمويل البنكي وبارتفاع مرد ودية القروض.

- تطوير الأدوات المالية سيمكن من حسن تغطية الأخطار وتوزيعها.

- أيضا يمكن أن تكون عملية فتح الأسواق عامل لتقوية الإطار القانوني.

2- إيجابيات وسلبيات التحرر المالي: من إيجابيات التحرر المالي أنه

يساهم في النمو، والتمويل الخارجي المقدم سيستخدم في مشاريع لتنمية الاقتصاد، وسيسهل نقل رؤوس الأموال من وإلى اقتصاد البلد المعني أيضاً، معدلات الفائدة تتشكل في الأسواق المالية، وبالتالي لا تحددها الدولة وتتميز بأنها إيجابية وهذا ما سيسمح بزيادة الموارد المالية من خلال الادخار، مع التحرر المالي يمكن أن تحدث آثار سلبية، حيث أن البنوك ستلجأ إلى إقراض المشاريع ذات مردودية عالية وهذه الأخيرة تتميز بارتفاع نسبة المخاطرة، أيضاً القطاع البنكي عند بداية التحرر وفتح الأسواق لا يملك الخبرة للتعامل مع منافسة شرسة من هذا النوع، من جهة أخرى الأموال الأجنبية تتأثر بشدة بأي تغيير في المردودية أو في نقص ثقة المستثمرين، أيضاً بنوك الدول النامية قد تعرف مشاكل خطيرة لعدم تناظر المعلومات، خاصة في تقدير أخطار القروض، هذا النوع من الخطر يظهر مع بداية التحرر المالي لنقص خبرة البنوك، فإذا لم يرافق هذا التحرر بإصلاحات قانونية، سيؤدي إلى إضعاف النظام البنكي.

3- ميكانزمات التحرر: كما ذكرنا سابقاً، فالتحرر المالي يعتمد على

ثلاث مبادئ: القضاء على الوساطة، إشراك عدة عاملين اقتصاديين، وتحقيق التوازن وترجم بثلاث ميكانزمات هي إزالة الرقابة على معدلات الفائدة، إلغاء الرقابة على الأسواق المالية، وإزالة الرقابة على دخول وخروج الأموال، بالطبع لا يمكن القيام بالتحرر المالي دون بعض التغييرات الهيكلية، حيث من الضروري إعادة هيكلة ميزانيات البنوك، من خلال إزالة الديون الغير قابلة للتسديد بخصوصية جزء من أصول البنوك، ومن خلال تشجيع المنافسة في القطاع البنكي. في سنة 1997، فراي قام بإعداد متطلبات تحرر مالي ناجح وهي:

- إشراف فعال على البنوك التجارية ووضع لوائح تنظيمية للحيطرة مناسبة.

- الانضباط في الميزانية للحد من التضخم.

- نظام جبائي محايد.

- استقرار في الأسعار.

- تصرف بنكي نحو تعظيم الربح.

كل هذا يتطلب وقت لأن إمكانيات الفاعلين الاقتصاديين محدودة، وهذا يدفع البنوك إلى ضرورة التكيف مع الوضع بفعل التغيرات المفروضة من التحرر المالي.

III - التغيرات الناجمة عن التحرر المالي :

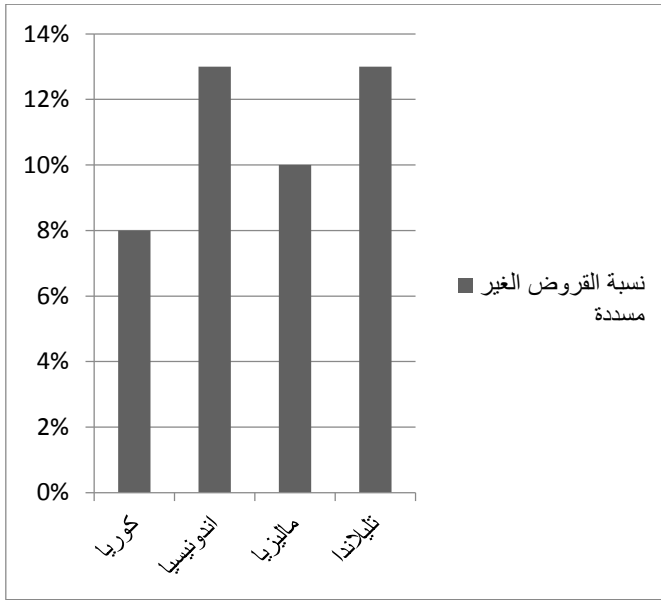
1 - زيادة أهمية السوق المالية: وتظهر من خلال :

أ) المنافسة: قبل التحرر المالي، لم تكن هناك منافسة في الأسواق المالية، وكانت عائدات البنوك مضمونة، ثم بعد ذلك تحرر دخول وخروج الأموال، فأصبحت البنوك المحلية عرضة لمنافسة شرسة من البنوك الأجنبية والتي تملك أكثر خبرة في الأسواق المالية، من جهة أخرى ضعفت الحماية القانونية من السلطات نظرا لتغيير القوانين، فأصبحت وضعية هذه البنوك غير مستقرة وأيضا المؤسسات المحلية التي لها ماض سيئ مع البنوك المحلية ستلجأ إلى البنوك الأجنبية من أجل التمويل، وهذا خطر لا يمكن التنبؤ به أو قياسه ولكن سيخلق خسارة لبنوك البلدان الناشئة، هناك ظاهرة أخرى، هو أن المتعاملين الاقتصاديين ليسوا مجبرين للتوجه للبنوك للحصول على التمويل فبإمكانهم ذلك من خلال الأسواق المالية، وهذا ما ينقص من ربحية البنوك، فتتجه هذه الأخيرة إلى نشاطات أخرى ليس لها فيها خبرة، في كوريا، عانت البنوك المحلية من منافسة شرسة من المؤسسات المالية الغير بنكية، حيث نظرا لانخفاض معدل الفائدة لم تستطع البنوك المحلية مواجهة الطلب، فخسرت هذه الحصة من الطالبين لصالح المؤسسات المالية الغير بنكية الخارجية التي رفعت رصيدها من الربحية، هناك نوع آخر من المنافسة في كوريا بين البنوك التجارية وبنوك الأعمال فالأولى مقيدة أكثر من الثانية لأنها تابعة للبنك المركزي بينما الثانية

تابعة لسلطة وزارة المالية مما يخلق لها أكثر حرية في تعاملاتها و في تمويلها للمؤسسات المدعومة من الدولة.

ب) - التمويل البنكي : ادخار الأعوان الاقتصاديين يمثل المصدر الأساسي للبنوك المحلية لتقديم القروض، بعد انفتاح الأسواق أضيف لهذا المصدر ادخار المواطنين الأجانب، لكن التحرر المالي غير كل المعطيات، فأصبح الأعوان الاقتصاديين يحصلون على الأموال مباشرة من الأسواق المالية، وبالتالي نقصت العمليات البنكية التقليدية مما أدى إلى انخفاض المردودية فتوجهت البنوك إلى تمويل المشاريع ذات خطورة عالية، فتأثر تغطيتها للأخطار وتأثر أيضا ميزانيتها، للتحرر المالي آثار أخرى منها زيادة كلفة المصادر البنكية لأن تحرر معدلات الفائدة يصاحبه ارتفاع هذه الأخيرة، فترتفع معدلات الفائدة على الودائع قصيرة الأجل، ولكن معدلات القروض تتغير ببطء مقارنة بذلك، مما يرفع من كلفة المصادر البنكية ونقص الربحية، أيضا ترتفع نسبة المخاطرة للبنوك مما ينجم عنه ديون غير مسددة، حيث بلغت هذه الأخيرة سنة 1996 م نسبة 10% من مجموع القروض الممنوحة في ماليزيا، ويمكن ملاحظة أهميتها من خلال الرسم البياني الموالي، حيث نسبة القروض الغير مسددة هي الأكثر ارتفاعا في تايلاندا بنسبة 14% وتملك كوريا أضعف معدل ب 8%.

رسم بياني 01 : نسبة القروض الغير مسددة 19



المصدر: قاعدة البيانات لصندوق النقد الدولي

ج (حركة رؤوس الأموال: سمح التحرر المالي للمؤسسات الأجنبية بالاستثمار في البلدان النامية، حيث بلغت نسبة المعاملات الخارجية 34.36 % في كوريا الجنوبية سنة 1996 و 91.5 % في إندونيسيا، أيضا رؤوس الأموال الداخلة لهذه البلدان الناشئة سمحت بتمويل مختلف القطاعات في إندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية وماليزيا، لكن أغلبها كانت قصيرة الأجل، أي يمكن سحبها في أي لحظة، وهذا النوع من رؤوس الأموال يخلق مشكل تغطيتها عن طريق الاحتياط حسب القوانين الجارية، وهذا ما لم يكن موجودا من قبل في دول جنوب شرق آسيا، دخول الأموال الأجنبية يحفز ظهور الفقاعات العقارية و الصناعية نظرا لتوفر السيولة، لارتفاع معدلات الفائدة ولنقص نسبة المخاطرة، تعويم سعر الصرف في هذه الدول بالدولار الأمريكي فقط يعطي ثقة أكبر للمتعاملين الأجانب لأن في اعتقادهم الدولة تساند عملتها بأي ثمن ، ينتج عن كل هذا تأثير على العملة لأن:

- البنوك تقرض أكثر مما تملك من ودائع.
- البنوك تقرض على المدى الطويل بينما الودائع الأجنبية على المدى القصير.
- البنكيون يجهلون كيفية دراسة وتسيير نسبة المخاطرة.
- النظام البنكي غير مستقر لأن المضاربين لهم إمكانية شراء السندات دون الدفع وبيعها دون ملكهم لها.
- فعندما تتكون هذه الفقاعات، ترتفع أسعارها نظرا لارتفاع المردودية فيصبح ثمنها لا يعكس الواقع الاقتصادي الحقيقي.

2) المخاطرة:

أ) - **الخطر على القروض:** بإزالة رقابة الدولة على معدلات الفائدة، تقوم البنوك بالمخاطرة أكثر، في الواقع دخول الموارد الأجنبية بكثرة، يصاحبه تمويل من طرف البنوك بدون دراسة فعلية ودقيقة للمخاطر، وهذا ما يشجع المؤسسات على الاستدانة منها، من دون اللجوء لرفع رأس المال وذلك لسهولة العملية، فانهدام الرقابة على معدلات الفائدة يضعف المنظومة البنكية، في تايلاندا، ازدادت هشاشة النظام البنكي من خلال تمويل مؤسسات غير مستقرة، وهذا شيء معتاد في الدول الآسيوية، فالدولة تدعم بعض المؤسسات على حساب أخرى حتى ولو كانت غير فعالة، مشكل القروض يظهر أيضا مع عدم تناظر المعلومات، فبعد التحرر المالي، جزء من رؤوس الأموال المستثمرة تذهب مباشرة للأسواق المالية، فتقوم البنوك برفع معدلات الفائدة على الودائع من أجل جلبها، أيضا تناقص الطلب على القروض بسبب لجوء الزبائن للبورصة من أجل التمويل يؤدي إلى توزيع أخطار القروض على عدد محدود من المقرضين وهذا ما يزيد من نسبة الخطر وقد يؤدي في الأخير إلى عدم تسديد القروض، بعض أنواع الضمانات على القروض البنكية كالأسهم مثلا غير مستقرة، فهذه الأخيرة إذا كانت قيمتها في البورصة مبالغ فيها في الفترة التي قدمت فيها كضمان، فإن أي تغيير في السوق المالية سينعكس على القرض ويصبح خطر تغطيته قائم، كثرة القروض الغير فعالة

سيؤدي حتما إما إلى تقليص القروض وإما إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية، في تايلاندا، الضمانات على العقارات شكلت مشكل كبير، حيث أن التحرر المالي رافقه مضاربة في العقارات بينما مرد وديتها لم تكن مضمونة، فعندما تنهار الفقاعة المالية فإنها تؤثر بشكل مباشر على القروض الممنوحة.

ب - الخطر الأخلاقي Alea moral: إن الوضع الاقتصادي الجديد الناتج عن التحرر المالي له انعكاسات على البنوك والتي ترفع من نسبة المخاطرة نظرا للحرية في تصرفاتها عادة، عندما تتجه البنوك إلى تمويل مشاريع ذات نسبة خطورة مرتفعة، فإن المردودية على المشروع ترتفع و هذا جيد للاقتصاد، قبل التحرر كانت هذه العملية مستحيلة لأن معدلات الفائدة كانت مسيرة و محددة، نظريا فإن هذه المخاطرة لا تساهم في زعزعة استقرار النظام البنكي لأنه يقابلها تغطية هذه الأخطار بضمانات وأيضا توزيعها يجب أن يكون مثالي في الواقع، مسؤولي البنوك من خلال ملاحظتهم لنقصان الربحية، سيتوجهون نحو تمويل المشاريع ذات مردودية عالية حتى وإن كانت نسبة المخاطرة عالية أيضا، الخطر الأخلاقي يظهر من خلال اعتقاد مسيري البنوك والمساهمين فيها أنهم محميون من طرف الدولة ولن تتركهم يفلسون مهما زادت خسائرهم بفعل المخاطرة، هناك أيضا رؤية أخرى خاصة بالبنوك الكبرى (too big to fail) "أكبر من أن تفلس" بحيث تعتقد هذه البنوك أن إفلاسها سيؤدي إلى إفلاس جزء كبير من الأعوان الاقتصاديين وإلى زعزعة الاستقرار الوطني، وبالتالي فإن الدولة لن تتخلى عنها، فلا تسعى إلى تصحيح أخطائها وتعتمد على ضمان مؤسسات الدولة، يمكن للخطر الأخلاقي أيضا أن يظهر من جهة المقترضين، خاصة الأجانب، فهم يثقون في التحرر المالي وفي استقرار الأسواق المالية العالمية، فلا يدرسون جيدا نسبة الخطر في البلد أو إمكانية حدوث أزمة.

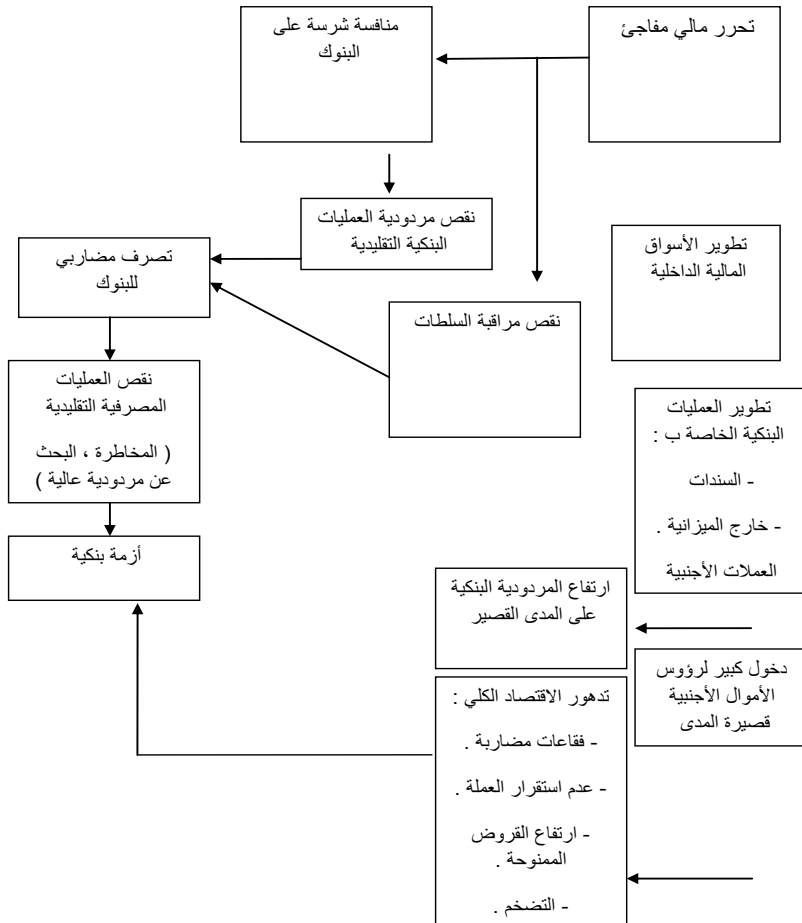
ج) المضاربة : تتميز عمليات المضاربة، الناتجة عن التحرر المالي حسب بليهون بأربع نقاط :

- مخاطرة في معدلات الفائدة، أسعار السندات و معدلات الصرف.
- السعي للحصول على قيمة مضافة بعد التنبؤ بالتغيرات في أسعار السندات.
- الاكتفاء دون البحث عن مقابل في الأسواق المالية.
- في غالب الأحيان المضاربون لا يملكون الأموال اللازمة للقيام بعملية الشراء فتكون على الحساب.

التصرف المضاربي للبنوك يظهر عندما تمول عمليات بشكل أكبر خارج القطاع الصناعي، فتبحث عن مرد ودية أكبر من خلال المنتوجات المالية، لأن ميزانياتها تتكون من ديون سائلة وعليها إيجاد السيولة الكافية لتغطية احتياجات زبائنها فتبتعد تدريجيا عن تمويل النشاطات الإنتاجية، هذه النقطة مهمة جدا لأن في فترات النمو البنوك لا تبحث سوى عن الربحية والتي عادة ما تكون إلا من خلال عمليات المضاربة المالية وهذا ما سيؤدي إلى إضعاف النظام البنكي.

من خلال المخطط التالي، نلاحظ أن التصرف المضاربي للبنوك يقوده عدم المراقبة من السلطات مثل البنك المركزي مثلا، فنقص مرد ودية البنوك هو ما يدفعها للمضاربة، فلو كانت مراقبة السلطات أكثر فعالية لأوقفت هذا التصرف، دخول رؤوس الأموال الأجنبية بكثرة بعد التحرر المالي ، ينعش التبادلات بالعملات الأجنبية، وهو ما يحفز البنوك أكثر من أجل المضاربة بالمنتوجات المالية في الأسواق المالية.

مخطط فرضية العلاقة بين التحرر المالي ، المضاربة البنكية و الأزمات البنكية .



المصدر : لويس موتي ، ملتقى دولي حول العولمة الاقتصادية ، باريس جوان 2000

3 (المراقبة: مهمة ضرورية

أ) **الشغرات القانونية:** لم يرافق التحرر المالي بنظام مراقبة و إشراف جيد، فوجود ثغرات قانونية دفع كل من يريد الحصول على ربحية بإنشاء مؤسسة مالية، في إندونيسيا مثلاً ارتفع عدد البنوك من أربعة وعشرون إلى ثمانية وتسعون بعد التحرر المالي، البلدان الناشئة تتميز بنقص الشفافية فمن الصعب جدا مراقبة النظام البنكي، في كوريا مثلاً، التحرر المالي لم يواكبه سن قوانين حسب الوضع الجديد فكانت الدولة هي من تلعب دور

المراقب، فلا تسمح بإفلاس البنوك إما من خلال تمويلها أو دمجها أو تصرف النظر عنها رغم خسارتها، وهذا ما أدى إلى زعزعة استقرار النظام البنكي وهشاشته.

ب) عدم التحكم في الميزانية: حصلت البنوك على التمويلات الخارجية بسهولة تامة، فاستدانت المؤسسات أكثر مما تحتاج ولم تكن الاحتياطات مقيمة بشكل جيد مما خلق عدم توازن في الميزانية، النظام البنكي الآسيوي كان يتميز بعدة نقائص منها: السندات حيث تمثل 10% من المشاريع الصناعية الممولة، وتمثل في سندات يانكي، أي سندات بالدولار لمقترضين أجنب في السوق المالي، أو سندات شوغون و هي سندات تصدر في اليابان من غير اليابانيين، وبعملة أخرى غير الين الياباني، في الغالب بالدولار الأمريكي، وأيضا السندات الصادرة عن البنوك اليابانية و التي مدتها لا تتجاوز ثلاث أشهر " **crédit spot** " وهو ما يجعل هذه البنوك تتأثر بالسياسة اليابانية، فيما يخص معدلات الفائدة قصيرة المدى وكما ذكرنا سابقا فإن انعدام المراقبة على نشاط البنوك يدفعها للتوجه إلى المضاربة بهذه السندات، اعتقاد البنوك بعد التحرر المالي أن نمو الاقتصاد فعال دفعها إلى رفع رأسمالها و ذلك لرفع تنافسياتها في السوق المالية، ولكن في حالة تغير الوضع الاقتصادي، ستجد نفسها بأصول مبالغ في تقييمها والتي ستخفض قيمتها سريعا وهذا ما سيخلق عدم توازن في ميزانياتها، أيضا ممارسة الغش في الميزانية سادت في هذه الدول من خلال تحريف الحقائق، فكانت تظهر هذه البنوك أن ميزانياتها جيدة، وأن صحتها سليمة وهذا غير صحيح، من خلال التحرر المالي، ارتفعت القروض الداخلية والديون قصيرة الأجل، هذا ما جعل بنوك جنوب شرق آسيا معرضة للصدمات الاقتصادية لأنها لم تغطي ديونها الخارجية بالنسبة الملائمة من الاحتياطات، فقد أدى التحرر المالي لعدة تغيرات في النظام البنكي، وكان مصدر للهشاشة لأن الرقابة كانت ناقصة جدا، بينما عدم الاستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى عواقب وخيمة على الاقتصاد.

خاتمة:

عمل صندوق النقد الدولي على إعادة التوازن للموازن التجارية وذلك عن طريق توريق الديون وبرامج إعادة الهيكلة التي شجعت التحرر المالي، في الواقع، عملية التوريق لعبت

دورا في دخول هذه الدول الناشئة إلى الأسواق العالمية، مقابل عمليات التحرير المالي التي عرفتھا.

النظام المالي في بلدان جنوب شرق آسيا فقد توازنه بعد التحرير المالي، بعد أن توجهت الاستثمارات المالية نحو المضاربة، وابتعدت عن القطاعات الأولوية والصناعية، أما بالنسبة للمؤسسات الناشئة التي استفادت من قروض بنكية مدعمة في مرحلة القمع المالي وجدت نفسها مثقلة بالديون.

أثر آخر للانفتاح المالي هو أن المؤسسات الإستراتيجية التي كانت تدعمها الدولة من قبل فقدت القروض الممنوحة لها، لأن البنك المركزي لا يمكنه التحكم في معدلات الفائدة بما أنها مرتبطة بالمعدلات العالمية، وزيادة عتبة المديونية من العملات الصعبة للمؤسسات البنكية المحلية، جعلت الاستثمارات الأجنبية أكثر عرضة لخطر العجز عن التسديد في حال التنبؤ بأزمة العملة.

لقد بينا من خلال هذا العمل، كيف أن الانفتاح المالي من خلال الخطر الأخلاقي خاصة وعوامل أخرى كتغير الهياكل وإزالة القيود القانونية ساهم في إضعاف النظام البنكي في هذه البلدان الناشئة وزاد من هشاشته.

لكن، من جهة أخرى سمح التحرير المالي للبنوك المحلية من الاحتكاك ببنوك أخرى واكتساب تجارب ستفيدھا في المستقبل لمواجهة مخاطر أخرى.

الهوامش:

McKinnon, R.I. (1973), Money and Capital in Economic Development, Washington,DC: Brookings Institution.

1. Shaw, E Shaw, E.S. (1973), Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford

2. Kapur , B (1976) , Alternative stabilization policies for less developed economies , journal of political economy , vol 84 , N° 4, pp 777 –795 .
3. Galbis ,V (1977) , financial intermediation and Economic growth in less – developed countries : A theoretical approach , journal of development studies , vol 13 , N° 02 ,pp 58 –72 .
4. Fry , M (1997) , In favour of financial Liberalization, the economic journal, vol 107, N°442, pp 754 – 770.
5. Corsetti , G , pesenti , P , Roubini , N (1998 what caused the Asian currency and financial crisis ? NBER working paper N 6833.
6. Kaufman, G,(1990), Are some Banks too large to fail? Myth and reality, contemporary economic policy, vol 08 , issues 4, pp 01 –14 .
7. Plihon , D , Miotti,L (2001) , libéralisation financière , spéculation et crise Bancaire , revue économie internationale, N 85.

المراجع :

ARESTIS P. et SINGH A. (2010), "Financial globalisation and crisis, institutional transformation and equity", Cambridge Journal of Economics, 34, pp. 225–238.

BERKMEN P., GELOS G., RENNHACK R. et WALSH J.P (2009), "The global financial crisis: explaining cross-country differences in the output impact" IMF Working Paper, WP/09/280, décembre.

BORDO M., EICHENGREEN B., KLINGEBIEL D. et SOLEDAD MARTNEZ-PERIA M. (2001), "Is the crisis problem growing more severe?" Economic Policy, Vol. 16, Issue 32, avril.

BORIO C. et LOWE P. (2002), "Evaluation du risque de crise bancaire", Rapport Trimestriel BRI, décembre.

BORIO C. et LOWE P. (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the Nexus", Monetary and Economic Department, BIS Working Papers, n° 114, juillet.

BRÜGGEMANN A. et THOMAS L. (1999), "How good are leading indicators for currency and banking crises in central and eastern Europe? an empirical test", IWH Discussion Papers n°95, Halle Institute for Economic Research, avril.

Corsetti , G , pesenti , P , Roubini , N (1998) « what caused the Asian currency and financial crisis ? NBER working paper N 6833. Fry , M (1997) , In favour of financial liberalization , the economic journal , vol 107 , N°442 , pp 754 –770 .

Galbis ,V (1977) , financial intermediation and economic growth in less – developed countries : A theoretical approach , journal of development studies , vol 13 , N° 02 ,pp 58 –72 .

Kapur , B (1976) , Alternative stabilization policies for less developed economies , journal of political economy , vol 84 N° 4, pp 777 – 795 .

Kaufman, G,(1990), Are some Banks too large to fail? Myth and reality, contemporary economic policy, vol 08 , issues 4, pp 01 –14 .

McKinnon, R.I. (1973), Money and Capital in Economic Development, Washington,DC: Brookings Institution.

-
- McKinnon R.I. et Pill H. (1996), « Credible liberalizations and international capital flows: The “overborrowing syndrome” », dans Ito T. et Krueger A.O. (Eds.), “Financial deregulation and integration in East Asia”, Chicago, IL, *The University of Chicago Press*, pp.7–42.
- McKinnon R.I. et Pill H. (1998), « International overborrowing: A decomposition of credit and currency risks », *World Development*, 26–7, pp.1267–1282.
- Meese R. et Rogoff K. (1983), « Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample? », *Journal of International Economics*, 14, pp.3–24.
- Milesi-Ferretti G.M. et Razin A. (1998) « Current account reversals and currency crises: Empirical regularities », *IMF Working Paper*, 98–89.
- Minsky H.P. (1992) « The Financial instability hypothesis », *The Levy Economics Institute Working Paper*, 74.
- Pesenti P. et Tille C. (2000), « The economics of currency crises and contagion: An introduction », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*.
- Plihon , D , Miotti,L (2001) , libéralisation financière , spéculation et crise Bancaire , revue économie internationale , N 85.

Radelet S. et Sachs J. (1998a), « The onset of the East Asian financial crisis »,

NBER Working Paper, 6680.

Radelet S. et Sachs J. (1998b), « The East Asian financial crisis: Diagnosis,

remedies, prospects », *Brookings Papers on Economics Activity*, 1, pp.1-90.

Rangvid J. (2001), « Second generation models of currency crises », *Journal of*

Economic Surveys, 15-5, pp.613-646.

Shaw, E Shaw, E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford

Stiglitz J.E. et Walsh C.E. (2004), « Principes d'économie moderne », Paris, *De*

Boeck, coll. 'Ouvertures économiques', 2ème édition.

سعيد نجار (1994) ، السياسات المالية و أسواق المال ، صندوق النقد العربي.
عبد المطلب عبد الحميد (2000)، البنوك الشاملة عملياتها و ادارتها، الدار الجامعية ،
الإسكندرية .

هشام خالد (2001) ، البنوك الدولية و عقودها، طبعة 1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.

صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية

نور الدين جليد - المركز الجامعي تيبازة

إبراهيم مزبود - جامعة الدكتور يحيى فارس بالمدية

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الصناديق الاستثمارية في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية وهذا في إطار الضعف التي تعاني منه بورصة الجزائر كوعاء استثماري فعال ومنشط لها، خاصة وأنه يستهدف جميع المستثمرين مهما تكن قدرة ادخارهم بالإضافة إلى الخبرة الفنية التي تمتع بها من جهة والقدرة على تطوير محفظة الأوراق المالية التي تحوزها من المدخرين خاصة فئة المدخرين الصغار.

الكلمات المفتاحية : سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، تمويل ، ادخار.

Abstract :

This study aims to highlight the role of investment funds in stimulating investment in the stock market and this in the context of vulnerability that suffered by the Stock Exchange Algeria as an investment and effective stimulant to her, especially as it targets all investors regardless of the ability of saving addition to the expertise enjoyed by the one hand and the ability to the development of a portfolio of securities that are held by private savers category of small savers.

keywords : stock market, mutual Fund, finance, savings

المقدمة:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا مهما في تعبئة الموارد المالية الضرورية في العملية التنموية لمختلف اقتصاديات دول العالم وبهذا تجنبها اللجوء إلى مصادر تمويل قد لا

تتلاءم وأهدافها التنموية، لذا أصبحت الدول تتسارع في إنشاء هذه الأسواق أو العمل على تطويرها وتحسين أدائها واستقطاب أكبر عدد من المستثمرين فيها. إلا أن اقتصرها على كبار المستثمرين وكبار المدخرين فيها حرم فئة كبيرة من المدخرين من الدول إليها واقتناء المعروض من أدواتها المالية بسبب محدود مدخراتهم أو قلة خبرتهم في مجال الاستثمار أو تطوير محفظتهم الأوراق المالية، لذا كان لا بد من إيجاد أداة استثمارية موجهة للمستثمرين ذات المدخرات الضعيفة والذين ليس لهم دراية بمتابعة الأدوات المالية والتي تدعى بصناديق الاستثمار والتي سارعت معظم دول العالم إلى تبنيها وإنشائها نظرا للدور الكبير التي أصبحت تؤديها خاصة فيما تعلق بتنشيط سوق أوراقها المالية التي تتسم بضعف نشاطها كما هو الحال في الجزائر من خلال إنشائها لهيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وللوقوف على واقع صناديق الاستثمار وطبيعتها ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية ارتأينا تناول العناصر التالية:

❖ المحور الأول: ماهية صناديق الاستثمار وأنواعها

❖ المحور الثاني: مصادر أموال صناديق الاستثمار وأساليب إدارتها

❖ المحور الثالث: واقع صناعة صناديق الاستثمار في العالم ودورها في الأسواق المالية العالمية

❖ المحور الرابع : واقع صناديق الاستثمار في الجزائر واليات تفعيلها

المحور الأول: ماهية صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار احد أهم قنوات الاستثمار على الإطلاق بالنسبة للمستثمرين ذوي المدخرات المحدودة، والذين لا يستطيعون متابعة أداء الأسواق المالية، وليس لهم الدراية والعلم بعالم الاستثمار في الأوراق المالية، وللوقوف على الجوانب المختلفة لهذا الوعاء الاستثماري نستعرض النقاط التالية:

1. نشأة صناديق الاستثمار:

ترجع نشأة صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار في القرن التاسع عشر في هولندا، ومنها انتقلت إلى فرنسا ومن ثم إلى بريطانيا، والتي كانت آنذاك في مقدمة الدول الصناعية، وظهرت صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة في نهاية الثلاثينيات من القرن الماضي، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها ونشأتها وإدارتها في العام 940 ، والذي عُرف حينئذ بقانون شركات الاستثمار، وقد تطورت صناديق الاستثمار وازدهرت بشكل غير مسبوق في الولايات المتحدة في أعقاب الحرب العالمية الثانية، كما تطورت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وتزايدت أعدادها وتنوعت وظائفها، وبرز الأداء الجيد لها كدليل على تفوقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى.

وعلى الصعيد العربي فكانت المملكة العربية السعودية السباقة في وضع هذه التجربة حيث انشأ البنك الأهلي التجاري أو صندوق استثماري باسهم الصندوق الأهلي للدولار القصير الأجل في ديسمبر 1977 ، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار المنظمة لها 14 سنة من بعد، أما باقي الدول العربية فاضت التجربة بنسب متفاوتة من الإقبال والنجاح، اتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها، وجاءت دولة الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية إذ بدأت تجربتها سنة 1985 وتبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994 ثم المغرب سنة 1995، ثم لبنان سنة 1996 ، الأردن سنة 1997⁽¹⁾، الجزائر سنة 1998 .

2. تعريف صناديق الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار بأنه عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دورياً، وتستثمر الصناديق الاستثمارية في الأسهم والسندات أو النقد أو العملات وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه⁽²⁾.

3. أنواع صناديق الاستثمار

تنقسم صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع من حيث عدة معايير:

أ. على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها :

تصنف صناديق الاستثمار وفق للأدوات المالية المكونة لها إلى (3):

- **صناديق الأسهم العادية:** تشمل فقط على أسهم عادية، أي تتكون محافظ استثماراتها المالية من تشكيلة متنوعة من الأسهم المالية وفي هذا النوع من الصناديق يضع المستثمرين هدف الربح في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

- **صناديق السندات:** تتكون من تشكيلة متنوعة من السندات مختلفة الآجال وجهات الإصدار تدخل في نطاق صناديق طويلة ومتوسطة الأجل، هناك سندات تصدرها الحكومة وهناك من تصدرها منشآت أخرى، فهناك صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، تناسب مع ظروف المستثمر غير القادر على تحمل المخاطر، وهناك صناديق ذا سندات مرتفعة الجودة ومرتفعة المخاطر للذين يرغبون في المخاطرة، وهناك صناديق تتكون من سندات تصدرها الحكومة المحلية (في الو م أ) تتميز بكون عوائدها معفاة من الضريبة، ويبلغ الحد الأدنى في مثل هذه الصناديق 5000 دولار.

- **الصناديق المتوازنة:** وهي صناديق تتكون محافظ استثماراتها المالية من مزيج متوازن من الأسهم العادية السندات والأوراق المالية الأخرى، وذلك بهدف توفير دخل مناسب ومنظم مع تحقيق زيادة في هذا الدخل خلال فترة زمنية معينة.

- **صناديق متخصصة:** مثل هذه الصناديق تنحصر استثماراتها أو أموالها في أوراق مالية خاصة بقطاع اقتصادي معين أو بفرع معين مثل قطاع الكهرباء أو الاسمنت... الخ، أو قد تنحصر استثماراتها في نطاقات جغرافية محددة مثل الاستثمار في الأوراق المالية الأمريكية... الخ.

- **صناديق سوق النقد:** وهي الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالبانوك

التجارية، ومن بين هذه الأوراق أذونات الخزانة، شهادات الإيداع والكمبيالات ومن سمات هذه الصناديق أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية لأي أوراق لا تتجاوز تاريخ استحقاقها عن سنة.

ب. من حيث الهيكل التمويلي

تنقسم إلى نوعين⁽⁴⁾ :

- **صناديق استثمار ذات نهاية مغلقة:** وهي الصناديق التي يكون حجم الموارد المالية المتاحة في وثاقها من قبل الجمهور محددا بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددًا ثابتًا من الوثائق المالية يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته.

وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز للملكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها كما أن إدارة هذه الصناديق لا تقوم عادة بالشراء منهم، وإذا يرغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في السوق المالية المنظمة (البورصة)، أو في السوق غير المنظمة (التجار والسماسرة)، من طرف التجار والسماسرة لذا يطلق البعض عليها بالصناديق ذات التداول العام.

- **صناديق ذات النهاية المفتوحة:** هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثاقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق لتلبية حاجة المستثمرين، وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة الشراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق إذا في التخلص منها جزيا أو كليا، ولذلك فإنها تحرص دائما على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب استردادها في أية لحظة يطلب المستثمر ذلك، هذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور بالمقارنة بالوثائق غير القابلة للاسترداد كما هو الحال في الصناديق ذات النهاية المغلقة.

3. وفق الأهداف المقررة للصندوق⁽⁵⁾:

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب له فئة معينة من المستثمرين وهناك أربعة أهداف هي: النمو والدخل والنمو وإدارة الضريبة، فهناك صناديق ذات أهداف مزدوجة.

- **صناديق النمو:** تهدف هذه الأنواع من الصناديق إلى تحسين في القيمة السوقية للتشكيلة المتكون منها هذه الصناديق، ولذا تشمل عادة على أسهم عادية لمنشآت صناعية لأنها تتسم بدرجة عالية من النمو حيث تظهر سجلات هذه المنشآت نموًا في المبيعات وفي الأرباح المحتجزة التي تنعكس على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي على نمو الأموال المستثمرة، وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة تزيد من الأرباح وبالتالي ينعكس على القيمة السوقية للسهم (تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع كما تناسب الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم).

- **صناديق الدخل:** تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقاتهم لذا تشمل هذه الصناديق تشكيلة متكونة من سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة تكون لها أرباح تقريبا ثابتة ويخضعون لضريبة صغيرة.

- **صناديق الدخل والنمو:** تشمل هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على جزء من عائد استثماراتهم في تغطية نفقاتهم كما يرغبون في تحقيق نمو لاستثماراتهم تتكون هذه الصناديق من أسهم عادية وأوراق مالية ذات دخل ثابت قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه-كهرباء-هاتف) في مناطق ذات سكان كثيرون وتميز من هذه الصناديق من تعطى الأولوية لهدف الدخل وصناديق تعطى الأولوية لهدف النمو.

- **صناديق إدارة الضريبة:** في تلك الصناديق التي لا تجذب توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعرف قيمتها، وهنا لا محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم (الضريبة تؤخذ من الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ

الأصلي المستثمر) تناسب هذه الصناديق المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة أو المستثمر الذي يخضع إلى ضريبة عالية.

4. مزايا صناديق الاستثمار :

إن رجوع أهمية الدور الذي تقوم به صناديق الاستثمار في الأسواق المالية لمزايا عديدة تنسم لها ونذر منها ما يلي:

- **الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة :** في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بالشراء المباشر للأسهم من السوق، يصبح إلزاميا الاطلاع على كافة متطلبات العملية فهو الذي يتخذ القرار الاستثماري بما يتضمن من باء التشكيلة الملائمة ويراقب حركة الأسعار في السوق، وعليه أن يختار التوقيت المناسب لاتخاذ القرارات والتصرف.

- **التنوع الكفاء:** إن من مزايا صناديق الاستثمار قدرتها على التنوع فليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أموالها في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم.

- **المرونة والملازمة:** في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر إذا كانت الإدارة مسؤولة عن صندوق أو أكثر، هذه المرونة من شأنها تقديم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية يضاف إلى ذلك الصناديق مستعدة على الدوام لاسترداد وثائقها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كليا أو جزئيا، كما يمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة أو عن طريق دفعات شهرية أو سنوية أو نصف سنوية، كما يمكنه الإبقاء على رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه كما له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا ما أراد ذلك.

- **السيولة :** تنسم وثاق صناديق الاستثمار خاصة المفتوح منها بخاصية السيولة المرتفعة، إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة التي (لا تتجاوز عادة أسبوعا).

كما أن صناديق الاستثمار تحقق وتوفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين، لا يمكن الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر.

المحور الثاني: مصادر أموال صناديق الاستثمار وأساليب إدارتها

1. مصادر تمويل صناديق الاستثمار:

تتكون مصادر الاستثمار لصناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة من حصيلة بيع أسهمها مطروحا منها تكاليف الإصدار والتي قد تصل إلى 7.5 % من قيمة الأسهم المصدرة وتتكون التكاليف عادة من رسوم البيع لهذه الأسهم والعمولات التي تتقاضاها شركات الوساطة المالية (سماسرة الأوراق المالية).

أما أسس تشغيل مواردها فتعتمد على استخدام الموارد بصورة تحقق الأهداف الاستثمارية لها كتنوع الاستثمارات وتحقيق عائد مجد للمستثمرين، فتلجأ إلى تكوين المحافظ الاستثمارية التي تتكون من استثمارات متعددة في أسهم شركات مختلفة وسندات حكومية وسندات شركات، كما تدخل في محافظ استثمارية الاستثمار في أدوات السوق النقدي كأذونات الخزنة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية التي تصدرها شركات الكبيرة ذوات المراكز المالية والإدارية القوية للتمويل بعض عملياتها، وهناك من شركات الاستثمار من يستثمر في نوع واحد من الأوراق المالية فتجد مكونات محفظتها إما أسهما أو سندات⁽⁶⁾.

2. أساليب إدارة صناديق الاستثمار

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى أصبحت تدار من قبل المحترفين لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزا، وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة الصناديق:

- **أسلوب الإدارة السلبية** : يتم وفقه توزيع المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق، وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي، كالاستثمار مثلا في أسهم مؤشر الصناعة مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الصناعة، وتعد الصناديق الخاصة بمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق والتي لا يقوم فيها

مدير الصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق لتحفيز تجاوز إدانة الأداء المؤشر المعني. وتعتمد الإدارة السلبية على مؤشرات من S& P 500⁽⁷⁾.

- **أسلوب الإدارة النشطة أو الايجابية:** يقوم على أساس إدخال مهارات مدير الصندوق في التأثير الايجابي على أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق، ويسعى مديرو الصندوق إلى محاولة التنبؤ باتجاهات الأسواق، وتغيير نسب تملكهم في صناديقهم التي يديرونها وفقا لذلك، لذا يغير المديرون وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق بشكل متواصل مما يخدم على إعادة تشكيل الأسهم والقطاعات أو تغيير نسب التملك فيها وذلك حسب استقراءهم لمستقبل المناخ الاستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق⁽⁸⁾.

3. السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق حسب اختلاف أهدافه وأغراضه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى :

- **السياسة الدفاعية:** هي التي يكون فيها المستثمر متحفظ اتجاه المخاطر ويؤكد على عامل الأمان والاستقرار وغالبا ما تستثمر أمواله في سندات طويلة الأجل، وأسهم ممتازة مما يضمن له دخلا ثابتا ومستقرا لفترة طويلة.

- **السياسات الهجومية:** هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على الحصول على أعلى عائد ممكن مهما كانت المخاطرة، حيث تكون أمواله مستثمرة أغلبها أسهم عادية في تشكيلة المحفظة حيث يتم شراءها بأسعار منخفضة ويتم الاحتفاظ بها لفترة يتوقع ارتفاع الأسعار ليتم بيعها، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة كبير في هذا المجال.

- **السياسة المتوازنة:** هي التي يراعي فيها المستثمر عنصري الأمان وتحقيق الأرباح عن طريق المضاربة، والاستفادة من الارتفاع في الأسعار، وعادة تكون التشكيلة المحفظة متكونة من أوراق قصيرة الأجل وسندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة.

4. كيفية إدارة صناديق الاستثمار وإدارة استثماراتها:

تدار هذه الصناديق من قبل شركات متخصصة التي تعمل على توفير الكادر الإداري من محاسبين وكتبة وغيرهم من اللازمين لإدارة أعمال شركة الاستثمار واتخاذ القرارات الاستثمارية اللازمة لتكوين المحفظة الاستثمارية الخاصة بشركة الاستثمار، وهذه الشركات عادة ما تكون تابعة لشركة التأمين أو غيرها، وتدير هذه الشركات المتخصصة شركات الاستثمار مقابل عمولة سنوية تقل عن 1 % من موجودات شركة الاستثمار، ويقوم هؤلاء المديرون المتخصصون عادة بتحليل التطورات الاقتصادية، وتقييم أثر هذه التطورات الحالية والمتوقعة على أوضاع الشركات المختلفة من أجل الاستثمار في أسهمها لتكوين محفظة استثمارية للشركة الاستثمارية التي يدورن حولها لتلبي رغبات مستثمريها.

وعليه يتكون الهيكل التنظيمي لهذا النوع من الشركات من مجلس إدارة، وخبير مالي (عادة ما يكون شركة متخصصة في إدارة النقود) ومسؤول عن إدارة محفظة شركة الاستثمار، ودائرة للتوزيع والمبيعات، ويقوم كل الصندوق من صناديق الاستثمار بعمل اتفاقية مع احد الخبراء الماليين (الشركة المتخصصة) من أجل قيام هذا الخبير بإدارة الصندوق، ويمكن أن تكون شركة الخبرة المالية عبارة عن شركة تابعة لشركة وساطة مالية، أو شركة تأمين أو شركة إدارة استثمار وان تكون بنكا.

ويترتب على مدير الصندوق أن يتقيد بالتعليمات التي تم وضعها في نشرة الإصدار الموزعة على المستثمرين المتوقعين، ويجب أن تكون هناك رقابة داخلية للتأكد من قيام مدير الصندوق بالتقيد بما ورد في نشرة الإصدار، مماثلة تتبع سياسات وأهداف استثمارية متشابهة، وتقاس نتيجة أعمال الصندوق بالعائد السنوي المتحقق بعد خصم كافة التكاليف

كما يهدف مدير الصندوق إلى تخفيض نفقات إدارة الصندوق ولكن زيادة النفقات قد لا تعني أن إدارة الصندوق سيئة فقد يرجع ذلك إلى طبيعة الاستراتيجيات التي ينفذها الصندوق، وعليه فان المعيار لتقييم الصندوق يتطلب مقارنة نتيجة أعمال الصندوق بنتيجة أعمال صناديق أخرى.

وهناك اختلاف في إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بسبب الاختلاف في الأهداف الاستثمارية والسياسات في كل منها، فمدير الصندوق ذي النهاية المفتوحة، عليه أن يكون متهيئ لتحويل جزء من استثمارات الصندوق إلى نقد سائل لتلبية طلب المساهمين الذي يرغبون في بيع أسهمهم للصندوق في أي وقت، ولذا فعليه لن يبقى في الصندوق نقدا سائلا لمواجهة ذلك، يعادل الفرق بين قيمة الأسهم التي يمكن أن تباع مرة أخرى للصندوق وقيمة الأسهم الجديدة التي يمكن للصندوق أن يبيعها للمستثمرين الجدد ولكن هذا الأمر ليس موضع اهتمام مدير الصندوق ذات النهاية المغلقة (9).

5. كيفية حساب أرباح صناديق الاستثمار وخسائرها:

تتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثمارات المختلفة والمكونة لمحفظة الاستثمارية والتي يمكن أن تشمل (10) :

- أرباح الأسهم التي يمكن أن تدخل في المحفظة: والتي تأتي لشركة الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدرة للأسهم؛
 - الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة: وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع والقيمة التي تم شراء السهم بها؛
 - الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار؛
 - الأرباح الرأسمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد في السوق على مثل هذه الأنواع من السندات؛
 - الفوائد على أدوات السوق النقدي في المحفظة.
- أما المصاريف السنوية لصناديق الاستثمار فتتكون من:

- الرسوم الإدارية التي يتلقاها الخبير المالي، وتسمى أيضا رسوم الاستثمار الاستشارية، وتشكل الرسوم الجزء الأكبر من تكلفة إدارة الصندوق وتتراوح ما بين نصف في المائة إلى واحد ونصف في المائة من موجودات الصندوق، حيث تقل نسبة هذا السهم كلما زادت قيمة المبالغ المستثمرة، وعادة ما تعكس الرسوم الإدارية درجة الصعوبة في إدارة صندوق

معين؛

- مصاريف الاحتفاظ بسجلات المساهمين وتزويدهم بالقوائم المالية وتكاليف تعيين الخدمات المحاسبية والاحتفاظ بالموجودات؛
- مصاريف البيع والتوزيع.

المحور الثالث: واقع صناعة صناديق الاستثمار في العالم

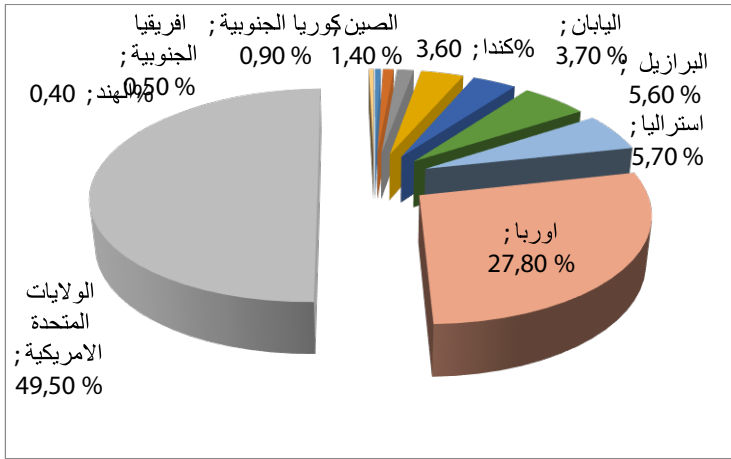
عرفت صناعة صناديق الاستثمار تطورا ملحوظا ونمو كبيرا خلال السنوات الأخيرة، ويظهر ذلك من خلال إجمالي أصولها وعددها التي انتقلت سنة 2005 من 16.4 تريليون دولار و 56000 سوق⁽¹¹⁾ إلى 24.8 تريليون دولار في 2012، وبعدد صناديق الاستثمار قدره 73490 صندوق استثماري، وقد بلغ صافي التدفقات بحوالي 91 مليار لنفس الفترة⁽¹²⁾.

ويرجع التراجع في أصول صناديق الاستثمار لسنة 2012 إلى حد كبير بسبب انخفاض أسعار الأسهم العالمية مقارنة بعام 2011، نظرا لضعف اليورو وتأثير سعر الصرف بالدولار الأمريكي على أصول الصناديق الأوروبية، وشهدت الصناديق في جميع أنحاء العالم صافي تدفقات بحوالي 91 مليار دولار في الربع الثاني من 2012 (مقارنة بـ 193 مليار دولار في الربع الأول)، فيما بلغت التدفقات إلى صناديق السندات حوالي 155 مليار دولار. وبلغت التخارجات من صناديق أسواق الأسهم 18 مليار دولار وصناديق أسواق المال 53 مليار دولار، وشهدت صناديق أسواق المال تخارجات منذ الربع الأول للعام 2009 بسبب معدل الفائدة الذي يقارب الصفر، وفي الربع الثاني من 2012 كانت أصول صناديق الأسهم أقل من الربع الأول وكذلك أقل مما كانت عليه في الربع الثاني من عام 2011، وانخفض مؤشر MSCI العالمي بنسبة 7.2٪ على أساس سنوي في يونيو عام 2012، بينما تعافى مؤشر منطقة اليورو في وقت لاحق مع تبديد المخاوف إلى حد ما، وكان مؤشر MSCI العالمي قد ارتفع بنسبة 13.2٪ على أساس سنوي في عام 2012⁽¹³⁾.

هذا تأتي الولايات المتحدة الأمريكية على رأس العالم من حيث أكبر أصول صناديق الاستثمار والذي بلغ في نهاية 2012 حوالي 13 تريليون دولار بإجمالي عدد

صنادفق قدر ب 1156 (14) آلفها منطقة الأورو فقط بلغ آام الأصول الفف آفرها صنادفق الاسآآمار ب 9 آرفلفون ءولار (15).

الشكل (1): آوزفص أصول صنادفق الاسآآمار فف العالم لسنة 2012



1. المصدر: من إءاءاء البآآ بالاعآماء على www.efama.org date de consultation 02/09/2013, european fund and asset management association

الءراسة صنادفق آملفة والصنادفق الفف آرعاها شركاء آملفة بفض النظر عن آنسفاآها، وصنادفق آركز على أسواق الشرق الأوسط وشمال إفرفقا أو آعآر إءاها من الأسواق الآأسفسفة لها، وأشارآ الءراسة آلفها أستراليا ب 5.7 % من إآمالف أصول صنادفق الاسآآمار ثم البرازفل ب 5.6 % بفنما الهنء آآف فف الآخر من آفآ آصآها من أصول صنادفق الاسآآمار بواقع 0.40 % .

(انظر الشكل 1)

ولواقع صنادفق الاسآآمار فف شمال إفرفقا والشرق الأوسط فف ءراسة للصنادفق الاسآآمارفة فف الشرق الأوسط وشمال إفرفقا فف آفاة فونف 2012. (16) قامآ الءراسة بإآصاء 1424 من الصنادفق الاسآآمارفة والفف فبلغ إآمالف أصولها 89.6

مليار دولار. وتتضمن إلى أن هناك 1340 صندوقاً توجد مقارها في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وبأصول تبلغ قيمتها مجتمعة 86.6 مليار دولار.

وعن تطور أدائها فقد انخفضت أصول الصناديق التي تتخذ من المنطقة مقراً لها بنسبة 13 % في سنة 2011 مقارنة بنهاية عام 2010 لتصل إلى 87.8 مليار دولار حسب قاعدة البيانات، وهناك ما يقدر بنحو 13 مليار دولار من صافي التدفقات الخارجة من هذه الصناديق، ويرجع الانخفاض في المقام الأول إلى الانخفاض الذي شاهده أصول صناديق أسواق المال بقيمة 6.9 مليار دولار

أما في سنة 2012 فقد زاد عدد الصناديق الاستثمارية التي تتخذ من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مقراً لها بنسبة 3 % مقارنة بنهاية العام 2011.

وبلغ صافي التدفقات الواردة إلى هذه الصناديق حوالي 2.47 مليار دولار، وترجع هذه الزيادة في المقام الأول إلى زيادة في أصول صناديق أسواق المال (التقليدية والإسلامية) قدرها 3.33 مليار دولار، وشهدت صناديق التمويل التجارية صافي تدفقات بنحو 564 مليون دولار، بينما تراجعت أصول صناديق الأسهم (بما في ذلك الأنواع الفرعية) بنسبة 2.9 %، مع صافي تخارجات بلغ 590 مليون دولار، وكانت أكبر 4 صناديق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من صناديق أسواق المال.

المحور الرابع : صناديق الاستثمار في الجزائر (هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة).

نظراً لعدم اقتصر صناديق الاستثمار على فئة من المستثمرين وتمس كل فئاتهم و الخبرة في مجال الاستثمار وما تضيفه من نشاط وحركة على سوق الأوراق المالية تخوض الجزائر في تجربة هذا الوعاء الاستثماري الجديد والنوع من صناديق الاستثمار التي تنشط في استثمار الأدوات المالية تدعى هيأت التوظيف الجماعي.

1. تعريف هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

تهدف هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيمة المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة لجمع الادخار

مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة. يمثل المدخرون المعينون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند أو ذاك فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق⁽¹⁷⁾.

يمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعها هيأت التوظيف الجماعي في متلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى (أسهم سندات دين سندات دين قابلة للتداول ...) التي تصنف على أساسها هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى :

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة ذات أسهم : إذا كان 60% من الحافطة تتكون من أسهم.

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة ذات سندات دين : إذا كان 60 % من الحافطة تتكون من سندات.

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة النقدية : إذا كان 60% من الحافطة تتكون من أدوات السوق النقدية.

- هيأت توظيف جماعي للقيم المنقولة المتنوعة : لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في الحافطة ، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافطة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

2. أنواع هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

حسب المادة 01 من الأمر 96-08 تتألف هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة من صنفين من المؤسسات⁽¹⁸⁾ :

- شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير؛

- الصندوق المشترك للتوظيف.

أ- شركة الاستثمار لرأسمال المتغير

حسب المادة 02 من الأمر 96-08، فإن شركة الاستثمار لرأسمال المتغير هي شركة أسهم هدفها تسيير حافطة قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول⁽¹⁹⁾.

من خلال هذا التعريف فإن هذه الشركات لها ثلاثة خصائص تتميز بها هذه الشركات، وهي أنها تأخذ فقط شركات مساهمة، وغرضها الحصري والوحيد و تكوين حافظة القيم المنقولة ومن جهة وخروجاً عن الأصل العام فهي شركات ذات رأسمال تغير.

ب- الصناديق المشتركة للتوظيف :

تعتبر صناديق التوظيف المشتركة النوع الثاني من هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى جانب شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير، و حسب المادة 13 من الأمر 08-96 فان الصناديق المشتركة للتوظيف هي ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة (20).

2. تركيبة صناديق الاستثمار في السوق المالية الجزائرية:

لا تزال صناديق الاستثمار بالرغم من أهميتها في تنشيط الاستثمار في بورصة الأوراق المالية قليلة العدد مقارنتاً بمثيلتها في الدول العربية الأخرى فهي لا تتعدى ثلاثة شركات تتمثل في :

أ- شركة رأس المال المتغير سليم: وهي شركة تم اعتمادها في سنة 1998، إلا إن رأس المال الشركة مازال مقفلاً ولا يحوزه المسامون المؤسسون دون سواهم، وفي إطار تنشيط هذه الشركة عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتقديم توصية إلى رئيس مجلس إدارة الشركة بالقيام خلال الجمعية العامة القادمة بتقديم تفويض تسيير الشركة مهني مسير يستوفي الشروط الكفاءة والنزاهة والمعترف بها من لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة (21).

ب- صندوق دعم الاستثمار من اجل التشغيل: تم إنشاء صندوق دعم الاستثمار من اجل التشغيل بموجب أحكام قانون المالية لسنة 2005 وهو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأسمال متغير، ويتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء في حدود النصف نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال اخذ مساهمات في

شكل أسهم وسندات مساهمة، كما يتدخل الصندوق عن طريق توظيف الأموال في القيم المنقولة التي تتوفر فيها الضمانات الكافية.

ولقد شرع الصندوق في نشاطه المتمثل في جمع الاكتتابات الأشخاص الطبيعيين على اثر تسليم تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 27 جانفي 2009 (22).

ج- الجزائر استثمار : طبقا لأحكام القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري ولاسيما المادة 10 منه فانه من مهام لجنة تنظيم و مراقبة عملية بورصة هو إعطاء رأيها فيما يتعلق بعروض إنشاء شركات رأسمال الاستثماري، والذي شهد سنة 2009 ميلاد أول شركة الاستثمار ويتعلق الأمر بشركة finalap ويوجد لهذه الشركة شركة مساهمة ويتعلق الأمر ب شركة الجزائر والذي أنشأت بموجب قانون المالية لسنة 2009 برأسمال قدره 1 مليار دينار جزائري حيث يعود ملكيته إلى البنك الجزائري للتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسب 70% و 30% على التوالي، وهو موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الجزائر والمختصة في إنتاج السلع والخدمات (23).

3. واقع نشاط صناديق الاستثمار (هيات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة)

لازال سوق هيات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة عمليا غير موجود إذ أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجود هي شركة ذات رأسمال المتغير سليم (CE LIM) وهي شركة تم اعتمادها في سنة 1998، إلا إن رأس المال الشركة مازال مقفلا ولا يحوزه المسامون المؤسسون دون سواهم والمتمثلة في البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات (24).

ومن جهة وضعية هذه الشركة فقد حققت نتيجة محاسبية قيمتها 1.130.839 دج سنة 2011 مقابل 3.676.645 لسنة 2012 وبصافي أصول قدره 177.518.773 سنة 2011 مقابل 174.344.845 لسنة 2010.

ويجدر الذكر أن تركيبة محفظة هذه الشركة ف 16.7 % منها أسهم و 61.2 % سندات والباقي هي إيداعات لأجل، ويرجع المردود الضعيف للشركة إلى أهمية

التكاليف الثابتة التي تتحملها الشركة إضافة إلى نقص البدائل الاستثمارية في السوق الثانوي (بورصة الجزائر) ⁽²⁵⁾.

أما بالنسبة لصندوق دعم الاستثمار من اجل التنمية الذي يتولى مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء في حدود النصف نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال اخذ مساهمات في شكل أسهم وسندات مساهمة، كما يتدخل الصندوق عن طريق توظيف الأموال في القيم المنقولة التي تتوفر فيها الضمانات الكافية، فقد عرف هذا الأخير نشاطا نوعا ما نتيجة عملية التحسيس والإعلام التي قام بها حيث استقبل 110 مساهما بعدد أسهم مكتتبة قدرها 1533 سهم وهذا في سنة 2010 ليصل عدد الأسهم المكتتب بها 2638 سهم، وتجدر الإشارة أن الشركات التالية :
BADR و AECELOR-MITTAL-ENASEL و
AGENOR تمثل اغلب المكتتبين بأوامر اكتتاب بلغت 15000 أمر ⁽²⁶⁾.

المحور الخامس : آليات تفعيل صناديق الاستثمار وسبل إنجاحه في الجزائر.

نظرا للآفاق الكبيرة لصناديق الاستثمار ، تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من المؤسسات لتلعب الدور المنوط بها خاصة في تنشيط سوق الأوراق المالية الجزائرية وقبل تناول آليات تفعيل صناديق الاستثمار لابد من الوقوف على معوقات هذه الأخيرة :

1. معوقات صناديق الاستثمار (هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة)

إن تطور صناديق الاستثمار في الجزائر يعوقه مجموعة من العوامل والتي يمكن حصرها فيما يلي:

- ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية: يتوقف أي قرار استثماري في الأوراق المالية على توفر المعلومات المالية والمحاسبية، مع وجود مجال واسع للشفافية، وهذا ما يسمح بإجراء عملية المقارنة والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة على ضوء النتائج المالية بالإضافة إلى ضرورة وجود هيئات ومجالات متخصصة في ميدان المال والأعمال تفي

بتحليل هذه المعلومات المنشورة وهو ما يزيد من صعوبة وتعقيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

- التضخم: حيث أن التضخم يؤثر على قيمة النقد، وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية من جهة، ومن جهة ثانية فإنه يؤثر على القدرة الشرائية للأفراد الذين يوجهون اهتماماتهم إلى ارتفاع أسعار بدل التوظيف في صناديق الاستثمار، وقد عرف معدل التضخم في الجزائر منذ بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا كان من بين الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور البورصة في الجزائر.

- سوق الاقتصاد الموازية: تشكل السوق الموازية قطب اجتذاب للمستثمرين والمدخرين لما توفر لهم من إمكانية الحصول على أرباح سهلة دون مخاطرة أو عناء.

- ضعف القدرة الشرائية: نظرا لعدة عوامل أهمها انخفاض العملة الوطنية وتجميد الأجور والتسريح الجماعي، ونمط توزيع حجم الناتج الإجمالي، تقلصت القدرة الادخارية للعائلات وهذا أدى إلى انخفاض الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية في السوق.

- ضعف الحوافز الجبائية: ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الذي يمارس على الأعوان الاقتصاديين وخاصة المؤسسات، فيؤدي ذلك بهم إما تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري، وإما اتجاههم إلى عقد صفقات غير مصرح بها وخارج الإطار القانوني دون الخضوع للضرائب، وهي من الأسباب المهمة التي تؤدي إلى السوق الموازية.

أ- غياب الثقافة الاستثمارية لدى العائلات: إن النهج الاشتراكي الذي سارت عليه الجزائر منذ الاستقلال قد ابعده أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الاقتصادي، حيث أن الخزينة العمومية أخذت على عاتقها تمويل كل الاستثمارات، وبهذا مثل هذه السوق الجزائر يواجهه بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور، وهذا راجع لانعدام ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية في أوساط أفراد المجتمع الجزائري، ومن ثم عدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بصفتها لم يتم التعامل فيها في السابق.

ب- العامل الديني: يلقي الاستثمار في بعض الأوراق المالية المعارضة من قبل المجتمعات الإسلامية ومنها الجزائر، حيث أن الاستثمار في السندات مثلا يدر عائدا ثابتا ومحددا

مسبقاً، وهو ما يمثل بذلك صورة من صور الربا وهو محرم في الإسلام، وعليه فالاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية يبقى عقبة تمثل تحدياً أمام صناديق الاستثمار الدول الإسلامية، وبالتالي لا بد من تقديم أوراق بديلة تناسب خصائص المجتمعات الإسلامية.

2. اقتراحات لتفعيل صناديق الاستثمار:

- **تحسين المناخ الاستثماري:** إن السير الحسن لصناديق الاستثمار يتطلب وجود مناخ استثماري مستقر بمعدلات منخفضة للتضخم، وتحقيق استقرار اقتصادي كلي، والجزائر من خلال تطبيقها لبرنامج التصحيح الهيكلي عملت على إعادة التوازن إلى الاقتصاد والتوجه من اقتصاد المديونية إلى الاقتصاد الحر بتحريرها للأسعار.

التعامل وفق سياسة العرض والطلب ولقد حققت الجزائر نتائج ايجابية في هذا المجال، ويبقى عليها مواصلة هذه الإصلاحات للوصول إلى المقاييس الدولية في الاستقرار الاقتصادي والعمل على الإبقاء على هذا الاستقرار للسوق المالية تلعب دورها بشكل فعال.

- **التحفيز الجبائي:** إن السياسة الجبائية المطبقة في بلد ما تؤثر وبشكل مباشر على قرارات الاستثمار والتمويل عن طريق صناديق الاستثمار، وبالتالي لابد على السلطات الجزائرية المختصة أن توفر حوافز جبائية من أجل تشجيع الاستثمار في مجال الأوراق المالية.

- **القضاء على الأسواق الموازية:** يعتبر وجود مثل هذه الأسواق في الاقتصاد منافس شديد لصناديق الاستثمار، حيث أن الأشخاص الذين يتعاملون في هذه السوق يحققون أرباحاً طائلة دون مراقبة من طرف مصلحة الضرائب ودون قيود تجارية أو استثمارية، لذلك يجب على السلطات محاربة هذا المشكل بتشديد الرقابة على المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في مثل هذه السوق وإخضاعها للعمل تحت شروط اقتصاد السوق.

— ما يتعلق بالجانب الثقافي: إذ لابد من تعزيز الإعلام الاقتصادي للجمهور بإطلاعه على ما هو متاح من فرص جديدة للاستثمار، لذلك من الضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري من خلال خطط وبرامج خاص بصغار المدخرين.

— ما يتعلق بالجانب الديني: وذلك بإحداث أدوات مالية لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات لتحسيسها بأهمية صناديق الاستثمار ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، وبالتالي الاستفادة من الادخار المكتنز بتبعيته.

الخلاصة:

أثبتت صناديق الاستثمار في الفترة الأخيرة على أهميتها الكبيرة كوعاء استثمار من حيث مقدرتها على تلبية حاجات مختلفة وخاصة لصغار المستثمرين حتى وصل إجمالي الأصول التي تديرها إلى أكثر من 24 ترليون دولار في سنة 2012 من جهة ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية وقدرتها على تطوير محفظة الأوراق المالية التي تحوزها من جهة أخرى لما تتمتع به من خبرات فنية في توظيف الأوراق المالية.

ونظرا لأهمية هذه الأنواع الاستثمارية وفي إطار تنشيط بورصة الجزائر عملت على إنشائها تحت اسم هيأت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلا أن نشاطها يبقى عمليا غير موجود، حيث أن رأسمال الشركة الوحيدة الموجود هي شركة ذات رأسمال المتغير سليم (CELIM) وهي شركة تم اعتمادها في سنة 1998، إلا إن رأس المال الشركة مازال مقفلا ولا يحوزه المسامون المؤسسون دون سواهم.

وتفعيل هذه الصناديق يكون من خلال القضاء على العوائد التي تثبط نشاطها والمتمثلة أساسا في مشكل التضخم و ضعف القدرة الشرائية بالإضافة إلى غياب الثقافة الاستثمارية لدى العائلات الجزائرية، والعمل على تفعيلها من خلال توفير الحوافز الجبائية والقضاء على الأسواق الموازية وتعزيز الإعلام الاقتصادي للجمهور بأهمية صناديق الاستثمار وما يمكن لها أن تحقق لهم من عوائد في حالة توظيف أموالهم.

الهوامش:

1. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa ، تاريخ التصفح : 2013/09/01
2. نزيوة عبد المقصود محمد المبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 299.
3. منير إبراهيم هدى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 33.
4. احمد الحسني احمد الحسني دراسة صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، 1999، ص: 9-10
5. منير إبراهيم هدى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 38-39.
6. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005، ص: 10-11 .
7. هيئة الأوراق المالية والسلع، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية، تكوينها وإدارتها، المحاضر محمد شاطر، ص 21.
8. عب الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية - بنوك شركات تامين - صناديق الاستثمار - بورصات، مركز الاسكندرية للكتاب، 1999، ص 365.
9. هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.
10. نفس المرجع اعلاه : 11-12
11. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa ، تاريخ التصفح: 2013/09/01
12. <http://www.forbesmiddleeast.comdate> de consultation. 02/09/2013
13. www.forbes.comdate de consultation 02/09/2013
14. Européen fund and asset managent associatio14
15. www.efama.orgdate de consultation 02/09/2013
- Investment company insitute, 15
- http://www.icifactbook.org/fb_ch2.htm

16. بنك ابو ظبي الوطني، دراسة الصناديق الاستثمارية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا على الموقع <http://www.nbad.com> تاريخ التصفح : 2013/09/03.
17. الاستعلام عن هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها cosob ، الجزائر 2004.
18. المادة 02 من الأمر 96-08 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الصادر في 10 جانفي 1996 ،الجريدة الرسمية رقم 03.
19. المادة 13 من الأمر 96-08 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الصادر في 10 جانفي 1996 ،الجريدة الرسمية رقم 03.
20. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010، ص 80.
21. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010، ص 80.
22. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010 ، ص 80.
23. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011, P57.
24. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011, P97.
25. Commission d'observation et surveillanced'opération des bourse , rapport annuel 2011, P57.
26. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011, P57.

قائمة المراجع :

1. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المالية، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa ، تاريخ التصفح : 2013/09/01
2. نزيوة عبد المقصود محمد المبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية، الطبعة الأولى ،2006.
3. منير إبراهيم هدى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية.
4. احمد الحسني احمد الحسيني دراسة صناديق الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة ، 1999.

5. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية ، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة الجامعة الإسلامية ، 8-9 ماي 2005.
6. هيئة الأوراق المالية والسلع، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية، تكوينها وإدارتها، المحاضر محمد شاطر.
7. عب الغفار الحنفي ، رسمية قريفاص ، الأسواق والمؤسسات المالية - بنوك شركات تامين - صناديق الاستثمار - بورصات ، مركز الإسكندرية للكتاب ، 1999.
8. هيئة السوق المالية للأوراق صناديق الاستثمار، هيئة السوق المال، متاح على الموقع: www.tadawul.com.sa
9. <http://www.forbesmiddleeast.com> date de consultation 02/09/2013
10. www.forbes.com date de consultation 02/09/2013
11. www.efama.org date de consultation 02/09/2013, européen fund and asset managent association
12. Investment company insitute . http://www.icifactbook.org/fb_ch2.htm
13. بنك ابو ظبي الوطني، دراسة الصناديق الاستثمارية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا على الموقع <http://www.nbad.com>
14. الاستعلام عن هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها cosob ، الجزائر 2004.
15. الأمر 96-08 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الصادر في 10 جانفي 1996 ،الجريدة الرسمية رقم 03.
16. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010 .
17. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011
18. Commission d'observation et surveillance d'opération des bourse , rapport annuel 2011

Bibliographie

19. – Achour A., Cometto H. et alii (2007), « Les fonds souverains, conquête de la politique par la finance », Ecole de guerre économique, groupe eslca ;
20. – Alexandre (2009), [http ://www.colombus.fr/cms/ ?p=1447](http://www.colombus.fr/cms/?p=1447), « Faut-il avoir peur des fonds souverains ? »
21. – Artus, P. (2007), « Pourquoi les fonds souverains nous sont nécessaires ? », Flash Economique, n°494, Natixis ;
22. – Betbèze J.-P. (2008), « Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ? », Les cahiers du cercle des économistes, éd. Puf ;
23. – Blancheton B., Jégourel Y. (2009), « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », Revue de la Régulation n°5 ;
24. – Demarolle A. (2009), « Synthèse du rapport sur les Fonds souverains », Ministère des Finances Publiques, dossier de presse ;
25. – Eva Catin-Sarlat, Jérôme Olympie(2012), « pourquoi adorons nous craindre les fonds souverains ? : étude d'un paradoxe »Economie Internationale
26. – Le Journal des Finances (semaine du 10 mai 2008)
27. – OCDE (2008), « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil »,Lettre du rapport du Comité de l'investissement aux ministres des Finances des pays du G-7 ;
27. – Rapp L. (2010), « Ces fonds que l'on dit souverains, Fonds d'Etat et souverainetés financières », éd. Vuibert ;
28. – Tamara Gomes.(2008), Rapport Banque du Canada,Revue du systeme financier,decembre

-
29. - جريدة الشرق الأوسط ، تقرير دولي: الصناديق السيادية ستصبح أكبر «اقتصاد» في العالم بحلول 2015 ، 30 ابريل 2008 ، العدد 10746
30. <http://www.aawsat.com/details.asp?issueno=10626&article=468903#.U15xudKZWUM>
31. Site officiel du SWF Institute : <http://www.swfinstitute.org/>
32. sitesweb :- <http://www.fondssouverains.com/article-classement-des-fonds-souverains-par-actifs-geres-106519471.html>
-

إدارة وتنظيم عمل السوق المالي

عثمان لخلف - لمركز الجامعي لتيبازة

معمر حمدي - جامعة الشلف

المقدمة:

نظرا لأهمية التمويل بالنسبة لحركية النشاط الاقتصادي خاصة بعد تخلي الدولة عن ملكية المؤسسات وتمويلها، وذلك بخصوصية المؤسسات والتمويل، ظهرت حاجة ماسة إلى وجود تجمعات تجمع بين العارضين للمدخرات والطالبين لها، سميت هذه التجمعات بالأسواق المالية وتم تقسيمها إلى سوق أولى يسمى سوق الإصدار وسوق ثاني هو سوق التبادل أو البورصة، وتم سن القوانين المنضمة لهذه الأسواق وكيفية الإصدار والتداول مما يجعل الأسواق المالية أسواق فعالة.

إن إنشاء سوق مالي في أي اقتصاد ضرورة ملحة تفرضها العولمة المالية وانفتاح الاقتصاديات بعضها على بعض، ولكن بالمقابل فإن وجود سوق مالي لا بد له من مقومات و شروط من اجل إنجاحه، وهذا لا يتأتى إلا من خلال حسن تنظيمه وتسييره بمختلف التشريعات التي تحكم عمله وكذلك الهيئات واللجان التي تعمل على إنجاح ذلك، وعلى هذا الأساس يناقش هذا البحث الإشكالية الرئيسية التالية:

كيف يتم تنظيم وإدارة السوق المالي لضمان نجاحه في أي اقتصاد؟

أهمية البحث: تتمثل أهمية هذا البحث في كون الأسواق المالية محرك النشاط الاقتصادي في أي دولة وتنظيمها وحسن إدارتها يزيد من تفعيل هذا الدور، كما أنها تعمل على سد الاحتياجات التمويلية للبلدان وهذه وظيفة هامة في الاقتصاديات الرأسمالية المعاصرة، وتعمل التشريعات المختلفة والهيئات واللجان المعتمدة في السوق المالي على تحقيقها بأفضل الطرق، مما يساعد على تجنب الأخطاء وحماية المستثمرين و زيادة ثقتهم في السوق المالي.

أهداف البحث: يسعى هذا البحث لتحقيق جملة من الأهداف نذكر أهمها فيما يلي:

1 - محاولة إبراز ميكانيزمات وإجراءات التعامل في السوق المالي، وظائفها، أدواتها والمتعاملين فيها؛

2 - الوصول إلى أساسيات إدارة وتسيير وتنظيم السوق المالي؛

3- معرفة شروط وخطوات اندماج المؤسسات في السوق المالي؛

4- كيفية إنشاء سوق مالي في الدول النامية.

منهج البحث: لقد اعتمدنا على المنهج الوصفي والتحليلي باعتبارهما الأنسب لمعالجة مثل هذا الموضوع لأنهما يعتمدان على جمع المعطيات كما هي واستخراج النتائج وتحليلها والحكم عليها فيما بعد، حيث استخدمنا المنهج الوصفي في عرض الأسواق المالية وهيكلها التنظيمي والقوانين التي تحطم عملها وكيفية إدارتها، وأدرجنا المنهج التحليلي في محاولة الحكم على مدى نجاعة التشريعات واللجان المنظمة للسوق المالي في إدارته بفعالية.

هيكل البحث: قسمنا هذا البحث إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المحور الأول: إنشاء السوق المالي

المحور الثاني: تنظيم السوق المالي

المحور الثالث: إدارة وتسيير السوق المالي

المحور الأول: إنشاء السوق المالي

يعتبر تبادل وسائل التمويل من بين الخصائص التي تميز النشاط المالي لجل المؤسسات، ومن البديهي أن تكون هنالك أماكن متخصصة لهذا النوع من التبادلات، فلقد وجدت هذه الأسواق منذ زمن طويل وإن لم تكن بالشكل الذي هي عليه الآن فلقد واكبت هذه الأسواق التغيرات التي حصلت في المحيط منها: النمو السريع للمبادلات الاقتصادية، والتي صاحبها ازدياد في حاجيات التمويل، حيث يوجد هناك نوعان من الأسواق يسمحان بتبادل الوسائل المالية هما كالتالي:

— الأسواق النقدية المتعلقة بتبادلات النقود وهذا في المدى القصير؛

— الأسواق المالية المتخصصة في تبادل الأوراق المالية مقابل النقود على المدى الطويل.

فيما يتعلق بالأسواق المالية يوجد في الوقت الحالي مجموعتين:

1- السوق الذي يعالج تبادل الأوراق المالية الكلاسيكية (الأسهم والسندات) : سوق البورصة ؛

2- مجموعة الأسواق التي تسمى بالأسواق المشتقة المختصة في معالجة العمليات الخاصة التي تكمن في الحماية ضد الأخطار.

ونظرا لهذا، فإن فعالية البورصة تتوقف على مجموعة من الشروط والعوامل متى توفرت تحقق الهدف المنوط من البورصة، وهذا ما سنحاول التعرض له في هذا المبحث.

أولاً: مفاهيم حول السوق المالي: يعتبر سوق البورصة الصورة التقليدية للأسواق المالية، بحيث تسمح بإصدار وتحويل الأوراق المالية أي الأسهم والسندات.

1- تعريف السوق المالي: يعرف السوق المالي "البورصة" على أنه: " سوق التعامل بالأوراق المالية يباع وشراء أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها وأشكالها"⁽¹⁾، فالسوق المالي مؤسسة تعنى بوضع الترتيبات العملية والتقنية لتوجيه الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق التوازن بين توظيف الأموال وتوفير مورد من موارد الاستثمار وسد العجز بين عرض وطلب هذه الموارد.

2- أهمية السوق المالي: تتبع أهمية البورصة من الوظائف التي تؤديها والتي تسعى إليها والتي تتمثل في:

- إحداث علاقة بين عارضي وطالبي الأموال وهذا في المدى الطويل، وبالتالي تحقيق ما يسمى بالطلب العام للدخار، تسمح هذه الوظيفة بإصدار أوراق مالية ذات الاستحقاق الطويل المدى، الذي تقوم به الهيئات العمومية والخاصة عندما تقوم بالاقتراض أو زيادة في رأسمالها؛

- عندما يكون هنالك إصدار جديد للأوراق المالية، فإن المصدر يكون مسؤولاً فقط عن البنود الموجودة في عقد الإصدار والمتمثلة في دفع (الأرباح أو الفوائد)، وكذا تسديد قيمة الأصل في الوقت المحدد (الاستحقاق)؛

- تأمين المنافسة ووسيلة الالتقاء العرض والطلب، فلبورصة دور في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما لديها من أجهزة،

وإمكانات، واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد؛

- البورصة تؤمن جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، من خلال الشفافية، والإفصاح، والالتزام بالمثل الأخلاقية، وكذا النقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار، مما يعني أن للبورصة وظيفة لتسعير القيم المختلفة المتداولة فيها⁽²⁾؛

- تشجيع الادخار والاستثمار وتوجيهه، فالبورصة تسمح بتوجيه الادخار الخاص إلى توظيف منتج فالادخار يكون عقيماً، والبورصة تعطيه إمكانية استعماله في تمويل الأعوان الاقتصادية، بطرق وكيفيات متنوعة على نحو يحقق لكل مستثمر فيها توظيف لمخدراته بما يناسبه من حيث حجم المبلغ، ومدة الاستثمار، وعلى غرار أنواع الاستثمارات الأخرى، فإن الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بمجاذبية أكبر خاصة لمن تنقصهم الخبرة الكافية وأولئك الراغبين في تدنية المخاطر، فالبورصة من هذا المنطلق تفسح المجال واسعا للمستثمرين لتوزيع رأس ماله في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية، وذلك بتكوين محفظة متنوعة تضمن عدم ضياع كل رأس ماله في حالة فشل المشروع، الذي يركز فيه المستثمر رأسماله⁽³⁾؛

- وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية فالبورصة هي وسيلة تسهيل عملية تحويل وتكوين المجمعات الصناعية وكذا التجارية وكما هو معروف فإنه يتعين على المؤسسة أن تملك أدوات لمواجهة المنافسة الشديدة، وذلك بغية صنع وبيع منتجاتها على نحو فعال، ومنه فإن السيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للاستثمار بمردودية مرتفعة هي غايات تحمل عددا من المؤسسات لأن تقوم بتحقيق عمليات على رأس مال مؤسسات أخرى كالامتصاص والانضمام والتحكم في الإدارة ومثل هذه العمليات تكون غاية في السهولة إذا ما كان رأس مال تلك المؤسسات مفتوحا ومتداولاً في البورصة⁽⁴⁾.

3- الهدف من السوق المالي: إن الهدف من إنشاء أي سوق مالي يكمن في النقاط

التالية⁽⁵⁾:

- تأمين مصدر تمويل غير تضخمي، ويضمن التعبئة المباشرة للادخار الضروري لتمويل الاقتصاد الوطني والمساهمة في تخفيف عبء المديونية والعجز الموازي؛
- السماح باندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة المالية؛
- إتاحة مصادر تمويل جديدة للمؤسسات الاقتصادية لتغطية قصور الجهاز المصرفي؛
- ضمان تنظيم سيولة الادخار المستثمر طويل المدى باعتبار أن السوق المالي وسيلة لتنويع وسائل التوظيف بالنسبة لحاملي رؤوس الأموال، مما يسمح بتعبئة الادخار وضمن التمويل الفعال؛

- تقييم المؤسسات حسب نشاطها في السوق المالي؛
- تحقيق شفافية أكبر في الحركية النقدية (انتقال السيولة استثمارا، ادخارا، ربح أو خسارة).

ثانياً: شروط إنشاء السوق المالي: هناك عدة مقومات يجب أن تتوفر في السوق المالي لكي يزدهر وينمو، وهذه الأخيرة إما تكون عامة أو خاصة.

1-الشروط العامة: تتمثل الشروط العامة في إنشاء السوق المالي فيما يلي:

أ. الاستقرار السياسي: كلما كانت الدول بعيدة عن الحروب أو تدخل الدول الأجنبية، أي أن هذا يؤدي إلى اطمئنان المستثمرين على مصير أموالهم؛

ب. حرية حركة رؤوس الأموال: من الأسباب التي تعيق تطور البورصة والعمل على انسيابها بسهولة، الرقابة الشديدة على حرية انتقال رؤوس الأموال، ولذلك ينبغي أن تتوفر البورصات على الحرية في التحويلات النقدية وعدم فرض قيود أو رقابة عليها؛

ج. المحيط الاقتصادي : يجب أن يتوفر المحيط الاقتصادي الملائم لإنشاء البورصة بمعنى آخر اتخاذ نهج اقتصاد السوق كون هذا الأخير يعطي مرونة للتعاملات التجارية، أي وجود نظام اقتصادي حر يتميز بحافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في الحصول على أكبر عائد ممكن، ووجود شركات الوساطة المالية (بنوك الاستثمار) المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للاقتصاد والشركات الداخلة في السوق المالي؛

د. استقرار القوانين : يجب على الجهاز التشريعي أن يكون مرنا ويتماشى مع التطورات الاقتصادية الحاصلة وبالتالي المساهمة في ازدهار البورصة ونموها، أي وجود إطار تشريعي

وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات المالية والاقتصادية ذات الصلة بالسوق المالي ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين ومنع التلاعب والاستغلال؛

هـ. الأعباء الضريبية: حيث أن انخفاض الضرائب والرسوم على الأموال المستثمرة يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال مما يؤدي إلى ازدهار البورصة ونموها، أما بالنسبة للدخل فكلما انخفضت الضرائب والرسوم على الدخل فان ذلك يؤدي إلى ارتفاع الدخل الحقيقي للفرد، وبارتفاع الدخل يزيد الادخار بصورة أكبر من الاستهلاك أي التوجه إلى الاستثمار؛

و. سرعة شبكة الاتصالات: للربط بين البورصات يجب أن تتوفر وسائل اتصال سريعة وجد متطورة وذلك للبقاء على دراية بحالة العرض والطلب العالميين في كل وقت لذلك يجب الاهتمام بشبكة المواصلات وإعطائها الأهمية اللازمة؛

ز. وجود جهاز مصرفي متطور: الجهاز المصرفي هو الذي يلعب الدور الوسيط المالي، وهو ذو أهمية كبيرة في نمو الأسواق المالية، فهو يعمل على تنمية المدخرات، ويعد الجهاز المصرفي الركيزة أساسية التي يبنى عليها سوق مالي متطور، وكذلك استقلالية جهاز سعر الفائدة؛

ي. توفر الوعي الاستثماري: تتمثل في الأساليب العملية في تحليل المعلومات ونظم الإفصاح المالي الدقيق للمعلومات، وفلسفة واضحة اقتصادية المعالم للدولة تقوم على الحرية الاقتصادية وأهمية القطاع الخاص.

2- الشروط الخاصة: تتمثل الشروط الخاصة في إنشاء السوق المالي فيما يلي:

أ. هياكل السوق: ويتمثل في تنظيم و إنشاء والقيام والتحكم والمراقبة لكل العمليات التي تتعلق بالبورصة من مختلف المنظمات والهيئات.

ب. الادخار: حيث أن هناك نوعان من الادخار:

- الادخار البنكي: فعند انضمام البنك إلى السوق المالي يكون الهدف هو تعظيم الأرباح، حيث يعد المستثمرون في البورصة من أكبر المستثمرين؛

- ادخار الجمهور: لاستقطاب هذا النوع من المدخرات على المستثمرين تقديم عدة مزايا مالية لهم مثل حصولهم على عوائد وأرباح معقولة جراء استثماراتهم المالية، كما يجب

إعلام الجمهور بمختلف المستجدات والمعلومات في وقتها المناسب وبصفة دورية ومنظمة؛

ج . **التوفر على المعلومات المالية:** تعتبر المعلومات جد ضرورية لسير الحسن للبورصة، ومن المزايا التي يجب التوفر عليها هي الشفافية، وذلك لاعتبارها المادة الخام في المؤسسات الحديثة؛

هـ . **التوفر على قيم قابلة للتسعير:** وجود قيم قابلة للتسعير يكون بتوفير المؤسسات الاقتصادية والجمعيات الصناعية، بشرط أن تكون في حالة مالية حسنة.

ثالثاً: خطوات إنشاء السوق المالي: إن إنشاء سوق مالي يتمتع بالكفاءة والتنظيم المحكم يكون انطلاقا من تتبع الخطوات التأسيسية التالية التي يراها الخبراء أنها تكفل نجاح تجربة السوق المالي من المرة الأولى:

1. إنشاء هيئة السوق المالي: هي الهيئة الرقابية والإشرافية المنظمة والمشرقة على السوق، وهي تتمتع بالاستقلال المادي والإداري (ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء)، بمنحها نظام السوق المالي الصلاحيات الواسعة واللازمة لأداء مهامها ووظائفها، ومن بين مهامها⁽⁶⁾: أ. إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لنشاطات السوق المختلفة مثل طرح الأسهم وعمل السماسرة والمتعاملين الرئيسيين؛

ب . تعمل على تكوين لجنة مراقبة ومتابعة للعمليات التداول، والتأكد من عدم حدوث تجاوزات، وكذا تحديد العقوبات باستقلالية تامة؛

ج . تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحق بها، بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية؛

د . حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب؛

هـ . تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني؛

و . تكون الهيئة الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها ولها في سبيل ذلك القيام بما يلي:

- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية؛

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بالإضافة إلى الموافقة على إدراج أو تعليق إدراج أي ورقة مالية متداولة في السوق؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
- مراقبة الأسواق المالية؛

- وضع الحدود العليا والدنيا للعمولات التي يتقاضاها المتعاملون؛
- وضع المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات؛
- تحديد محتويات القوائم المالية السنوية والدورية والتقارير.

2. إنشاء مؤسسة السوق المالية: هي مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية تتمتع بالاستقلالية التامة إداريا وماليا (تعامل بصفقتها تاجرا في علاقتها مع الغير)، تعمل على تحقيق الأهداف المرسومة للسوق وهي تحقيق "أعلى درجات الكفاءة والشفافية لحماية استثمارات ومدخرات المستثمرين خاصة الصغار منهم.

وقد تكون هذه المؤسسة على شكل شركة مساهمة كما في الو.م.أ، أو على شكل مؤسسة عامة كما في ألمانيا فرنسا، وعندما تكون البورصة على شكل شركة مساهمة فإن التعامل فيها يكون حصرا بالمساهمين، وقبول مساهمين جدد صعب للغاية.

تقوم هذه المؤسسة بتجهيز موقع وصالة تداول لخدمة أعمال البورصة، تكون كاملة التجهيزات ومزودة بأجهزة حديثة بجانب الخدمات المساندة، مثل أجهزة الهاتف والفاكس والبريد الإلكتروني التي تمكن البنوك والوسطاء من الاتصال بعملائهم، وإنجاز تعاملاتهم بسهولة وسرعة عبر أجهزة الاتصال، حيث تسجل جميع التعاملات لاستخدامها في حال حدوث منازعات.

تتجلى أهداف هذه المؤسسة في :

- توفير العدالة والكفاءة والشفافية في التداول؛
- تنظيم أنظمة التداول وآلياته الفنية، ونظم معلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق؛
- توفير أنظمة وإجراءات سليمة وسريعة وعلى مستوى عال من الكفاءة للتسويات والمقاصة؛

- إنشاء و تطبيق معايير مهنية لوسطاء السوق ووكلائهم و التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية لهم.

3. إنشاء مؤسسة للرقابة: أي القيام بتشكيل أقسام الرقابة والإشراف داخل السوق لحماية فعالية وسلامة التداول في السوق وتتكون من الأقسام التالية⁽⁷⁾:

أ. قسم رقابة السوق : لمراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها بشكل منظم حسب لوائح وأنظمة السوق؛

ب. قسم رقابة الوسطاء: يقوم بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمات للعملاء؛

ج. قسم رقابة الشركات المدرجة: لتقديم كافة المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير حولها؛

د. قسم التدريب والتأهيل: الذي يعمل على رفع مستوى المعرفة بجميع نواحي الاستثمار والتعامل في الأوراق المالية، ويكون مصدر دخل هام لمؤسسة السوق المالي عن طريق الرسوم؛

إن وجود مثل هذه الأقسام سوف يؤدي إلى ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء وغيرهم من العاملين في السوق بهدف رفع كفاءتهم؛

المحور الثاني: تنظيم السوق المالي

نظرا لأهمية البورصة والدور الذي تلعبه بالنسبة لمختلف الأعوان الاقتصادية، والوظائف التي تؤديها، فإنه قد تم وضع العديد من النصوص التشريعية والتنظيمية من قبل السلطات المخولة قانونا على مراقبة وتنظيم هذه الأخيرة وحسن تشغيلها، وذلك وفقا لنظام تسييري محكم تتولاها هيئات تختص كل واحدة حسب مهامها، وسنحاول في هذا المبحث التعرض لمكونات السوق المالي وكذا نظامها الداخلي إضافة إلى مختلف المتدخلون في السوق المالي.

أولاً: مكونات السوق المالي: عادة ما تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين هما⁽⁸⁾:

1- السوق الأولي: يجري في هذا السوق تداول الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، يطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو

الخاص، وقد يتم ذلك بطريق مباشر أو غير مباشر (بنك الاستثمار)، لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع الإصدارات الحكومية لحالة استثنائية.

2- السوق الثانوي: ويقصد به السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، وللبورصة طبيعة مزدوجة حيث تسمح للأعوان بالبيع أو التخلي عن الأوراق المالية قبل وصول تاريخ استحقاقها، ويمكن التمييز فيها بين:

أ- الأسواق المنظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان⁽⁹⁾، بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق، وفقا لشروط معينة تختلف من بلد لآخر، ويمتاز هذا السوق بصعوبة الدخول إليه إذ يقتصر ذلك على المؤسسات ذات الحجم الكبير⁽¹⁰⁾، وتصنف إلى:

* أسواق مركزية: هو ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمؤسسة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة؛
* أسواق المناطق (المحلية): يتعامل في الأوراق المالية لمؤسسات صغيرة تم جمهور المستثمرين في المناطق الجغرافي للمؤسسة أو في المناطق القريبة منه؛

ب- الأسواق غير المنظمة: و فيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، عن طريق بيوت السمسرة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض من خلال شبكة اتصالات قوية فلا وجود لمكان مادي محدد للتعامل.

ويأخذ على الأسواق غير منظمة انه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، ومثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين بائعين أو مشترين .

3- السوق الثالث : يمثل السوق الثالث قطاع من السوق الغير منظم، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، جمهور العملاء في هذا السوق هم المؤسسات

الاستثمارية الكبيرة (مثل صناديق المعاشات) إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها⁽¹¹⁾.

4-السوق الرابع: هي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار أوراق مالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية و تلفونية، من مزاياها⁽¹²⁾:

- إبرام الصفقات بسرعة أكبر؛
- إبرام الصفقات بسرعة مرضية نتيجة الاتصال المباشر بين الطرفين؛
- إبرام الصفقات بتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات؛
- التعامل في جميع أنواع الأوراق المالية.

ثانياً: النظام الداخلي للسوق المالي: للبورصات في العالم نظام تسييري محكم تتولاه هيئات تختص كل واحدة حسب مهامها بتسيير التعامل فيها، وهي تهدف إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والحفاظ على شفافية البورصة وحماية المصلحة العامة¹³، وذلك بوضع قوانين تضبط التعامل في البورصة، وللبورصة عموماً هيئتان تنظيميتان هما:

1. هيئة للرقابة والتسيير: تتكون من أعضاء البورصة، مجلس الإدارة، لجان البورصة.

أ. أعضاء البورصة : يتشكل أعضاء البورصة من الذين يشترون عدداً من أسهم رأسمالها، ويشار إلى عضوية البورصة بالمقاعد المخصصة، وهي غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها، وللعضو الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما أن له أن يتنازل على عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الاشتراطات المطلوبة، ويوجد خمسة أنواع من الأعضاء هم:

. السمسرة الوكلاء: في هذه الحالة الشخص يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة لقاء

قيام بيت السمسرة بإقراضه رسم العضوية، أو يعمل تاجراً لحسابه الخاص.

. سمسرة الصالة: يدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة ولا يعمل لحساب بيت السمسرة

بعينه بل يقدم الخدمة لمن يطلبها.

. **تجار الصالة:** يطلق عليهم " المضاربون " أو التجار المسجلون، يعملون لحسابهم الخاص.
 . **المتخصصون:** أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة.

. **تجار الطلايات الصغيرة:** أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلايات كبيرة، ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة.

ب. **مجلس إدارة البورصة:** هو عبارة عن الجمعية العامة التي يرأسها رئيس لجنة البورصة، والذي يتكون من الرئيس، النائب، أمين الصندوق، و مجموعة من السماسرة، ومن مهامها المصادقة على الميزانية وحساب النفقات والإيرادات، ولها حق التدخل في كل المسائل المتعلقة بالبورصة وخاصة تعديل اللائحة الداخلية، وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات.

ج. **لجنة البورصة:** تتشكل في بورصة الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من السماسرة، ويتم اختبارهم من طرف الدولة، مهمة هذه اللجنة هو دراسة وفحص الطلبات المتعلقة بالدخول في نظام التسعيرة، كما تقوم بإصدار نشرات يومية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وإسقاط العضوية عن كل شخص صدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو الغرامة

2 . هيئة الفصل و التحكيم: وتنقسم بدورها إلى هيئتين هما:

أ - **هيئة التحكيم:** تتكون من رئيس لجنة البورصة وأعضاء من اختيار اللجنة، وتشكل هذه الهيئة للفصل في جميع المنازعات بين أعضاء البورصة التي قد تنشأ داخل المقصورة وقراراتها غير قابلة للاستئناف بشرط أن يتفق طرفا النزاع على الحكم.

ب. **المجلس التأديبي:** يسعى هذا المجلس إلى المحافظة على مصلحة العملاء من تلاعب بعض السماسرة، ومن مهامه النظر في المخالفات لأحكام وقوانين البورصة ولوائحها مثل الإخلال بالآداب العامة، أو إخفاء

المركز المالي، أو تقديم مستندات كاذبة، ومن العقوبات التي يفرضها المجلس وهي بالتسلسل لغرامة، الوقف، الشطب.

ثالثاً: عمليات السوق المالي والمتعاملون فيه:

1-المتعاملون في السوق المالي: إن التعامل في البورصة يتم في إطار تنظيمي فعال وفقاً لأطر وقوانين تحدد المعاملات بين الأطراف المشاركة في البورصة، هذه الأطراف يمكن حصرهم فيما يلي:

أ-المستثمرون التأسيسيون: يمكن تعريفهم على أنهم الهيئات المالية التي تقوم بتجميع الموارد الادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أهم المتعاملون في البورصة حيث يلعبون دوراً أساسياً في سير عمل البورصة، ونجد من أهم المستثمرين التأسيسيين مايلي:

. شركات التأمين: تنحصر فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي تقع للإنسان في المستقبل سواء في الممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات، أو التي تقع على الإنسان نفسه، وقد أصبح التأمين نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة⁽¹⁴⁾، ولشركات التأمين دور مزدوج، فهي شركة تقدم خدمة التأمين لمن يطلبها كما أنها مؤسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد استثمارها في مقابل عائد ولم يقتصر نشاطها على هذا فقط بل امتد إلى الوساطة في العمليات البورصة، حيث فتحت معظم شركات التأمين فروعاً مختصة في هذا المجال مشكلة بذلك أحد أهم المتدخلين على مستوى السوق المالي بصفتها طرفاً مقابلاً أو وكيلاً لعملائها لاعبا بذلك دور حيوي في عملية النمو الاقتصادي بتحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية، ضمان هدف شركات التأمين هذا، هو مراعاة ثلاث محاور أساسية: السيولة، الضمان، والربحية أثناء عملياتها الاستثمارية.

. صناديق التقاعد: يقوم عمل صناديق التقاعد على مبدأ تجميع ادخارات العمال باقتطاع جزء من مداخيلهم على شكل اشتراكات حتى بلوغ سن معين (سن التقاعد) ثم إعادتها لهم خلال مرحلة التقاعد، إن تراكم الاشتراكات المدفوعة، شكل سيولة كافية لدى صناديق التقاعد، وعملية توظيفها غالباً ما تدفع بصناديق التقاعد للتعامل في السوق المالية مما أكسبها خبرة لا بأس بها جعلتها تلعب دور وسيط في العمليات البورصية، وذلك بفتح فروع لها خاصة بالوساطة المالية.

ب . **العائلات:** ويعرفون باسم المدخرين التقليديين، ويعتبرون من أكثر وأكبر المتعاملين في الأوراق المالية، حيث يستطيعون القيام بعملية البيع والشراء لقيم وسندات بمفردهم أو اختيار تسيير جماعي للبورصة، الخواص الراغبون في الاستثمار في البورصة، عليهم الاتجاه إلى المؤسسات المالية وشركات البورصة في الدول المتقدمة، نسبة الادخار تتراوح بين 25 إلى 65 % من رأس مال البورصة⁽¹⁵⁾.

ج . **البنوك و المؤسسات المالية :** البنوك و المؤسسات المالية تحقق أكبر عدد من العمليات، إذ بإمكانها أن تتدخل للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، كما يمكن لها تسيير المحافظ للغير مقابل العمولات، وفي هذه الحالة يمكن اعتبارها كوسيط في عمليات البورصة⁽¹⁶⁾، كما يمكن للبنوك أن تتدخل في السوق الأولي بهدف مساعدة مؤسسات القطاع العام والخاص على إصدار الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب العام لأول مرة.

د . **بيوت السمسرة:** هي شركات مساهمة تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، وقد ألزمت بعض القوانين وجوب توسيط شركات السمسرة في بيع (أو شراء) الأوراق المالية، ويشترط أن يتم التعامل على أوراق مالية مقيدة بالبورصة⁽¹⁷⁾

هـ . **مسيرى الحسابات للأشخاص و المؤسسات:** وهم يؤدون ثلاث وظائف تدخل في إطار عمل البورصة وهي:

- وظيفة الوساطة والتي يتفاوضون عنها عمولة؛ - وظيفة تسيير الحسابات بحد ذاتها؛ - وظيفة مستشارين في ميدان الاستثمارات.

و . **المؤسسات:** تلجأ المؤسسات العمومية والخاصة إلى البورصة لرفع وزيادة رأسمالها من خلال إصدار الأسهم وهي تساهم في تنشيط عملية البورصة، وهذه المؤسسات تكون لديها قيم مضافة هامة ينتج عنها ادخار صافي، هذا الادخار يتصل مباشرة بنسبة التمويل الذاتي، تكون حصة المؤسسات في رأسمال البورصة 8 % ضعيف بسبب التباين بين المؤسسات⁽¹⁸⁾.

ز . **الدولة:** تأتي الدولة في المرتبة الأولى في سوق البورصة من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى الاقتراض لتمويل العجز في الميزانية عن طريق إصدار الالتزامات (السندات الحكومية).

ر . **المحللين الماليين:** متخصصين في سوق البورصة، ويقع على عاتقهم القيام بعمل تحليل المؤسسات وحساباتها، وهم متواجدون في البنوك وشركات البورصة وفي جميع أجهزة التسيير، ولآرائهم ثقل كبير، وخاصة فيما يخص سعر للقيم المالية، لهذا فهم من المتدخلين الرئيسيين في البورصة.

ي . **الجمعيات ذات الطابع غير الربحي :** وهي تتكون من الجمعيات والتنظيمات ذات الطابع الثقافي والعلمي والرياضي وغالبا ما تتوفر لدى تلك الهيئات سيولة كبيرة بإمكانها ضخها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عائد يساعدها في الأخير على التوسع في نشاطاتها.

2- عمليات البورصة: نظرا لما تسببه تقلبات أسعار الأوراق المالية، فإن حجم أرباح المضاربة يتوقف على مدى تغير أسعار الأوراق المالية، وعملية المضاربة تلعب دورا هاما في الاقتصاد عند الرواج تسعى المؤسسات لإصدار أوراق مالية بغرض التوسع في النشاط وزيادة الإنتاج، وعند حدوث أزمة تنهار أسعار الأوراق المالية، إذن الالتزامات المترتبة عن الصفقات في البورصة يتم من خلال عمليات البورصة، يقصد بعمليات البورصة العمليات المتعلقة بشراء أو بيع القيم المتداولة في البورصة، ويمكن تقسيم العمليات حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبصرة في البورصة إلى نوعين:

أ . **العمليات العاجلة (النقدية):** تتميز العمليات النقدية أنها تتم فورا، فيتم دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضع الصفقة حالا أو خلال ثلاثة أيام، تتضمن أوامر البورصة في العمليات النقدية التي توضح بشكل دقيق الصفقة، نوع وصفة الورقة المالية، كمية الأوراق المالية تحديد السعر وما إذا كانت أسهم عادية أو أسهم امتياز أو سندات قروض، كما يجب ذكر تاريخ الإصدار ونسبة الفائدة والحقوق المترتبة عن السند، عادة لا يتم شراء الأوراق المالية من قبل المستثمرين للحصول على إيرادات، ويعتمد المضاربون

عموما في البورصة لشراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة وذلك لثلاث أغراض نذكرها كما يلي:

- الاحتفاظ بالقيم المتداولة المشتراة مع مجموعة السندات المملوكة (توظيف رؤوس الأموال) مكتفين بذلك بما تدره عليهم من أرباح؛

- المضاربة على ارتفاع الأسعار، بيعها عند تحسن أسعارها لتحقيق الربح؛

- الجمع بين الغرضين السالفين الذكر، فيحصلون على الفوائد لدى بقاء هذه الأوراق بحوزتهم والأرباح عند بيعها مغتتمين فرصة تحسن السعر ونضيف لما سبق ذكره ضرورة تضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة لعناصر من شأنها أن تعين بوضوح الصفقة.

ب. العمليات الآجلة: تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة، بل بعد فترة تعين مسبقا تدعى موعد التصفية، وتجري هذه التصفية عادة في كل شهر مرة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، والمبدأ هو البدء بمبلغ محدد للحصول على مبلغ يساوي أضعاف التغطية، يعد واحد من أكبر إغراءات السوق لأجل، مما يعني أن العمليات الآجلة تعد المثال الحي لعمليات المضاربة، ذلك لأن البائع يضارب على ارتفاع الأسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على نزولها، وعملا بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين فانه يفرض تقديم تأمين مالي يدعى بالتغطية يكون على شكل نقود أو أصول مالية أو ذهب، ويخصص لتأمين الوسيط في البورصة ضد أخطار خسائر عميله، إن الأصول المالية المكونة للتغطية تقيم رسميا بقيمتها البورسية ويشترط فيها :

- أن تتسم بالسيولة العالية؛
- التغطية لا يجب أن تكون مكونة من نفس القيم محل الصفقة؛
- الوفرة.

المحور الثالث: إدارة و تسير السوق المالي.

إن ضمان و فعالية السوق المالي يتوقف على مدى توفر الجدية والمرونة اللازمة في تسير السوق المالي وهذا يكون انطلاقا من التشريعات التي تحكمها والهيئات التي تنظمها،

إضافة إلى ثقل المؤسسات الداخلة في السوق المالي، وهذا يتطلب أن توضع مجموعة من الشروط التي توفر الأرضية السليمة للعمل في السوق المالي وإن كانت هذه الشروط تختلف من سوق مالي لآخر.

أولاً- شروط وخطوات اندماج المؤسسة في السوق المالي:

1-خطوات اندماج المؤسسة في السوق المالي: لتتمكن مؤسسة ما من الدخول إلى السوق المالي تكون بحاجة إلى التمويل وبدل اللجوء إلى القطاع البنكي فإنها تلجأ إلى السوق المالي بإتباع الخطوات التالية:

أ. على المؤسسة أن تحدد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، وتوقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها (سهم أو سند)، هذه القرارات مبدئية قد يعاد النظر فيها بناء على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيقع عليه الاختيار.

ب. اختيار المؤسسة لبنك الاستثمار (الذي يعتبر الوسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها)، ويتم اختبار بنك الاستثمار بأحد الأسلوبين:

. التفاوض المباشر: التفاوض مع بنوك ذات خبرة وتكون متخصصة.
 . العطاءات: يتنافس عدد من بنوك الاستثمار لكي يرسو عليها عطاء الإصدار ، وتتم المفاضلة على أساس التكاليف التي تتحملها المؤسسة، ومن المهام التي يقوم بها بنك الاستثمار:

- ✓ توجيه النصح والمشورة بشأن: حجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته⁽¹⁹⁾.
- ✓ القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية.
- ✓ تقديم التسهيلات الائتمانية في عمليات التمويل النقدي الجزئي أو البيع على المكشوف.⁽²⁰⁾

- ✓ التعهد بتصرف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها.
- ✓ التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعه للجمهور، أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

ج . تسجيل و تسعير الإصدار: لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية و البورصة والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار ومن بين تلك البيانات ما يلي : الهدف من الإصدار، السعر المحدد للبيع للجمهور، الميزانية العمومية التفصيلية وقائمة دخل تفصيلية عن 3 سنوات السابقة، نسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، ويتولى بنك الاستثمار إرسال صورة من تلك البيانات، بعد اعتمادها من لجنة الأوراق المالية إلى المستثمرين المختصين الذين قد يرغبون في شراء الورقة، والتي يطلق عليها اسم المنشور⁽²¹⁾، كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يعد بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقتين آخريين هما⁽²²⁾

- الأسلوب المباشر: أي قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.
- المزاد : وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.
- د . التسعير : فيحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراءات التسجيل، وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث المعلومات المتاحة، وإذا ما كان تقدير السعر سليما، والظروف الاقتصادية مواتية، والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي، حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة، إذا لم يتوافر أحد الشروط السابقة، فقد يتطلب الأمر أسابيع أو شهور قبل أن يتم التخلص من الإصدار، بل وربما يعجز البنك عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه مما قد يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة.

2- شروط اندماج مؤسسة ما في السوق المالي: حتى يتم تسجيل مؤسسة ما في السوق المالي يجب أن تتوافر فيها مجموعة من الشروط تختلف من سوق مالي إلى آخر ولكن جلها يصب في النقاط التالية⁽²³⁾

- صافي الربح بعد اقتطاع الضريبة لتلك السنة وفي السنتين قبلها لا يقل عن سقف معين؛
 - أن تكون المؤسسة المصدرة تتمتع بمكانة في الاقتصاد الوطني ولها مكانة جيدة ومستقرة في قطاعها الذي يتميز بالتوسع مع قدرتها على المحافظة على مركزها السوقي؛
 - أن لا تقل القيمة السوقية للأوراق المصدرة عن حد معين؛
 - أن لا تقل حصة الجمهور في رأسمال هذه المؤسسة كذلك عن سقف معين.
- فمثلا نأخذ شروط الدخول إلى بورصة الجزائر وهي تتنوع بين:
- أ- الشروط ذات الطابع العام :** ومن بينها⁽²⁴⁾

- أن تكون الشركة المصدرة، شركة ذات أسهم بحكم المادة 30 من القانون 97-03 الصادر بتاريخ 18-11-1997.

- نشر البيانات المالية المصادق عليها للنشاطات الثلاثة السابقة على الأقل بحكم المادة 31 من قانون 97-03.

- أن تكون قد حققت أرباحا في النشاط السابق لطلب القبول بحكم المادة 34 من القانون 97-03.

- إثبات وجود نظام داخلي لتدقيق الحسابات، وضمان عمليات نقل الملكية، بحكم المادة 36 من القانون 97-03.

- القيام بطلب القبول للورقة المالية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتعيين وسيط في عمليات البورصة يكلف بمتابعة عملية الإدخال في البورصة بحكم المادة 16 و 7 من القانون 97-03.

- التعهد بإعلام الجمهور بكل معلومة من شأنها أن تؤثر على سعر الورقة المالية في البورصة بحكم المادة 35,28,24 و 41 من القانون 97-03 والقانون 2000-02 الصادر بتاريخ 20-01-2000.

- تقديم تقرير تقييم الأصول قام به عضو برتبة خبير محاسب جزائري آخر غير المفوض لحساب الشركة بحكم المادة 32 من القانون 97-03.

- ب- الشروط الخاصة حسب طبيعة الورقة:** تنقسم هذه الشروط استنادا لطبيعة الورقة فيما إذا كانت أسهم أو سندات، وعلى ذكر هذه الأخيرة فانه يمكن لأي شركة ذات

أسهم أن تسجل سندات نظام التسعيرة المعمول به بشركة إدارة بورصة القيم، شريطة أن تتوفر فيها الشروط الآتية ذكرها⁽²⁵⁾

- أن لا تقل قيمة السندات التي تطلب الشركة تسجيلها بالبورصة عن 100 مليون دج
- أن تكون هذه السندات موزعة بين 100 حامل على الأقل.
- الأصول المالية للقرض المصدرة من قبل الدولة، لا تقيد لا بالحد الأدنى، ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المالكين، أما فيما يتعلق بالأسهم فإنها لا تخرج عن نطاق الثلاث شروط التالية⁽²⁶⁾

- أن يكون لديها رأسمال محرر لا يقل عن 100 مليون دج، وذلك استنادا للمادة 33،34 من القانون 97-03.

- أن تنشر بين عموم المستثمرين أسهما تمثل ما لا يقل عن 20% من رأسمالها الاجتماعي على أبعد تقدير يوم الإدخال، وذلك استنادا للمادة 43 من القانون 97-03.

- الأسهم المنشورة يجب أن تكون موزعة بين عدد يعادل أو يفوق 300 مساهم على أبعد تقدير يوم الإدخال، بحكم المادة 44 من القانون 97-03.

وبعد قبول التسجيل تصبح هذه المؤسسة ملزمة بـ:

. الحصول على اعتماد لجنة الأوراق المالية.

. نشر تقاريرها المالية سنويا ودوريا حسب ما تفتضيه التشريعات.

وإذا لم تحصل على اعتماد تلجأ إلى السوق غير المنظمة التي يتحدد السعر فيها بالتفاوض بين العملاء والسماسرة، والسماسرة عليهم الالتزام بالقواعد المتعارف عليها في المعاملات وهذه السوق أيضا لها شروط أقل حدة من السوق المنظمة وتختلف من بلد لآخر.

3- مزايا تسجيل الأوراق المالية في البورصة: نلخص مزايا تسجيل الأوراق المالية في

البورصة فيما يلي:

- التسجيل في حد ذاته إعلان مجاني عن المؤسسة، وتزداد فعالية الإعلان كلما كان التعامل على الأسهم نشطاً.

- إن شروط التسجيل في البورصة يعطي انطبعا إيجابيا عن المركز المالي للمؤسسة مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بحد أدنى من التكلفة.
- إن تسجيل الأسهم يشجع المستثمرين على التعامل فيها، وذلك لان الأسهم المسجلة تتيح لهم الحصول على معلومات مستمرة من خلال بعض وسائل الإعلام عن المنشأة المصدرة لها، وحجم التعامل على أسهمها وأسعار الإقفال والافتتاح.
- تسجيل في البورصة يزيد من ثقة المتعاملين في أن حركة سعر السهم هي حركة غير مفتعلة، أي حركة لا تقوم على خداع أو غش.

ثانياً: التشريعات التي تحكم عمل السوق المالي: تختلف التشريعات التي تحكم السوق المالي من بلد إلى آخر إلا أنها توفر مرجعية نظامية متكاملة للسوق المالي تشمل أهم المبادئ والأسس والنصوص القانونية التي تغطي كافة الجوانب المتعلقة بالسوق وتحديد هياكله ومؤسساته الإشرافية الرقابية والتشغيلية وتحديد مهام وصلاحيات كل جهة وتهدف هذه التشريعات إلى: (27)

- . تنظيم السوق المالي تطويرها والعمل على تنمية أساليب الجهات المختصة بالتداول؛
- . تنظيم إصدار الأوراق المالية و مراقبتها و التعامل معها؛
- . حماية المستثمرين من الممارسات غير مشروعة؛
- . تحقيق الشفافية و العدالة في المعاملات داخل السوق المالي؛
- وتضم هذه التشريعات وضع وتحديد هياكل وأجهزة السوق المالي:

1. هيئة إشرافية: تتكفل بـ:

- وضع القوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق المالي.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، إضافة إلى تنظيم عمليات الإفصاح.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، بالإضافة إلى الموافقة على إدراج أو تعليق إدراج أي ورقة مالية متداولة في السوق.

2. هيئة إدارية تسييرية: تتكفل بـ :

- وضع معايير وشروط إصدار الأوراق المالية؛
- وضع سياسات العمل؛
- تقديم المقترحات لتطوير العمل للهيئة الإشرافية؛
- اعتماد نشرات إصدار الأوراق المالية.

3-هيئة فصل المنازعات: تتكفل بتحديد المخالفات وعقوبة كل مخالفة.

4- مؤسسة البورصة: تعمل على تنظيم أنظمة التداول ونظم المعلومات الخاصة بالأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، وإنشاء وتنظيم معايير مهنية لعمل الوسطاء ووكلائهم والسهر على احترام معايير السلوك المهني داخل السوق، ومن بين اللوائح التي تحويها هذه التشريعات:

لائحة المصطلحات المستخدمة، لائحة سلوكيات السوق، لائحة قواعد التسجيل والإدراج، لائحة الأشخاص المرخص لهم، لائحة الأعمال بالأوراق المالية، لائحة طرح الأوراق المالية.

ثالثاً: إدارة عمليات البورصة: عمليات البورصة التي سبق الإشارة إليها تحكمها قواعد وإجراءات للتعامل تركز على أوامر البيع والشراء التي يصدرها العملاء، يعرف أمر البورصة على انه التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة، أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له، وهي تنقسم إلى:

1. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتشمل على:

أ- أوامر السوق: بمقتضى هذا الأمر يطلب العميل من السماسرة تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق محدودة وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل⁽²⁸⁾.

حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به.⁽²⁹⁾

ب- الأوامر المحددة: في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معينا لا تنفذ الصفقة عند سعر سوق أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، وعلى عكس أمر السوق فإن المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، ويعاب على هذه الطريقة عدم إمكانية تنفيذ الصفقة إما في حالة عدم تساوي سعر السوق مع السعر المحدد أو بسبب قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ أولا⁽³⁰⁾

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها من عدمه وهي:

أ- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر: يستمر الأمر لمدة يوم/أسبوع/شهر واحد في التعامل.

ب- الأوامر المفتوحة: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه، هذا ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر: مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات.

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد.

أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

ب- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4. الأوامر الخاصة: ومن بينها⁽³¹⁾:

أ- أوامر الإيقاف: يمكن استخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها

تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق، ويترتب على هذه الأوامر العديد من المخاطر نذكر منها :

- مخاطر تحديد سعر الإيقاف قريبا جدا من سعر السوق؛
- مخاطر تحديد سعر الإيقاف بعيدا جدا عن سعر السوق مما قد يجعل تنفيذه مستحيل؛
- مخاطر تنفيذ الأمر عند سعر لا يرغبه المستثمر.

ب- الأوامر المحددة للإيقاف : تستخدم أوامر الإيقاف المحددة أساسا كأداة للتغلب على عدم التأكد المرتبطة بأوامر الإيقاف، ويقصد به عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق، وتعطي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد، يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، ويمثل الحد الأدنى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالبيع.

4- **إجراء الصفقات في البورصة:** يتصل العميل بالسمسار ويقرر عن رغبته في شراء ورقة مالية معينة، يبدأ السمسار في البحث عن بيانات تلك الورقة المالية: السعر الحالي، أعلى وأدنى سعر خلال اليوم، سعر آخر صفقة، أعلى/أدنى سعر شراء/بيع، ويبلغ العميل بذلك هذا الأخير يتخذ قراره بناء على خبرة شخصية أو استشارة مالية، فإذا قرر الاستثمار يختار أحد الأوامر ويصدرها للسمسار الذي يسجل كافة البيانات المطلوبة و يبلغ بيت السمسرة الذي يتعامل في تلك الورقة ومن ثم يتم تبليغ البورصة هاتفيا أو الكترونيا، ينتقل الأمر إلى سمسار الصالة الذي ينفذ الأمر لدى من يختص بالتعامل بتلك الورقة أو من خلال التفاوض مع سمسار آخر له أمر معاكس حول نفس الورقة، بعد التنفيذ يرسل السمسار الذي قام بالعملية تقريرا إلى إدارة البورصة والتي تسلمه إلى بيت السمسرة الذي بدوره يسلمه إلى العميل، بعد 5 أيام يتم تسوية الصفقة وتسلم أوراق الملكية والنقود إلى العميل، ويتم مراقبة هذه العمليات من خلال مؤسسات متخصصة تراقب تباين المعلومات في التقارير وتشرف على التسوية وتسجل العمليات وتعمل على تسليم شهادات الملكية.

الخاتمة:

يعتبر السوق المالي مركزاً لتجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات، كما أن إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر الهام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل أيضاً. قد تكون البورصة على شكل شركة مساهمة، أو على شكل مؤسسة عامة، ينقسم المتعاملون فيها إلى:

- 1 - متعاملين أساسيين: يقومون بعمليات البيع والشراء لحسابهم الخاص.
 - 2 - وسطاء، أو وكلاء: يتعاملون في البورصة لحساب الغير.
- يتم في البورصة تداول الأوراق المالية سواء الخاصة أو الحكومية الوطنية، أو الأجنبية والسماح بتداول هذه الأوراق المالية الصادرة عن الشركات مرهون بموافقة لجنة البورصة والذي يصدر عن مجلس إدارة البورصة، كما أن الشركات والأوراق المالية تخضع للتسجيل لدى لجنة عمليات البورصة في الأوراق المالية.
- ينتج عن إخضاع التعامل بالأوراق المالية في البورصة إلى ترخيص مسبق ظهور البورصات غير الرسمية أو غير المنظمة، لكن هذا لا يعني أنها بعيدة عن الرقابة فكل من البورصة المنظمة وغير المنظمة تخضع لقوانين وتشريعات وإن اختلفت في حدتها بين النوعين.
- ينتج عن تقلبات أسعار الأوراق المالية تحقيق أرباح أو خسائر في عمليات البيع والشراء في البورصة، وهذه العمليات هي التي تعطي للبورصة فعاليتها في كونها محرك الاقتصاد ومصدر التمويل وبالتالي فإن إدارتها بكفاءة وفعالية يضمن استمرارية عمل السوق المالي.

النتائج: على ضوء مما سبق توصلنا إلى النتائج التالية:

- الحاجة إلى التمويل وعجز القطاع البنكي وضرورة مواكبة العولمة المالية كلها أسباب كانت وراء الحاجة إلى إنشاء سوق مالي في كل الدول النامية؛

- التشريعات والتنظيمات واللوائح التي تحكم عمل السوق المالي لا تكفي لوحدها لضمان حسن سير عمل السوق المالي فلا بد من وجود مهنية وثقة في التعامل مع البورصة؛
- التنظيم الداخلي للسوق المالي يجب أن يضم هيئات رقابية وإشرافية وتنفيذية تكون مستقلة عن أي تأثير سياسي حتى يكون لذلك تأثيراً على أداء السوق المالي.

التوصيات:

التشريعات القانونية واستنساخ تجارب الدول المتقدمة في تفعيل عمل السوق المالي لا تكفي لوحدها لتحقيق هذا الهدف فلا بد من توفر الشروط اللازمة لإنجاح عمل السوق المالي.

أفاق البحث:

من خلال هذه الورقة البحثية نخرج بالتساؤل التالي: هل البورصات الناشئة في الدول النامية كانت ستنجح في عملها لو احترمت بعض المعايير الموضوعية قبل إنشائها مثل أن تكون ضرورة اقتصادية لا حتمية سياسية؟

المراجع والهوامش:

- ¹ هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية 1997 ص 35.
- ² مصطفى رشدي شيحة ، الجيز في الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات ، ط 1 ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 ، ص 422.
- ³ محمود أمين زويل ، بورصة الأوراق المالية ، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر ، الإسكندرية، ص 51 .
- ⁴ د.شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر، 2005 ص52.
- ⁵ من الموقع <http://b.cools4u.com/members.php?s=1268> ، تاريخ الاطلاع عليه يوم 2013/09/15.
- ⁶ من الموقع <http://tadawulononline.com/members.php?u=42> ، تاريخ الاطلاع 2013/09/17.
- ⁷ من الموقع www.arabiyat.com/forums/showthread.php?t=691 ، تاريخ الاطلاع 2013/09/17
- ⁸ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 ، ص48.

- ⁹ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف 1999 ص 81.
- ¹⁰ GEORGES CASALIS et autres, Second Marché, édition DUNOD, PARIS, 1991, P 24.
- ¹¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف 2002 ص 109.
- ¹² المرجع السابق نفسه، ص 111.
- ¹³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية 2000 ص 19
- ¹⁴ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص 399.
- ¹⁵ علي كساب، الأسواق المالية ، مطبوعة غير منشورة لطلبة الماجستير.
- ¹⁶ G.BERUBE, Bourse investir avec succès, QUEBEC, 1997, P 181
- ¹⁷ طارق عبد العال حماد ، مرجع سابق ، ص 43 .
- ¹⁸ علي كساب، مرجع سابق.
- ¹⁹ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية؛ مرجع سابق، ص 512.
- ²⁰ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 87 .
- ²¹ د.عبد الغفار حنفي أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية 2001، ص 44
- ²² منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية؛ مرجع سابق، ص 515
- ²³ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ص 91
- ²⁴ S.G.B.V ، GUIDE PRATIQUE de l'introduction en bourse, ENEP ROUBA – ALGER, P 7,22
- ²⁵ منشورات شركة إدارة بورصة القيم ، الأوراق المالية المسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة ، 1996 ، ص 3 .
- ²⁶ S.G.B.V ، Guide pratique de l'introduction en bourse, OPCIT, p 29- 34 .
- ، تاريخ الاطلاع 2013/10/12
- ²⁷ من الموقع www.sandroses.com/abbs/showthread.php?t=873083
- ²⁸ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص 512 .
- ²⁹ عبد الغفار حنفي ، البورصات ، أسهم ، سندات ، صناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، 2000 ، ص 24 .
- ³⁰ منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق و المنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص 523 .
- ³¹ -منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 527- 531 .

نموذج التاجر الصاحب بين التأصيل النظري وواقع الأزمات في ظل مفاهيم اللاعودة لنماذج كفاءة الأسواق المالية

زهير غراية - جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

عبد القادر بريش - المدرسة العليا للتجارة

ملخص:

من خلال الورقية البحثية نهدف إلى قياس الكفاءة عند المستوى الضعيف في البورصات المتقدمة "أمريكا" والبورصات الناشئة "الكويت والمغرب" حيث أن فرضية العدم تعني قبول نموذج التاجر الصاحب، ولقد توصلنا من خلال الدراسة إلى نموذج الكفاءة موجود عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة بين 2008/01/01 إلى 2010/12/31 في البورصات المدروسة، وهو ما يلزم رفض نموذج التاجر الضوضاء خلال نفس الفترة، ولكن توصلنا إلى أن النموذجين متكاملين، بمعنى أن لهما دورين مهمين في السوق المالي. **الكلمات المفتاحية:** نموذج التاجر الصاحب، كفاءة السوق المالي، استقرارية سلاسل الزمنية، السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم

تمهيد:

أثارت فكرة كفاءة أسواق المالية - ومازلت تثير - خلافا بين المهتمين، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعودا أو هبوطا مع الأنباء السارة أو غير السارة التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار، وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها، ومن ثم تتاح لهم فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وهكذا فإنه في السوق الكفاء *Efficient Market* يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في التحليلات أو التقارير عن أثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وفي هذا الإطار يمكن تمييز بين ثلاثة أشكال مختلفة لكفاءة السوق هي:

فرض السوق الكفاء في شكله الضعيف، فرض السوق الكفاء في شكله شبه القوي، فرض السوق الكفاء في شكله القوي. وإن انعدام وضع الكفاءة في بعض الأسواق أو بروز ظواهر من ألاتساق في التجربة لا يمكن أن يعزى بأي حال إلى وجود خلل في افتراضات النموذج، بقدر ما يعزى عوامل بعضها متعلق بسلوك المستثمر غير الرشيد، وهم بطبيعة الحال التاجر الضوضاء، والذي تبين على أنهم يبنون تجارتهم على توقعاتهم غير الرشيدة.

الهدف من الدراسة: تهدف الدراسة إلى معرفة أي النموذجين أصلح في إطار الأسواق المالية، وذلك بدراسة احد النموذجين وإمكانية النفي هو صحيح النموذج الثاني. ☒ محاولة المساهمة في إظهار نموذج جديد للدراسة وإمكانية بروزه والاهتمام به مثلما حدث مع كفاءة الأسواق المالية؛

☒ محاولة استقراء بعمق علمي ولو بشيء قليل جدا لبعض الإسهامات المعرفية المقدمة من طرف المنظرين والكتاب والباحثين، في إطار الأسواق المالية، بين الكفاءة الأسواق الأوراق المالية، ونموذج التاجر الصاحب.

إشكالية الدراسة: تتمحور الإشكالية الرئيسية حول التساؤل الرئيسي التالي: هل يمكن استبدال نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق الأوراق المالية بنموذج التاجر الصاحب أم يمكن اعتبارهما مكملين لبعضهما البعض؟

الأسئلة الفرعية: تندرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية إشكاليات فرعية وهي:

- ☒ ماذا نعني بنموذج التاجر الصاحب؟
- ☒ هل يمكن قياس كفاءة الأسواق المالية؟ وإن كان ذلك ممكن فكيف؟
- ☒ ما هي الأدوات المستخدمة القياسية لاختبار فرضية المشي العشوائي؟
- ☒ هل أسعار الأسهم في بورصتي الدار البيضاء والكويت وفرنسا تسير عشوائيا؟
- ☒ هل جميع البورصات المدروسة تتبع التوزيع الطبيعي؟

فرضيات الدراسة: للإجابة على هذه التساؤلات وُضعت مجموعة من الفرضيات هي كالتالي:

- ☑ تعتبر بورصتي الأوراق المالية العربية سوقا كفؤا عند المستوى الضعيف.
- ☑ نموذج التاجر الصاخب له دورا مهما في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية.
- ☑ للأزمات المالية دورا مهما في تأييد فكرة استبدال نموذج الكفاءة بنموذج التاجر الصاخب.
- ☑ بورصتي الدار البيضاء والكويت تتميز بوجود نموذج التاجر الصاخب وبالتالي لا كفاءة في أسواقها.
- ☑ تعتبر بورصة وول ستريت كفؤا عند المستوى الضعيف.

المنهج المتبع:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المذكورة والوصول إلى الأهداف المرجوة، استعملنا المنهج الوصفي التحليلي، حيث قمنا بوصف الإطار العام للأسواق المالية، ثم تطرقنا إلى كفاءة الأسواق المالية وفي الأخير إلى نموذج التاجر الصاخب، بينما تم استعمال المنهج التحليلي في استخدام مجموعة من التقنيات الإحصائية والرياضية للتأكد من صحة الفرضيات المطروحة.

الدراسات السابقة:

1.دراسة لـ Brad Ford De Long–Andrei Shliefer–Laurence

Summers–Waldman

"Noise Trader risk in Financial Market"

Européen University Institute and Harvard and
NBER and Chicago نشرت في الجامعة:

في تاريخ ديسمبر 1998 من خلال هذه المقالة تم التوصل إلى كيفية تقدير نموذج تاجر الضوضاء.

2.دراسة Eugene. F. Fama

" Efficiency Capital Markets"

نشرت في مجلة: The journal Of Finance سنة ديسمبر 1991

من خلال هذه الورقة بين "FAMA" أن وضع نموذج لكفاءة الأسواق المالية غير مهم، وتوصل إلى إمكانية عدم كفاءة الأسواق المالية، وذلك بسبب تكلفة الحصول على المعلومة، وبالتالي فرضية كفاءة السوق المطلقة خاطئة.

3.دراسة Sanfoord.J. Grossman and Joseph. E. Stiglitz

"On The Impossibility Of Informationally Efficient Markets"

4. وهي مقالة نشرت في مجلة The American Economic Review سنة 1980

ركز فيها الباحث على درجة توفر المعلومات الخاصة في الأسواق المالية، من خلال وضع نموذج لدرجات التوازن لعدم وجود توازن في أسعار الأسهم، والسبب في ذلك هو قيام المراجحين بالحصول على المعلومات مقابل ثمن، حيث يبتل ثمن المعلومة فرضية كفاءة الأسواق المالية.

5.دراسة Eugene. F. Fama

Efficient Capital Market Review Of Theory and Empirical
"Work

وهي مقالة نشرت في The journal Of Finance سنة ماي 1970 من خلال هذه الورقة تم تبين الجانب النظري والتطبيقي، بنموذج كفاءة الأسواق المالية، وأوضح أن هناك ثلاثة نماذج لكفاءة الأسواق المالية، الأول المستوى الضعيف، الثاني المستوى الشبه القوي، والأخير المستوى القوي، وأوضح نوع المعلومة لكل مستوى التي تتوافق معه.

6.دراسة Andrei Shleifer and Lawrence.H.Summers

"The Noise Trader Approach To finance"

وهي مقالة نشرت في: The Journal Of Economic Perspective سنة أبريل 1990

هيكل البحث:

1. كفاءة السوق المالي والحركة العشوائية للأسعار؛
2. الأسواق المالية بين نموذج التاجر الصاحب وكفاءة الأسواق المالية؛
3. آليات حساب مؤشرات الأسواق المالية؛
4. اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات المالية.

1: كفاءة السوق المالي والحركة العشوائية للأسعار:

تؤيد الدراسات أن صيغة الفرض الضعيف لكفاءة السوق تحظى بتأييد قوى، وحتى صيغة الفرض متوسط القوة وصيغة الفرض القوي يلقيان رفضاً تاماً، وباختصار أن أسعار الأسهم في السوق تعكس المعلومات الجديدة.

1-1: ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار: يعود الفضل في اكتشاف فكرة الحركة

العشوائية للأسعار إلى الفرنسي 'L.Bachelier' سنة 1900 في رسالة الحصول على الدكتوراه،¹ فلقد أسفرت متبعاته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع إلى أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها، بما يؤكد على عدم وجود نمط لحركة تلك الأسعار، وقد علق على ذلك بالقول بأن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة، حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره، بل وأضاف أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع، تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.²

The current price of a commodity Is an unbiased Estimate of {
its future price

وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ، والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ، أو بعبارة أخرى أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ

العقد،³ وهو ما توصل إليه Maurice Kendall 1953 في ورقة بحثية تحت عنوان التحليل الاقتصادي، وهو أن الأسعار تتحرك عشوائيا.⁴

“Stock prices move randomly proposed by Maurice Kendall in his 1953 paper, The Analytics of Economic”

2-1: نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم: تعني النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معين، لتسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تحبط تخبطا عشوائيا، ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي.⁵

3-1: العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق: إن الفرض الأساسي الذي يقوم مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإنهم يسعون جاهدين - كل منهم في استقلال عن الآخرين - لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم، وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فانه لا يمكن لحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية.

ويقدم 'Brealy' و 'myrers' عام 1988 جورا منطقيا لحركة الأسعار في السوق الكفاء، ففي ذلك السوق تعكس الأسعار الحالية المعلومات المتاحة، ولا يتوقع أن تتغير تلك الأسعار إلا ب ورود معلومات جديدة، ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة، إذ كان من الممكن التنبؤ بها مقدما، فإن التغير في الأسعار قد يحدث في أي لحظة وفي أي اتجاه اعتماد على طبيعة المعلومة - سارة أو غير سارة - الجديدة التي سترد إلى السوق والتي لا يعلم عنها شيئا.⁶

2: الأسواق المالية بين نموذج التاجر الصاخب وكفاءة الأسواق المالية:

في 23 أكتوبر من عام 1987 وصفت صحيفة وول ستريت كفاءة السوق بأنها أكبر مغالطة في تاريخ النظرية الاقتصادية⁷، وفي افريل من عام 1988 أشارت مجلة أسبوع

الأعمال، إلى أن مفهوم كفاءة السوق قد دفن تحت وطأة شواهد وأدلة حديثة يقصد بها بالطبع أزمة يوم الاثنين الأسود⁸.

2-1: نموذج التاجر الصاحب:

إن استنتاج مجموعة من الباحثين في التمويل الدولي، أن أسعار الأسهم ليست نتيجة السلوك الرشيد للتعظيم، ولكنها نتيجة التعبير عن العوامل النفسية السيكلوجية للسوق، والتي لا ترتبط بالعوامل الأساسية، وهذه النظرة التي ربما تعود إلى الماضي، على الأقل إلى أيام الاقتصادي الشهير جون مينا رد كينز، قد تم إدراجها بشكل رسمي في نموذج ينظر إليه معظم الاقتصاديين، باعتباره نموذجاً بديلاً يحل محل فرضية كفاءة السوق، ويطلق على هذا النموذج الجديد اسم نموذج التاجر الصاحب.

2-1-1: الدعائم التي تركز عليها النظرية:

فرضية كفاءة الأسواق المالية - نظرية السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم - مع فرضية التاجر الصاحب، وذلك تحت سبب أن أسعار الأوراق المالية ليست دائماً أفضل تقدير للقيمة الحقيقية للأوراق المالية، حيث ممكن أن تتأثر هذه الأسعار بالتجار المضاربين، وكذلك من قبل المطلعين على بواطن الأمور والمؤسسات المختصة، في بيع وشراء الأوراق المالية، وكذلك أنه توجد حالات بيع الأوراق المالية لأسباب لا علاقة لها بالورقة المالية، كشق هذه الصدمات المؤقتة يشار إليها باسم الضجيج أو الضوضاء، حيث باستطاعتها إظهار القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وقد يؤدي في حالات إساءة التقدير وإظهار هذه الصدمات في سوء التسعير للأوراق المالية.⁹

2-1-2: ظروف ظهور النظرية البديلة في التمويل الدولي

اقترح كل من (Shleifer and Summers 1990) و (De long) (Shleifer and Vishny و Shleifer.Summers and Waldaman 1990) و (De long Shleifer.Summers and Waldaman 1991) على أن التاجر الصاحب يؤثر على الأسعار المقترحة، حتى في الأسواق المالية التي تتوافر على المعلومات والإفصاح الجيد، ويعود السبب في ذلك إلى المخاطر التي من المحتمل أن يكتسبها التاجر، حيث بعض المعلومات تتسم بمخاطر متعددة في أسهم معينة، تفترض هذه

النظرية أن شخصية (المشاعر) والنفسية هي أساس وجود التاجر الصاحب في التجارة، وبوجود بدائل غير تامة لأصول المسعرة بشكل خاطئ (أقل من قيمتها)، وبوجود تكاليف المعاملات والمخاطر الحصول على المعلومات، في هذه الحالة لمراجحين Arbitrageur يقومون بالقضاء على الأصول المسعرة بشكل خاطئ¹⁰

2-1-3: مفهوم التاجر الصاحب: التاجر الصاحب (الضوضاء) ينظر إليه على أنه وكيل Agent، له وجود نظري، وقد تم افتراضه كوسيلة لحل بعض المشاكل الأساسية في الاقتصاد المالي، باختصار هو استعراض لأدبيات ضوضاء التاجر.¹¹

التاجر الصاحب عبارة عن وكيل تجاري، الذي يعمل في سوق الأوراق المالية، غير مستند إلى معلومات non Information في عمله. حيث افترض أن التاجر الصاحب نظريا وجوده كحل no speculation, no Trade، وهو ما توصل إليه Gross 1980 man and Stieglitz وStokey and Milgrom 1982. حيث أظهر الباحثون أنه من المستحيل في ظل مجموعة من الظروف، الوكلاء، ومع وجود معلومات خاصة، تحقيق أرباح من هذه المعلومات، من خلال عملية المتاجرة.

2-1-4: نظرة على نموذج التاجر الصاحب: يعتمد نموذج التاجر الصاحب على وجود مجموعتين من العناصر الاقتصادية:

♦ مجموعة العناصر الاقتصادية للنقود الذكية التي يفترض أنها تضم مجموعة من الأفراد الراغبين في التعظيم الرشيد، والذين يبنون تجارتهم بشكل كبير، وإن كان ليس حصريا على العوامل الأساسية؛

♦ المجموعة الأخرى مجموعة من الأشخاص يطلق عليهم التاجر الصاحب، والذي من المفترض أن يظهروا سلوكا غير رشيد، وتبنى عمليات التجارة الخاصة بهم على معلومات صاخبة، لا ترتبط بشكل عام بالعوامل الاقتصادية الأساسية.

إن التفاعل بين هاتين المجموعتين يمكن أن يولد أسعارا للأصول تبتعد كثيرا عن القيم التي تحددها العوامل الأساسية.¹²

2-2: نموذج القياسي للتاجر الصاحب: النموذج الأساسي عبارة عن مخطط يوضح التداخل العام لفترتين زمنيتين للعميل - الوكيل - وللتبسيط أنه في فترة أولى لا يوجد الاستهلاك، قرارات عرض العمل، ورث، والنتيجة العامة فان موارد العميل تستثمر للعمل، ولكن كل قرارات العميل تتجه نحو اختيار محافظ استثمارية صغيرة جدا.

1-2-2: تقدير نموذج التاجر الصاحب: إن الاقتصاد يحتوي على نوعين من الموجودات تدفع كحصة مماثلة، القسم الأول من الثروة يتمثل في سلامة الموجودات (S)، توزيع الأرباح الحقيقية I، خطر الثروة U، دائما يدفع للحفاظ على نفس توزيعات الأرباح الحقيقية للشركة، حيث قيمة U ثابتة دائما، سعر U في الفترة الزمنية t يدل على Pt، إذا كان السعر لأي ثروة يعادل القيمة الحالية الصافية للتوزيعات الأرباح المستقبلية، ولكن ما هو السعر U بوجود التاجر الصاحب في السوق¹³.

عادة سلامة الموجودات S تترجم السندات الحالية من الخطر في المدى القصير، وخطر الثروة U يترجم في مجموع الأسهم العادية، هذه المعطيات مهمة لتحليل كيف يقوم التاجر الصاحب بتشكيل خطر على الأسواق المالية. إذا أساء تقدير التاجر الصاحب للعوائد الأصول الفردية غير المترابطة، وإذا كانت الأصول صغيرة نسبيا في السوق، فان المراجعة سوف تقضي على أي إمكانية لسوء تسعير، بالتالي تمييز الخطر لا يتم تسعيره في نموذج تسعير الأصول المالية.

هناك نوعين من الوكلاء Agent، المستثمرون المتطورون sophisticated investors عبارة عن وكلاء لهم توقعات عقلانية يرمز لهم بـ I، والتاجر الضوضاء يرمز له بـ n، حيث نفترض وجود التاجر الصاحب في النموذج القياسي μ ، والتجار المتطورون في النموذج $\mu-1$ ، حيث المستثمر المتطور في الفترة الزمنية t يدرك بدقة توزيع العوائد وحصة الخطر في الثروة، وهدف تعظيم العوائد المتوقعة، أما التاجر الصاحب في الفترة الزمنية t يسيء فهم توقع السعر، وخطر الثروة.

المتغيرة العشوائية البسيطة Pt حيث: ¹⁴

$$P_t \rightarrow N(p^*, \sigma_p^2) \dots \dots \dots 1$$

إن سوء التقدير لم توسط P^* عبارة عن متوسط إجراءات التشويش للتاجر الصاحب، و σ_p^2 عبارة عن تباين التاجر الصاحب. كل عميل له خطر ثابت ومطلق للثروة، حيث:

$$U = -e^{-(2y)w} \dots\dots\dots 2$$

تعظيم قيمة المنفعة المتوقعة في المعادلة الثانية يعادل إلى تعظيم:

$$\bar{w} - y\sigma_w^2 \dots\dots\dots 3$$

حيث عندما تكون w التوقع النهائي للثروة، و σ_w^2 القيمة الأولى لتباين الثروة، فإن المستثمر المتطور يختار الكمية λ_t^1 من الخطر في الثروة.

$$E(U) = \bar{w} - y\sigma_w^2 = c_0 + \lambda_t^i(r + p_{t+1} - p_t(1+r)) - y(\lambda_t^i)^2(\sigma_{p_{t+1}}^2) \dots\dots\dots 4$$

دالة في فترة الأولى من دخل العمل والخدمة البديلة تدل الوقت المتوقع c_0 إذا كانت للتحضير، فإن الدالة تعرف كالتالي¹⁵:

$$\sigma_{p_{t+1}}^2 = E_t \{ (p_{t+1} - E(p_{t+1}))^2 \} \dots\dots\dots 5$$

في أول الفترة فأن التباين p_{t+1} هو الممثل التاجر الصاحب يعظم:

$$E(U) = \bar{w} - y\sigma_w^2 = c_0 + \lambda_t^n(r + p_{t+1} - p_t(1+r)) - y(\lambda_t^n)^2(\sigma_{p_{t+1}}^2) + \lambda_t^n(p_t) \dots\dots\dots 6$$

إن تفكير التاجر الصاحب حول طرق بديلة للتسعير في الأصول المالية، تجعل منه يخطط ما بين:

♦ سوء التقدير للعوائد P_t ؛

♦ تثبيت التاجر الضوؤاء لأسعار الأصول P_t مهما كان بيع وشراء لهذه الأصول المالية؛

♦ شراء التاجر الضوضاء لكمية ثابتة من λ_t'' للموجودات التي تتميز بالخطر.

قيام التاجر الصاحب بتباين خطأ للعوائد الضوضاء يخفض السعر.

2-2-2: الأصول المالية والعوائد بين التجار العقلانيين والتجار الضوضاء: قبل

التطرق إلى الدراسة التطبيقية، يجذب التعرف على نتائج حضور التجار الضوضاء في السوق- العملاء غير العقلانيين، على العوائد وحركة الأسهم، نفترض أن السوق يحتوي على مجموعات مجزأة من التجار الضوضاء، حسب Positive Feedback Trader الأثر العكسي الإيجابية للسوق، بالتالي فإن الطلب على الأسهم يركز على أن حركة الأسهم منظمة، بمعنى أن التجار العقلانيين Détenteur de Fonds يظنون أن العوائد المشتركة أو التوازن زائد واحد ثابت أي: ¹⁶

$$1 + E_t R_{t+1} = K^*$$

أو بطريقة أخرى: ¹⁷

$$E_t = [(P_{t+1} + D_{t+1}) / P_t] = K^*$$

إذا كان التجار العقلانيين فقط في السوق، فإن السوق سوف يستجيب إلى المعلومات الجديدة فقط، وتطور حركة الأسهم والعوائد تكون محايد، بمعنى مستقلة عن بعضها البعض، حيث أن تطور السعر من A إلى B يعود إلى معلومات جديدة، كما يوضح الشكلين 1 و 2 حيث تطور الأسهم عشوائي، إضافة إلى أن عوائد الأسهم ليست محايدة والعوائد الماضية لا تعكس العوائد المستقبلية، بمعنى أن كل المعلومات المتاحة قد استعملت في تقدير عوائد الأصول المالية.

إن دخول التغذية العكسية الإيجابية للسوق، قبل وصول المعلومات الجديدة حول ربح الأسهم تنزل في A، وقيام العملاء بالشراء الأسهم، حيث تحدث في بادئ الأمر ارتفاع إضافي في حركة الأسهم يؤدي إلى وصول الحركة إلى Y وهو ما يبينه الشكل 3، كذلك فإن وصول معلومات غير سارة إلى السوق في Y، حتى بقيام العملاء بالبيع فإن حركة السهم سوف تنخفض عن قيمتها الأساسية، فإننا نقول أن حركة السهم عادت إلى طريقها.

من خلال العرض السابق تظهر لنا فورا نتيجتين مهمتين:

- ♦ رد فعل الأصل المالي بخصوص قيمته الأساسية؛
- ♦ حركة الأسهم سريعة التطاير Plus Volatils مما سمح لها بالتنبؤ بالتغيرات حول القيم الأساسية للسهم، كذلك فإن حركة الأسهم متطايرة إلى حد كبير بالمقارنة مع وجود فرضية الكفاءة EMH، حيث فرضية التطاير تعود إلى أعمال الرواد -SHILLER LEROY-PORTER، إن العوائد حسب الفترات الزمنية موضح في الشكل 4، حيث العوائد الايجابية تتصل مع عوائد كذلك ايجابية (في النقاط $P-A-R$) والعوائد السلبية ترتبط كذلك بعوائد سلبية في النقاط $(R-T-Y)$.
- نمو العوائد بين $P-R$ تتصل بمحور حاد بين $R-T$ ، ويوجد الأثر العكسي الايجابية للسوق فان العوائد تكون مترابطة، حيث يطرح ما سبب الذي سمح بهذه التراجعات، هل العوائد قابلة للتوقع، أو وجود التجار المضوضاء.

ابتداء من الشكل 5 يمكننا التعرف لماذا *positive Feedback traders* تأثير انحرافات في تباين الحركات في مختلف العوائد، في الأسواق المالية الكفاءة، نفترض أن حركة الأسهم ترتفع وتنخفض إلى 15%، بعد سنتين تتقلب حركة العوائد إلى 30% بالارتفاع أو 30% بالانخفاض، حيث أن تباين العوائد في $N=2$ سنوات، يعادل مرتين التباين في السنة.

$$\text{var}(R^n) = N \text{var}(R^1)$$

$$\frac{\text{var}(R^n)}{N \text{var}(R^1)} = 1$$

في حين أن العودة إلى قيمة العادلة، فإن العلاقات السابقة خاطئة، تفسر على أن حركة العوائد تتراجع إلى قيمها العادلة في المدى القصير، ولكن ليس في المدى الطويل.

قارن بين

($A-A'$ و $B-B'$) في الشكل 5.

إلى حد الآن افترضنا أن التجار الضوضاء يعتقدون على أن العوائد المتوقعة للتوازن دائما ثابتة، سوف نمسح كيف أن التراجعات السابقة تترجم إذا كانت العوائد المتوقعة غير ثابتة، كذلك العوائد المتوقعة للتوازن تفسد الشكل، لان ظاهرة وجود الخطر هي ضد العوائد ممكنة، أو بسبب اختلاف سعر الفائدة الحالية من الخطر. نفترض أن العائد الحقيقي معطى عل النحو التالي: ¹⁸

$$1 + E_t R_{t+1} = r_t$$

لتعريف حركة الأسهم، فإن العملاء سوف يتكهنون سعر الفائدة المستقبلي، بعد اقتطاع كل الفواتير من الأرباح المستقبلية، حيث إذا كان انخفاض غير متوقع لسعر الفائدة، فإن حركة الأسهم لها نمو غير مقدر في الشكل 6.

إذا كان سعر الفائدة منخفض وله توقع ثابت، فإن نمو حركة الأسهم يكون ضعيف في كل المراحل المستقبلية، حتى ولو كان السوق يتميز بالكفاءة، فإن حركة التجار العقلانيين سوف يملبون حركة الأسهم إلى تتبع الطريق A B C D، وهو بالأحرى مشابه للطريق المتبع لان التجار الضوضاء موجودون A-B-X-Y-Z في الشكل 3، بمعنى آخر إذا كان سعر الفائدة الحقيقي للتوازن يعود إلى قيمته العادلة، فإن العوائد كذلك سوف تتبع نفس المنوال في الأسواق الكفوءة. ¹⁹

هناك دراسات واسعة النطاق تؤكد بدعم الزعم بأن هناك حدود لعملية المراجعة والتحكيم في الأوراق المالية، على سبيل المثال 1996 Pontiff ودراسة Lamont and Jones 2002، ودراسة Ham and Wang 2004، ودراسة Wurgler and Zhuravskaya 2002. ²⁰

دراسات سابقة أخرى أثبتت أن محمل المستثمرون يحققون خسائر معتبرة من خلال عملية التجارة، وتدعمت من خلال دراسات Odean عام 1999، Barber and Odean 2001 في دراسة أجريت في تاوان على مجموعة من المستثمرين، ودراسة أخرى لـ Lui-Lee-Odean عام 2005.

دراسة أخرى لـ Odean عام 1990 ودراسة أخرى عام 2001 للثلاثي السابق حول عوائد الأسهم، أثبتت الخلافات الحادة حول العائد المحقق، وابتعادها عن القيمة الحقيقية له.

كل هذه الدراسات بدءاً من الخسائر المحققة في البورصة والعوائد المحققة، أثبتت عدم وجود أسواق كفؤة، وأن الأسواق المالية تتميز بنظرية التاجر الغوغاء (الضوضاء).²¹

3-آليات حساب مؤشرات الأسواق المالية:

3-1: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة: يعد مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك⁽¹⁾، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو Charles Dow الذي أصبح فيما بعد محرراً للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 13 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة.

هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، حيث تتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبالعراقة، وبالضخامة الحجم، وبضخامة عدد المساهمين، في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمراً غير مقبول، خاصة عندما يحدث الاشتقاق الأسهم.

للتغلب على الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم داخل المجموعة - الناجم عن الاشتقاق - اقترح حساب قيمة المؤشر:

$$\text{مؤشر DJIA}^{(2)} = \frac{\text{القيمة الكلية للأسهم}}{\text{رقم Divisor}}$$

بحيث يكون الناتج مساو تماماً للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق وهو ما يعكس حالة السوق على ما كانت عليه، وتحدد قيمة المقسوم عليه Divisor التي تحقق هذا الشرط، بالمعادلة التالية:

القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون المؤشر قبل الاشتقاق/قيمة المقسوم عليه قبل الاشتقاق = القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون المؤشر بعد الاشتقاق/قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق.

حيث قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق غير معلومة.

يقدم French معادلة بديلة لإيجاد قيمة المقسوم عليه في حالة الاشتقاق هي المعادلة: قيمة المقسوم عليه = قيمة تعادل مجموع أسعار الأسهم التي لم يحدث لها الاشتقاق وذلك قبل حدوث الاشتقاق + سعر السهم الذي اشتق وذلك قبل حدوث الاشتقاق (1+ معدل الاشتقاق أي عدد الأسهم الذي حصل عليها المستثمر في مقابل كل سهم يملكه)/دو- قيمة مؤشر دو جونز قبل الاشتقاق -.

3-2: مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية: يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار⁽⁷⁾، طبقاً للطريقة التي تقوم على معادلة المتوسطات الحسابية، وتعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالمياً لاحتساب المؤشر، وهي تقوم بالتوافق تلقائياً مع توزيعات الأرباح بطريقة دقيقة، وتنص المعادلة على التالي :

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(price_j / base_j) \times corrector_j]}{n} \times Multiplier$$

n: هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر.

السعر $price_j$: هو سعر السهم الحالي.

سعر الأساس $base_j$: سعر إقفال السهم في تاريخ التأسيس.

المصحح $corrector_j$: لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم وهي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح: المصحح = السعر - الأرباح

توزيعات الأسهم: المصحح = (المصحح + 1) x التوزيعات 100%

المؤشر الوزني: المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالآتي:

$$X_i = (M_i / B_i) \times G$$

$$B_i = (B_i - 1)(M_i / M_i')$$

حيث ترمز هذه الحروف إلى:

I : الإطار الزمني بين التصحيحات المتتالية للقيمة السوقية في يوم الأساس.

X_i المؤشر عند وحدة محددة، خلال الإطار الزمني i

B_i القيمة السوقية ليوم الأساس، خلال الإطار الزمني i ، حيث ($i=1$)، في يوم الأساس

في بداية أول إطار زمني، وأيضا B_i تساوي M_i وكما أن قيمة المؤشر ستعادل G_i .

$B_i = 1$: القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمني قبل يوم الأساس الزمني الحديث.

M_i القيمة السوقية الحالية في الإطار الزمني الحالي i

M'_i القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيح في القيمة السوقية ليوم الأساس.

G مضاعف المؤشر العالمي، وهذا لا يتغير حيث يتم تثبيته على 100، وقد يختلف

عن مضاعف المؤشر العالمي للمؤشر السعري (يساوي 100).

3-3: مؤشر البورصة المغربية 'Masi': يتم حساب مؤشر الدار البيضاء وفقا للطريقة التالية:⁽⁸⁾

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^N f_{i,t} F_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_0 K_t}$$

حيث:⁽⁹⁾

t : يوم الحساب.

N : عدد الأسهم العادية في المؤشر.

$Q_{i,t}$: عدد الأسهم i في الزمن t .

$C_{i,t}$: سعر السهم i في الزمن t

B_0 : رأس المال في زمن الأساس (1991/12/31)

$F_{i,t}$: Free float of equity i

$f_{i,t}$: Capping factor of equity i

K : Ajustement coefficient for base capitalisation on day.

4- اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات المالية:

إن اختبار كفاءة الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية يكون وفق فرضيتين أساسيتين، اشتملت الفرضية الأولى فيما إذا كانت عوائد الأسهم تتبع التوزيع الطبيعي، في حين تصمم الفرضية الثانية لاختبار فيما إذا كانت عوائد السهم في البورصات تتبع السلوك العشوائي خلال فترة الدراسة من عدمه.

4-1: سلسلة مؤشر "داو جونز" (DDJ): تتكون السلسلة DDJ من 735

مشاهدة، تمتد من تاريخ 2008/01/02 إلى تاريخ 2010/12/31 بمتوسط 10237.66 وقيمة عظمى 13440 وقيمة صغرى 6547، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 10379، وتتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1495.145، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر "داو جونز" خلال الفترة المذكورة.

4-1-2: اختبار استقرارية سلسلة مؤشر "داو جونز" (DDJ): بالاعتماد على

برنامج Eviews7 حصلنا على النتائج الموضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 01: نتائج دراسة استقرارية سلسلة DDJ

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية ADF	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
DDJ عند المستوى	6	2	b	φ	-1.41	0.147	- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر.
	5	3	c	φ	-1.77	0.09	- الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر.
	4	3	φ	φ	-0.68	-	- وجود جذر وحادي.
					-1.94	-	- السلسلة غير مستقرة عند المستوى.

- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر. - عدم وجود جذر وحدوي. - السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.	0.07			b	1	6	D(DDJ) عند الفروق من الدرجة الأولى
		-	-	φ			
	0.63			c			
		-	-	φ	1	5	
		-	-	φ	1	4	
		3.41	23.63				
		2.86	23.52				
		1.94	23.53				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7 من خلال

نتائج الجدول يتضح أن السلسلة DDJ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة DDJ متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%، $DDJ \rightarrow I(1).....5\%$ ، وهو ما يعني أن النموذج يتبع السير العشوائي، وبالتالي قبول فرضية الكفاءة عند المستوى الضعيف.

4-2: سلسلة مؤشر بورصة الكويت (KU): تتكون السلسلة KU من 735 مشاهدة، تمتد من تاريخ 2008/01/02 إلى تاريخ 2010/12/31 بمتوسط 9315.701 ، وقيمة عظمى 15654.8 وقيمة صغرى 6319.7، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 7664.1، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 3173.375، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر "KU" خلال الفترة المذكورة.

4-3-1: اختبار استقرارية سلسلة مؤشر بورصة الكويت (KU): بالاعتماد على برنامج Eviews7 حصلنا على النتائج الموضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 03: نتائج دراسة استقرارية سلسلة KU

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية ADF	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
KU عند المستوى	6	1	b	/	/	0.77	- معاملات الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر. - وجود جذر وحدوي. - السلسلة غير مستقرة عند المستوى.
			φ	-0.66	-3.41	/	
	5	1	c	/	/	0.85	
			φ	-0.75	-2.86	/	
	4	1	φ	-1.78	-1.94	/	
			φ	-1.78	-1.94	/	
D(KU) عند الفروق من الدرجة الأولى	6	0	b	/	/	0.64	- معاملات الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر. - الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر. - عدم وجود جذر وحدوي. - السلسلة مستقرة عند الفروق من الدرجة الأولى.
			φ	-19.73	-3.41	/	
	5	0	c	/	/	0.1	
			φ	-19.74	-2.86	/	
	4	0	φ	-19.65	-1.94	/	
			φ	-19.65	-1.94	/	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة KU مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة KU متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5%، $5\% \dots I(1) \rightarrow KU$ ، وهو ما يعني أن النموذج يتبع السير العشوائي، وبالتالي قبول فرضية الكفاءة عند المستوى الضعيف.

3-4: سلسلة مؤشر بورصة المغرب (MASI): تتكون السلسلة MASI من 735 مشاهدة، تمتد من تاريخ 2008/01/02 إلى تاريخ 2010/12/31 بمتوسط 9810.216 ، وقيمة عظمى 12299.58 وقيمة صغرى 7747.94، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 9542.01، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1179.884، والشكل التالي يوضح تطور مؤشر "MASI" خلال الفترة المذكورة.

4-3-1: اختبار استقرارية سلسلة مؤشر بورصة المغرب (MASI): بالاعتماد على

برنامج Eviews7 حصلنا على النتائج الموضح في الجدول

التالي:

الجدول رقم 04: نتائج دراسة استقرارية سلسلة MASI

السلسلة	النموذج	درجة التأخير	المعامل	إحصائية ADF	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
MASI عند المستوى	6	3	b	/	/	0.6	- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر.
			φ	-0.87	-3.41	/	- الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر.
	5	3	c	/	/	0.19	- وجود جذر وحدوي.
			φ	-1.34	-2.86	/	- السلسلة غير مستقرة عند المستوى.
	4	3	φ	-0.37	-1.94	/	- معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر.
			φ	-16.08	-3.41	0.25	- الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر.
	5	2	c	/	/	0.82	- وجود جذر وحدوي.
			φ	-16.04	-2.86	/	- السلسلة غير مستقرة عند المستوى.
D(MASI) عند الفروق من الدرجة الأولى	4	2	φ	-16.05	-1.94	/	- الفروق من الدرجة الأولى مستقرة عند المستوى.
			φ	-16.05	-1.94	/	- الفروق من الدرجة الأولى مستقرة عند المستوى.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

من خلال نتائج الجدول يتضح أن السلسلة MASI مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى، وهذا يعني أن سلسلة MASI متكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى

معنوية 5%، $5\% \dots I(1) \rightarrow MASI$ ، وهو ما يعني أن النموذج يتبع السير العشوائي، وبالتالي قبول فرضية الكفاءة عند المستوى الضعيف.

خلاصة:

استنادا إلى الاختبارات حول كفاءة الأسواق المالية حسب نظرية المشي العشوائي لحركة أسعار الأسهم وهو ما يعرف بالصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق المالية في البورصات المالية سواء المتقدمة أو الناشئة، والمتمثلة في السوق المالي المغربي والكويتي وبورصتي وول ستريت، وهو ما كشفت عنه الدراسة بأن الأزمات المالية - أزمة 2008 - لم تؤثر على تطور الأسواق المالية على الرغم من التأثير الكبير الذي لحق هذه الدول، أما البورصات العربية الأخرى فتم الكشف على أنها على الأقل تتميز بالكفاءة عند المستوى الضعيف، وذلك حسب اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية لمؤشرات هذه الدول، والمعتمدة على نموذج 'ADF'، وذلك خلال الفترة 2008/01/01 إلى 2010/12/31 فقد تم التوصل على أنها غير مستقرة (السلسلة الخام) ومستقرة من الدرجة الأولى، وبالتالي فهي تسير عشوائيا وهو ما يثبت نظرية الكفاءة عند المستوى الضعيف.

النتائج والتوصيات:

عالجت هذه الدراسة إشكالية إمكانية تطبيق نموذج التاجر الصاحب محل نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية، وهو موضوع ذو أهمية كبرى لاقتصاديات دول العالم، وبما أن المعلومات هي أساس الكفاءة (أو لا كفاءة) أسواق رأس المال، وأن تلك المعلومات هي بمثابة السلعة النادرة في عالم يمتاز بظروف عدم التأكد، تظهر الأهمية البالغة لكفاءة الأسواق في البورصات المالية، والدور الذي من الممكن أن تلعبه في تجميع وجذب رؤوس الأموال إلى الاقتصاديات التي تمتاز بها، وفي المقابل تظهر أيضا الدور الذي يلعبه التجار الضوؤاء في الأسواق المالية في تفعيل وتنشيط وتحريك الدائم للأسواق، وهو ما يساهم في جعل السوق المالي دائما يمتاز بالحيوية، مما يساهم في الرفع من مستوى عمل المحللين سواء الفنيين أو الماليين، مما يعطي

للأسعار حركة دائمة داخل السوق وهو ما يساهم بطبيعة الحال بالتصحيح الدائم للأسعار داخل البورصة، مما يزيد من كفاءة السوق.

لقد توصلنا إلى أن السوق الكفء في البورصة المالية يشكل حلقة دائرية مع نموذج التاجر الضوضاء، وهو أساس الدراسة، وبالتالي حتى يمتاز السوق بالكفاءة يجب أن يكون للتاجر الضوضاء دور مهم في السوق، وأن يقوم بدوره على أتم وجه ممكن.

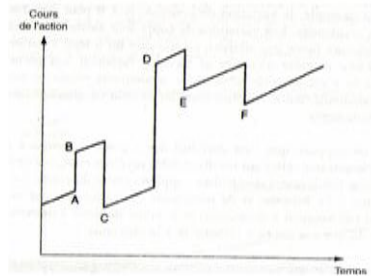
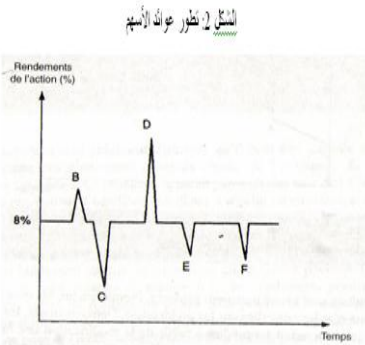
أهم التوصيات التي نوصي بها من خلال الدراسة سواء التطبيقية أو النظرية: من خلال الدراسة فإننا نتوصل إلى أن التاجر الصاحب له دور مهم في الأسواق المالية، حيث يجب التأكيد على الأدوار التي يقوم بها التاجر في الأسواق المالية.

*نوصي بتفعيل دور المؤسسات العائلية في البورصات، حيث يجب تشجيع دخول مثل هذه المؤسسات إلى البورصات

*نوصي المسؤولين في البورصة الجزائرية بتسهيل دخول الأجانب إلى البورصة، وذلك لسبب بسيط هي زيادة حجم التداول في البورصة، وذلك بالقياس إلى البورصات الكويتية والمغربية.

ملحق الجداول والأشكال البيانية:

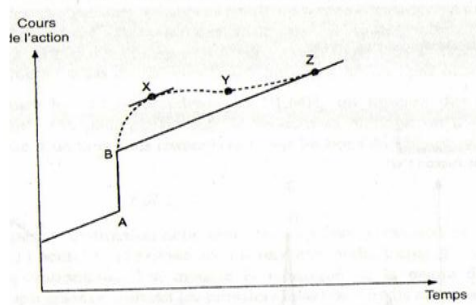
السجل 1 حركة الأسهم



Source: Keith Cuthbertson, "Economie Financière quantitative Action, Obligation et taux de change".
De Book. 1ere édition, Paris, Septembre 2000. P167

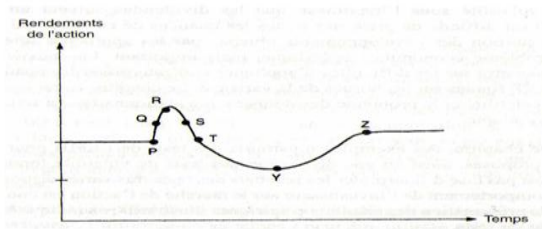
Source: Keith Cuthbertson, "Economie Financière quantitative Action, Obligation et taux de change".
De Book. 1ere édition, Paris, Septembre 2000. P167

الشكل 3: التغذية العكسية الإيجابية للسوق " تطور حركة السهم



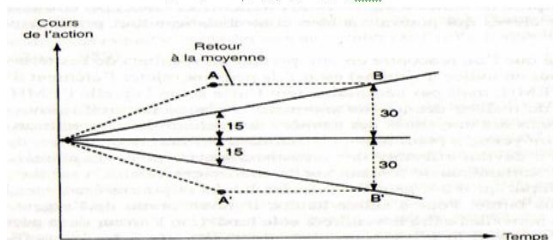
Source: Keith Cuthbertson. "Economie Financière quantitative Action, Obligation et taux de change". De Book, 1ère édition, Paris, Septembre 2000. P168

الشكل 4: "التغذية العكسية الإيجابية للسوق" تطور عوائد الأسهم



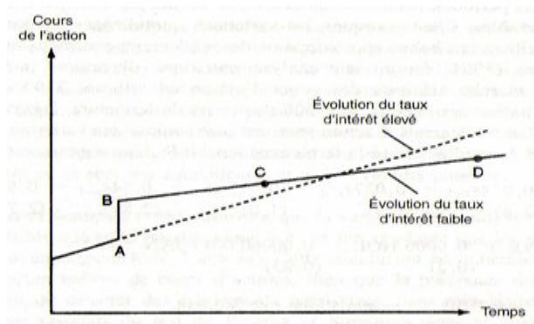
Source: Keith Cuthbertson. "Economie Financière quantitative Action, Obligation et taux de change". De Book, 1ère édition, Paris, Septembre 2000. P169

الشكل 5: كيفية العودة إلى القيم العادلة والمنطوية



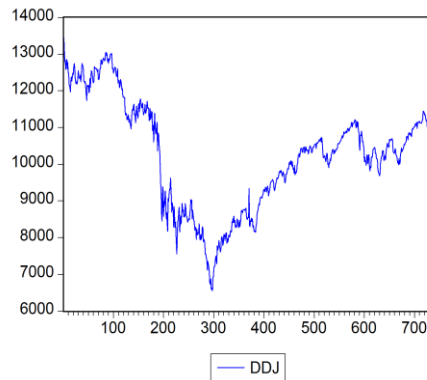
Source: Keith Cuthbertson. "Economie Financière quantitative Action, Obligation et taux de change". De Book, 1ère édition, Paris, Septembre 2000. P170

الشكل 06: حركة الأسهم وعلاقتها بسعر الفائدة



Keith Cuthbertson, "Economie Financière quantitative Action, Obligation et taux de change" De Book.
1ere édition, Paris, Septembre 2000. P171

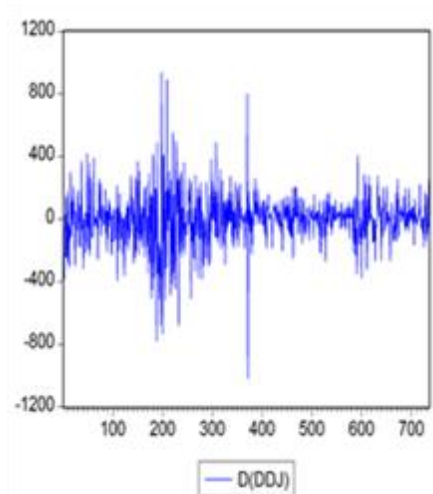
الشكل رقم 07: سلسلة مؤشر "داو جونز" DDJ



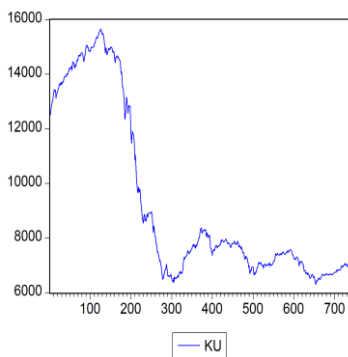
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

الشكل رقم 08: سلسلة الفروق من الدرجة الأولى

للمؤشر "داو جونز" $D(DDJ)$



الشكل رقم 9: سلسلة مؤشر بورصة الكويت



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على
مخرجات برنامج

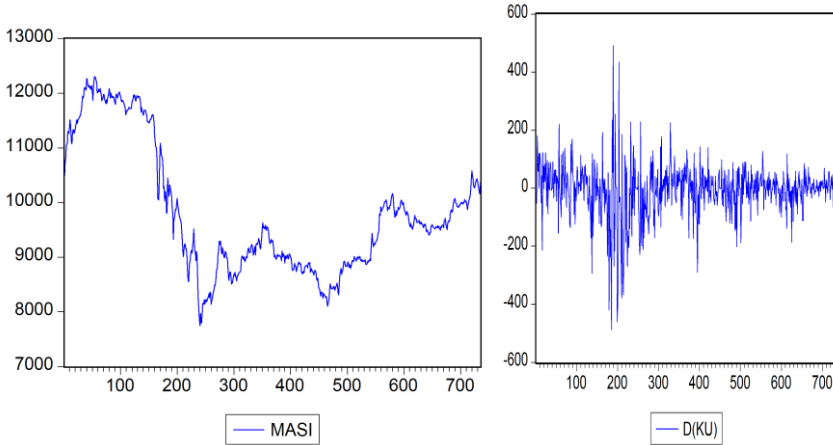
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج

الشكل رقم 10: سلسلة الفروق من الدرجة الأولى

الشكل رقم 11:

سلسلة مؤشر بورصة المغرب MAS

لمؤشر بورصة الكويت D(KU)

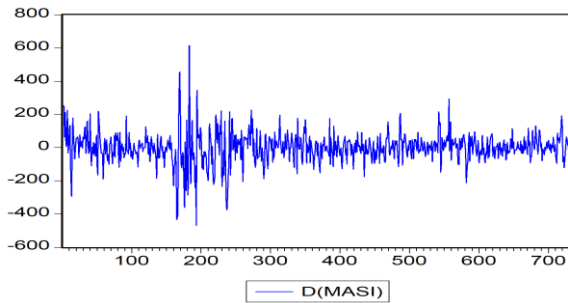


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد

على مخرجات برنامج Eviews7

الشكل رقم 12: سلسلة الفروق من الدرجة الأولى لمؤشر

بورصة المغرب D(MASI)



المراجع والهوامش:

¹Louis Bachelier, "Théorie de la Spéculation", Gauthier Villars, 1900

² منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 515

³ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 516

⁴Kendall, M. G., "The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices", Journal of the Royal Statistical Society. A (General), (Blackwell Publishing) **116** (1), 1953, P.P:11.34

⁵ زياد رمضان. مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008، ص.ص: 201.202

⁶ realy-Myres, "Principles of Corporate Finance. 3rd ED, M-C Graw-Hill .NY, 1988. :286

⁷ The efficient market concept is the most remarkable error in the history of economic theory

⁸ The efficient market concept is now buried ...under the weight of recent evidence.

⁹Jeremy Sugel, "The Noise Market hypothesis", Wall street journal, 14-06-2006

¹⁰Brad Barber-Tevance Odean-Ning Zhu, "Do noise Trader Move Market", "Seminaire participants at the behavioural Finance symposium, Bijiing University ,P.P:02.03

¹¹James dow-Gary Gorton, "noise trader", review on noise trader. The is an entry for the new pelgeve. Adictionary of economies, London Busininess, the Wharton School. University Pennsylvania and NBER, 02 edition, 25 April 2006, P:0

¹² سي بول هالوود -رونالد ماكدونالد-تعريب محمود حسن حسني و مراجعة ونيس فرج عبد العال، النقود و التمويل الدولي، دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية، 2007، ص: 447

¹³Brad Ford De Long-Andrei Shliefer-Laurence Summers-Wald man, "Noise Trader Risk in Financial Market" Harvard and NBER-Chicago and NBER-Européen University Institute, december 1998, P:06

¹⁴Brad Ford De Long-Andrei Shliefer-Laurence Summers-Wald man, "Noise Trader Risk in Financial Market" reference previous, P:07

¹⁵Brad Ford De Long–Andrei Shliefer–Laurence Summers–Wald man, "Noise Trader Risk in Financial Market" reference previous. P:08

¹⁶ Keith Cuthdertson, "Economie Financière quantitative Action. Obligation et taux de change", De Book. 1ere edition. Paris. Septembre2000. P:166

¹⁷ Keith Cuthdertson, "Economie Financière quantitative Action. Obligation et taux de change", reference previous. P:166

¹⁸ Keith Cuthdertson, "Economie Financière quantitative Action. Obligation et taux de change", reference previous. P:170

¹⁹ Keith Cuthdertson, "Economie Financière quantitative Action. Obligation et taux de change", reference previous. P:171

²⁰Brad Barber–Tevance Odean–Ning Zhu, "Do noise Trader Move Market", "reference previous.P–P:06–05

²¹Brad Barber–Tevance Odean–Ning Zhu, "Do noise Trader Move Market", reference previous , P:08

مستقبل الأسواق المالية العربية في ظل التحرر المالي و انتشار الأزمات المالية

نبيل بوفليح - جامعة الشلف

محمد طرشي - جامعة الشلف

ملخص :

بالرغم من الايجابيات التي يمكن لسياسة التحرير المالي أن تحققها إلا أنها تنطوي على مجموعة من المخاطر التي يمكن أن تؤدي إلى حدوث أزمات مالية حادة ، حيث يترافق مع هذه السياسة استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للبنوك و القطاع المالي كما ان التحرير المالي قد يتسبب في إحداث الأزمات المالية نتيجة لآلية الارتفاع الوهمي لأسعار الأصول و هي ما تعرف بالفقاعة .

إذا كانت الأزمة المالية العالمية قد خلفت أثارا كبيرة بالنسبة لاقتصاديات الدول المتقدمة ، فقد تأثرت أغلبية الدول العربية سلبا بتداعيات هذه الأزمة ولو بدرجات متباينة وحسب خصوصية كل بلد ودرجة انفتاح اقتصاده وارتباطه بالخارج ، قد تعرضت الأسواق المالية العربية لضربة قاسية حيث انخفضت القيمة السوقية للشركات وبالتالي شهدت اقتصاديات هذه البلدان تباطؤ في معدلات الاستثمار والنمو الاقتصادي وارتفعت معدلات البطالة.

Summary :

Despite the positives that can be the policy of financial liberalization be achieved unless it involves a range of risks that can lead to severe financial crises, which is associated with this policy the development of credit risk of new banks and the financial sector and that financial liberalization may cause financial crises as a result of high placebo mechanism for asset prices and what is known as bubble.

If the global financial crisis has left serious repercussions for the economies of the developed countries, it has affected the majority of Arab countries negative repercussions of this crisis, albeit to varying degrees, according to the specificity of each country and the degree of openness of its economy and its association abroad, have been of Arab financial markets hit hard with lower market value of the companies and thus saw the economies of these countries, a slowdown in the rates of investment and economic growth and increased unemployment.

مقدمة:

اعتمدت إستراتيجية العولمة التحرير الواسع للأنشطة التجارية (السلعية والخدمية) و المالية ، و تم تطبيق هذا التحرير من خلال هيئات و مؤسسات عالمية فاعلة و مسؤولة عن تنظيم هذه الأنشطة مثل: منظمة التجارة العالمية وصندوق النقد الدولي، و قد منحت هذه الإستراتيجية قوى رأس المال حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها دون قيود عدا تحقيق مصالحها المادية ، و يعتقد مفكرو النظام الرأسمالي و رواد الليبرالية الجديدة خاصة النظرية النقدية والمدرسة النقدية (مدرسة شيكاغو) بان تمتع الأنشطة الاقتصادية و التجارية والمالية بحرية العمل في السوق يحقق أعلى مستويات الأداء الاقتصادي وبموجب هذا التوجه تم الأخذ بمبادئ سياسة التحرير المالي و المصرفي حيث منحت البنوك و المؤسسات المالية حرية أكبر في نشاطها المعولم .

و لكن السؤال الذي يطرح نفسه: هل تمكنت فعلا نظريات التحرير الاقتصادي و المالي من تحقيق الرفاهية في المجتمعات الرأسمالية، أم أنها ساهمت في انتشار الأزمات الاقتصادية و المالية عبر دول العالم المتقدمة والنامية؟

على الرغم من مزايا التحرير المالي إلا انه أصبح مصدرا لاحتدام حدة المنافسة في القطاع المالي و تساعد معدل المخاطر، و إن احد أكبر مخاطر التحرير المالي يكمن في الأزمات

القوية التي قد يتعرض لها الجهاز المصرفي، و في ظل تشابك الأسواق المالية و ترابطها أصبح من الضروري التأكيد على الاستقرار المالي و ذلك من خلال إلقاء الضوء على ما يعرف بمخاطر تفشي الأزمات، والذي يعني احتمالية أن تولد أزمة مؤسسة أو قطاع أو حتى بلد صعوبات كبيرة لدى شركائهم الذين يرتبطون معهم بعلاقات مالية وثيقة، ويمكن الإطلاع على ذلك من خلال عدة أمثلة حديثة توضح مخاطر أزمة المنظومة المالية التي يمكن أن يتسبب بها الإخفاق الفردي لإحدى مؤسسات المنظومة.

وتبعاً لما سبق يمكن أن نطرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو مستقبل الأسواق المالية العربية في ظل انتشار تداعيات الأزمات المالية العالمية ؟

المحور الأول: التأصيل النظري لسياسة التحرير المالي

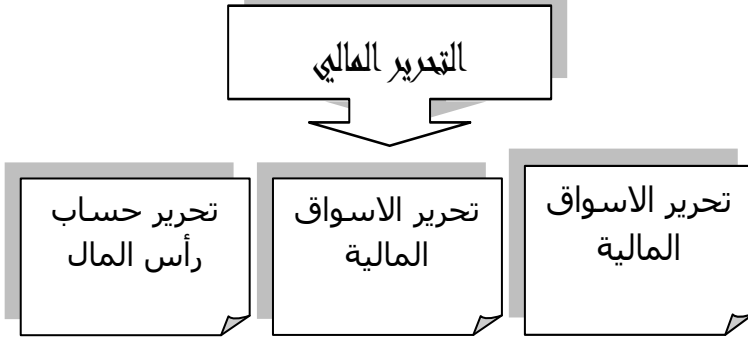
1- مفهوم التحرير المالي و المصرفي : يعتبر التحرير المالي احد مكونات وصفة التحرير الاقتصادي و التي تركز على تقليل و إزالة القيود على التجارة الداخلية و الخارجية و توسيع نشاط القطاع الخاص و إطلاق حرية قوى العرض و الطلب في التسعير و جعل السوق المحلية أكثر تنافسية و تبسيط إجراءات التجارة و الاستثمار و الدفع إلى تبني معايير الجودة طبقاً للمواصفات العالمية.

و يتمثل التحرير المالي في إعطاء استقلالية تامة للمؤسسات المالية والبنوك و ذلك من خلال إلغاء كل القيود و الضوابط و اعتماد آليات السوق (قانون العرض و الطلب) في تحديد معدلات الفائدة الدائنة و المدينة، مع التخلي عن سياسة تاطير الائتمان و خفض الاحتياطي الإلزامي ،و إلغاء الرقابة الإدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينه (القطاع الحكومي) أو تقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفاضلية مما يؤدي إلى تخصيص غير الكفاء للموارد المالية و التأثير سلبي على النمو والاستثمار والادخار، و فتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص الوطني و الأجنبي.

2- مكونات سياسة التحرير المالي: و تتكون سياسة التحرير المالي من ثلاث محاور

أساسية:

الشكل رقم 01: مكونات سياسة التحرير المالي:



المصدر: من إعداد الباحثين

أ- **التحرير المصرفي:** يشمل تحرير ثلاث متغيرات أساسية هي تحرير أسعار الفائدة عن طريق الحد من الرقابة المتمثلة في تحديد سقفوف عليا لأسعار الفائدة الدائنة و المدينة، و تركها تتحدد في السوق بالالتقاء بين عارضي الأموال و الطلب عليها للاستثمار، عن طريق الملائمة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري، و بالتالي زيادة النمو الاقتصادي¹ و لا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين، و تحرير الائتمان و هذا بالحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات محددة، و كذا وضع سقفوف ائتمانية عليا على القروض الممنوحة لباقي القطاعات الأخرى، و ثانيا إلغاء الاحتياطات الإجبارية المغالى فيها على البنوك، و تحرير المنافسة البنكية بإلغاء و إزالة القيود و العراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية و الأجنبية حيث تدعم بحوث استندت إلى مجموعة مختلفة من الأساليب بما في ذلك الدراسات القطرية فكرة انه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما تحسنت نوعية الخدمات المالية وزادت كفاءة الوساطة المالية²، و كذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة باختصاص البنوك و المؤسسات المالية، إعطاء فرصة للبنوك لتحسين أدائها وتسييرها. ب- **تحرير الأسواق المالية**³: و يتم ذلك بـ:

- **تحقيق التكامل بين الأسواق المالية:** يتحقق ذلك عن طريق الربط والتشابك بين مختلف الأسواق المالية عبر العالم و ذلك عن طريق عدة وسائل منها⁴:

- الربط الحاسوبي للبورصات و يقتضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق .

- الربط بالوسطاء الماليين: وذلك بتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.

- **تعزيز إمكانيات التمويل الدولي:** أي عوامة الأسهم و السندات و ذلك لتحقيق التنوع و التوسع في إصدار مختلف الأوراق المالية على المستوى الدولي.

ج-تحرير حساب رأس المال: يتضمن إزالة الحواجز و العقبات التي تمنع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى من الاقتراض من الخارج، و العمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري و حساب رأس المال، و تقليص الفجوة بين سعر الصرف الاسمي و الحقيقي و تحرير تدفقات رأس المال.

و يشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص إلى قضيتين هامتين هما⁵:

- انه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، و تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر، قبل تحرير استثمار المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر.

- إن التحرير الشامل لمعاملات و تحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد و النظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد و النظم الاحترازية المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية.

3- أعمال E.Shaw و R.Mc-kinnon:⁶ تعتبر أعمال ماكنون و شو

الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي أن المساهمة الرئيسية لماكنون تكمن في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بحيث تتلاءم مع وضعية اقتصاد الدول النامية الذي يتميز بضعف هياكله المالية و تخلف نظامه المصرفي و عدم تطور و تنوع الأدوات المالية فيه ، و في ظل هذه الوضعية فإن أهم مصدر لتمويل الاستثمار هي الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي والادخار من الدخل الجاري ، و يرى ماكنون أن النقود باعتبارها وسيلة دفع فإنها تعتبر

الأصل المالي الأكثر أهمية في الدول النامية ، و بهذا تصبح النقود في هذه الدول قناة إلزامية لتراكم رأس المال.

و يشير كل من مكنون و شو أنه عند تحرير معدلات الفائدة يرتفع حجم الادخار المحلي و التخصيص الأمثل للموارد المالية و توسع الأسواق المالية و تطوير النظام المالي و المصرفي مما ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي ، عن طريق الملائمة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري ، وعليه فزيادة الأموال الموجهة للقروض يؤدي إلى زيادة الاستثمار ، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي⁷.

4- العوامل التي يجب توفرها لنجاح التحرير المالي : لنجاح التحرير المالي يجب توفر ما يلي:

أ- الاستقرار الاقتصادي العام: من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي العام ، يجب اتخاذ عدة إجراءات وقائية وعلاجية ، التي تمكن من التنسيق بين السياسات الاقتصادية وسياسة التحرير المالي و المصرفي⁸ ، فارتفاع معدلات التضخم قد يفرض رفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات مرتفعة جدا لتحقيق معدلات حقيقية موجبة، وقد يؤدي ذلك إلى أزمات مالية.

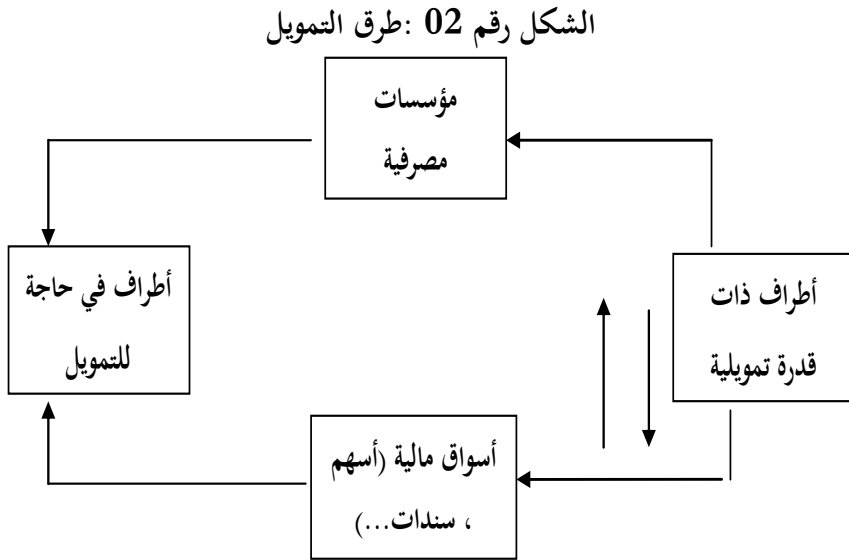
فإن أمكن لعدد كاف من الشركات الاقتراض بمعدلات كبيرة و بأسعار فائدة اسمية مرتفعة جدا، فسوف يؤدي بمعدل التضخم للارتفاع مستقبلا أمرا أكثر احتمالا، ومن شأن ذلك أن يدعم التوقعات الخاصة بعدم هبوط التضخم⁹.

ب- توافر نظام مالي مستقر مع نظام إشراف مناسب: إن كل مؤسسة مالية تقوم بالوساطة تمر بمخاطر تحتاج إلى تنظيم وإشراف جدي، وإن التنظيم والإشراف الجدي هام بالنسبة للبنوك لأن فشل أحد المؤسسات المالية أو أكثر يمكن أن يؤدي إلى أزمة في السوق كله نتيجة لفقدان الثقة في البنوك مما يؤدي إلى سحب ما فيها من أموال المودعين

والمقترضين، و إن هذا بدوره من الممكن أن يزعزع استقرار الاقتصاديات الكلية والنشاط الاقتصادي¹⁰.

ج-توافر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة¹¹: يفضل قبل الشروع في إزالة القيود و الانفتاح المالي توفير بنية مؤسسية وقانونية ملائمة، إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي، حيث من الضروري توفر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية¹²، ونظام قضائي يتسم بالكفاءة يفصل بعدالة وسرعة في الدعاوي على أن يقترن ذلك بآلية فعالة لتنفيذ الأحكام.

المحور الثاني: اللاموساطة المالية و تزايد دور الأسواق المالية في نظام التمويل
1-التوجه نحو التمويل المباشر:



المصدر: De Coussergues, La Banque ,Dalloz, Paris.1996.p26

و قد عرف التمويل المباشر تطوراً كبيراً خلال سبعينات و ثمانينات القرن الماضي ففي الولايات المتحدة الأمريكية عرفت ظاهرة اللاموساطة منذ أواسط السبعينات و تبعتها الدول الكبرى خلال الثمانينات ، و قد أثرت تلك التطورات تأثيراً سلبياً على

التوظيفات البنكية و موارد البنوك (تصاعد حجم صناديق التوظيف المشتركة) فقد لوحظ ان المشروعات الكبرى على وجه الخصوص والتي تعتبر من أفضل زبائن البنوك التجارية تميل إلى تفضيل التدخل المباشر في الأسواق المالية على حساب الأسواق البنكية¹³ و قد ترتب على ذلك ان أصبحت ظاهرة احتكار البنك لعمليات الائتمان محل شك ، و بالتالي تغير هيكل ميزانية البنك التجاري كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 01: مكونات الناتج البنكي الصافي في البنوك الفرنسية من 1975 إلى 1998
الوحدة: النسبة المئوية %

1998-1993	1985	1975	
47	85	81	هامش الوساطة المالية
53	15	19	نواتج مختلفة
100	100	100	الناتج البنكي الصافي

Laurence Scialom, Economie bancaire ,op-cit p 21.
المصدر:

من خلال الجدول نلاحظ تراجع عمليات الوساطة المالية (ودائع - ائتمان) فبسبب منافسة المؤسسات المالية غير المصرفية للبنوك انخفضت حصة البنوك من الودائع و أصبح عليها أن تتجه إلى مصادر أموال جديدة فبعد أن كانت تعتمد على الودائع التقليدية اضطرت إلى التوسع في الاعتماد على ما يسمى بشهادات الإيداع القابلة للتداول¹⁴ .

2- ظهور الابتكارات المالية: تمثلت أهم مظاهر نمو الابتكارات المالية في الأسواق المالية في:

- انحيار اتفاقية بروتون وودز و هو الأمر الذي ترتب عنه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف .

- النمو في استخدام التمويل ذو الحساسية لسعر الفائدة و إدارة الالتزامات

- زيادة حدة التضخم و ما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة القصيرة الأجل.

-الزيادة في قيمة أدوات الدين ذات الفائدة المتغيرة أو المعومة، حيث بدأت البنوك في الإقراض بأسعار فائدة متغيرة.

-نمو الأسواق المالية و كذا الأدوات المالية القابلة للتسويق .

-المنافسة الشرسة بين المؤسسات المالية و المصرفية ، دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث و الابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

3-نشأة الهندسة المالية: ظهرت الهندسة المالية للوجود في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق و بيئة المنشآت. ففي لندن عندما فتحت البنوك هناك إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال كانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية.

المحور الثالث: التحرير المالي و الأزمة المالية العالمية

يمكن تلخيص علاقة سياسة التحرير المالي بالأزمة المالية العالمية فيما يلي :

إن التحرير المالي ينطوي على انتهاج السلطات النقدية لسياسات تحرير معدلات الفائدة و التوسع في الائتمان و تحرير أسعار صرف العملة بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال.

*إن التحرير المالي قد يتسبب في إحداث الأزمة نتيجة لآلية الارتفاع الوهمي لأسعار الأصول و هي ما تعرف بالفقاعة حيث تنشأ هذه الارتفاعات من مشكلات نقل الخطر و زيادة حالة عدم التأكد عند التوسع في منح الائتمان.

*آلية سعر الفائدة: في ظل سياسة التحرير المالي يتم تحرير أسعار الفائدة الأمر الذي قد يؤثر على البنك، حيث يواجه بعض الاختلالات في ميزانيته فيقوم برفع أسعار الفائدة القصيرة الأجل دون الطويلة منها لمحاولة توفير السيولة مما قد يوجد أزمة خاصة مع تفاوت آجال الاستحقاق بين القروض طويلة الأجل ذات أسعار الفائدة الثابتة مقارنة بالودائع قصيرة الأجل ذات الفائدة المرتفعة.

و قد اقترنت سياسة التحرير المالي بالكثير من النشاطات البنكية و المالية المستحدثة و التي كان من أهمها :

***التوريق :** لقد لعبت عملية تحويل المرهونات إلى أوراق مالية من قبل الشركات و الكيانات الاستثمارية في السوق الثانوية دورا كبيرا في اندلاع الأزمة ، فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من المرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه "المحفظة من المرهونات العقارية" لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق securitization ، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظته من المرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى.

***التوسع المفرط غير الحريص في الائتمان:** يشير التحليل الصادر عن صندوق النقد الدولي إلى إخفاقات على ثلاثة مستويات مختلفة¹⁴ :

- لم تكن هيئات التنظيم المالي مجهزة بما يتيح لها اكتشاف تركزات المخاطر والحوافز المعيبة وراء طفرة الابتكارات المالية.

- لم يوجه صانعو السياسات الاهتمام الكافي للاختلالات الاقتصادية الكلية المتنامية التي أسهمت في تراكم المخاطر النظامية.

***التلاعب بشروط الإقراض :** ففرت حصة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المعروفة بـBALLOON عام 2006 لتصل نسبتها من إجمالي القروض عالية المخاطر إلى 25.2% مقابل 0.8% عام 2003 و هذه القروض تتطلب دفع دفعة كبيرة في نهاية القرض¹⁵.

***مؤسسات التصنيف الائتماني و دورها في الأزمة :** قامت هذه المؤسسات بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا آمنا (AAA) نظرا لأنها صادرة عن بنوك قوية و بذلك ساهمت مؤسسات التصنيف في الأزمة لان التصنيف كان غير دقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر الذي تتعرض له¹⁶.

*عوامل أخرى متعلقة بسعر الفائدة :

*استحواذ قروض المهيبرد إلى حوالي نصف القروض عالية المخاطر و هذا النوع من القروض هي تلك القروض التي تحمل أسعار فائدة ثابتة في بداية عمر القرض و من ثم يعاد تحديد سعر الفائدة وفقا لسعر مرجعي.

*أصبح الإقراض بمعدلات فائدة ثابتة اقل انتشارا في سوق الإقراض عالي المخاطر. وصلت نسبة التوقف عن السداد ما بين 16 % و 20 % لكافة أنواع القروض باستثناء القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة و التي سجلت نسبة اقل من 12 % خلال الفترة من 2001/2006¹⁷

*عدم مراعاة الأسس و السياسات و القواعد المصرفية السليمة : ان بنك الاتحاد الفدرالي لم يقم بدوره كبنك مركزي في مراقبة النظام المصرفي و اكتفى باستخدام سعر الفائدة كأداة لإدارة النشاط الاقتصادي بينما نجد أن الكثير من البنوك أخذت تعمل خارج الطريقة التقليدية و هذا في ظل سياسة التحرير المالي المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث أن البنوك ركزت نشاطها في عمليات خارج الميزانية أي بعيدا عن ميدان الرقابة¹⁸.

بالإضافة إلى ذلك كان هناك انعدام للرقابة والإشراف على المؤسسات المالية المتخصصة وبالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض وإصدار السندات، ففي الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية إلى رقابة البنوك المركزية من حيث الالتزام بشروط المحافظة على ملاءة رأس المال ، فإن شركات الاستثمار لا تخضع لمثل هذه الرقابة¹⁹، و كذلك الأمر بالنسبة لبنوك الاستثمار التي توسعت في عمليات الإقراض.

المحور الرابع: تأثير أزمة الرهن العقاري على أسواق المال العربية

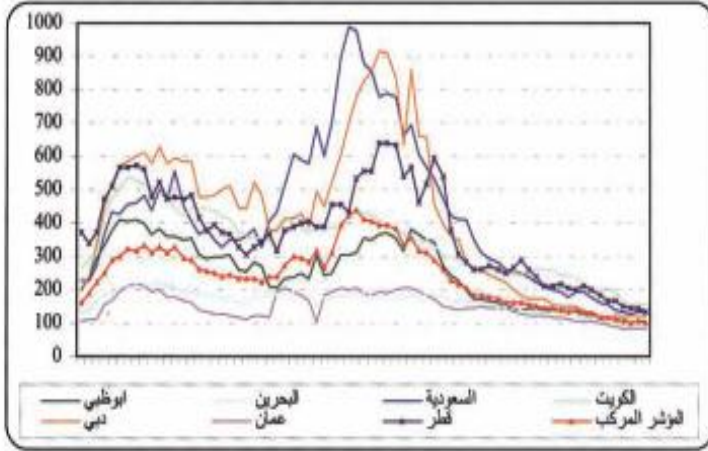
تعرضت الاقتصادات العربية إلى الأزمة العالمية و ما ترتب عنها من ركود في اقتصاديات غالبية الدول المتقدمة و النامية خلال عامي 2008 و 2009، و لقد تباينت القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية و ذلك حسب طبيعة اقتصاداتها و درجة انفتاحها و ارتباطها بالاقتصاد العالمي، و يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات هي:

-المجموعة الأولى: دول مجلس التعاون الخليجي، و التي تتسم بأنظمة مالية و تجارية منفتحة و ذات انكشاف على الأسواق المالية العالمية .

لقد شهدت دول مجلس التعاون الخليجي في السنوات التي سبقت الأزمة طفرة في الموارد المالية الناجمة عن الزيادات الكبيرة في الإيرادات النفطية والتدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص

و مع تفاقم الأزمة و الانكماش الحاد في الاقتصاد العالمي و ما تبعه من تراجع على مستوى الطلب العالمي و انخفاض أسعار المحروقات ، تقلصت الفوائض النفطية و تقلصت معها السيولة النقدية لدى القطاع المصرفي بالإضافة إلى خروج التدفقات المالية الأجنبية و التي دخلت لأغراض المضاربة و بالتالي تراجعت ثقة المستثمرين في الأوضاع الاقتصادية المحلية.

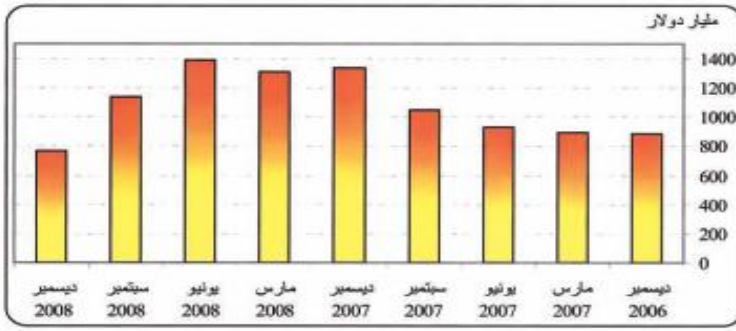
الشكل رقم 03: تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية لدول الخليج



المصدر: ابراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات و عبر من الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد العربي، 2009، ص 17.

لقد قدرت الخسائر في القيمة السوقية للأسواق الخليجية بنحو 41% أو ما يعادل 400 مليار دولار خلال الفترة سبتمبر الى ديسمبر 2008 كما تعرضت مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية لتقلبات عدة وأصبحت العدوى ظاهرة بصورة واضحة.

الشكل رقم 04: تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية بعد الأزمة المالية العالمية



المصدر: ابراهيم عاكوم، مرجع سبق ذكره، ص16.

و على سبيل المثال في الوقت الذي انخفضت فيه المؤشرات الأوروبية و الأمريكية و الآسيوية الرئيسية بنسب تتراوح بين 30% و 40% خلال 2008 سجلت بعض الأسواق الرئيسية العربية انخفاضات وصلت إلى حدود 70%.

-المجموعة الثانية (الجزائر، السودان، ليبيا ، اليمن):تعتبر أسواق المال المحلية فيها غير مرتبطة ارتباطا مباشرا بالأسواق العالمية ، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية.

تأثرت اقتصاديات هذه الدول بالانخفاض في أسعار المحروقات الناتج عن الركود في الاقتصاد العالمي بالإضافة إلى ذلك فقد قامت كل من الجزائر وليبيا بخفض حصصهما الإنتاجية خلال عامي 2008 و 2009 و ذلك تطبيقا لقرار منظمة الأوبك و لذلك حجم الصادرات النفطية .

و لم يتأثر القطاع المالي المحلي بعدوى الأزمة المالية لكونه أكثر انغلاقاً وغير مرتبط بالنظام المصرفي و المالي العالمي حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية لدول المجموعة للتقلبات في القيمة السوقية نظراً لصغر حجم التداول و قلة عدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى انغلاقها التام أمام الاستثمار الأجنبي.

-المجموعة الثالثة (مثل المغرب ، تونس): هي دول يعتمد القطاع المصرفي و المالي فيها على موارد الإقراض المحلي و بالتالي لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة في أسواق المال العالمية.

إن ارتباط اقتصاديات دول هذه المجموعة بصورة وثيقة بالنشاط الاقتصادي والطلب في الدول المتقدمة و ذلك في جانب المعاملات السلعية و المتمثلة في تركز اتجاهات الصادرات إلى أسواق الاتحاد الأوروبي و الولايات المتحدة الأمريكية و كذلك في جانب المعاملات الخدمية و الرأسمالية و المتمثلة في تحويلات عمالتها بالخارج و إيرادات السياحة و تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كان له الأثر السلبي على صادرات دول هذه المجموعة نتيجة دخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود.

فمثلاً قد سجلت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج انخفاضاً بنسبة 3,5% سنة 2008 و بنسبة 5,4% سنة 2009 مقابل الإرتفاع بنسبة 15% سنة 2007 ، كما أن انكماش الطلب في دول الاتحاد الأوروبي و دخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود كان له الأثر السلبي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها ، حيث تراجع حجم الإستثمار الأجنبي في المغرب بنسبة 26,3% سنة 2008 و 29,2% في 2009 ، و هكذا انخفض الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 0,86% سنة 2008 و 2,46% سنة 2009²⁰.

المحور الخامس: سبل تطوير الأسواق المالية العربية لمواجهة الأزمات المالية

1-إنشاء سوق مالية عربية مشتركة: بدأت فكرة إنشاء سوق مالية عربية موحدة منذ منتصف السبعينات و قد حظيت هذه الفكرة بالاهتمام سواء من أصحاب القرار الاقتصادي (محافظي البنوك المركزية) أو القطاع الخاص ممثلاً باتحاد غرف التجارة حيث إن توحيد الأسواق المالية وتوحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها يحقق التكامل المالي

ويساعد مواطني دول العربية الطبيعيين والاعتباريين من تداول وشراء الأسهم وتأسيس الشركات في أي دولة من الدول الأعضاء والحصول على نفس معاملة مواطنيها دون تفریق أو تمييز ومن بين الاتفاقيات الموحدة للدول الأعضاء توحيد شروط إدراج الأوراق المالية وتوحيد القواعد المتعلقة بالأسهم والاككتابات العامة، وتوحيد قواعد الإفصاح وحوكمة الشركات، وتوحيد لوائح إصدار، وطرح الأوراق المالية أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها، أو الترويج لها، وتحديد شروط حالات طرح الأوراق المالية، وتوحيد قواعد تمويل الشركات المساهمة، والعمل على دراسة وضع البنية التحتية والجوانب الفنية لمشروع الربط الالكتروني بين الأسواق المالية العربية .

2-الإفصاح و الشفافية: تعد القدرة على إعداد و نقل و نشر المعلومات وتوصيلها من أهم الأمور في العصر الحالي حيث يعتبر مبدأ الشفافية والإفصاح من أهم أعمدة الاقتصاد الحر في العصر الحديث و يقصد بالشفافية قيام الشركة أو الجهة بتوفير المعلومات و البيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين و أصحاب الحصص و المتعاملين في السوق و إتاحة الفرصة لمن يريد الاطلاع عليها و عدم حجب المعلومات فالشفافية ليست هدفا بحد ذاتها بل وسيلة لإظهار الأخطاء فقد كشفت الأزمة العالمية الانحرافات التي تحدث في الشركات الكبرى ، عن الحاجة إلى تدعيم مفاهيم الإفصاح و الشفافية و المساءلة ..

3-تدعيم الأطر الرقابية: لقد كشفت الأزمة على ضرورة أن يترافق التحرير المالي إشراف فعال على المؤسسات المالية و الأسواق المالية، فقد أثبتت انعكاسات الأزمة المالية العالمية أن عدم تبني و تطبيق اطر رقابية محلية ودولية مناسبة و للتعامل مع الابتكارات المالية و الأدوات المستحدثة والمعقدة قد يؤدي عاجلا أو أجيلا إلى إضعاف قدرة المؤسسات المالية على إدارة المخاطر الناتجة عن هذه الأدوات.

4-إدراج الأوراق المالية الإسلامية: تشير العديد من المؤشرات على كبر حجم الأموال المستثمرة في الأدوات المالية الإسلامية و لا شك أن إدراجها في أن إدراجها في

البورصات العربية سيسهم في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين مما يؤدي إلى تنشيط البورصات العربية .

5- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: وذلك من خلال حملات توعية و إعلام.

6- تقوية قاعدة الاستثمار المؤسسي: حيث أن ذلك يسمح بزيادة عمق السوق و تخفيض حساسيته لتعاملات الأفراد، و يتأتى ذلك من خلال إنشاء صناديق الاستثمار و تفعيل دور صناديق المعاشات و مؤسسات التأمين.

7- صياغة سياسات للتحوط ضد الأزمات: و ذلك من خلال تقييد أنواع معينة من التدفقات مثل نظام الاحتياطي الشيلي (فرض احتياطات على التدفقات القصيرة الأجل تودع لدى البنك المركزي)

8- وضع قيود على خروج رؤوس الأموال: فقد انتشر هذا الأسلوب بعد نجاح ماليزيا في فرض قيود على خروج أحجام كبيرة من رؤوس الأموال سواء من المقيمين أو غير المقيمين .

الخاتمة:

إن سلامة القطاع المالي و المصرفي تعتمد على سن القوانين و التشريعات التي تحد من خطر انتشار الأزمات النظامية و التي تقع نتيجة لعدم احترام البنوك و المؤسسات المالية الأخرى لقواعد العمل المصرفي و المالي السليم، خاصة بعد اتجاه الدول المتزايد نحو تطبيق إجراءات التحرير المالي و العولمة المصرفية، و التي أدت إلى التزايد الملموس في أنواع و حجم المخاطر التي تواجه القطاع المالي و المصرفي.

و ينبغي على الدول العربية قبل أن تنخرط في العولمة المالية إتباع سياسات اقتصادية سليمة تتضمن تقوية الجهاز المصرفي و تنمية الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنمية سوق رأس المال ، و ضرورة التزام البنوك و الشركات بقواعد الإفصاح و الشفافية . و أخيرا على الدول العربية أن تولي اهتماما كبيرا لتطوير أسواقها المالية و أن تضع ذلك ضمن أولوياتها .

التوصيات و الاقتراحات:

- عند تبني سياسات الانفتاح المالي يجب الالتزام بتحقيق الاستقرار الاقتصادي و المالي المحلي التي يجب أن تدرج ضمن برنامج إصلاححي شامل.
- لقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن أوجه القصور و الضعف في السياسات و الاستراتيجيات التي انتهجت قبل الأزمة ، لذلك فيجب على القائمين على الأسواق المالية العربية تقييم نتائج هذه التجربة و استخلاص العبر و تطبيق الإصلاحات الكفيلة بضمان سلامة الأسواق المالية العربية التي تعتبر أسواقا ناشئة.
- وضع الأطر القانونية و التنظيمية و الرقابية اللازمة التي تؤدي إلى تحصين أسواق المال العربية في ظل العولة المالية و التكامل المالي.
- يجب الالتزام بالإفصاح لان ذلك من شأنه تعزيز انضباط الأسواق المالية العربية، مع ضرورة التركيز على الاستثمار المؤسسي و نشر الثقافة المالية في أوساط المستثمرين.
- ضرورة التحيت المستمر للقوانين و التعليمات و جعلها مناسبة مع الواقع ومتماشية معه، مع ضرورة مراعاة الأوضاع الداخلية و عدم نسخ تجارب الدول الأخرى.
- التأكيد على ضرورة الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات ،مع إجراء تقييم دوري لمدى التزام الشركات المدرجة في البورصة بهذه المبادئ .

المراجع و الإحالات:

- ¹J.L.Bailly, G.Caire, économie monétaire et financière, collection grand amphi, Bréal.2006.p359.
- ²ايهان كوزي و اخرون ؛ العولمة المالية ، مجلة التمويل التنمية مارس 2007 ، صندوق النقد الدولي .ص 11.
- ³بريش عبد القادر ، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005/2006، ص 38
- ⁴فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1996، ص: 173.
- ⁵عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، ، الدار الجامعية طبعة 2002/2003 الإسكندرية ، ص: 35.

- ⁶ بن بوزيان محمد؛ شكوري سيدي محمد؛ التحرير المالي و اثره على النمو الاقتصادي - حالة الجزائر - من الملتقى الوطني الثاني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات الاقتصادية المركز الجامعي بشار .
- ⁷ VENET. B, " les approches théorique de la libéralisation financière", université paris IX dauphine, 2000.
- ⁸ عبد الوهاب عثمان شيخ موسى، السلامة المصرفية و الاستقرار الاقتصادي، الطبعة الثانية، دار السداد ، الخرطوم ، 2007. ص 40
- ⁹ رونالد ماكيتون ، ترجمة طيب بطرس و سعاد طنبولي، النهج المثل للتحرير الاقتصادي، الجمعية المصرية لنشر الثقافة العالمية ، الطبعة الاولى، 1996 ، ص 116
- ¹⁰ طارق عبد العال حماد ، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك . مرجع سبق ذكره، ص 47.
- 48.
- ¹¹ حريري عبد الغني اثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية ؛ مذكرة ماجستير غي منشورة ، جامعة حسنية بن بو علي شلف 2007 ص 61 .
- ¹² عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، المكتب العربي طبعة 2001، ص 112.
- ¹³ Laurence Scialom, Economie bancaire, op- cit.p
- ¹⁴ دروس الازمة ؛ نشرة صندوق النقد الدولي مارس 2009 انطلاقا من الموقع الرسمي للصندوق:
<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/so/2009/pol030609Aa.pdf>
- ¹⁵ د. عدلي قندح ؛ الازمة المالية العالمية الدور و اهم الاسباب ؛ مجلة اتحاد المصارف العربية عدد 335 اكتوبر 2008 بيروت. ص 44
- ¹⁶ عدلي قندح ؛ الازمة المالية العالمية الدور و اهم الاسباب ؛ نفس المرجع السابق. ص 46.
- ¹⁷ عدلي قندح ؛ الازمة المالية العالمية الدور و اهم الاسباب ؛ نفس المرجع السابق. ص 45.
- ¹⁸ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، مرجع سبق ذكره. ص 308.
- ¹⁹ حسين بو رغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب و الآثار و الحلول المقترحة، بحث مقدم الى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الدولية و الحوكمة العالمية، أيام 20 ، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.
- ²⁰ المندوبية السامية للتخطيط، اثر الأزمة العالمية على الاقتصاد المغربي، يونيو 2010، ص 04. انطلاقا من الموقع الالكتروني:
www.hcp.ma/file/10375 تاريخ الزيارة: 17- 03- 2011.

الصناديق السيادية: الاستثمار بين الفرص و المخاوف

نوال بن لكحل

المركز الجامعي بتيبازة

استفادت العديد من اقتصاديات الدول الناشئة و البلدان المصدرة للمواد الأولية، في الآونة الأخيرة، من وفرة هامة لرؤوس الأموال مما شجع بروز دور مجموعة خاصة من الأعران الماليين و المتمثلة في الصناديق السيادية.

رغم وجود هذه الصناديق منذ الخمسينيات غير أن بروزهم و تطورهم في الوقت الحالي ناتج عن إنشاء صناديق سيادية من طرف اقتصاديات مهمة كالصين وروسيا، ويرجع الزخم الأساسي وراء تزايد صناديق الثروة السيادية إلى ارتفاع أسعار النفط، و شيوع العولة المالية واستمرار الاختلالات في النظام المالي العالمي، حتى أسفرت عن تراكم سريع في الأصول الأجنبية لدى بعض البلدان.

وعلى ذلك أصبحت صناديق الثروة السيادية موضع اهتمام متزايد بالنسبة للأسواق وصانعي السياسات والهيئات التشريعية الوطنية ووسائل الإعلام، لا سيما بعد العمليات التي استهدفت ضخ رؤوس أموال تجاوزت 40 مليار دولار أميركي منذ نوفمبر 2007 في البنوك الأوروبية والأميركية التي تكبدت خسائر فادحة من جراء أزمة القروض العقارية منخفضة الجودة. وقد رحب الصندوق الدولي وأطراف أخرى بعمليات ضخ السيولة المذكورة، نظرا لما حققته من أثر إيجابي على استقرار الأسواق.

بالمقابل نجد أن هذا التطور السريع لهذه الصناديق بات يشكل قلقا حول دور الدول في الأسواق المالية العالمية. لذلك وفي إطار تحديد السياسات المتعلقة بهذه الصناديق، قامت كل من دول المجموعة السبعة G7 و مجموعة العشرين G20 بتوكيل مهمة للمؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي FMI ومنظمة المشاركة للتطور الاقتصادي OCDE بهدف تشكيل جرد الممارسات الواجب إتباعها و قوانين السير، و مراجعة القوانين التي تحكم الاستثمارات الخارجية الممولة من طرف السلطات العمومية.

سنحاول من خلال هذه المداخلة تقديم الآثار الإيجابية و السلبية التي يمكن أن تعكسها الصناديق السيادية على الاستقرار المالي الدولي.

1- تقديم الصناديق السيادية:

لا يوجد بعد تعريفاً موحداً مقبولاً على المستوى الدولي للصناديق السيادية، وذلك نتيجة لتعدد مصادر تمويلها، أهدافها وهيكل تسيرها. عموماً، تعرف الصناديق السيادية أنها هيكل عمومية للتمويل والمسيرة من طرف وزارة المالية، البنك المركزي أو من طرف مؤسسات أو بنوك كبيرة للاستثمار تقدم كشف حساب للدولة.

غالباً ما تستعمل الصناديق السيادية لدعم المؤسسات الوطنية عندما تكون بحاجة لسيولة، كما تتدخل في رأس مال شركات أجنبية على شكل توظيف محفطي (-10%)، أو على شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

تكون بهذا فرص الاستثمار متنوعة حسب الصندوق وحسب الدول التي تتحكم فيه. غالباً ما يستثمر الصندوق في الشركات ذات مخاطرة كما يستهدف الاستثمار في المؤسسات الاستراتيجية التي من شأنها دعم التنمية الاقتصادية للبلاد.

تتباين مسببات إقبال الدول على إنشاء صناديقها السيادية من توفير مدخول بديل لمعالجة العجز في الميزانية العامة، أو تنويع مصادر الدخل، أو توفير موارد للأجيال القادمة، أو دعم استدامة التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أو بعض منها، أو جميعها معاً. وتتباين تبعاً المستهدفات بتباين المسببات بين مستهدفات متوسطة الأجل وطويلة الأجل ومؤقتة ومستدامة. تتباين كذلك هيئة هذه الصناديق السيادية بين هيئات عامة كجهاز قطر للاستثمار، أو شركات خاصة مملوكة للدولة كشركة ممتلكات البحرينية، أو كمحفظة استثمارية كمحفظة الفوائض المالية والاحتياطيات النقدية السعودية.

بينما يقدم KIMITT (2008) تعريفاً للصناديق السيادية على أنها هيكل توظيف الدولة الممولة عن طريق الأصول بالعملة الصعبة و المسيرة بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية.

فهي رؤوس أموال الدول السيادية المستثمرة في محفظة متنوعة متكونة من الأسهم أساساً وذات مخاطرة عالية، فالصندوق السيادي صندوق استثماري مملوك للدولة لإدارة استثماراتها الناتجة عن فائض ميزان مدفوعاتها، أو احتياطي عملاتها الأجنبية، أو عائدات تخصيص قطاعاتها العامة، أو فائض ميزانيتها العامة، أو عائد صادراتها، أو أي مصدر مالي ترى الدولة توجيهه نحو الصندوق لحفظه وتنميته.

2- النشأة التاريخية للصناديق السيادية:

تم تأسيس أول صندوق سيادي في العالم سنة 1953 في الكويت وهو هيئة الاستثمار الكويتية ذو طابع استثماري محلي وخارجي من أجل توظيف الفائض المالي المرتبط باستغلال الثروات البترولية

ليتبع بالصندوق السنغافوري (1974) Tamasek Holdings ثم الصندوق الكندي Alberta Heritage Savings Trust Fund ، الأمريكي Alaska Permanent Reserve Fund و للإمارات العربية المتحدة Abu Dhabi Investment Authority سنة 1976 .

1980: أنشأت سلطنة عمان صندوقها السيادي State General Reserve Fund بهدف تسيير استثمارات فائض الاحتياطات البترولية. يمتلك الصندوق من طرف السلطنة و يسير من طرف وزارة المالية.

1981: قررت حكومة سنغافورا إنشاء صندوقها الثاني Government of Singapore Investment corporation بهدف تسيير احتياطات الصرف.

1983: قامت حكومة بروناي بإنشاء Brunei Investment Agency بهدف تسيير مداخل النفط.

شهدت وتيرة تأسيس الصناديق السيادية بعد ذلك نمواً ملحوظاً في الأعوام الأخيرة في إشارة إلى استيعاب متأخر للدور الذي تؤديه هذه الصناديق في دعم التنمية المستدامة.

1990: أنشأ صندوق احتياطي للمنع للحكومة النرويجية الناتج عن المداخل البترولية.

- 1993: تم تأسيس Khazanah من طرف الحكومة الماليزية.
- 1996: إنشاء Pula Fund من طرف جمهورية يوتسوانا
- 1999: قامت الجمهورية الإسلامية الإيرانية بإنشاء Stabilization Fund Oil عرفت سنوات الألفية الثانية ارتفاع عدد الصناديق السيادية والتي تفسر نتيجة ارتفاع أسعار المواد الأولية.
- 2000: قامت الجزائر بتأسيس صندوق تنظيم الإيرادات، الذي تهدف من خلاله حماية الاقتصاد الوطني من الأزمات الخارجية و احتواء التضخم، كما تم تأسيس National Kazakhstan Fund من طرف حكومة كازاخستان من أجل ضمان التطور الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي للبلاد، و تجميع الموارد المالية للأجيال القادمة و الحماية من التغيرات الخارجية.
- 2003: قررت الحكومة الروسية تكوين صندوق سسيادي Stabilization Fund of the Russian Federation بهدف تخفيض التضخم و جعل الاقتصاد الروسي في منأى عن اهتزازات أسعار المواد الأولية بعد الأزمة المالية 1998⁽⁶⁾.
- 2004: أنشأت أستراليا Australia Future Fund وهو صندوق التوفير للأجيال المستقبلية ، كما قامت دولة الإمارات العربية بإنشاء صندوقها السيادي الثاني Dubai International Capita والذي تهدف من خلاله الاستثمار في الشركات العمومية و الخاصة.
- 2005: عرفت هذه السنة إنشاء الصناديق التالية Oil Reserve Fund من طرف ليبيا، National Développement Fund من طرف فينز و يلا، Korea Investment Corporation من طرف كوريا الجنوبية، Qatar Investment Authority من طرف قطر.
- 2006: تأسيس صندوقين سياديين من طرف حكومة الشيلي و هما Economic Pension Reserve Fund and Social Stabilization Fund.
- 2007: قررت الصين بدورها إنشاء صندوق الدولة China Investment Corporation على نفس طريقة الصندوق السنغافوري Temasek Holdings من

أجل إمكانية تسيير الاحتياطات الضخمة⁶ التي تحوز عليها من العملة الصعبة و هي تهدف إلى الاستثمار في ما يقدر بخمسين مؤسسة متعددة الجنسية حول العالم، ورغم أن هذا الصندوق يعد الأحدث نشأة إلا أنه الأقوى و الأنشطة على مستوى المالية العالمية بما أصول تقدر بـ 200 مليار دولار.

و في 2008 أعلن البرازيل عن إنشاء صندوق سيادي بأصول مالية تقدر بـ 20 مليار دولار و الممول عن طريق الإيرادات الجبائية للبلد، وليس عن طريق فوائض الاحتياطات من العملة الصعبة والمقدرة بـ 185 مليار دولار، للصندوق مهمة الاستثمار داخل المؤسسات في الخارج وشراء البعض منها مع تفضيل للسندات على الأسهم.

3- أهداف الصناديق السيادية:

تتنوع أهداف الصناديق الاستثمارية التفصيلية ولكنها كلها يفترض فيها أن تصب في هدف واحد وهو تنمية هذه الاقتصاديات بنظرة تعبير الأجيال الحالية إلى الأجيال المستقبلية. ولنذكر بعض الأهداف الفرعية التي يفترض أن تصب في النهاية في مسار التنمية المستدامة .

3-1- تحقيق الاستقرار الاقتصادي اللازم للتنمية بالتعامل مع الدورات الاقتصادية الحادة التي تتصف بها الاقتصاديات النفطية كما تشهد بذلك تجاربها الماضية . فعندما ترتفع أسعار النفط ، وتتراكم لدى هذه الدول فوائض زائدة عن الطاقة الاستيعابية لهذه الدول ، فان هذه الفوائض يتم تحويلها إلى هذه الصناديق كمدخرات يتم استثمارها من قبل هذه الصناديق لتشكيل مصدر للدخل إضافة إلى بيع النفط الخام ، بل إن بعض البيانات تؤكد أن العائد السنوي للكويت من صناديقها الاستثمارية قبل الاحتلال قد زاد على دخلها السنوي من النفط . وبتحويل هذه الفوائض إلى هذه الصناديق ومن خلالها إلى استثمارات خارجية يكون الاقتصاد قد تجنب التوسع المفرط في الأنفاق المحلي وما يواكبه من تضخم . في المقابل ، عندما تتراجع أسعار النفط بصورة تعرض موازنات هذه الدول وموازينها التجارية لحالة اختلال ، فان الحكومات عادة تسحب من هذه الصناديق لتعالج

تلك الاختلالات وبكلفة طبعاً لأنها تضع فرصة استثمار هذه الأموال والعوائد التي تحققها .

3-2- توفير مدا خيل للأجيال القادمة بتحويل الثروة النفطية الناضبة وغير المتجددة إلى أصول متعددة تحقق مدا خيل أعلى من العائد المتوقع للنفط الخام لو بقي في باطن الأرض ، هذا هو طبعاً المبدأ الذي لا بد أن يحدد كم تنتج الدول من نفطها الخام ، وكم تبقي منه في باطن الأرض. كما يبحث هذا النوع من الصناديق السيادية إلى توحيد المداخل المعرضة للاهتزازات: حيث يقدم البترول والغاز مدا خيل هامة خاصة نتيجة الارتفاعات التي تشهدها الفترة الحالية، غير أن هذه المواد الأولية تبقى مصادر غير متجددة و بالتالي على الصناديق السيادية تحسين أدائها بغرض تحقيق تراكمات مالية تسمح باستهلاك لاحق للإيرادات المحققة.

ظهر هذا الهدف منذ 1953 أي قبل إنشاء OPEP مع إنشاء أول صندوق سيادي بالكويت.

حسب الاقتصادي Hartwick أنه على الصناديق السيادية وضع سياسات تنمية مستدامة من خلال استثمار إيرادات المصادر الطبيعية غير المتجددة مما يمكنها من الحصول على موارد مالية جديدة تقلل من تبعيتها لموردها الأساسي الحالي. وهو الحال بالنسبة للحالة النرويجية حيث بعد اكتشاف مصادر بترولية هامة قام بنك النرويج بإنشاء صندوق سيادي يهدف تخطي ما أسمته باللجنة البترولية، لذلك نجده فصل نفقات الميزانية عن مدا خيل تصدير المحروقات من أجل تفادي تأثير تقلبات الأسعار على الاقتصاد. و منه يظهر أن للنرويج هدفين أساسيين من خلال إنشاء صندوقها السيادي: الاستقرار الاقتصادي من خلال تقليل تقلبات أسعار المواد الأولية و تحويل الثروات نحو المستقبل.

3-3- المساهمة في التنمية وذلك من خلال الأنفاق على المشروعات الصناعية والتجارية والخدمية والعلمية التي تساهم في توسيع الطاقة الإنتاجية للاقتصاد وبالتالي زيادة معدلات النمو الاقتصادي لهذه الدول النفطية .

3-4- تقوم هذه الصناديق كذلك باستثمار احتياطات الدول من العملة الأجنبية التي تمثل صمام أمان في قدرة الدولة على تحويل عملتها إلى عملات أخرى لشراء حاجاتها من العالم الخارجي ، فمن معايير تقييم متانة واستقرار اقتصاد الدول هو حجم الاحتياطات التي تمتلكها هذه الدول ، وبالتالي فان بعض هذه الدول كالسعودية مثلا تقوم فيها مؤسسة النقد بإدارة الفوائض النفطية والاحتياطات الدولية معا ولكن هذا قد يتغير ويتم فصل الاثنين ، ولكن هذا لا يقلل من أهمية إنشاء صناديق لإدارة وتنمية الاحتياطات الأجنبية .

3-5- تعتبر هذه الصناديق صمام أمان لتغطية نفقات التقاعد في الحالات الاضطرارية التي لا تتوفر لدى الدولة لسبب أو لآخر القدرة على دفع النفقات المستحقة للمتقاعدين.

3-6- كذلك تهدف الصناديق السيادية إلى سداد الدين، تحسين التسيير المالي لرؤوس الأموال بالمقارنة بالتسيير المتحفظ للبنوك المركزية، شركات التأمين، الشركات العمومية. فهي تسير هدف الكفاءة المالية.

3-7- أثبتت كارثة احتلال العراق للكويت أن هذه الصناديق يمكن أن تلعب دورا حيويا في تحرير الأرض واستعادة الحقوق ولاشك لولا هذا الدور سواء كان لصندوق الاستثمار الكويتي أو لبقية الصناديق في المنطقة لأصبحت عملية التحرير أكثر صعوبة وربما أكثر إحراجا وتبعية للقوى الخارجية وهذا الدور طبعا لم يكن في الحسبان لأن الاحتلال نفسه لم يكن واردا في مفردات المنطقة مهما كان حجم التخطيط الذي كانت الحكومات الخليجية تعيشه .

3-8- بالإضافة إلى الأهداف السابقة ظهر جيل جديد من الصناديق سيادية تحمل في طياتها أهدافا سياسية (حالة الصين)، وهي أنشئت من أجل التسيير العقلاني لخطر الصرف، حيث عادة ما تستثمر البنوك المركزية احتياطات الصرف لديها في أصول دون مخاطرة (أذونات الخزينة) بحيث تطمح بمردودية تكفيها لتغطية مخاطر تقلبات الصرف، بالمقابل نجد حصص الأسهم في محافظ الصناديق السيادية في ارتفاع مستمر و البحث على أكبر المردوديات من خلال تنويع وتوسيع التوظيفات في رؤوس أموال شركات استيراثية وإقامة معها علاقات تجارية. يمكن أخذ المثال الصيني حيث و إلى وقت

قريب كانت الصين تشتري و بشكل شبه حصري أذونات الخزينة الأمريكية، حيث تسمح لها هذه السياسة بمراقبة قيمة عملتها و الحفاظ على سعر صرف بأقل من قيمته، مما سمح لها بتكوين احتياط يقدر بأكثر من 3040 مليار دولار ، وأصبح البنك الصيني يحول أكثر فأكثر احتياطات الصرف الرسمية نحو صناديق الاستثمار السيادية مما ينجر عنه نقص السيولة، لكن بالمقابل تحقق مرد ودية مرتفعة تسمح بتغطية تكلفة الميزانية المتعلقة بالتعقيم.

4- خصائص الصناديق السيادية:

تتميز الصناديق السيادية بثلاث خصائص بيئة:

- أنها مملوكة للدولة ملكية تامة؛
 - أنها غير ملزمة بتسديد مدفوعات دورية، شبيهة بالمدفوعات الواجب على صناديق المعاشات التقاعدية الوفاء بها بنحو دوري؛
 - أن هذه الصناديق تدار بمنأى عن احتياطي العملات الأجنبية، أي أنها تعمل بمنأى عن السياسات، التي ينفذها المصرف المركزي الوطني في مجال الاحتياطي الأجنبي واستثمار هذا الاحتياطي.
- وتترتب على هذه الخصائص المشتركة خصائص أخرى تشترك فيها أكثرية الصناديق مدار الحديث. فعدم الالتزام بتسديد مدفوعات دورية، يعزز لدى هذه الصناديق الميل لتفضيل استراتيجيات استثمارية طويلة المدى. وتأسيساً على هذا الميل، تختلف الصناديق السيادية اختلافاً جوهرياً عن صناديق المعاشات التقاعدية، الملزمة بمراعاة ما بذمتها من ديون وما يترتب على هذه الديون من التزامات نقدية دورية. من هنا، فإن الصناديق السيادية أكثر شبهاً بصناديق الاستثمار الخاصة. فعدم وجود ديون في ذمة الصناديق السيادية، يترك بصماته على استعدادها للمجازفة والدخول في نشاطات تتسم بشيء من الخطر.
- فعادة تحتفظ الصناديق الملزمة بتسديد مدفوعات نقدية بنحو دوري على نسبة أعلى من الأوراق المالية ذات الفائدة الثابتة، أي أنها تفضل الاستثمار في السندات الحكومية في

المقام الأول. علاوة على هذا وذاك، تركز الصناديق السيادية نشاطاتها على الاستثمار في الدول الأجنبية عادة.

ويشير تأسيس الصناديق السيادية إلى توافر البلد المعني على احتياطات مالية تفيض عن حاجته، أي أنه ليس بحاجة إلى استهلاكها و/أو إلى استخدامها في تمويل المشاريع التنموية. وبهذا المعنى، يمكن القول إن الصناديق السيادية تمثل وسيلة لتوظيف الأصول الخارجية المتراكمة لدى الدولة المعنية إما بسبب الفوائض المتحققة في ميزان الحساب الجاري، أو بسبب الفوائض المتحققة في الموازنة الحكومية.

5- مصادر تمويل و ترتيب الصناديق السيادية

5-1- مصادر تمويل الصناديق السيادية:

ثمة علاقة متينة بين تأسيس الصناديق السيادية وتطور أسعار الموارد الطبيعية عامة، وسعر البترول بنحو خاص. فبعد فترة وجيزة من الارتفاعات، التي طرأت على سعر البترول ابتداءً من عام 1973، سجلت الصناديق السيادية ارتفاعاً كبيراً في عددها وفي قيمة أصولها المستثمرة. وفي الحقبة التالية على عام 1996، شهد العالم، ثانية، طفرة كبيرة في تأسيس الصناديق المرتكزة على عوائد الموارد الطبيعية وعلى فوائض الاحتياطي الأجنبي. كذلك سجل عدد الصناديق السيادية، المكلفة باستثمار الاحتياطي الأجنبي، طفرة كبيرة أيضاً، بعد عام 2000. فبفضل إصرار بعض الدول على تقييم عملاتها الوطنية بأدنى من قيمها الفعلية حيال الدولار، استطاعت هذه الدول أن تراكم رصيداً من الاحتياطات الأجنبية يزيد على 6,5 بليون دولار أمريكي. وتحتفظ الصين، لنفسها، من هذا الرصيد، بأكثر من بليونين دولار أمريكي في اليوم الراهن، أي أنها تحتفظ لنفسها بحصة الأسد من الاحتياطي الأجنبي في العالم اجمع.

وعلى خلفية هذه التطورات، ارتفعت القيمة الإجمالية للرأس المال المستثمرة من قبل كافة الصناديق السيادية في العالم من حوالي 500 مليار دولار أمريكي في عام 1996، بحسب تقديرات المصرف المركزي الأوروبي، إلى 3971,7 مليار دولار أمريكي في سبتمبر من العام 2010، بحسب ما أعلنه المعهد الدولي للصناديق السيادية (Sovereign

Wealth Fund Institute)، علماً أن الواجب يقتضي منا أن ننظر إلى هذه البيانات على أساس أنها تعكس قيماً تخمينية ليس إلا، وذلك لأن غالبية الدول المالكة للصناديق لا تنشر إحصائيات دقيقة عن حجم وهيكل محافظتها الاستثمارية، ولا تلتزم بوضع حدود بيئة تفصل بين الصناديق السيادية وباقي المؤسسات المالية الحكومية.

يشير تأسيس الصناديق السيادية إلى توافر البلد المعني على احتياطات مالية تفيض عن حاجته، أي أنه ليس بحاجة إلى استهلاكها و/أو إلى استخدامها في تمويل المشاريع التنموية. وبهذا المعنى، يمكن القول إن الصناديق السيادية تمثل وسيلة لتوظيف الأصول الخارجية المتراكمة لدى الدولة المعنية إما بسبب الفوائض المتحققة في ميزان الحساب الجاري، أو بسبب الفوائض المتحققة في الموازنة الحكومية. وهكذا، يمكن التمييز بين مصدرين من المصادر المالية المغذية للصناديق السيادية. فمن ناحية:

- هناك الصناديق المرتكزة على ثروات طبيعية من قبيل البترول والغاز الطبيعي وما سوى ذلك من ثروات معدنية.

- هناك الصناديق السيادية، المرتكزة على الاحتياطات من العملات الأجنبية، التي يحولها إليها المصرف المركزي.

وفي اليوم الراهن، تشكل الصناديق المرتكزة على فوائض الموازنة العامة حوالي 62 بالمائة من إجمالي استثمارات الصناديق السيادية، هذا في حين تشكل الصناديق المرتكزة على احتياطي العملات الأجنبية حوالي 38 بالمائة من مجمل الثروات المستثمرة. على صعيد آخر، يمكن تقسيم الصناديق الاستثمارية بناءً على الأهداف، التي تسعى هذه الصناديق لتحقيقها، أي يمكن تقسيمها إلى:

- صناديق مدخرات الأجيال القادمة، المناط بها توزيع عوائد الموارد، المعرضة للنضوب، بين الأجيال المختلفة وذلك من خلال استثمار هذه العوائد بنحو طويل المدى، والعمل، بالتالي، على أن تدر هذه الاستثمارات، مستقبلاً، مردوداً مالياً يشارك في المحافظة على مستوى الدخل القومي أو في ارتفاع هذا المستوى.
- وصناديق الاستقرار، التي تميل إلى أن تكون نشاطاتها قصيرة ومتوسطة المدى. ويكمن الهدف من تأسيس هذه الصناديق في تحييد التقلبات التي تطرأ على أسعار السلع عامة،

وأسعار الموارد الطبيعية بنحو مخصوص، وفي الحد من انعكاس هذه التقلبات على الميزانية الحكومية وسعر صرف العملة الوطنية. فهذه الصناديق تشكل وسيلة لسد حاجة الموازنة الحكومية في حالة انخفاض أسعار الموارد الطبيعية إلى مستويات معينة.

وكانت الكويت الدولة الرائدة في مجال تأسيس صندوق يضمن للأجيال القادمة الحق في الانتفاع بالموارد الطبيعية الوطنية. ففي وقت مبكر، في عام 1953 على وجه التحديد، أي قبل أن تنال استقلالها التام في العام 1961، دأبت الحكومة الكويتية على تحويل 10 بالمائة من عوائدها البترولية إلى الهيئة العامة للاستثمار، إي إلى الصندوق السيادي، الذي قام باستثمار هذه الأموال في أسهم الشركات العالمية. من ناحية أخرى كانت سنغافورة أول دول تؤسس صندوقاً مهماً لا تغذيه عوائد الموارد الطبيعية. ففي عام 1981، أسست سنغافورة شركة استثمار حكومة سنغافورة، وذلك كصندوق حكومي مكلف باستثمار فائض الاحتياطي الأجنبي.

5-2- ترتيب الصناديق السيادية

من الصعب معرفة العدد الدقيق للصناديق السيادية في العالم، بحيث يعتبرها البعض، حسب التعريف المستعمل على أنها صناديق سيادية و يعتبرها البعض الآخر مؤسسات مملوكة للدولة أو صناديق المنح العمومية.

حيث نجد سنة 2008 أن المحلل المالي Simon Tse قام بإنشاء قائمة تتكون من 25 صندوق سيادي في العالم في حين أنشأت مجلة Enjeux قائمة من 26 صندوق. نعد في سنة 2012 حوالي 50 صندوق ينشط في العالم، حيث يحافظ جهاز أبو ظبي للاستثمار على المركز الأول (2012) وبلغ مجموع استثماراته 627 مليار دولار. يليه الصندوق السيادي النرويجي Government Pension Fund بـ 611 مليار دولار، يليه في المرتبة الثالثة الصين بصندوقها SAFE Investment Company بمجموع 568 مليار دولار، وبحسب تصنيفات المعهد العالمي لصناديق الثروات السيادية، كانت محفظة الهيئة العامة للاستثمار في الكويت الأكثر ربحاً وتغيّراً، حيث ارتفعت أصولها 46 مليار دولار في غضون 7 أشهر لتبلغ 342 مليار دولار.

وبالتالي حافظت الكويت على مركزها السادس عالمياً كأكبر صندوق ثروات سيادي في العالم من حيث الأصول المدارة، وكان مجموع الأصول المدارة للهيئة في شهر نوفمبر من العام الماضي يبلغ 296 مليار دولار.

في حين حافظ صندوق مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" على المركز الرابع، بمجموع أصول مدارة تساوي 532.8 مليار دولار.

أما قطر فاحتلت المركز الـ 11، حيث بلغت استثماراتها صندوقها السيادي 115 مليار دولار، بينما كانت دبي في المركز 14 عالمياً بأصول بلغت 70 مليار دولار. هذا وشملت القائمة 18 صندوقاً سيادياً عربياً، وبلغ مجموع أصول جميع الصناديق السيادية، سواء النفطية أو غيرها، 5.402 تريليونات دولار. وشكلت الصناديق السيادية التي تعتمد على النفط والغاز كمصدر دخل 58% من مصادر تمويل الصناديق السيادية في العالم .

بينما شكلت الصناديق السيادية من منطقة "الشرق الأوسط" 35% من مجموع الصناديق السيادية في العالم، وآسيا 40%.

تمتلك دولة الإمارات العربية المتحدة من هذه الصناديق خمسة، والصين أربعة صناديق. وعند النظر إلى هذه الصناديق من زاوية الإقليم الذي تنتمي إليه، يتبين لنا أن حوالي نصف هذه الصناديق (47 بالمائة) يعود إلى دول شرق أوسطية، وأن 28 بالمائة منها تعود ملكيته إلى دول في شرقي آسيا، وأن 17 بالمائة منها، فقط، تعود ملكيته إلى دول صناعية غير آسيوية. ولا تزيد حصة روسيا على 6 بالمائة. وبلغت قيمة أصول الصناديق السيادية العائدة لدول مجلس التعاون الخليجي حوالي 1380 مليار دولار أمريكي في سبتمبر من عام 2010، أي أنها شكلت ما نسبته 34,8 بالمائة .

وقد أصدر المعهد الدولي لصناديق الثروة السيادية تحديثاً حول تطورات قيمة صناديق الثروة السيادية في العالم من جويلية 2010 إلى 2012م. وكشف هذا التحديث عن ازدياد قيمة أصول الصناديق السيادية من: 4.1 تريليون دولار إلى 5.2 تريليون دولار، أي أنه سجل في هذا العام نمواً بلغ معدله 9 بالمائة مقارنة بالعام 2010

وبحسب ما أعلنته شركة « ستاندرد تشارترد » يعادل حجم الموجودات في الصناديق السيادية 12 بالمائة من إجمالي القيمة المتداولة في بورصة نيويورك أو 42 بالمائة من إجمالي القيمة المتداولة في بورصة طوكيو. وتستحوذ أذرع الاستثمار السيادية مثل (صناديق المعاشات، وصناديق التنمية، والمؤسسات الحكومية) على 7.2 تريليون دولار، إضافة إلى احتياطات رسمية من النقد الأجنبي قدرها 8.1 تريليون دولار، وتكون عادة في البنوك المركزية. ويشير تقرير (the city u.k) إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا قد حازتا على حصة الأسد من استثمارات صناديق الثروة السيادية العالمية، حيث إنهما استحوذتا على 19 و 17% من تلك الاستثمارات خلال ست سنوات سابقة. فعلى سبيل المثال، كانت هذه الصناديق قد سارعت في إنقاذ بنية الاقتصاد الأمريكي بضخها الأموال فيه بعد أن هرب المستثمرون الأمريكيون أموالهم من السوق خوفاً من تعرض اقتصاد بلادهم للركود إثر اندلاع أزمة الرهون العقارية.

6- المزايا والآثار الايجابية للصناديق السيادية:

يمكن ملاحظة الدور الذي تلعبه الصناديق السيادية من خلال أثر الاستقرار على المستويين:

- على المستوى المحلي: تقدم الصناديق السيادية للسلطات العمومية إمكانية تسيير مداخلات رؤوس الأموال مع حل المشاكل الهيكلية مما أدى بها إلى دعم النمو الاقتصادي لبعض البلدان الناشئة.

- على المستوى الدولي: الصناديق السيادية قادرة على الإمداد بالسيولة والاستثمار نظراً للحجم المعتبر للموارد المالية التي تحوز عليها و استراتيجياتها في التوظيف على المدى الطويل، وهذا يعمل في صالح الأسواق العالمية في ظل الأزمات المالية.

6-1- تسيير مداخلات رؤوس الأموال:

تستطيع الصناديق السيادية تسهيل تسيير الاقتصاد الكلي للفوائض الضخمة للحساب الجاري، فمن خلال تحويل فائض المداخيل إلى صناديق الاستثمار تعمل الدولة المالكة على تخفيف الضغوط التضخمية المتعلقة بمداخيل رؤوس الأموال والدافعة معدلات

الصرف الاسمية نحو الارتفاع، مما يساهم في احتواء الطلب على الصادرات ويعدل النمو. كما يحافظ توظيف مداحلات الأموال بالخارج على استقرار سعر صرف العملة (خاصة خلال الأزمات).

6-2- حل المشاكل الهيكلية:

تسهل الصناديق السيادية تحويل الثروات بين الأجيال مما يسمح للأجيال القادمة بالاستفادة من الوضع المالي الجيد الحالي.

تسمح كذلك التوظيفات بالخارج لهذه الدول من استيراد المعارف و الخبرة التي تحتاجها من أجل تطوير الصناعات الداخلية و البنية التحتية الوطنية، مع إرساء قواعد التنمية، وبالتالي يمكن لاستراتيجيات التوظيف تقليص هشاشة الاقتصاد الكلي و المالي و تحقيق الاستقرار مستقبلا.

6-3- استثمارات ضخمة تستهدف المدى البعيد:

من أهم مزايا الصناديق السيادية متمثلا في الحجم المعتبر للأموال الموجهة للتوظيف والأمد الطويل للاستثمار، مما يسمح بضخ السيولة في الأسواق المالية العالمية وتزويد رؤوس الأموال لمحتاجيها، وبما أن هذه الصناديق بعهدة طويلة الأجل فبإمكانها التغلب على التغيرات الآنية و التحرك عكس التيار بالاستثمار حين أزمة الأسواق.

ظهر هذا الدور جليا سنة 2007 أين استثمرت الصناديق السيادية أكثر من 85مليار دولار أمريكي من أجل المساهمة في إعادة رسملة الهيئات المالية للدول المتقدمة المتدهورة نتيجة التأثير بأزمة سوق الرهن العقاري الأمريكي.

نجد أيضا أن الصناديق السيادية غير خاضعة لشروط خاصة فيما يتعلق بالأموال الخاصة، لذلك فهم غير ميالين إلى التسوية السريعة لوضعيتهم عند تدهور الأسواق مما يشجع الاستقرار المالي.

وعكس الصناديق التقليدية التي عادة ما تفضل، في إطار الحفاظ على قيمة الأصول ، التوظيفات المضمونة و السائلة مقابل مرد ودية متواضعة، نجد الصناديق السيادية تتبع هدفا مغايرا متمثلا في الحصول على عائد أعلى من خلال تنوع المحفظة بين مختلف

العملات و أصناف الأسهم مما ينوع مصادر العوائد المحصل عليها، غير أنها بالمقابل تكون معرضة لمخاطر مرتفعة .

تشكل الصناديق السيادية مصدر دخل إضافي للسلطات العمومية حيث تسمح بتقليص هامش التبعية لتغيرة اقتصادية معطاة (مثل إنتاج المحروقات).

7- الآثار السلبية والمخاطر المحتملة على الاستقرار المالي الدولي

بعد تعرضنا إلى المزايا التي يمكن أن تقدمها الصناديق السيادية للنظام المالي الدولي، فهي تشكل أيضا عدة مخاطر محتملة.

7-1- تطور سلوك القطيع:

يرتبط وجود الصناديق السيادية برؤوس أموال ضخمة موضوعة تحت تصرف عدد محدود من المتدخلين، الوضع الذي قد يشجع على اتخاذ سلوك التقليد والذي يكون وقعه سلبيا على كفاءة الأسواق المالية.

7-2- خطر السيطرة على الأسواق المالية:

من المخاوف أيضا من الصناديق السيادية قدرتها في السيطرة و التحكم في السوق و إفقاده التوازن، رغم أن استراتيجية الصناديق قائمة على التنوع وعدم الاستثمار في نوع معين.

7-3- غياب الشفافية وإتباع أهداف غير مالية:

قام كل من C.Linnaburg و M.Moduell⁶ من تطوير مؤشر شفافية قائم على تحقق 9 مبادئ لتتقيد من 1 إلى 10 ، ليعكس درجة شفافية كل صندوق سيادي و تتمثل هذه المبادئ في:

- تحديد هدف الإنشاء، مصدر الأموال، الهيئة الحكومية المشرفة؛
- تقديم نسبة المشاركة في الهولدينغ، و المواقع الجغرافية لها؛
- قيمة المحفظة الإجمالية ونسبة المرد ودية؛
- الخطوط العريضة لسياسة الاستثمار و المسؤولين على الإشراف و التنفيذ؛
- وإلا الشركات الفرعية و اتصال المسؤولين ؛

- أو المسيرين الخارجين عن الصندوق؛

- الصندوق يملك و يسير موقع الانترنت الخاص به؛

- يقدم الصندوق عنوان أساسي، موقع مكتبه الإعلامي... .

تختلف الصناديق السيادية عن بعضها البعض من خلال تقديمها للمعلومات، فالبعض مثل الصناديق الكندية والنرويجية حيث يشكل صندوق التقاعد النرويجي نموذجاً فيما يتعلق بشفافيته، حيث يقوم بإعلام شامل و شفاف و مفصل على مستوى موقعه الالكتروني فيما يتعلق بمداخله و النتائج الفصلية وسياسته الاستثمارية، إضافة إلى أنه يطبق معايير تسيير جد متطورة، بينما بالمقابل نجد الصناديق السيادية لبلدان الخليج العربي والصين لا تقدم معلومات كافية، أو حتى بالمرّة، مما قد يسبب في تقلبات على المدى القصير على مستوى الأسواق.

ومن هنا يظهر الشرح بين دول الشمال التي لا تخفي سياساتها و الدول الناشئة المستترة على نشاطها فيما يتعلق بصناديقها، الأمر الذي دفع باتهام الصناديق السيادية الصينية باستهدافها لتملك أكبر الصناعات الأوروبية.

وبما أن عدد من أكبر الصناديق السيادية يتميز بالغموض فيما يتعلق بأهدافها الاستثمارية، الأمر الذي يبعث القلق و التخوف من أن يكون لهذه الصناديق أهداف بعيدة عن المردودية ، أو أن يكون لها أهداف متعلقة باستثمار في قطاعات حساسة من شأنها المساس بأمن و اقتصاد الدولة المستقبلية.

يدفع كل هذا التخوف إلى ردة فعل حمائية بالمقابل، تؤدي إلى الحد من الاستثمارات الأجنبية و عرقلة النمو الاقتصادي لجميع الأطراف، حيث لا يشكل هذا ضرراً فقط على الصناديق السيادية و إنما يشمل المستثمرين الآخرين.

تبنى كل الدول قوانين تحمي من خلالها أمنها و اقتصادها القومي، غير أن إجراءات إضافية من شأنها عرقلة التخصيص الكفء للموارد و حرية حركة رؤوس الأموال، وإذابة التطورات المحققة فيما يتعلق بتحرير تدفقات رؤوس الأموال. كذلك نجد أنه إذا ما قررت هذه الصناديق بيع أصولها سيكون له وقع سلبي على المؤسسات و الأسواق المالية. لذلك تم طرح عدة أفكار بهدف تبديد هذه المخاوف و هي:

- تحديد معايير الاستثمار كعدم الاستثمار في الأسلحة و النشاطات الملوثة؛
- شراء أسهم دون حق الانتخاب من شأنه بعث الطمأنينة لمجلس إدارة المؤسسة المعنية فيما يتعلق بالأهداف الاستثمارية للصناديق السيادية.
- العمل بمبدأ المقابل فيما يخص حرية الاستثمارات، حيث ليس حري بدولة مالكة لصندوق سيادي يستثمر في دولة أوروبية وهي تمتع دخول الاستثمارات الأجنبية إليها.
- يحاول من خلال هذه الأفكار دعم حرية الاستثمارات على مستوى الأسواق العالمية مع حماية القطاعات الاستراتيجية.

الخلاصة

من منظور الأسواق المالية الدولية، يمكن لصناديق الثروة السيادية، أن تساعد في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات المتحققة من الفوائض السلعية في البلدان المختلفة، وأن تعزز سيولة الأسواق بشكل عام، حتى في فترات الضغوط المالية العالمية.

يغلب على هذه الصناديق أيضا طابع الاستثمارات طويلة الأجل مع اقتصار احتياجات السحب على قدر محدود من الموارد يسمح لها بالصمود أمام ضغوط السوق في أوقات الأزمات، وتخفيف حدة التقلب.

وفي نفس الوقت هناك مخاوف تساور البلدان المتلقية والمعلقين من القطاع الخاص بشأن صناديق الثروة السيادية، حسب حجمها واستراتيجياتها الاستثمارية ومخاوف البلدان المنشئة لها والتي تشعر بالقلق من مخاطر تصاعد المشاعر الحمائية. وتنطوي صناديق الثروة السيادية على مجموعة من المنافع الاقتصادية والمالية المختلفة. فهي تفيد في اجتناب دورات الراج والكساد في بلدانها المنشئة، وتسهّل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع وعمليات الخصخصة ثم تحويلها للأجيال التالية. وتسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنوع في أصول الحافظة وزيادة التركيز على العائدات، مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي،

ومن ثم الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيّات. إن زيادة التنوع وتوخي المزيد من الحذر في تحقيقه يعكس الإدارة السليمة والمسئولة للأصول في حالة الاقتصاديات التي تتمتع بأصول احتياطية أجنبية وفيرة. لكن تزايد صناديق الثروة السيادية أثار عدة قضايا أخرى أيضاً، فإضافة إلى مخاوف المعلقين الرسميين والأفراد من مدى تأثير هذه الصناديق بما في ذلك حجمها واستراتيجياتها الاستثمارية فهي تثير أيضاً قضية الدور الموسع الذي تؤديه الحكومات في الأسواق والصناعات الدولية. حيث هناك قلق من أن يكون وراء استثمارات صندوق الثروة دوافع سياسية في بعض الحالات.

ⁱ En 1998, la Russie a connu une crise financière sans précédent, qui se réalise après la crise économique asiatique de 1997. La crise est caractérisée par une dévaluation brutale du rouble et une impossibilité de la part de la Russie de payer sa dette.

ⁱⁱ La Chine possède en Janvier 2008 les plus grandes réserves de change, avec près de 1 590 milliards de dollars

ⁱⁱⁱ Co-fondateurs du « Sovereign Wealth Funds Institute »

Bibliographie

- Achour A., Cometto H. et alii (2007), « Les fonds souverains, conquête de la politique par la finance », Ecole de guerre économique, groupe eslsca ;
- Alexandre (2009), <http://www.colombus.fr/cms/?p=1447>, « Faut-il avoir peur des fonds souverains ? »
- Artus, P. (2007), « Pourquoi les fonds souverains nous sont nécessaires ? », Flash Economique, n°494, Natixis ;
- Betbèze J.-P. (2008), « Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ? », Les cahiers du cercle des économistes, éd. Puf ;

-
- Blancheton B., Jégourel Y. (2009), « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier ? », Revue de la Régulation n°5 ;
 - Demarolle A. (2009), « Synthèse du rapport sur les Fonds souverains », Ministère des Finances Publiques, dossier de presse ;
 - Eva Catin-Sarlat, Jérôme Olympie(2012), « pourquoi adorons nous craindre les fonds souverains ? : étude d'un paradoxe »Economie Internationale
 - Le Journal des Finances (semaine du 10 mai 2008)
 - OCDE (2008), « Fonds souverains et politiques des pays d'accueil », Lettre du rapport du Comité de l'investissement aux ministres des Finances des pays du G-7 ;
 - Rapp L. (2010), « Ces fonds que l'on dit souverains, Fonds d'Etat et souverainetés financières », éd. Vuibert ;
 - Tamara Gomes.(2008), Rapport Banque du Canada,Revue du systeme financier,decembre
 - جريدة الشرق الأوسط ، تقرير دولي: الصناديق السيادية ستصبح أكبر «اقتصاد» في العالم بحلول 2015، 30 ابريل 2008، العدد 10746
 - [http ://www.aawsat.com/details.asp ?issueno=10626&article=468903#.U15xudKZWUM](http://www.aawsat.com/details.asp?issueno=10626&article=468903#.U15xudKZWUM)
 - Site officiel du SWF Institute : [http ://www.swfinstitute.org/](http://www.swfinstitute.org/)
 - sitesweb : - <http://www.fondssouverains.com/article-classement-des-fonds-souverains-par-actifs-geres-106519471.html>
-

تعزيز دور حوكمة البنوك في إصلاح الأسواق المالية

د. صليحة بن طلحة + د. معوشي بوعلام

المركز الجامعي لتيبازة

ملخص:

شهد الاقتصاديات المتقدمة والناشئة انهيارات إثر الفضائح المالية لبنوك ومؤسسات مالية وشركات اقتصادية كبرى، مما أدى إلى إفلاس العديد منها وانهيار الأسواق المالية. نتيجة لكل هذه الظروف دعت المنظمات العالمية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي وكذا لجنة بازل وبالحاح على تطبيق الحوكمة.

يعتبر البنك أهم مؤسسة عاملة في الأسواق المالية قبل الاكتتاب في الترويج والإشهار، أثناء الاكتتاب كسوق أولية تقوم بتسويق الأوراق المالية، وبعد الاكتتاب بتقديم النصح للمتعاملين وخاصة لصغار المكتتبين الذين تنقصهم التجربة في شراء وبيع الأوراق المالية، ولهذا فإنه على البنوك تطبيق الحوكمة سعياً وراء المحافظة على استقرار الأسواق المالية. بالنسبة للجزائر، فإن تجربة الحوكمة تبقى حديثة مقارنة مع الدول المتقدمة والناشئة، وعليه شرعت في إصلاح شامل بورصة الجزائر تعتمد على تطبيق مبادئ الحوكمة في الآونة الأخيرة.

Résumé:

Les économies développées et émergentes ont connu des effondrements suite des scandales financiers des banques et institutions financières et entreprises économiques, ce qui a conduit à la faillite de beaucoup d'entre elles et l'effondrement des marchés financiers. En raison de toutes ces circonstances les organisations Internationales telles que le Fonds monétaire International

onale et la Banque mondiale, ainsi que le Comité de Bâle ont appelé avec insistance à l'application de la gouvernance.

La Banque est l'institution la plus importante opérant dans les marchés financiers: avant souscription dans la promotion et de publicité: durant la souscription en offrant un marché primaire pour les titres des marchés, et après l'introduction en bourse en fournissant des conseils aux clients, en particulier aux jeunes abonnés qui n'ont pas d'expérience dans l'achat et la vente de titres, pour cela, les banques sont tenues à appliquer la gouvernance dans la recherche du maintien de la stabilité des marchés financiers. Pour l'Algérie, l'expérience de la gouvernance reste modeste par rapport aux pays développés et émergents, et elle s'est engagée dans une réforme globale de la Bourse d'Algérie qui dépend de l'application des principes de gouvernance dans la période à venir.

تعزيز دور حوكمة البنوك في إصلاح الأسواق المالية

مقدمة:

شهد العالم تطورات اقتصادية و مالية متسارعة، أثرت بعمق على اقتصاديات مختلف الدول و أدت إلى تعرضها إلى اضطرابات ومشاكل عاقت تسييرها خاصة التي أبدت توجهها نحو التحرر من القيود التشريعية والتنظيمية في إطار الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية. ساهمت التغيرات والانعكاسات الخاصة بالعملة في التأثير على الأسواق المالية في دول العالم، ومن جهتها ساهمت الأزمة المالية الأخيرة في اضطرابها.

من أجل تخفيف شدة الأزمة، كان على صانعي القرارات ومسيري الأسواق المالية البحث على السبل القادرة على تحقيق استقرارها، بتعزيز الاهتمام بموضوع حوكمة البنوك والمؤسسات المالية للوقاية من الفساد وسوء الإدارة وتحسين الشفافية والإفصاح، باعتبار الحوكمة باتت ضرورة ملازمة للنشاط المالي في العالم.

تقوم الحوكمة على الاهتمام الكبير من كل العناصر القادرة على التحكم في تسيير الجهاز البنكي، وفي أدوات التحليل في الأسواق المالية. فلا يمدى يمكن للحوكمة أن تساهم في إصلاح واستقرار الأسواق المالية؟. وللإجابة على الإشكالية والأسئلة المطروحة، سنحاول تقسيم العمل إلى جزئين الأول خاص بالجانب المفاهيمي من حيث التعرف على الحوكمة من مفهومها، أهميتها ومحدداتها، و جزء ثاني يخص أهمية الأسواق المالية ودور الحوكمة في تحقيق استقرارها و موقف بورصة الجزائر من الحوكمة.

أولاً: الإطار المفاهيمي للحوكمة:

وجد خمسة عشر معنى في اللغة العربية لتفسير المصطلح المذكور وهي (حوكمة الشركة، حاكمية الشركة، حكمانية الشركة، التحكم المشترك، التحكم المؤسسي، الإدارة المجتمعة، ضبط الشركة، السيطرة على الشركة، المشاركة الحكومية، إدارة شؤون الشركة، الشركة الرشيدة، توجيه الشركة، الإدارة الحقة للشركة، الحكم الصالح للشركة، و أسلوب ممارسة سلطة الإدارة⁽¹⁾).

1- التطور التاريخي للحوكمة: أول من اهتم بالحوكمة الباحثان الأمريكيان Berle et Means في 1932 بتقديمهما لندوة بعنوان "الشركة الحديثة و الملكية الخاصة"، استخلصا بعد دراسة تركيبة رأس مال شركات أمريكية كبيرة أهمية وضرورة فصل الملكية عن الإدارة و فرض رقابة على تصرفات المسيرين لحماية حقوق المساهمين.

أما فكرة الحوكمة فترجع إلى نظرية الوكالة ⁽²⁾ المطورة سنة 1976 من طرف الأمريكيين Jensen و Meckling، بإثارتها لمسألة تخص الفصل بين ملكية رأس المال التي تعود للمساهمين ومهمة اتخاذ القرار والتسيير الموكلة للمسيرين، فالمسيرين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل لصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم وخلق القيمة مقابل أيجور يتقاضونها.

في 1980 أشار Fama إلى حتمية حدوث صراع بالشركة عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة، كما أكد Monks وMinow وMitchell في سنة 2001 عن إمكانية حل مشكلة الوكالة من خلال التطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات، كرد فعل واستجابة لنداء المساهمين من أجل الحد من التصرفات السلبية للمسيرين وفرض رقابة تحمي المصالح المشتركة للجميع و تحافظ على استمرارية الشركة ⁽³⁾. مع بداية التسعينيات وانحيار الاتحاد السوفياتي وأوروبا الشرقية وانقسامها إلى دول رأسمالية، زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات، لكن الفضائح والانهيارات المالية والإدارية بالمؤسسات العملاقة في العديد من دول العالم، كالولايات المتحدة الأمريكية، شركة (إنرون Enron) للطاقة، وشركة (وورلد كوم WorldCom) للاتصالات مما أدى إلى أهمية تطوير ممارسات حوكمة الشركات. في 1992 قامت المملكة المتحدة بإصدار أول مجموعة لمبادئ حوكمة الشركات ضمن تقرير كادبوري (Cadbury report)، وتقرير جنوب إفريقيا كينغ الأول (King) في 1994، وكينغ الثاني (King2) في 2002، ثم جاءت المبادئ الفرنسية والألمانية و أخيرا الدليل الموحد في المملكة المتحدة (Combined Code).

في 1999 نشرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD المبادئ الدولية الأولى لحوكمة الشركات لمقارنة الممارسات الفعلية، ثم عدلتها في 2004، وأصبحت أساساً لمبادرات الحوكمة في كل من دول المنظمة أو غيرها، بتقديم مجموعة من الخطط الإرشادية لتدعيم الإدارة، كفاءة أسواق المال واستقرار الاقتصاد⁽⁴⁾.

2- تعريف الحوكمة: أعطيت عدة تعاريف للحوكمة منها:

- حسب مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة هي "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"⁽⁵⁾؛

- حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD الحوكمة هي مجموعة من العلاقات القائمة بين إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين، وهي النظام الذي يوجه و يضبط أعمال الشركة حيث يصف و يوزع الحقوق و الواجبات بين مختلف الأطراف في الشركات، كمجلس الإدارة والمساهمين، وذوي العلاقة و يضع القواعد والإجراءات اللازمة لاتخاذ القرارات الخاصة بشؤون الشركة و يضع الأهداف والاستراتيجيات اللازمة لتقييم و مراقبة الأداء⁽⁶⁾؛

- الحوكمة حسب Sir Adrian Cadbury "تعنى بإقامة التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، بين الأهداف الفردية والجماعية، وان إطار حوكمة الشركات هنا لتشجيع الاستخدام الكفء للموارد وطلب المساءلة عن الوصايا عليها، والهدف هو الربط قدر الإمكان لمصالح الأفراد والشركات والمجتمع كله"⁽⁷⁾.

- هي الوسيلة التي تضمن للمجتمع أن إدارة الشركة تعنى بمصالح الأطراف التي يهمهم أمرها⁽⁸⁾؛

من خلال التعاريف السابقة، فالحوكمة مهما كان مكانها فهي تعتمد على تحديد الأهداف لكل من الأفراد والإدارة من في إطار علاقة مثلى بينهما مع تحديد كيفية تحقيقها بشكل جيد حماية لمختلف المصالح.

أما الحوكمة في البنوك فيعرفها بنك التسويات الدولية بأنها الأساليب التي تدار بها البنوك من خلال مجلس الإدارة والإدارة العليا والتي تحدد كيفية وضع أهداف البنك والتشغيل وحماية مصالح حملة الأسهم وأصحاب المصالح مع الالتزام بالعمل وفقاً للقوانين والنظم السائدة وبما يحقق حماية مصالح المودعين⁽⁹⁾.

3- أهمية الحوكمة في البنوك: تعتبر البنوك التجارية إحدى مؤسسات الأسواق المالية المهمة والأساسية باعتبار أنها تقدم فيها عدة خدمات للزبائن والمتعاملين مثل الترويج والتسويق لأسهم الشركات المصدرة للأسهم مقابل عمولة، تقديم المعلومات المالية للمدخرين لمعرفة تطور حركة الأوراق المالية دون مقابل عكس بيوت السمسرة التي تتقاضى عمولات محددة، تقديم لمتعاملين قروض سوق الأوراق المالية، تكوين محافظ مالية للمدخرين الذين لا يملكون الخبرة ولا يمكن لهم المضاربة، تقديم النصائح والبيانات حول تطور الأسعار لإدارة السوق بالخطر الذي يمكن التي تتعرض له وكيفية تلافيه لتحقيق استقرار السوق⁽¹⁰⁾. فتظهر الأهمية من جانب البنوك التجارية من جهة و من جانب البنك المركزي من جهة أخرى:

◀ **فمن جانب البنوك التجارية:** لنجنب الفوضى والانهيار، تكون الحوكمة المؤسسية:

- نظام يتم بموجبه توجيه ورقابة العمليات التشغيلية للبنوك؛
- عنصراً يساهم في تحسين الكفاءة الاقتصادية.
- مسألة مهمة و ضرورية في البنوك التجارية لأنها مسؤولة عن المحافظة على أموال المودعين، وتداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية وبالمقابل تحمل وتعرض المخاطر؛

◀ من جانب البنك المركزي: باعتباره المسئول عن تنظيم و رقابة الجهاز المصرفي
 فله دور في تعزيز وتشجيع الحوكمة المؤسسية في البنوك التجارية وذلك للأسباب التالية:

- إن تطبيق الحوكمة المؤسسية الجيدة يقع ضمن المسؤوليات الإشرافية للبنك المركزي؛
- يحتاج أعضاء مجلس الإدارة في البنوك ضمان بأن المخاطر التي تتعرض لها طبيعة أعمال البنوك تدار بشكل سليم، و لدى البنك المركزي المسؤولية القانونية للتأكد من ذلك؛

- ليس من السهل الحصول على أعضاء مجلس الإدارة مستقلين بشكل حقيقي، أو الأعضاء الذين يمكن أن يقفوا في وجه المساهمين المسيطرين على رأس المال البنك.

3- مبادئ الحوكمة في البنوك: ازدادت أهمية الحوكمة في البنوك مع اهتمام لجنة بازل بالحوكمة بإصدارها لتقرير حول تعزيز الحوكمة في 1999 ونسخة معدلة في 2005 وأخرى محدثة 2006 بعنوان:

"Enhancing corporate governance for banking organization" يشمل مبادئ الحوكمة في البنوك حيث تنظم الرقابة على البنوك و مراقبة الصناعة البنكية و كذا أهداف الحوكمة، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- أن يكون أعضاء مجلس الإدارة ذو تأهيل وكفاءة ودراية تامة بتطبيق الحوكمة، فهم المسؤولون عن عمل وأداء البنك وعن صياغة استراتيجية عمله وتحديد سياسة المخاطر للحد من مشاكل الفساد والرشوة؛
- يجب وضع هيكل إداري من طرف مجلس الإدارة الكفؤة يشجع على المحاسبة ويحدد المسؤوليات لكل من الإدارة العليا والمديرين وللعاملين والموظفين وفقا لتدرجهم الوظيفي؛

• وجود نظام فعال للرقابة الداخلية يضعه مجلس الإدارة يحدد فيه مفاهيم للإدارة التنفيذية تتوافق مع سياسة المجلس مع وجود مسئولين بالبنك ذو مهارات كافية لإدارة أعمال البنك؛

• ضمان فاعلية دور المراقبين وإدراكهم لأهمية دورهم واستقلالهم عن مجلس الإدارة ضروري في حوكمة البنوك نظرا لأهمية المراجعة والرقابة الفعالة الداخلية والخارجية في حل المشاكل ولسلامة البنك في الآجل الطويل؛

• أن تتوافق سياسات الأجور والمكافآت والحوافز للإدارة العليا والمديرين التنفيذيين مع ثقافة وأهداف وإستراتيجية البنك في الآجل الطويل وربطها بالأداء؛

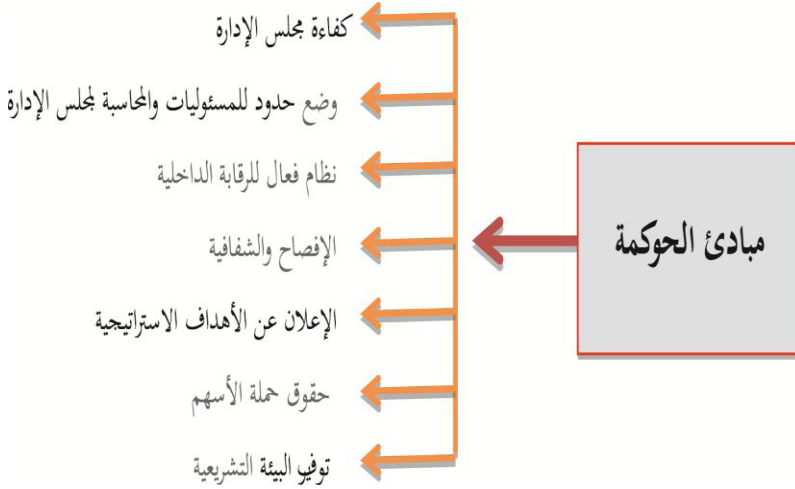
• ضرورة توفر الشفافية والإفصاح في كافة أعمال وأنشطة البنك والإدارة باعتبارها ضرورية للحوكمة الفعالة والسليمة بمحصول المساهمون وأصحاب المصالح والزبائن والمتعاملين في السوق على معلومات كافية عن هيكل ملكية البنك وأهدافه وحجم تعرض البنك للمخاطر؛

• الإعلان عن الأهداف الاستراتيجية ومعايير عمل البنك من طرف مجلس الإدارة، لحماية مصالح حملة الأسهم والمودعين للقضاء على كل ما يعارض مصالحهم للخطر؛

• يجب أن يتفهم أعضاء المجلس والإدارة العليا هيكل عمليات البنك والبيئة التشريعية التي يمكن أن يتعرض البنك لمخاطر قانونية بطريقة غير مباشرة عندما يقدم خدمات نيابة عن عملائه الذين يستغلون خدمات وأنشطة يوفرها البنك لممارسة أنشطة غير شرعية مما يعرض سمعة البنك للخطر؛

• ضرورة توافر البيئة الملائمة لدعم التطبيق السليم للحوكمة في البنوك، كالقوانين والتشريعات الصادرة من الدولة لحماية حقوق المساهمين ووجود بيئة خالية من الفساد والرشوة بتطبيق معايير للمراجعة و المساءلة.

الشكل رقم (1): مبادئ حوكمة الشركات



Source : <http://www.cipearabia.org>

4- محددات الحوكمة: يتوقف التطبيق الجيد والسليم للحوكمة على مدى توافر

ومستوى جودة مجموعتين من المحددات، المحددات الخارجية والداخلية:

أ - المحددات الداخلية: القواعد والأساليب والأسس التي تطبق داخل الشركات اللازمة لإقامة هياكل إدارية سليمة معنية بتطبيق حوكمة الشركات، وهي:

- مجلس الإدارة لوضع الاستراتيجيات وتوجيه الإدارة العليا؛
- الإدارة التنفيذية لإدارة المصرف وفقاً لأخلاقيات المهنة؛
- المساهمين لمراقبة أداء الشركات والتأثير على تحديد توجهاتها؛
- المراجعون الداخليون لتقييم عملية إدارة المخاطر وأصحاب المصالح؛
- أصحاب المصالح لتحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل⁽¹¹⁾.

ب- المحددات الخارجية: تحدد المناخ العام للاستثمار في الدولة، ويتضمن:

□ محدّدات تنظيمية: وهيا القوانين التي تنظم وتضمن كفاءة الأسواق، كفاءة القطاع

المالي، درجة تنافسية الأسواق، والرقابة على الشركات؛

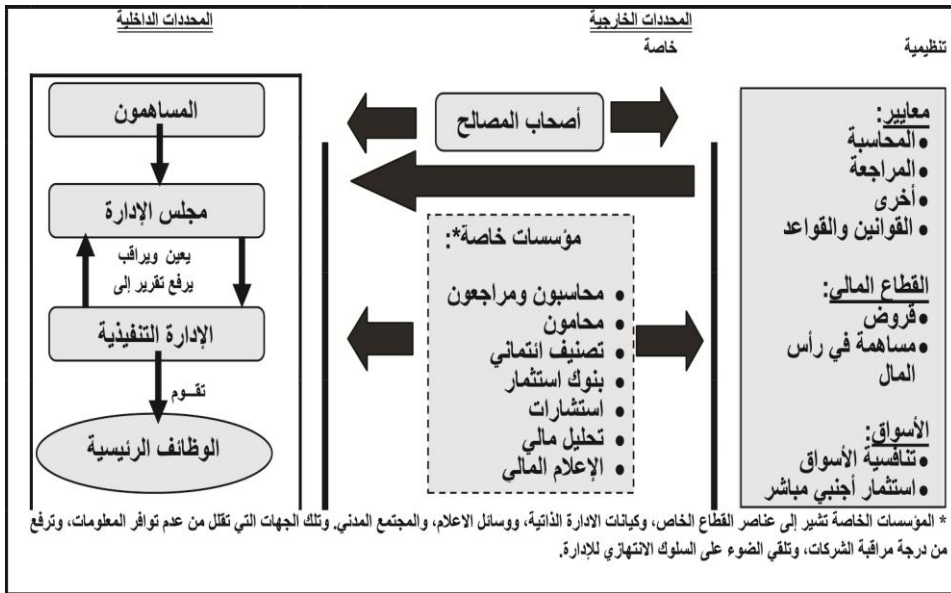
□ محدّدات خاصة: وتخص كل عناصر القطاع الخاص من مراجعين، وسائل

إعلام، محامين، بنوك استثمار، وكل أصحاب المصالح الذين من شأنهم التأثير على قرارات

البنك، ومراقبة الشركات، مما يقلل التعارض بين العائد الاجتماعي و العائد الخاص

للمؤسسة. (12)

الشكل رقم (2): محدّدات الحوكمة في المؤسسات المصرفية



Source : Iskander, M. and N. Chamlou. (2002). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. P: 122, Fig. 6.1.

Published in: Globalization and Firm Competitiveness in the Middle East and North Africa Region, edited by: S. Fawzy.

Washington: World Bank.

الجزء الثاني: تعزيز دور البنوك في تطبيق مبادئ حوكمة الشركات لاستقرار الأسواق المالية

تعتبر البنوك الممول الرئيسي للشركات، ولهذا فإن وجود وإقامة نظام بنكي قوي مهمته الأساسية توفير الائتمان والسيولة هو من الركائز الرئيسية لضمان سلامة واستقرار السوق المالية.

تتعامل البنوك مع الشركات عند منح الائتمان، ومتابعة ومراجعة سياساتها الائتمانية مع عملائها تظهر الحاجة الملحة لوجود وتطبيق مبادئ الحوكمة ضمن أهداف البنك على أن تكون الشفافة السائدة في التعامل بين مختلف الإدارات الائتمانية في إطار القرار الائتماني، وبالتالي يجب تطبيقها وممارستها من جانب العملاء ومن جانب البنك لتحسين العلاقة بينهما. ومن جهة ثانية، تعتمد الحوكمة على الاختيار الأحسن للإدارة الائتمانية على أساس الكفاءة كأحد مبادئ الحوكمة.

للبنك دور مهم في السوق المالي عند إصدار أسهم الشركات حيث تقدم لها النصائح الخاصة بنوع الأوراق، قيمتها ومنافعها، كما يمكن أن يتكلف بالإصدار في الإشهار تقديم المعلومة للزبائن وجمع الأموال. أما بعد الإصدار، فإن البنك يضمن دفع وتسديد السندات، مسك سجلات تحويل ملكية الأوراق المالية، دعوة الجمعية العامة والإعلام عن الزبائن⁽¹³⁾.

تعتبر الحوكمة من الشروط المهمة التي يجب أن تتقيد بها الشركات المسعرة في البورصة أو التي تريد أن تقيد أوراقها المالية بالبورصة، ولهذا يجب تطوير هيكل حوكمة الشركات من أجل رفع مساوي كفاءة الأسواق المالية. ومن أجل تحديد مدى مساهمة حوكمة البنوك في استقرار السوق المالية، سوف نستعرض أهمية وأهداف الأسواق المالية بتطبيق الحوكمة في البنوك ثم أثر تطبيقها على السوق المالية:

1- أهمية ودور لأسواق المالية: طهرت الأسواق المالية كمصدر هام لتمويل الشركات التي أثقلت كاهلها القروض البنكية وفوائدها. فالتمويل بواسطة الأسواق المالية هي طريقة مباشرة للتمويل، تظهر أهميتها في⁽¹⁴⁾:

أ- توفير السيولة اللازمة لتبادل الأسهم المكتتب بها في السوق الأولية: بعد الاكتتاب في السوق الأولية بشراء أسهم، فالمكتتب غير ملزم في الاحتفاظ بها حيث يمكن له بيعها وتحويل إلى سيولة في السوق الثانوية وفق قانون العرض والطلب؛

ب- المساهمة في جمع السيولة الكافية لنمو الشركات: تساهم عملية إصدار أسهم في السوق المالية في قيام الشركات في توسعات مثل فتح خطوط إنتاج جديدة، الاستحواذ على شركات أخرى أو الاندماج، رفع حصة السوق؛

ت- العمل على توجيه المدخرات نحو الاستثمار: تساهم الأسواق المالية في تجميع الادخارات وإعادة توظيفها مما ساهم في تطور الاقتصاد الوطني وزيادة معدلات النمو وتأسيس شركات هي نواة فعالة وأساس النمو في الاقتصاد الوطني⁽¹⁵⁾، تنوع القطاعات الاقتصادية، وإعطاء فرصة للمستثمرين الصغار بمساعدتهم على فتح أسواق لمنتجاتهم وتقديم لهم تحفيزات ضريبية لمدة محددة، وبالتالي تحويل الثروة؛

ث- توفير الأموال الكافية للحكومات للقيام بمشاريعها التنموية: تتجه الحكومات إلى السوق المالية للحصول على الأموال اللازمة للقيام وتمويل مشاريعها خاصة منها المشاريع المساهمة في تنمية بعض القطاعات الاقتصادية وكذا البنى التحتية؛

ج- المساهمة في إعادة توزيع الثروة: فالأسواق المالية مفتوحة لكل الشرائح وبالتالي، فإن التعامل والدخول إليها فرصة للجميع لتحسين مداخيلهم والرفع من مستواهم المادي وكذا تحويل الأموال من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز؛

ح- دافع لتطبيق مبادئ الحوكمة: يتطلب على شركات المساهمة التي تطرح لأسهمها للاكتتاب العام توفر بعض أهم مبادئ الحوكمة منها توفر الكفاءة العالية في مجلس الإدارة المسير للشركة، وكذا توفر الإفصاح والشفافية للمعلومات والبيانات المالية للشركة مما يساهم في زيادة الثقة وجلب المستثمرين و الجمهور بصفة عامة؛

خ- قياس الأداء الاقتصادي بواسطة المؤشر العام لأسعار الأسهم: تتحدد أسعار الأسهم بالتقاء قوى العرض والطلب، وبالتالي كلما ارتفع سعر السهم فإنه يشير إلى تحسن الأداء الاقتصادي للشركة والعكس صحيح، وعليه فالمؤشر العام لأسعار الأسهم يعكس كل التوقعات المستقبلية الاقتصادية ويساهم في اتخاذ القرارات الإستراتيجية ورسم السياسة الاقتصادية اللازمة. يتم تحسين الأداء الاقتصادي بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر وهذا يتحقق في سوق مالي يتميز بكفاءة التسعير، بكفاءة التشغيل، بعدالة السوق، بالأمان، بعمق السوق، باستمرارية السوق، بتحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضات أو المزايادة، وبتحويل المخاطر.

2- مدى مساهمة مبادئ الحوكمة في استقرار السوق المالية: لقد أثبتت الدراسات الاقتصادية والمالية وكذا الواقع المعاش على أهمية ودور تطبيق مبادئ الحوكمة في تطور وانتعاش الأسواق المالية. كما ساهمت وقوع عدة أزمات مالية مثل لأزمة جنوب شرق آسيا في 1997 والأزمة الأمريكية في 2007 في زعزعة ثقة المستثمرين في الأسواق المالية سواء في الدول النامية أو المتقدمة بسبب عدم تطبيق مبادئ الحوكمة مثل الإفصاح والشفافية وكفاءة الإدارة وجودة المعلومات. ومن أجل تحقيق الاستقرار المالي للأسواق المالية والتحكم فيه يتم الاعتماد على متغيرات⁽¹⁶⁾ هي البيئة الاقتصادية الكلية الممثلة في الوضع المالي، نسبة التضخم ومعدل الفائدة قصير المدى وكذا قياس مدى التركيز البنكي من خلال معرفة هيكله البنكي، وأيضاً البيئة المؤسسية و الحوكمة مقاسة بالحوكمة التنظيمية، و حوكمة القطاع العام مقاسة بالمحاسبة الديمقراطية، غياب الفساد، والقانون وغيرها من المتغيرات.

تلعب الحوكمة في تحقيق استقرار الأسواق المالية من جهة والقضاء على سلبات الأسواق المالية من جهة أخرى المتمثلة في:

أ- السوق المالي وسيلة لامتناس السيولة وتحقيق المضاربة: فبدلا من تمويل الاقتصاد يفضل المدخرون تحويل مدخراتهم نحو السوق المالية عند ارتفاع أسعار الأسهم من أجل تحقيق أرباح طائلة وبالتالي يساهمون في تحقيق المضاربة؛

ب- نشر معلومات خاطئة لتوجيه قرارات المدخرين نحو استثمارات معينة: إن نشر معلومات تثبت أرباح وهمية للمؤسسة يمكن أن توجه قرارات المدخرين نحو شراء أسهمها رغم أن الواقع عكس ذلك وبالتالي لا يعكس التحليل الواقع، وأحسن مثال لذلك الفضائح المالية لكل من إنرون وورلدكوم اللتين خربت حياة الألوف من الناس؛

ت- غياب الحرفية لدى المضاربين: يدخل أغلبية المستثمرين السوق المالي من أجل المضاربة معتقدين أنهم يمكن لهم تحقيق أرباح طائلة دون فتح شركة التي تتطلب أعمال إدارية وتقنية ومجهودات كبيرة لكن لا تفي بالوعود دائما؛

ث- اتجاه السوق المالي نحو الانهيار: إن حركة الأسواق المالية ليست ثابتة، فهي تتأرجح بين الزيادة والنقصان، وعندما تكون في زيادة وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم يتجه المساهمون للشراء وتزداد السيولة في السوق من أجل ارتفاع أكثر الأرباح، وعند وصولها إلى حد أقصى تصبح الأرباح خيالية مما تؤدي في الأخير إلى الانهيار وهذا ما عرف بالفقاعات.

3- أثر تطبيق الحوكمة في البنوك على السوق المالي: للقضاء على كل الأسباب التي تؤدي إلى عدم استقرار السوق المالي، كان لابد من تطبيق مبادئ الحوكمة من تحقيق الإفصاح والشفافية وجودة المعلومات والبيانات، الرفع من كفاءة الإدارة، رسم استراتيجية طويلة المدى. إن تطبيق مبادئ حوكمة البنوك سوف يساهم في استقرار السوق المالي وتحسين أوضاعه عن طريق:

أ- رفع أداء السوق المالي: يعتمد السوق الكفاء على بعض الخصائص كتوفر الإفصاح والشفافية، والسيولة، استمرارية السعر، عمق وشمولية السوق حيث تتحقق بتطبيق مبادئ الحوكمة. توفر تطبيق الحوكمة في البنوك والشركات المسعرة في السوق المالي كل البيانات والمعلومات لحركة الأسهم سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية من خلال وسائل وأجهزة الإعلام المختلفة⁽¹⁷⁾، بتحقيق السعر العادل للورقة المالية بحيث يكون فيه القيمة السوقية لها معادلة للقيمة الحالية للمكاسب والعوائد المتوقعة كافية لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر⁽¹⁸⁾. بتحقيق كفاءة السوق المالي كركن من أركان البيئة القانونية بتحوله من سوق يغلب عليه المضاربة إلى سوق استثمار يقوم على أسس تخضع لقواعد العرض والطلب في تحديد أسعار الأسهم وبذلك تكون الحوكمة الإطار القانوني للسوق.

إذن تطبيق مبادئ الحوكمة في السوق المالي حيث الشفافية في المعلومات والبيانات وتوفرها بمصدقية عن السوق والقطاعات الاقتصادية والشركات المتداولة لأسهمها في أي وقت وللجميع بنفس الدرجة من شأنه أن يرفع من كفاءة السوق المالي ويطوره.

ب- اكتشاف الأخطاء وتحسين قدرات البنوك: إن تطبيق مبادئ الحوكمة في البنوك بواسطة إدارة كفئة ترسم من خلالها سياسات مالية وتنفذها لصالح كل من المساهمين والمودعين. بعد التنفيذ تأتي الرقابة لما خطط له وما نفذ حيث يتم اكتشاف الهفوات والأخطاء والثغرات في الإدارة ولأي مدى تم تطبيق الحوكمة من شفافية ومصدقية في المعلومة المعلنة. تعمل السلطة المسيرة للبنك على تعزيز دور الحوكمة مما يساعدها على تحسين أدائها وتطوير قدراتها وزيادة ثقة متعاملاتها من مستثمرين ومودعين. إن تطبيق الحوكمة الجيدة تساهم في تقييم السوق المالي بصفة أفضل من أجل تحقيق أكبر ربحية ممكنة ومواجهة تقلبات أسعار الأسهم و تحركاتها مع جلب أكبر عدد من المستثمرين في السوق وكسب ثقتهم من جهة وثقة المودعين لدى البنك من جهة أخرى؛

ت- مكافحة الفساد: يساهم تطبيق الحوكمة بصفة جيدة من طرف إدارة كفاءة ورشيدة تتمتع بالأمانة والمصداقية في نشر المعلومات والبيانات إلى الحد من الفساد، إلى التقليل من المخاطر في التعامل مع البنوك وبالتالي زيادة فرص التمويل في المدى الطويل.

4- تجربة الجزائر في مجال الحوكمة: تسعى السلطات المالية لتفعيل بورصة الجزائر عن طريق طرح مشروع دعم إصلاح السوق المالي من أجل وضع مخطط لتنظيم وتسيير بورصة الجزائر بالتوقيع بين الحكومة الجزائرية وبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي يوم 31 ماي 2011 حيث خصص للعملية حسب ذات المصدر 1.5 مليون دولار ولمدة 14 شهر تحت إشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المكلفة.

يرمي المشروع إلى إقامة سوق مالي فعال ومنظم يمكن من تحويل الادخار إلى استثمار كمصدر تمويل مباشر لكل من المؤسسات العمومية والخاصة، وستمكن من تحسين الحوكمة وتطبيق الشفافية في تلك المؤسسات خاصة في الجانب المالي. تمر عملية إصلاح بورصة عبر مرحلتين:

أ- المرحلة الأولى: تشرف عليها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، تحت تسمية "تقييم - تصور"، أما وزارة المالية فتتكفل بالتسيير الاستراتيجي والمؤسسي وتعمل على دراسة و الموافقة على التقارير ونتائج أشغال مجموعات العمل.

الهدف الرئيسي للمرحلة هو تصور نموذج ومخطط تنظيم وتسيير سوق المالية في الإطار المؤسسي للجزائر وفقا للمعايير الدولية. تم تحديد خمس محاور للتدخل :

➤ **المحور الأول** يتمثل في إصدار سندات أسهم وقروض في إطار ملائم لتطوير السوق وجعلها أكثر مرونة و لتصبح محركا لمسار الخصوصية؛

➤ **المحور الثاني** يشمل المصادقة على مخطط مدير لتنظيم مؤسسات السوق وسيورها؛

➤ **المحور الثالث** يقوم على إعداد استراتيجية مصرفية لإضفاء المهنية على خدمات

الاستثمار؛

«المحور الرابع يخص المصادقة على سجل أعباء لإحداث نظام عصري ومدمج؛

«المحور الخامس يتعلق بإعداد مخطط تسويق يهدف إلى إعلام المستثمرين المحتملين (الجمهور الواسع والمستثمرين الأجانب) لتحسين صورة البورصة وجعلها أكثر.

يقوم بتمويل مشروع إصلاح بورصة الجزائر عدة أطراف هي الحكومة الجزائرية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية. إن الجديد في مشروع إصلاح بورصة الجزائر هو خلق قسمين داخل البورصة، إحداهما سوق للمؤسسات الكبرى والآخر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالإضافة لسوق سندات الخزينة. تم تعديل شروط قبول المؤسسات الكبرى برفع رأسمالها من 100 مليون دينار جزائري من 500 مليون دج، بينما انخفض عدد المساهمين المكتتبين من 300 مساهم إلى 150 مساهم كحد أدنى أما عند إصدار القروض السندية فيشترط في من يصدرها أن لا يقل رأسمالها عن 500 مليون دينار وإصدار هو قيمة اسمية الأدنى عند الإصدار، وأن يكون لها خبرة لا تقل عن سنتين.

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيشترط في دخولها البورصة نشر كشوفها المالية المصادق عليها للسنتين الأخيرتين بينما لم يحدد رأسمالها الأدنى أو شروط الاستفادة منه والاكتفاء بالرأسمال الذي تمليه ترتيبات قانون التجارة للمؤسسات ذات الأسهم الراغبة في التوفير العمومي المقدر بمبلغ 5 مليون دينار، لكن المقابلي شرط على هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة توزيع سندات سواء لدى 50 مستثمر من الجمهور العريض أو لدى 3 مستثمرين مؤسساتيين والشروع في فتح رأسمالها الاجتماعي في مستوى 10 بالمائة كأقل تقدير. أن استحداث القسم الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح لها العديد من المزايا، مثل الاستفادة من تمويل مباشر ودخول مبسط للبورصة والحصول على فرص استثمار تضمن استمراريتها عن طريق منح السندات، أما الجديد الرئيسي في هذه السوق في خص إنشاء وظيفة مرافق بورصة، الذي يمكن أن يكون بنكا أو مؤسسة مالية أو مكتب استشاري، لمتابعة ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة طوال مشاورها على مستوى البورصة؛

ب- **المرحلة الثانية:** فستتمحور حول تنفيذ المشروع من خلال عصرنه الأنظمة الإعلامية للسوق المالية وتطابق الإطار التنظيمي مع الممارسات المالية الدولية وترقية سندات البورصة على مستوى البنوك العمومية و المؤسسات المالية الخاصة.

الخاتمة: من أجل تحقيق استقرار النظام البنكي واستقرار الأسواق المالية على حد سواء ومواجهة الأزمات المالية التي شهدتها القطاعين، كان عليهما تطبيق مبادئ الحوكمة. إن تطبيق مبادئ الحوكمة في البنوك وفي الشركات المسعرة في السوق المالي مهما كان نوعها أو حجمها يتطلب مساهمة كل الأطراف المشرفة والمنظمة والمراقبة للسوق. بتبني الإدارة العليا مبادئ الحوكمة الواردة في لجنة بازل في 2006، والتي تعمل على التأثير على مجلس الإدارة بالفصل بينها وبين الملكية، تحديد المهام والمسؤوليات لها، الاعتماد على الكفاءة في تعيين المدراء التنفيذيين، وتطبيق الشفافية والإفصاح في نشر المعلومات والبيانات لكل المؤسسات الموجودة في السوق المالي. إن تطبيق الحوكمة في البنوك الجزائرية وفي بورصة الجزائر هي في مراحلها الأولية ويجب أن تدعم خاصة في ظل انفتاح السوق المصرفية وزيادة المنافسة لتصبح للحوكمة دور فعال في ضبط الأطر العملية والأنشطة لتفادي الانحرافات وتجنب وقوع الأزمات المالية وبالتالي تحقيق استقرار السوق المالي.

من خلال ما سبق توصلنا في هذه الورقة لمجموعة من النتائج ووضعنا بعض التوصيات:

النتائج:

- لا يقتصر دور الحوكمة على وضع القواعد والقوانين ومراقبة تطبيقها بل يعمل على توفير البيئة اللازمة لدعم المصادقية، بالتعاون بين كل من الحكومة والسلطة الرقابية والقطاع الخاص و كل الفاعلين الآخرين منهم الجمهور؛

- يؤدي تطبيق البنوك للحوكمة إلى زيادة فرص التمويل وانخفاض تكلفة الاستثمار واستقرار سوق المال، انخفاض درجة المخاطر عند تعاملها مع البنوك والإقلال من التعثر، والحد من الفساد؛
- إن التزام البنوك بتطبيق معايير الحوكمة يساهم في تشجيع الشركات المسعرة في البورصة على تطبيق الإفصاح والشفافية؛
- يمكن تطبيق الحوكمة من استفادة البنوك من مزايا، مثل: الفعالية المالية والتشغيلية المثلى، تحسين عملية دخول رأس المال الخارجي، تحسين تقييم البنك وتخفيض تكلفة رأس المال، بناء وتحسين سمعة البنك؛
- تؤدي الحوكمة إلى زيادة الثقة في الاقتصاد وتعميق دور سوق المال وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والحفاظ على حقوق صغار المستثمرين؛
- تشجع الحوكمة على نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل من السوق المالي وتوليد الأرباح وخلق فرص عمل.

التوصيات:

- من أجل عملية الحوكمة يجب ترسيخ الشفافية والإفصاح ليحصل المساهمون وأصحاب المصالح على معلومات كافية لما يحققه المصرف من أهداف ونمو في القوائم المالية وما يعترضه من خطر فهذا سوف يسبب خللاً في انضباط واستقرار السوق المالي؛
- يجب أن يتم تعيين مسيري البنوك والشركات على أساس الكفاءة العلمية مع إبرام عقود نجاعة بين الجهات الوصية وهؤلاء المسيرين من أجل الدفع بتطوير الأداء وإمكانية تحقيق نتائج جيدة؛
- ضرورة بذل جهود كبيرة للرفع من قدرات البنوك وتطبيق التقنيات المتطورة في

التمويل، وتطوير أنظمة المدفوعات والرقابة، مما يمكنها من زيادة الربحية والتقليل من الديون المتعثرة؛

- إعطاء صلاحيات واسعة للجنة المصرفية لمراقبة أنشطة البنوك بتطبيق الصارم للأمر 11-03 المؤرخ في 2003.08.26 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض بإلزام البنوك بوضع نظام المراقبة الداخلية وتفعيل اللجان خاصة بإدارة المخاطر؛
- تفعيل برنامج دعم وعصرنة النظام المالي الذي أقره الاتحاد الأوروبي لمساعدة البنوك على إجراء عمليات التدقيق الداخلي، و إرساء قواعد محاسبية، ووضع مخطط مراقبة التسيير؛ تبقى تجربة الجزائر في تطبيق الحوكمة فتية في ظل انفتاح السوق البنكية وزيادة حدة المنافسة، وعليه يجب تدعيمها لتلعب دور فعال في ضبط نشاط البنك ليساهم في تجنب الانحرافات ووقوع الأزمات.

الهوامش:

(1). الصالح احمد علي: بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط المعرفية ومدى ملائمتها لحاكمة الشركات في القطاع الصناعي المختلط في بغداد، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة بغداد كجزء من متطلبات شهادة الدكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، 2006، ص 117.

(2). مدى احترام مبادئ الحوكمة في الشركات المساهمة الجزائرية، عن الموقع الإلكتروني: www.blogger.com. consulté le 02/02/2013.

(3). ماجد شوقي، " حوكمة الشركات سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة .. صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة؟"، 01 نوفمبر 2002، ص 02، موقع حوكمة الشركات www.hawkama.net consulté le 15/09/2013.

- (4) عادل رزق: الحوكمة والإصلاح المالي و الإداري مع عرض التجربة المصرية، ورقة عمل مقدمة في ملتقى " الحوكمة و الإصلاح المالي و الإداري في المؤسسات الحكومية"، القاهرة، سبتمبر 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية، ص 16.
- (5). Alamgir, M. (2007). Corporate Governance: A Risk Perspective, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.
- (6). Freeland, C Basel Committée Guidance on Corporate Governance for Banks, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo May 7– 8 (2007).
- (7) الصلاح، محمد سليمان، " الاستفادة من أدوات الرقابة وإدارة المخاطر لخدمة حوكمة الشركات"، بحوث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، 2005، ص 5 .
- (8) .. منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء (مدخل حوكمة الشركات) المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 2009، ص 5-6.
- (9) الحوكمة في البنوك: مأخوذة من الموقع الإلكتروني www.dvd4arab.maktoob.com 21/06/2013: consulté le
- (10). علي كنعان: الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا، 2008- 2009. ص 72-73
- (11) محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري - دراسة نقارئة، الدار الجامعية، 2008، ص 23-24؛
- (12). smihafawzi: Assessement of corporate governance in Egypt, working paper n°82, the Egyptian center foreconomic studies, Egypt, april, 2003, p04.

(13). Luc Bernet- Rollande: Principes de technique bancaire, édition Dunod, Paris, 2004, pp323 324.

(14). سوق الأوراق المالية. من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة 2013

<http://ar.wikipedia.org/wiki>. Consulté le 01/10/

(15). علي كنعان: مرجع سابق، ص18.

(16) Das U., Quintyn M., and Chenard K., 2004,

"DoesRegulatoryGovernanceMatter for Financial System Stability? An EmpiricalAnalysis," IMFWorking Paper N°. 04/89.

(17) صلاح الدين السيسي: بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر 2003، ص24.

(18) نفس المرجع السابق.

المراجع:

1- الصالح احمد علي: بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط المعرفية ومدى ملائمتها لحاكمية الشركات في القطاع الصناعي المختلط في بغداد، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد بجامعة بغداد كجزء من متطلبات شهادة الدكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، 2006، ص117.

2- صلاح الدين السيسي: بورصة الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر 2003، ص24.

3- الصلاح، محمد سليمان، "الاستفادة من أدوات الرقابة وإدارة المخاطر لخدمة حوكمة الشركات"، بحوث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، 2005، ص5.

4- عادل رزق: الحوكمة و الإصلاح المالي والإداري مع عرض التجربة المصرية، ورقة عمل مقدمة في ملتقى " الحوكمة و الإصلاح المالي و الإداري في المؤسسات الحكومية"، القاهرة، سبتمبر 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية، ص16.

5- علي كنعان: الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2008-2009.

- 6- ماجد شوقي، "حوكمة الشركات سهلة المنال بالنسبة للأسواق المتقدمة .. صعبة المنال بالنسبة للأسواق الناشئة؟"، 01 نوفمبر 2002، ص 02، موقع حوكمة الشركات le www.hawkama.net consulté 15/09/2013
- 7- محمد مصطفى سليمان: دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري "دراسة مقارنة"، الدار الجامعية، 2008، ص 23-24.
- 8- منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء (مدخل حوكمة الشركات) المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر 2009، ص 5-6.
- 9- الحوكمة في البنوك: مأخوذة من الموقع الإلكتروني le www.dvd4arab.maktoob.com consulté 21/06/2013
- 10- سوق الأوراق المالية، من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة <http://ar.wikipedia.org/wiki>. Consulté 2013 <http://ar.wikipedia.org/wiki> 01/10/
- 11- مدى احترام مبادئ الحوكمة في الشركات المساهمة الجزائرية، عن الموقع الإلكتروني: www.blogger.com. consulté 2013/02/02
- 12- Alamgir, M. (2007). Corporate Governance: A Risk Perspective, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7-8;
- 13- Das U., Quintyn M., and Chenard K., 2004, "Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis," IMF Working Paper N°. 04/89;

-
- 14-** Freeland, C Basel Committée Guidance on Corporate Governance for Banks, Paper presented to: Corporate Governanceand Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian BankingInstitute, Cairo May 7 – 8 (2007);
- 15-** Luc Bernet–Rollande: Principes de technique bancaire, editionDunod, Paris,2004;
- 16-** samihafawzi: Assesement of corporategovernance in Egypt, working paper n°82,the Egyptian center foreconomic studies,Egypt,april,2003;

الصكوك الإسلامية كأداة لضمان استقرار السيولة في البورصة

محمد حمو - جامعة الشلف
جعفر هني محمد - جامعة الشلف

ملخص البحث:

تشير بعض التقارير إلى الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع لما لها من دور في التخفيف من الاعتماد المطلق على الإنفاق الرأسمالي الحكومي المحكوم بإيرادات الحكومات، فضلا عن دورها في تقليص الاعتماد على أدوات التمويل التقليدية كالقروض والسندات التقليدية يختص موضوع هذه الورقة البحثية بدراسة قضية هامة وهي قضية إمكانية تداول الصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر كآلية لتطويرها وإمدادها بالسيولة اللازمة لتنشيطها.

وفي هذا الصدد جاء هذا المقال لِيُسَلِّط الضوء على أحد أهم الآليات التي يُمكن أن تستعملها الأسواق المالية لإمدادها بالسيولة عند الحاجة، وذلك باستخدام آلية التصكيك الإسلامي.

الكلمات المفتاحية:

الصكوك الإسلامية، التصكيك، السيولة، بورصة الجزائر

مقدمة:

ترتكز الأسواق بشكل عام على التمويل المباشر والتوجه أكثر فأكثر نحو أسواق الأوراق المالية، حيث تؤدي هذه الأوراق دورا مهما في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية، ومن أجل القيام بهذا الدور، توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار، غير أنَّ هذه الأوراق قد تجذب

مستثمر دون آخر، لذا يجب أن تكون هذه الأخيرة ذات جاذبية لجميع المستثمرين، وهذا ما يدفع للحديث عن الصكوك الإسلامية، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة، وهي تسد جزءاً من الحاجة لباقة متكاملة من الأدوات المالية الإسلامية ذات المخاطر المتنوعة قادرة على بناء سوق مالية متكاملة من حيث أنواع الأدوات.

أهمية الموضوع:

تتجلى أهمية البحث في بروز الصكوك كواحدة من أهم الأدوات المالية والتي استطاعت أن تجتذ لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية، حيث استقطبت مستثمرين من دول ومؤسسات مختلفة ليس في العالم الإسلامي فحسب، وأصبحت موازية للسندات في الاستثمار التقليدي ومتاحة للجميع، أفراداً وشركات وحكومات في كثير من دول العالم.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في الآتي:

- إبراز دور ووظائف الصكوك الإسلامية،
- إبراز دور التصكيك تطوير الأسواق المالية وإمدادها بالأدوات المالية الإسلامية،
- استشراف دور الصكوك في دعم وتطوير بورصة الجزائر.

الإشكالية الرئيسية:

هذه الورقة البحثية ستناقش قضية أساسية تتمثل في البحث عن إجابة لسؤال مؤداه: ما هو الدور الذي يمكن أن تقوم به الصكوك الإسلامية في سبيل النهوض بالدور التنموي لبورصة الجزائر؟

الأسئلة الفرعية:

- ما هي الصكوك الإسلامية؟ وما هو التصكيك؟
- ما هي الوظائف الاقتصادية للصكوك الإسلامية في سوق الصكوك؟
- هل يمكن للصكوك الإسلامية أن تتداول في الأسواق المالية التقليدية؟
- هل يمكن للصكوك الإسلامية أن تُساهم في دعم وتطوير بورصة الجزائر؟

منهجية الدراسة:

يتبع البحث منهجية التحليل الوصفي والتحليل الاقتصادي النظري في مناقشة وتحليل الجوانب المختلفة للبحث للتوصل إلى استنتاجات وإجابات للتساؤلات المطروحة.

تقسيمات الدراسة:

إنَّ الإجابة على الإشكالية الرئيسية لهذا البحث تضمنت في تناول المحاور التالية في هذا البحث:

- المحور الأول: التصكيك الإسلامي، مفهومه، مراحل أنواعه وآلياته،
- المحور الثاني: دور الصكوك الإسلامية في دعم وتطوير الأسواق المالية،
- المحور الثالث: واقع بورصة الجزائر في ظل محدودية الأدوات المالية،
- المحور الرابع: استشراف دور الصكوك الإسلامية في النهوض بالدور التنموي لبورصة الجزائر.

المحور الأول: التصكيك الإسلامي، مفهومه، مراحل أنواعه وآلياته أولاً - مفهوم التصكيك:

تعددت مفاهيم الباحثين للتصكيك، ومنها ما يلي:

1. تعريف مجمع الفقه الإسلامي للتصكيك:

"يقصد بالتصكيك إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً⁽¹⁾.

2. تعريف التصكيك لدى مجلس الخدمات المالية الإسلامية*:

"التصكيك يعني إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية:

- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم حقوق أخرى، بينما في التمويل الإسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها كالموجودات موضوع الإجارة.
- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).

- إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين⁽²⁾.

3. تعريف عجيل جاسم النشمي للتصكيك:

" يقصد بالتصكيك عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فهو يعني تحويل أو تقسيم أصل أو أكثر إلى صكوك⁽³⁾.

ثانيا- أركان عملية التصكيك:

التصكيك بصفته عقد له أركان تتمثل في الآتي:

1- أطراف عملية التصكيك:

للتصكيك أطراف ينشأ العقد لها حقوقاً ويترتب عليها التزامات، ويوجد أطراف رئيسية في هذا العقد إلى جانب أطراف أخرى تساعد هذه العملية.

1-1- الأطراف الرئيسية التي تشارك في هذه العملية مباشرة، وهي:

- المنشئ: الجهة مالكة المشروع المنوي إقامته أو توسيعه، وقد يكون المنشئ شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويقوم المنشئ باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع معيّن، وقد يقوم المنشئ بإدارة المشروع بنفسه، أو أن يؤكل مدير استثمار بالقيام

بذلك⁽⁴⁾، ودوره في عملية التصكيك تملكه للأصل ثم يبيعه أو نقله لشركة التصكيك.⁽⁵⁾
أ- المصدر: الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشأة ذات الغرض الخاص SPV، وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.

ب- المستثمرون: أي حملة الصكوك، يقومون بسداد قيمة الصكوك، ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد عليها من حصيلة محفظة التصكيك.

ج- محفظة التصكيك: ومن خلالها يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ استحقاقها.

1-2- الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:

أ- وكالات التصنيف الائتماني: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة⁽⁶⁾، حيث تشترط القوانين المنظمة التصكيك ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة التصنيف الائتماني لمحفظة التصكيك التي تصدر الصكوك في مقابلها، وهذا عنصر مهم لحماية حملة الصكوك، وأهم وكالات التصنيف الإسلامية الحالية نجد الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف* ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف، وتقدم هذه الوكالات إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية.

ب- مدير الاستثمار: مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.

ج- الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التصكيك: وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة تصكيك وتحصيل العائد عليها.

د- أمين الحفظ: وهو الطرف الذي يناط به مهمة حماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، وقد يترافق وجود الأمين منذ الترتيبات الأولى لعملية التصكيك وقد يُعين لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية والعرف المتفق عليه، والأمين بوصفه وكياً عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفته الموكّلين له⁽⁷⁾.

2- محل التعاقد:

- الأصل محل التوريث التقليدي القروض التي في المنشأة البادئة في ذمة الغير، أما في التصكيك الإسلامي الأصول المملوكة للمنشأة والتي تدر دخلاً بصفة منفردة،
- المقابل الذي تدفعه شركة التصكيك للمنشأة البادئة، ويكون أقل من قيمة الأصل محل التصكيك،

- الأوراق المالية المصدرة والتي يتم بيعها للمستثمرين، عادة ما تباع بعلاوة إصدار، أي مبلغ زائد عن القيمة الإسلامية للصك، وتمثل العلاوة دخلاً لشركة التصكيك بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للأصل المورق وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة⁽⁸⁾.

3- الصيغة: تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، وتمثل في التوقيع على العقود التي ترمز لذلك حسب طرق التصكيك المستخدمة.

4- سوق ثانوية: هي سوق متخصصة في التصكيك تدار فيها عملياته، وتتداول فيها الصكوك، وهي تتميز بالآتي⁽⁹⁾:

أ- شكلها: لا يشترط فيها أن تكون سوق منظمة أي رسمية خاضعة لإشراف أجهزة الدولة ورقابتها، من بورصات وأوراق مالية وأسواق أولية وغيرها، بل إنها تتسع لتشمل الأسواق غير الرسمية أو غير المنظمة من مكاتب سمسة متخصصة في الوساطة للقيام بأعمال التصكيك.

ب- تداول الصكوك: يشترط في صكوك التصكيك أن تكون قابلة للتداول في السوق وإلا فقدت صفتها كتصكيك.

ثالثاً- مراحل التصكيك:

تمر عملية التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية بثلاثة مراحل، وهي⁽¹⁰⁾

1- مرحلة إصدار الصكوك: وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد، يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى

SPV ، وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها، تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

2- مرحلة إدارة محفظة الصكوك: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

3- مرحلة إطفاء الصكوك: بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

رابعاً- أنواع التصكيك: يتم التعرض في هذا الفرع إلى أنواع التصكيك التي تطبقها المؤسسات المالية الإسلامية، والمتمثلة أساساً في تصكيك الأصول أو الموجودات وتصكيك ثمن السلعة المطلوبة.

1- تصكيك الأصول: وصورته أن يكون لدى مؤسسة، أصل مدر للدخل (مثل أصول مؤجرة أو مشاركة، أو مضاربة مع عميل)، فتقوم المؤسسة مباشرة أو بالاتفاق مع شركة التصكيك على تحويل قيمة هذه الأصول إلى صكوك وتطرحها على عملائها، أو للاكتتاب العام، لتجميع ثمن هذه الأصول مرة واحدة من خلال هذه العملية، ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكيين للأصول المورقة بدلاً من المؤسسة، ويحصلون على العائد المحقق منها، ويكون دور المؤسسة هو إدارة هذه الصكوك مقابل عمولة يتفق عليها، ويمكن لحملة الصكوك تداولها في سوق الأوراق المالية بالبيع والشراء.

أما حكم هذه الصورة شرعاً فهو كالآتي⁽¹¹⁾:

لا مانع من تصكيك الأصول شرعاً إذ أصبح حملة الصكوك بعد شرائها مالكيين لهذه الأصول بعد دفع قيمتها نقداً، وهم المستحقون لما تدره عليهم أملاكهم بطريق مشروع، وهم يملكون بذلك التصرف فيها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية وفي غيرها،

إذ هو بيع لما يملكه المشتري من نصيب في السلع المورقة، سواء ارتفع ثمنها أو قل، أو تساوى، كما هو الشأن في بيع الإنسان ما يملكه من سلع. وتستند مشروعية تصكيك الأصول إلى مشروعية الشركات المساهمة التي تقوم على تجزئة رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية يعبر عنها بوثائق قابلة للتداول، ذلك أن التصكيك في حقيقته لا يختلف عن مفهوم التسهيم إلا كون الصكوك الاستثمارية تصدر وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالشاركة والمضاربة وغيرها.

1- تصكيك ثمن السلعة المطلوبة⁽¹²⁾ : وصورتها أن يطلب بعض العملاء من البنك الإسلامي شراء سلعة بطريق المراجعة، ويكون ثمنها كبيراً لا يستطيع البنك أن يقوم به، ولكن يمكن أن يغطي هذه الرغبة في تمويل هذه العملية عن طريق تصكيكه.

1. يلجأ البنك الإسلامي إلى تقسيم المبلغ المطلوب لهذه العملية إلى فئات صغيرة ويصدر بها صكوك مراجعة، ويجمع بموجبها المبلغ المطلوب،

2. أصحاب هذه الصكوك، وهم الراغبون في الاشتراك في هذه العملية،

3. يشتري البنك نيابة عنهم بما جمعه من أموال هذه السلعة المطلوبة نقداً،

4. ثم يبيعها للعميل مراجعة بضمن مؤجل أعلى من ثمن الشراء، فالعميل أصبح مديناً بضمن معين مؤجل، احتوى هذا الثمن على ثمن السلعة الأصلي، مع إضافة الربح في البيع مراجعة،

5. يحصل حملة الصكوك على جزء من الثمن الذي يبيع به مراجعة شيئاً فشيئاً، حسب ما اتفقوا عليه في تقسيط الثمن حتى يتم استهلاكها دورياً من كل قسط يسدده العميل،

6. ويحصل البنك على عمولة محددة مقابل إدارته لهذه العملية، كما أنه يمكنه شراء عدد من الصكوك،

7. وهذه الصكوك غير قابلة للتداول في السوق الثانوية، لأنها ديون، وبيع الدين لغير من عليه الدين في الشريعة الإسلامية له ضوابط تمنع من حصول حملة الصكوك على أرباح من عملية التداول.

خامساً- فوائد التصكيك: إن عمليات تصكيك الأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية تمثل أحد الأدوات المالية المهمة قصيرة الأجل، والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى، ويمكن أن تعطي عملية التصكيك للمؤسسات المالية الإسلامية واحدة أو أكثر من المنافع التالية:

1- فوائد التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي:

- تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المسئولة عن عمليات التصكيك⁽¹³⁾،

- تعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجوداً ضمن خارطة أصول الشركة كلها⁽¹⁴⁾،

- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها⁽¹⁵⁾،

- يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها، كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر⁽¹⁶⁾.

لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التصكيك يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية، حيث تقتضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال، وتكوين مخصصات للديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك⁽¹⁷⁾، فالمعروف محاسبياً أن الأصول محل التصكيك تظهر كأحد بنود الميزانية، وعند حساب كفاية رأس المال وقياس مخاطر الائتمان، فإن قيمة الأصول محل التصكيك ترجح قيمتها بمقدار الخطر المتوقع بعدم تحصيل بعضها، وبالتالي تقل قيمتها المحسوبة، وبما أن هذه الأصول تكون بسيطاً في معادلة حساب كفاية رأس المال، فسوف تتأثر هذه الكفاية بالانخفاض لنقص هذه الأصول بقيمة معدل الخطر، وعند تصكيك هذه

الأصول تختفي قيمتها من الميزانية وتحول إلى شركة أنشأت لهذا الغرض (التصكيك) ويحل محلها الثمن الذي تدفعه هذه الشركة، فترتفع قيمة الأصول وبالتالي يزيد رقم معدل كفاية رأس المال.

- زيادة حجم عدد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية،
- تصكيك الأصول تعتبر بديلاً لطرق التمويل الأخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كلاهما من قيود ومشاكل،
- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.

2- فوائد التصكيك بالنسبة للمستثمرين:

- يعتبر التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة،
- تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هيكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونياً في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك⁽¹⁸⁾،

- توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.

3- فوائد التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي

- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمداخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، من هذه المؤسسات قيام شركات ذات الطبيعة الخاصة، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة الرقابة

الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك⁽¹⁹⁾،

- تفكيك دور الوساطة التقليدية وتقليص دورها بالنسبة للمقترضين كمصدر للتمويل، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه، مثل صناديق الاستثمار المشترك إلى جانب توجه المقترضين بإصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال البنوك التجارية وبنوك الأعمال وغيرها⁽²⁰⁾، مما يزيد من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد من حيث الأوراق المالية ومن حيث المتعاملين فيها،

- يميل التصكيك الإسلامي إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجةً لزيادة مصادر العرض⁽²¹⁾.

المحور الثاني: دور الصكوك الإسلامية في دعم وتطوير الأسواق المالية

أولاً- تعريف الصكوك وخصائصها:

تعددت تعريفات الصكوك في النظام المالي الإسلامي، وفيما يلي أهم هذه التعاريف:

1- تعريف الصكوك لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:** "الصكوك وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله⁽²²⁾

2- تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك: "الصكوك جمع صك ويشار لها عادة بـ (سندات إسلامية*)، وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة⁽²³⁾

3- خصائص الصكوك الإسلامية: من التعريفين السابقين يمكن استخلاص الخصائص التي تتميز بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:

- الصك وثيقة تثبت لصاحبها حق ملكية شائعة في موجودات،
- تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية متساوية القيمة،
- صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك،
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد،

- الصكوك الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات⁽²⁴⁾.

ثانياً- أنواع الصكوك (من منظور إسلامي): أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واستخداماً يمكن حصرها فيما يلي:

1- صكوك الإجارة: وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب السوق⁽²⁵⁾.

2- صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وعليه تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

3- صكوك الاستصناع: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع)، والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع.

4- صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك، ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة

المراجحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها.

5- صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار، وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً، منها: (26)

أ- صكوك الشركة: وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

والمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها.

ب- صكوك المضاربة: وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ج- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

6- صكوك المزارعة: هي عبارة عن وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملتها نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد (27).

7- صكوك المساقاة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة، والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق العقد.

8- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

ثالثاً- دور منتجات التصكيك في تطوير الأسواق المالية: إنَّ استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية ، وذلك من خلال (28):

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية المتداولة، والتي تشمل صكوك الشركات ، صكوك البنوك الإسلامية والصكوك الحكومية،

- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي، والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية، إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية، وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه،

- إضافة مؤسسات مالية جديدة، حيث أنَّ هيكل عملية التصكيك يتم من خلال كل من : موجد العملية (المصدر الأصلي) ، المنشأة ذات الغرض الخاص (SVP) متعهد تغطية الاكتتاب، متعهد إعادة الشراء ، وكيل الدفع وكذا الأمين.

وبشكل مفصل يُمكن توضيح الفوائد التي يمكن أن تقدمها منتجات التصكيك

في تطوير ودعم السوق المالي:

1- من جانب العرض: - إنَّ إصدار الصكوك أقل كلفة على المؤسسة من إصدار الأسهم لأن صاحب السهم يحصل على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، في حين أن صاحب الصك تدفع المؤسسة له عائد مرتبط بعائد المشروع المساهم فيه فقط، وهي أفضل من الحصول على الأموال من البنوك لأنها تشتري من الجمهور مباشرة بينما أموال البنك التي مصدرها مدخرات الجمهور يفرض البنك لنفسه جزءاً من عائد الوساطة المالية مما يزيد في تكلفة الإقراض،

- تمتلك المؤسسة مجموعة من الأصول الصالحة التصكيك لتستفيد من سيولتها عند الحاجة، عوض البحث عن مصادر تمويل أخرى، تكون في الغالب مكلفة وأحيانا منعدمة أمام المؤسسات المالية الإسلامية في ظل الضوابط الشرعية التي تحكمها،
- يؤدي إصدار المزيد من الأسهم إلى زيادة عرضها في السوق، وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية، وهذا ما يؤثر على حملة الأسهم القدامى.

2- من جانب الطلب: يتمثل جانب الطلب في المستثمرين الذين يشترون الصكوك من السوق، وللمستثمرين تفضيلات لا تحقق إلا في أدوات مالية ذات عائد ثابت ومخاطر متدنية، فالكثير منهم يجذب عائد متدني مقبول مقابل تجنب المخاطر، خصوصا في التمويل الإسلامي الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية⁽²⁹⁾.

3- الشركة ذات الغرض الخاص: هي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار وإدارة المشروع طوال فترة حياة هذا المشروع، والشركة ذات الغرض الخاص **SPV** لها مسؤولية محدودة يتم تأسيسها لغرض معين، إذ تنشئها بعض الشركات لتنتقل إليها أصولها، ومن ثم تبدأ الشركة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية، وبعد ذلك يتم تصفيتها، وتمثل فوائدها خلال الأزمات فيما يلي⁽³⁰⁾

- إمكانية تأسيس شركة ووضع مجموعة من الأصول تحت مظلتها، وعلى أساسها يتم إصدار صكوك توفر للشركة السيولة،
- إمكانية إصدار صكوك قابلة للتداول، وبيعها وشرائها، وهو ما يشجع على إيجاد تمويل،

- عند تأسيس الشركة **SPV** فإن الشركة التي تضع أصولها تحت مظلتها لا يكون لها أي سلطة عليها تتعلق بالبيع والشراء،
- يمكن إصدار صكوك بعائد يتم احتسابه على أساس الأصول.

المحور الثالث: واقع بورصة الجزائر في ظل محدودية الأدوات المالية

بورصة الجزائر حتى وإن كانت لا تقوم بالدور المنتظر منها في تمويل الاقتصاد الوطني، فإنها مازالت تثير اهتمام المصدرين والمهنيين والمستثمرين في داخل الجزائر وخارجها، فحسب تقرير صادر عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (2010) سجلت البورصة طلبين لزيادة رأس المال من مصدرين خاصين، كما تم تأسيس وسيط في عمليات البورصة من القطاع الخاص مع شريك أجنبي من أجل ضمان خدمات الاستثمار على مستوى السوق.

وفي إطار عصرنه وتطوير بورصة السوق المالية، قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باتخاذ جملة من التدابير من شأنها أن تعمل على تشجيع سوق القيم المنقولة في الجزائر منها:

- تحيين شروط القبول لإعادة تنظيم جدول التسعيرة الرسمية، فحسب ذات اللجنة يستوجب على الشركات التي تطلب قبول إصدارتها في التداول أن تفي برأس مال محرر لا يقل عن 500 مليون دينار جزائري، على أن توزع هذه السندات على ما لا يقل عن 150 مساهما⁽³¹⁾،

- قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باستحداث صحن أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والسندات الشبيهة للخزينة، وذلك قصد توفير التمويل المباشر الذي يكمل التمويل المصرفي، ومن أجل ضمان دخول مبسط إلى البورصة وبأقل التكاليف.

- وضع شروط لإصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر: تمت دراسة موضوع الصكوك

الإسلامية من طرف اللجنة استجابة لرغبة هذه الأخيرة في تلبية جميع أصناف طلبات التمويل من جهة، وتلبية طلبات المهنيين المتخصصين في الصيرفة الإسلامية من جهة أخرى، ويتعلق الأمر بسند استثماري مظهر بأصول منقسم إلى حصص ملكية يتم التنازل عنها لفائدة المكتتبين، وتمثل مكافأة المكتتبين في إيراد متغير يستمد من نتائج الأصول، ولا يعتبر هذا المنتج سندا تقليديا ولا يترتب عليه بالتالي حق الدين المستحق فقط.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن الصكوك الإسلامية تعرف ازدهارا كبيرا على المستوى العالمي، وتمثل أدوات مالية موحدة النمط ومطابقة للشرعية الإسلامية وللمبادئ التي يقوم عليها تحريم الربا، غير أنه على المستوى الوطني، لا يوجد لهذه الصكوك أي سند قانوني وهي لا تمثل قيمة منقولة كما هو منصوص عليه في القانون التجاري، بل هي تستند إلى مرجعية مفهوم الملكية المقيدة دون حق الاستعمال وبالتالي فهي غير مطابقة للمفهوم المحدد بموجب القانون المدني.

وزيادة على ذلك، فإن تركيب الصكوك يمرّ عبر عربة ذات أهداف خاصة لا يكفلها التشريع الجزائري الحالي، لأن ذلك يعتبر شريكا تعاقديا للمدين الضامن لمطابقة الشريعة وائتماني قيم لحساب المستثمرين،

وتوصي اللجنة بالتالي بضرورة تعميق التفكير، وتوسيعه على نطاق الساحة المالية بشأن الشروط التي تحكم مثل هذا النمط من العمليات، وذلك نظرا إلى غياب التغطية القانونية في الوقت الراهن.

المحور الرابع: استشراف دور الصكوك الإسلامية في النهوض بالدور التنموي لبورصة الجزائر

أولا- أشكال وأنواع السيولة في المجال المالي: السيولة على أنواع بالاستناد إلى اعتبارات مختلفة، ومن أهمها⁽³²⁾:

- السيولة قد تنسب إلى الأفراد وتسمى سيولة الأفراد، وإلى المؤسسات المالية فتسمى سيولة المؤسسة وقد تنسب إلى الدولة ومؤسساتها وحينئذ تسمى (السيولة الدولية) أو (سيولة الدولة)، أي قدرة الدولة على توفير النقود للوفاء بالتزاماتها مع الدول الأخرى سواء كانت بدفع الالتزامات إليها نقدا أو عن طريق المقايضة أو المحاصة أو التسوية،
- وهناك تقسيما آخر للسيولة باعتبار الزمن، حيث تقسم السيولة من هذا المنظور إلى: سيولة باردة وسيولة دافئة وسيولة ساخنة، حيث يقصد بالسيولة الباردة مقدار متوسط السيولة لـ 290 يوما فما فوق والذي يعبر عن سيولة المستثمرين استثمارات طويلة الأجل، حيث يدخل فيها الصناديق الاستثمارية للحكومة أو البنوك أو كبار صناع السوق،

- وأما السيولة الساخنة فتعبر عن مقدار متوسط السيولة لثلاثة أيام أو أقل أو حجم السيولة المدارة خلال يوم واحد وهي تعبر عن سيولة المضاربين في البورصات.

في حين أن السيولة الدافئة فهي مقدار متوسط السيولة لثلاثين يوماً إلى 60 يوماً، وهي سيولة المستثمرين استثماراً قصيراً الأجل، حيث يظهر من خلال الصعود التدريجي مقدار ومتوسطات السيولة خلال 60 يوماً أو أقل.

- كما تقسم السيولة باعتبار محلها إلى سيولة عادية للأفراد وإلى سيولة السوق الثانوية (البورصة) التي يراد منها القدرة على تحويل الأصول بسهولة عن طريق حركات البيع والشراء إلى نقود دون أن تتسبب هذه الحركات في التأثير في الأسعار نزولاً أو ارتفاعاً أو تصحيحاً.

ثانياً- الدور المنتظر من تبني الصكوك الإسلامية في سبيل تنشيط بورصة الجزائر
وضمن استقرار السيولة: لآلية الصكوك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالي (بورصة الأوراق المالية)، حيث إن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية، وذلك من خلال:

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، وصكوك البنوك الإسلامية، والصكوك الحكومية، علي تنوع في أشكال هذه الصكوك.
 - توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية (كما في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي، والحكومة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية.

- كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول بالشراء والبيع لهذه

الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة.

على سبيل الخلاصة:

التصكيك له دور في إضافة أدوات مالية ذات طابع شرعي، إذ هي أداة مناسبة لجمع المدخرات وتوجيهها بطريقة فعالة نحو المشاريع الاستثمارية، وخاصة في ظل التوجه والاعتماد إلى الأسواق المالية كآلية للتمويل ضمن ما يسمى باقتصاديات الأسواق المالية، كما أن الصكوك الإسلامية تعتبر من أفضل وسائل تعبئة المدخرات وتجميع الأموال لتمويل مشروعات التنمية خاصة مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية، كما يمكن الاتجار بها وبيعها بسهولة، ولا يقتصر الإقبال على شرائها على المستثمرين المسلمين فقط، بل يشمل كافة المستثمرين، وبالنظر إلى المواصفات التي تحملها الصكوك الإسلامية أصبحت هذه الأخيرة تشكل حلولا متكاملة للتمويل، فضلا على أن توافر الصكوك الإسلامية يتيح للبنوك خاصة الإسلامية منها الاستفادة من سيولة السوق المالية.

هذا وان الضوابط الحاكمة للصكوك الإسلامية فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة هي التي تتيح وتيسر آلية تداول هذه الصكوك، بما يساعد المكتسبين في هذه الأصول بيعها وشرائها، وهو الأمر الذي يعمل على ضمان استقرار السيولة في البورصة، مما يعمل على رفع كفاءة البورصة وتحسين أداؤها.

والصكوك الإسلامية على اعتبار أنها أداة من أدوات السوق المالية، وكونها وافد جديد في السوق الجزائرية، يتطلب الأمر بيئة خاصة بها، أي أرضية، لأن مجتمع المستثمرين (مصدرين أو بائعين) كانوا لم يألفوا بعد هذا النوع من الأدوات، ويتطلب استكمال المنظومة التشريعية التي تخص هذا النوع من الأدوات، وإعلام بورصي (توعية) لتعريف المستثمرين بهذا النوع من الأدوات، وإطلاعهم على المنافع التي تجلبها هذه الأدوات لهؤلاء المستثمرين على الخصوص، والسوق المالية على العموم.

هوامش الورقة البحثية:

- ¹ مجمع الفقه الإسلامي، "صكوك الإجارة"، القرار رقم: 137 (15/3)، 14-19 محرم 1425 هـ الموافق 11-11 مارس 2004.
- * تأسس مجلس الخدمات المالية الإسلامية عام 2002، وجذب عدداً كبيراً من المشاركين، حيث بلغ عدد أعضائه عام 2009 بـ 178 عضواً. وضع لتطوير معايير تنظيمية دولية وفق المواصفات المتميزة للمؤسسات المالية الإسلامية ومخاطرها، وللمساهمة في ضمان سلامة النظام المالي واستقراره، ومجال الخدمات التي يقدمها المجلس تشمل الأعمال المصرفية الإسلامية والأوراق المالية الإسلامية وكذلك التكافل الإسلامي.
- ² مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص 4.
- ³ عجيل جاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 3.
- ⁴ زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص 84.
- ⁵ محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، "الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 8.
- ⁶ عجيل جاسم النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"، نفس المرجع، ص 5.
- * قام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية ومؤسسات التصنيف الائتماني بقيادة البنك الإسلامي للتنمية عام 2006 (1425)، مقرها مملكة البحرين، تقدم نوعين من التصنيف، تصنيف فني (ائتماني) لإيضاح مدى القوة والملاءة المالية للبنك الإسلامي أو منتجاته. والثاني: تصنيف شرعي لإيضاح مدى موافقة البنك الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية.
- ⁷ زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 85.
- ⁸ محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص 8.
- ⁹ صبري عبد العزيز إبراهيم، "التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي"، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص 5.

¹⁰Adam, Nathif J. and Abdulkader Thomas, Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk, (London: Euromoney Books), 2004, p56.

- 11 محمد عبد الغفار الشريف، "التوريق وبقية أدوات السيولة للسوق الإسلامية"، ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، المنامة، البحرين، 2002، ص6.
- 12 حسن علي الشاذلي، "التوريق حقيقته وحكمه والفرق بينه وبين العينة والتوريق"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص38.
- 13 كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 أفريل 2009، ص10.
- 14 فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، يوليو 2008، ص6.
- 15 نفس المرجع، ص7.
- 16 نفس المرجع، ص7.
- 17 عدنان رزان، "التوريق الإسلامي"، جريدة القبس الكويتية، السنة 36، العدد 12343، 2007/10/10.
- 18 فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص9 - 10.
- 19 نفس المرجع، ص8.
- 20 فؤاد محمد أحمد محسين، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ملخص رسالة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 30 جويلية 2006.
- 21 رساميل، "التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"، جريدة القبس الكويتية، السنة 37، العدد 12713، 2008/10/20.
- ** هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم. كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني في سعيها الرامي إلى رفع سوية الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط والحوكمة لدى مؤسساتها. ولقد تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410هـ الموافق 26 فبراير 1990م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411هـ الموافق 27 مارس 1991م في دولة البحرين (مملكة البحرين، الآن). وبصفتها منظمة دولية مستقلة، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصلة الاعتبارية حول العالم (200 عضواً من أكثر من 45 بلداً، حتى الآن) ومنها المصارف المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الأطراف العاملة في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية الدولية. (أنظر: للموقع الرسمي للهيئة WWW.AAIOFI.ORG).
- 22 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص288.

- * تختلف الصكوك (السندات الإسلامية) عن الأوراق المالية التقليدية القائمة على أساس القائدة لعدد من الأسباب، سيتم الإشارة إليها لاحقاً.
- ²³ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص.3
- ²⁴ عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 أبريل 2009، ص.11
- ²⁵ كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص.13
- ²⁶ زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص.94-95.
- ²⁷ نفس المرجع السابق، ص.97
- ²⁸ عبد القادر زيتوني، "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، عمان، الأردن، 1-12/2، ص.10.
- ²⁹ محمد علي القرني بن عيد، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص.6.
- ³⁰ جريدة الحريدة، "ال S.P.V... (ماراتون) التصكيك انطلق... وهناك رغبة في التحليق عالياً"، العدد 591، الأربعاء 15 أبريل 2009
- ³¹ - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2010، من موقع اللجنة.
- ³² - علي محي الدين القرعة داغي، إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية- دراسة فقهية، ورقة بحثية مقدمة إلى الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي، المنظم بمكة المكرمة، خلال الفترة: 25-29 ديسمبر 2010، ص.05-06 .

أسس ودعائم البيئة الملائمة لإقامة سوق مالي كفاء

(تشخيص لحالة السوق المالي الجزائري)

كمال ديب

المركز الجامعي لتيبازة

قبل إنشاء وخلق أية سوق مالية في أي اقتصاد ما وجب توفير المناخ والبيئة الملائمة لنجاح هذه السوق وضمان كفاءة أدائها بتحقيق بعض الشروط التشريعية، الاقتصادية والسياسية وشروط مصاحبة أخرى.

لا يختلف اثنان عن كون السوق المالي الجزائري ولد ميتا وهو يتخبط في مشاكل عديدة أساءت لسمعته وأفقدت الجميع الثقة فيه نظرا لضعف كفاءة أدائه، والسؤال المطروح: لماذا هذا الفشل وهذا الضعف في الأداء؟ وما هي أسباب ذلك؟ وما هو المخرج من هذا الوضع الحرج؟

أحاول من خلال هذه الورقة البحثية أن أستعرض الشروط الضرورية والشروط المصاحبة لها، التي يجب توفرها قبل إنشاء أي سوق مالي في أي اقتصاد ما، وأحاول مقارنة الوضع في الحالة الجزائرية مع ما كان يجب أن يكون عليه الحال، لاستخراج أسباب وهن السوق المالي الجزائري واستعراض الحلول الممكنة للنهوض به.

شروط إنشاء سوق مالي كفاء:

1. الأمن والاستقرار السياسي:

يعتبر الاستقرار السياسي والاستتباب الأمني من بين الشروط الرئيسية لنجاح أي اقتصاد بصفة عامة والسوق المالي بصفة خاصة، والكل يعلم أن سنوات التسعينيات التي ولدت فيها السوق المالية الجزائرية لم تكن آمنة ولم تشهد استقرارا سياسيا بل أن جدل كبير يمكننا الدخول فيه حديثا عن الشرعية السياسية آنذاك.

2. تسويق الاقتصاد:

لا يمكننا تصور سوق مالي في اقتصاد موجه أو متركز التسيير، فالسوق المالي مبني على أساس حرية التملك والمبادرة والفردية ولذلك فلا يمكننا أن نجد سوقا ماليا ناجحا إلا في بيئة اقتصادية تؤمن بحرية المبادرة والملكية الفردية وهذا هو اقتصاد السوق، والذي يشترط فيه النقاط التالية لنجاحه:

- 1) حرية التبادل الطوعي للقيم بين الأفراد و/أو الشركات؛
- 2) حرية تكوين تجمعات للأنشطة الاقتصادية، وضمان الحق القانوني للأفراد لتكوين شركات وتعاونيات واتحادات وغيرها من أشكال النشاط الاقتصادي؛
- 3) ضمان القانون لحرية امتلاك وتبادل كل من الممتلكات الشخصية ووسائل الإنتاج، وذلك بالنسبة لكافة الأفراد دون النظر للخلفيات الاجتماعية/الاقتصادية؛
- 4) كفاءة القانون لحرية التنقل والحصول على المعلومات؛
- 5) كفاءة القانون لحرية الدخول والخروج من الأسواق، بالنسبة للأفراد والشركات؛
- 6) الإبقاء على المنافسة في الأسواق بوصفها وظيفة للنظام القانوني والتنظيمي ويكون من شأنها منع الاحتكار و/أو التكتلات غير الرسمية من خلال الحد من حركة التبادل التجاري، وتثبيت الأسعار، والقواعد الحكومية وغير ذلك من الحواجز؛
- 7) يتمثل دور الحكومات في تنظيم الأسواق والحفاظ على نظم السوق من خلال وضع القوانين (القواعد) الموضوعية التي تستهدف حماية الأفراد والشركات من ممارسات الفساد الإداري، وينبغي أن تكون التنظيمات موضوعية بطبيعتها؛
- 8) كما ينبغي أن تطبق النظم الضريبية من خلال عوامل موضوعية، وألا تكون قائمة على مفاهيم المصادرة، كذلك يجب أن تكون إمكانيات الحصول على الخدمات الحكومية والسلع العامة متاحة للجميع بصورة موضوعية.

6-ديمقراطية الحياة السياسية:

الديمقراطية هي استناد شرعية (الحاكم) أو الحكومة إلى تعهدها بالتعبير عن رغبات المواطنين، ويعنى ذلك أن تعهد الحكومة بالالتزام بالقوانين إنما يستند إلى تأكيدها على عمل ما يود الشعب عمله، وأن يتسنى لكافة المواطنين البالغين المشاركة في العملية الانتخابية سواء كناخبين أو كمرشحين للمناصب السياسية الهامة، وأن يتمتع المواطنين والقادة بحرية إلقاء الخطب والكتابة في الصحافة والتجمع والتنظيم، ويعمل كل من الأحزاب القائمة والجديدة لاكتساب أعضاء وأصوات جديدة.

والسؤال المطروح: هل فعلا خطت الجزائر خطوات كبيرة نحو الديمقراطية الحقة التي تمكننا في احتضان ذلك الفضاء الخصب لتداول القيم المنقولة بنفس الحرية التي تمنحها الديمقراطية؟

5- الاستقرار التشريعي:

تشريعات تضيف صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار، في شكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب، ويجب أن تحمي هذه التشريعات والأحكام المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين، وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.

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

- قانون الشركات:

يعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بالسوق المالية، فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لتأسيس الشركات المساهمة العامة وتسجيلها، كما يحدد هذا القانون أنواع الأدوات المالية التي يمكن للشركات المساهمة العامة إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، وإجراءات التخصيص، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها من الأمور التي تتضمن شؤون الشركات، كما يتضمن أحكاما تساعد على توفير الحماية،

وضمن حقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي، ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها⁽¹⁾.

– قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها:

يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في تنظيم وإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق، والشكل القانوني له، وأهدافه وإدارته وتنظيمه، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية وتحدد أعضاء السوق والالتزامات المترتبة عليهم.

– قوانين الأنظمة الضريبية:

تعتبر القوانين الضريبية من القوانين الهامة ذات العلاقة لسوق رأس المال، وتستخدم الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة، بحيث تكون أقل من العبء الضريبي على الشركات المقفلة والعائلية، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، ويرجع ذلك إلى أن طغيان الطابع المغلق لمثل هذه الشركات يعتبر عاملاً محدداً لنمو الأسواق بالنظر لقدرتها المحدودة نسبياً على التوسع في استثماراتها، وبالتالي في النمو والاستمرار، مقارنة مع الشركات المساهمة العامة التي تملك نوافذ متعددة للتوسع.

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

– التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي:

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

- قانون الخصوصية:

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

وتهدف الخصوصية إلى⁽²⁾:

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

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

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

4. الرفع من الدخل الحقيقي للفرد:

إن الهدف من وجود سوق مالي في اقتصاد ما هو استقطاب وحشد المدخرات الصغيرة لصغار المستثمرين باعتبارها أكبر وعاء استثماري في الاقتصاد، وتحويلها نحو الاستثمارات الكبيرة ذات المر دودية المغرية، ولكن المستثمرين الصغار لا يمكنهم التوجه بمدخراتهم نحو السوق المالي إلا إذا تكون لديهم بعض الفائض من دخلهم بعد الاستهلاك، و من تم فالشرط الأساسي الذي يمكن المستثمرين الصغار (العوائل) من توجيه فوائضهم نحو السوق المالي هو:

- الزيادة في الدخل للرفع من الفائض
- التحكم في المستوى العام للأسعار (التضخم) حتى لا يتم استهلاك كل الدخل

5. نشر الثقافة المالية في المجتمع وامتلاك فلسفة اقتصادية واضحة:

لا بد من جعل المدارس والجامعات تسهم بفاعلية في إعداد و تنشئة جيل من الخبراء والفنيين، في التعامل في البورصات، وفي تكوين وتشغيل وإدارة محافظ الأوراق المالية واستخدام الأساليب الفنية المتقدمة التي يتطلبها التعامل في أسواق المال الدولية والمحلية.

6. الإحلال التكنولوجي ونظم اتصال فعالة ومتطور وكفئة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار:

لم نجد سوقا ماليا قويا في العالم إلا وكان البلد المحتضن له رائدا في التقنية الدقيقة (ألمانيا، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية... إلخ)، حيث أن من شروط التعامل في السوق المالي سرعة تداول وتحليل المعلومات وتزويد المحللين والمستثمرين بالبيانات اللازمة بشكل فوري من خلال شبكة اتصالات متقدمة تكنولوجيا..

ولا داعي للحديث عن الحالة المتخلفة للتكنولوجيا في الجزائر (ملف G3 أحسن مثال على ذلك)، بالإضافة إلى مشاكل أخرى متعلقة بالكفاءة في استخدام التكنولوجيات الحديثة على مستوى المؤسسات وحتى المجتمع بأسره، إذ أن السوق المالي يتطلب إشراك الجميع في التعامل فيه والتفاعل معه ولعلّ أحسن طريق لذلك هي الوصول إلى ما يسمى الآن بالحكومة الالكترونية التي تربط أواصر السوق بالمعاملين بمختلف أنواعهم.

جهاز قضائي قوي ومستقل:

يقصد باستقلالية القضاء، عدم وجود أي تأثير مادي أو معنوي أو تدخل مباشر أو غير مباشر وبأية وسيلة في عمل السلطة القضائية، بالشكل الذي يمكن أن يؤثر في عملها المرتبط بتحقيق العدالة، كما يعني أيضا رفض القضاة أنفسهم لهذه التأثيرات والحرص على استقلاليتهم ونزاهتهم.

إن السلطة التنفيذية لا يجوز أن تتناول علي المهام القضائية بالضغط أو التأثير، أو الامتناع عن تنفيذ الأحكام والقرارات الصادرة في حقها من قبل مختلف المحاكم، أو تعطيل

تنفيذها أو توجيه النقد إليها، مع الحرص على توفير الشروط التقنية والمادية الكفيلة بضمان حسن سير العدالة.

وعلى السلطة التشريعية أيضاً، ألا تتدخل في أي منازعة تندرج ضمن الاختصاص المخول للقضاء، أو منح جزء من صلاحياته إلى جهات أخرى.

ومن هنا يأتي التساؤل حول ما مدى استقلالية القضاء في الجزائر وما هي انعكاسات فشله في محاربة الفساد المستشري في دواليب الاقتصاد ولعلّ الملفات الثقيلة العالقة لغاية الساعة لا زالت تلقي بضالها على

هشاشة هذه الاستقلالية بل وتشكك في كفاءة الجهاز القضائي مثل:

7- صحافة متخصصة و قوية:

تعمل على إعادة تكوين ورسم وصناعة رأي مستنير مؤيد ومدعم لنمو معاملات البورصة، بل ومحفز ومحرض على مشاركة الأفراد في الاستثمار في الأوراق المالية والمضاربة عليها. ويرى بعض الباحثين أن الصحافة المتخصصة أصبحت تمثل فرعاً هاماً من فروع الصحافة وأنا نعيش في عصر المعلومات المتخصصة، ويسند هؤلاء الباحثين في رأيهم علي أن مفهوم لصحافة المتخصصة يشمل الصحف المتخصصة والصفحات المتخصصة في الصحف العامة، على اعتبار أن الصفحات المتخصصة في الجرائد اليومية العامة والمجلات الأسبوعية العامة تشكل جوهر الثقافة العامة التي يحصل عليها المواطن العادي القارئ للصحف والتي يؤسس من خلالها قراراته السوقية. ومن منطلق ذلك يمكن تعريف الصحافة المتخصصة بأنها الصحيفة أو المجلة أو الدورية التي تغطي أكبر قدر من اهتماماتها لفرع واحد من فروع التخصصات التي يهتم بها نوع معين من القراء (كعالم المال والأعمال مثلاً)، بحيث يكون معظم نشاطها في جميع الأخبار والتحليلات وكتابة المقالات والتحقيقات التي تدور حول هذا الفرع. ولا داعي للتذكير بأن أكبر غائب في الساحة الإعلامية بصفة عامة هي الصحف والبرامج والقنوات المتخصصة في مجال المال والأعمال، حيث تسود نوع من الضبابية على المشهد المالي والاقتصادي في الجزائر مما ينشر الريبة والشك في نفوس المتعاملين فيحجمون عن الاستثمار في الأوراق المالية.

1- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:

تناول منظروا المحاسبة مفهوم الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في القوائم المالية بوجهات نظر مختلفة، فقد جاء على سبيل المثال أن القوائم المالية يجب أن تصرح عن المعلومات التي تساعد المستخدم عن معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الوحدة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها، فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، أما البعض الآخر فانه يرى أن الإفصاح يعمل غالبا على ربط الإفصاح المحاسبي بالمفهوم العام لوسائل الاتصال، والذي يقوم على أساس أن الوحدة الاقتصادية تمثل جزءا من البيئة، وعليه فالمحاسب يقيس خصائص الوحدة التي يعمل بها، ثم ينقل نتائج قياساته على شكل رسائل دورية، ممثلة في القوائم المالية إلى المستخدمين، والتي تعد بالنسبة لهم مصدر المعلومات، في حين يمكن أن يفهم الإفصاح المحاسبي على أنه أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتنظيم الأداء وتقييم السيولة وربحية الوحدة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط.

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

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

- كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها: تتأثر عادة مشكلة تحديد حجم العينة أو كمية المعلومات الواجب الإفصاح عنها في تقرير الشركة، فالشركات بطبيعة الحال كثيرا

ما تتردد في زيادة مستوى الإفصاح المالي بدون ضغط من مهنة المحاسبة أو الحكومة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن زيادة الإفصاح ربما يؤدي إلى أضرار في مصلحة الشركة، وبشكل خاص حينما يشغل الإفصاح من قبل المنافسين، لهذا نجد المحاسبين يتبعون العرف المحاسبي لتحديد الحد الأدنى من الإفصاح، أما من حيث نوعية المعلومات، فكثر ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، فمفهوم الأهمية النسبية الملائمة، التوقيت، الموضوعية... الخ.

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

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

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

وفي الأخير يمكن استنتاج أن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة لكل شركات الأموال بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة، مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين

بعمليات السوق، وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، وتحقيق الإفصاح الشفافية عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة؛
 - تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة سوق الأوراق المالية؛
 - تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة؛
 - تطوير أدلة إرشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية؛
 - تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.
- ولعل عدم توافر هذه الشروط أو توافرها بشيء من النسبية هو ما وأد السوق المالية الجزائري عند ولادتها، لذلك فحري بنا اليوم إذا أردنا تصحيح مسار السوق المالي وتعزيز ركائزه أن نسعى إلى توفير هذه المتطلبات وتدعيمها بأخرى حسب الظروف التي تميز الجزائر عن غيرها ولعل أهم ركيزة يمكننا إيلائها الاهتمام الأكبر هي إفشاء ونشر الثقافة المالية في المجتمع وهي الوحيدة الكفيلة بخلق مجتمع يفهم ويتقبل السياسات التي تسطرها السلطات المالية وكذا الفاعلين الاقتصاديين في المجال الاقتصادي فيقبلون عل الاستثمار في السوق
- المالي عن وعي واقتناع معرفي مما ينشط السوق ويوقضها من سباتها.

الهوامش

أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، صندوق النقد العربي، جانفي 2002، ص: 3

(1) الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 1995/08/26 والمعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 1997/03/19، العدد 48 ص: 95.

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

" التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟ "

عبد الرزاق حبار

جامعة الشلف

ملخص:

تواجه الأسواق المالية مخاطر متعددة تتعاضد من يوم لآخر، وتعكس المستحدثات التكنولوجية، والمنتجات المالية المبتكرة، وتلاشي المسافات والحدود، تحت ضغط العولمة المالية، ومن ثم الانتقال والتأثير السريع بين الأسواق المالية الدولية، وكذلك الأزمات المالية، وتزايد مشكلات المديونية الخارجية للعديد من الدول، وتباطؤ معدلات النمو وموجات الركود، عكس ذلك كله ضغوطا متزايدة على الأسواق المالية في بلدان متعددة، وأحدثت عددا من الأزمات المالية، تراوحت درجة حدتها وعمقها من دولة لأخرى.

هذه الوضعية ألزمت وجودا منظما للسوق المالية، يسهر على حماية المدخرين، والسير الحسن لنشاط السوق، من خلال اتخاذ مجموعة من القواعد التنظيمية، تخص نشاط المتعاملين، تهدف في مجملها إلى معالجة المخاطر والحد من تكرار حدوث الأزمات المالية، غير أن عملية التنظيم المالي للأسواق المالية، لا تزال تطرح الكثير من الجدل، بين مؤيد ومعارض، بالنظر للقيود التي قد تعيق نمو الأسواق، وتقيّد حرية التعاملات، في ظل نظام رأسمالي أصبح السمة الغالبة للاقتصاد الدولي، ولعل التبرير الأكثر إقناعا لاعتماد التنظيم المالي في الأسواق المالية هو تواصل حدوث الأزمات المالية بشكل مستمر على مر العديد من السنوات.

Résumé:

Aujourd'hui Les marchés financiers font face aux multiples risques qui se développent de jour en jour, reflétant les innovations technologiques, les produits financiers innovants et l'érosion des distances et des frontières sous l'effet de la mondialisation financière qui induit à un passage et un impact

rapide entre les marchés financiers internationaux, ainsi que la crise financière et les problèmes croissants de la dette extérieure de nombreux pays et un ralentissement des taux de croissance et les vagues de récession, ce sont tous des facteurs qui ont mis une pression croissante sur les marchés financiers dans plusieurs pays et qui ont provoqué des crises financières dont les effets négatifs se varient d'un pays à un autre .

Cette situation a obligé la présence d'un régulateur du marché financier pour assurer la protection des épargnants et le bon fonctionnement de l'activité du marché à travers l'adoption d'un ensemble de règlements concernant les différents acteurs du marché dont l'objectif est de faire face aux risques et réduire la récurrence des crises financières. La régulation du marché financier ne cesse de poser beaucoup de controverses entre partisans et opposants vu les restrictions qui pourraient influencer la croissance du marché et restreindre la liberté des transactions dans un système totalement capitalisé. L'argument le plus convaincant en faveur de l'adoption de la réglementation financière sur les marchés financiers est sans doute l'occurrence des crises financières en continu.

مقدمة:

تكمن أهمية هذا البحث في حاجة الأسواق المالية إلى مزيد من الأبحاث والأعمال المتعلقة بالتنظيم المالي، للحد من تأثير الأزمات المالية التي تترك غالباً آثاراً سلبية كبيرة على مستوى الاقتصاديات الوطنية والدولية على حد سواء، غير أنه في المقابل لابد أن لا يمثل التنظيم المالي قيوداً على حرية التعامل في الأسواق الدافع القوي لنموها وتطورها، حيث أظهرت أزمة الرهن العقاري التي تطورت إلى أزمة مالية سنة 2008، اختلالات كبيرة في عمل الأسواق المالية، وسهولة تأثرها عند وقوع المخاطر، مما يستوجب إعادة النظر في آليات مراقبة المتعاملين، وأنشطتهم في السوق المالية.

يتمثل هدف هذه الدراسة في تبين مضمون التنظيم المالي للأسواق المالية، مبرراته وأهدافه، والبحث في الإصلاحات و/أو التعديلات الواجب اعتمادها للرفع من كفاءة التنظيم المالي في مواجهة الأزمات المالية الدورية الحدوث.

بناء على أهمية موضوع البحث، والمهدف منه، نطرح السؤال الرئيسي التالي: كيف يمكن للتنظيم المالي للأسواق المالية أن يساهم في رسم سياسة فعالة لمواجهة الأزمات المالية؟

وقبل الشروع في دراسة الموضوع، نطرح الفرضيات التالية كإجابات مسبقة:

- **الفرضية الأولى:** تعتبر السوق المالية السمة الغالبة للاقتصاد العالمي وهي تتطلب تبني فكر الاقتصاد الليبرالي الحر، وتوفير رؤوس الأموال للتطور للنمو.

- **الفرضية الثانية:** سجلت السوق المالية تطوراً كبيراً منذ نشأتها تماشياً مع تطور النشاط الاقتصادي، وهذا أدى إلى تزايد حدة المخاطر كما ونوعاً.

- **الفرضية الثالثة:** يهدف التنظيم المالي للسوق المالية، بغض النظر عن إمكانية وجود اختلافات بين الدول، إلى حماية المستثمرين وضمان أمن أنشطة السوق.

- **الفرضية الرابعة:** إن استمرار حدوث الأزمات المالية يعكس بالدرجة الأولى نقص فعالية التنظيم المعتمد في الأسواق المالية.

و لمعالجة إشكالية هذا البحث اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي.

1- ماهية الأسواق المالية:

قبل الخوض في التعريف المباشر للسوق المالية، من المهم التعرض لبعض العناصر الأساسية ذات العلاقة، والتي نذكرها فيما يلي⁽¹⁾:

- موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال، وبه توصف: السوق المالية، وإليه تضاف: سوق المال.

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد، والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها.

- تؤدي السوق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات وغيرها، حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها - مقابل هذه الأدوات - على احتياجاتها المالية.

- تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

المرحلة الأولى: المرحلة التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، وهي ما تعرف بالسوق الأولية.

المرحلة الثانية: المرحلة التي يتم فيها تداول هذه الأوراق، وهي ما تعرف بالسوق الثانوية.

- تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع، وهي ما تعرف بسوق النقد.

- تتضمن الأسواق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع، إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها "الوسطاء الماليون"⁽²⁾.

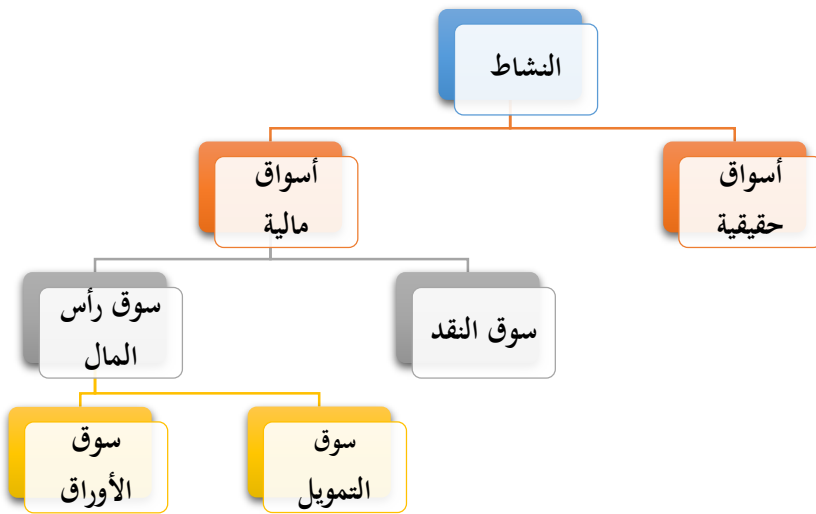
- تعتبر مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية جزءا من السوق المالية.

- تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالسوق المالية تعني التعامل في الأموال عرضا وطلبا، سواء تم ذلك في أماكن محددة، كما في بورصات

الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة، من خلال ما يعرف بالسوق الموازية، أي من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء، كبيوت السمسرة، وشركات الاستثمار، والبنوك التجارية.

- يتم في السوق المالية إصدار وتداول الأصول المالية بنوعيتها، أي الأصول التي تعبر عن الملكية كالأسهم، والأصول التي تعبر عن المديونية كالسندات، بالإضافة إلى أنواع من القروض التي تصدر في شكل أدوات مالية قابلة للتداول، كشهادات الإيداع، والأوراق التجارية، وغيرها.

الشكل رقم 01: الأسواق التي توجد في النشاط الاقتصادي



المصدر: رفعت السيد ألعوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي - رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص: 12.

1-1 تعريف السوق المالية: تتمثل السوق المالية في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال.⁽³⁾

1-2 وظائف السوق المالية: تؤدي الأسواق المالية وظائف هامة على مستوى الاقتصاد

الوطني والمؤسسات والأفراد، فبالنسبة للاقتصاد الوطني تحقق السوق المالية المزايا التالية⁽⁴⁾:

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة؛
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية؛
- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية؛
- تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية؛
- تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛
- تعتبر مؤشرا هاما على حقيقة الوضع الاقتصادي، واتجاهات الأسعار، ومعدلات الادخار والاستثمار.

أما أهمية السوق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات فهي كما يأتي:

- تسهيل عملية الاستثمار للأجل القصيرة؛
- تساعد على سرعة تداول الأوراق المالية، ومعرفة أسعارها، وتحويلها إلى نقد سائل؛
- التعرف على المراكز المالية للشركات، من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

1-3 الشروط الأساسية لتكوين السوق المالية: يمكن إجمال الشروط الأساسية

لتكوين السوق المالية بما يلي⁽⁵⁾:

- تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية، والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي؛
- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها الوطني والأجنبي - المعروضة للاستثمار من خلال السوق، يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة؛
- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة، وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المحزنة؛

- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة، والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية؛
- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية، وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى؛
- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة، التي تضمن للسوق توسيعا وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين؛
- ربط السوق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها، والأخذ بما يستحدث في هذا المجال.

2- تطور الأسواق المالية وتزايد حدة المخاطر:

2-1 التطور التاريخي للأسواق المالية: عرف مفهوم ومصطلح السوق المالية منذ العصور القديمة، حيث يشير المؤرخون إلى أن أصول السوق المالية تعود إلى عهد روما القديمة التي شهدت مثل هذه السوق لتطور مؤسسات رأس المال التي أنشأها "الفرسان" و"العشارين"، فحسب⁽⁶⁾ (1979) Braudel أنشأت السوق المالية في القرن الرابع عشر عن طريق الإيطاليين الذين أسسوا لمبدأ التسيير المشترك لرؤوس الأموال، وقد حظيت السوق بحيز مكاني مخصص لعقد الصفقات حول الأصول بايطاليا سنة 1460، أين يلتقي التجار لتداول الأوراق التجارية، الصرف، وأذونات نقل البضائع⁽⁷⁾.

ومع نهاية القرن السادس عشر، وبداية القرن السابع عشر، شهدت أوروبا حركة كبيرة في تحويل الأموال، نتج عنها تطور الأسواق المالية في كل من إنجلترا وهولندا خصوصا، بفضل قوتها البحرية آنذاك، ومع بداية القرن الثامن عشر، شرعت الحكومات في استخدام الأسواق المالية لاستقطاب القروض من العامة بالأقساط، وهي الوسيلة الأقل تكلفة مقارنة بالبنوك.

وفي القرن التاسع عشر حققت الأسواق المالية تطورا كبيرا نتيجة الثورة الصناعية، وشهدت هذه الفترة دخول العديد من الشركات لأول مرة في السوق المالية، على غرار شركات السكة الحديد، الشركات المتخصصة في صناعة القنوات، والفولاذ، والبنوك،

وشركات البترول، ومع بداية القرن العشرين أصبح للأسواق المالية طابعا عالميا وتأثيرا قويا على اقتصاديات الدول بامتدادها وتوسع نشاطها في العديد من دول العالم. إن مرحلة القرن العشرين إلى غاية اليوم تميزت بتقلبات كبيرة في الأسواق المالية، وكان التأثير قويا ومتبادلا بينها وبين الاقتصاد الوطني والدولي، وهذا نتيجة تعدد وتنوع المخاطر، والأزمات المالية، التي أصبحت الميزة الغالبة للاقتصاد العالمي.

2-2 مخاطر الأسواق المالية: يتعرض المستثمر في الأسواق المالية إلى المخاطر⁽⁸⁾ وتباين درجتها وقوتها وفقا لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية، وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر، ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

الشكل رقم 02: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

المخاطر المرتبطة بالسندات	المخاطر المرتبطة بالاسهم
<ul style="list-style-type: none"> • مخاطر سعر الفائدة • مخاطر التضخم • مخاطر استدعاء السند • مخاطر السيولة • مخاطر الاطفاء السنوي • مخاطر تاريخ الاستحقاق 	<ul style="list-style-type: none"> • مخاطر السوق • مخاطر الادارة • مخاطر الصناعة • مخاطر الاعمال • مخاطر الرفع الشغيلي والمالي • مخاطر الافلاس

المصدر: من إعداد الباحث

إن في تاريخ الأسواق العالمية العديد من الحوادث، التي سجلت فيها هذه الأسواق تقلبات حادة، هبوطا وارتفاعا، وهذه الحالات توضح فرصة حدوث خسارة نتيجة لتقلبات السوق هي أمثلة على مخاطر السوق، وفي هذه الحالات تباينت أسعار الأوراق المالية بشكل كبير، إلى حد لم يتفق مع تقديرات قيم هذه الأوراق المالية الذاتية أو الحقيقية في ذلك الوقت، وحتى خلال فترة الكساد الكبير في الثلاثينيات من القرن العشرين عندما هبطت التقييمات الذاتية، مما تسبب في حالة من الذعر سادت السوق، ورد فعل مبالغ فيه، لأسعار الأوراق المالية، وهبوطها دون مستوى قيمتها الحقيقي، وبصرف النظر عما إذا كانت مخاطر السوق منطقية وعقلانية، فإن وجودها واضح.

وتؤثر مخاطر السوق بشكل أساسي على الأسهم العادية، أما السندات والأوراق المالية الممتازة الأخرى فهي أقل عرضة لمثل هذه التقلبات، لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر من قيمة الأسهم⁽⁹⁾.

وإن كانت المخاطر المشار إليها أعلاه في الشكل السابق تتعلق بالأسهم والسندات، فإن السوق المالية تحتوي على مخاطر أخرى تتعلق بمختلف أنشطتها ومراحلها، فالسوق المالية تعتبر مصدرة وناقلة ومتأثرة بالعديد من المخاطر الخاصة والعامة، المباشرة وغير المباشرة، وهي شديدة التأثير بمحيطها ومتغيراته، على غرار المخاطر السياسية التي تشمل تدخل السياسيين، وحدوث الاضطرابات المدنية والاجتماعية، ونشوء الحروب والمعارك والصراعات المسلحة، وقد يكون أكثر الاستثمارات هروبا ونزوحا على الدوام الاستثمارات الأجنبية، لأنها تعتبر ضعيفة أمام أية تطورات وتقلبات سياسية واجتماعية، قد تهدد كيان أي دولة ونظام سياسي، على الرغم من وجوب الأخذ بتلك المخاطر قبل الدخول لأي دولة وسوق مالي.

لا يوجد للمستثمرين إلا خياران في مواجهة أية مخاطر سياسية، إما البقاء خارج السوق المالي وفقدان أية فرص استثمارية، قد لا تتكرر في ظل وجود رغبة متصاعدة لدى العديد من المستثمرين لأخذ هذا النوع من المخاطر، أو التعامل مع المخاطر وتحملها ومواجهتها بأخذ مراكز مالية واستثمارية، والتكيف مع المخاطر السياسية هو الخيار الأفضل، لأنه يساعد كافة أنواع المستثمرين على اختلاف أنواعهم وأحجامهم وجنسياتهم

في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة في الأسواق المتقلبة، مما يؤدي إلى عوائد أفضل عندما تستقر التقلبات⁽¹⁰⁾.

تصنف المخاطر في السوق المالية على عدة أقسام غير متجانسة وغير موحدة على حسب الهدف من دراستها، وإذا أخذنا مثالا على ذلك من الأسواق المالية في أوروبا نسجل ثلاثة أقسام للمخاطر تخص الاستقرار المالي، تنظيم وعمل السوق، وتمويل الاقتصاد.

الجدول رقم 01: تصنيف المخاطر في الأسواق المالية الأوروبية 2013

تغير 2013-2012	مستوى منتصف 2013	تعريف الخطر	
↖		1. ضغوط على الأسواق المالية بنقص مصداقية استراتيجيات توحيد المالية العامة لدول الاتحاد الأوروبي الأكثر ضعفا.	الاستقرار المالي
↖		2. صعوبات المؤسسات المالية وغير المالية لرفع تحدي الريحية في محيط متردي.	
↖		3. تحمل مخاطر عالية من طرف مستثمرين يبحثون على تحقيق العوائد في ظل معدل منخفض (شكل دائم) مع احتمال حدوث فقاعة السندات.	تنظيم وعمل السوق
↖		4. مخاطر السيولة، ويرجع ذلك أساسا إلى تشتت وغموض الأسواق، مع عدم وجود الشفافية، ومخاطر البنية التحتية للسوق	
↖		5. الحاجة الكبيرة للتنوع الجيدة، مع خطر إعادة الاستخدام والتحويل في مرحلة الضغوط المالية.	
↖		6. صعوبة الوصول إلى أسواق الأسهم بالنسبة لجميع المؤسسات المصدرة، ولجميع منتجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	تمويل الاقتصاد
↖		7. عدم كفاية حماية المخدرات ومصالح المستثمرين في حالة سوء فهم أداء المنتجات والمشورات غير المناسبة.	
↖		8. تخصيص المخدرات في مجالات ذات سيولة عالية وخطر التنظيم غير الملائم لصناعة تخضع للمنافسة الأوروبية.	
↖		9. تنظيم غير ملائم لطرق تمويل غير تقليدية: التوريق، صناديق الديون، استثمار رأس المال، ... الخ.	



المصدر: 2013 cartographie des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne, division études, stratégie et risques, risques et tendances n 13, juillet 2013, p:12.

تشير نوعية المخاطر الواردة في الجدول أعلاه طبيعة عمل الأسواق المالية، وطبيعة المخاطر المرتبطة بها، حيث لا يمكن حصرها ولا عدها في مجموعة محددة ومصنفة، بل قد نجد لكل سوق مخاطرها الخاصة بها بناء على نشاطها، وظروف بيئتها المحيطة، إضافة للمخاطر التي يمكن أن نقول عنها أنها "كلاسيكية" أو "معيارية" معروفة، الأمر الذي يعطيها أهمية متزايدة تحتم وجود إطار تنظيمي يؤطر نشاطها، ويسمح بالحد من تأثيراتها في حالة مواجهتها لأي أزمة محتملة.

3- سياسة التنظيم المالي للأسواق المالية:

يعتبر الكلاسيكيون الجدد أن السوق هو ذاتي التنظيم، وإن وجد عامل خارجي يؤثر بشكل سلبي على عمل السوق، فإن هذا التأثير لن يكون طويل المدى، وينطبق هذا المبدأ أيضا على الأسواق المالية التي يجب أن تكون "فعالة"⁽¹¹⁾، وفي المقابل يرى خبراء اقتصاديون آخرون أن الاقتصاد الحر يؤدي إلى حدوث فقاعات المضاربة، حيث يقدم المضاربون على اتخاذ نفس القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية دون أن يعكس ذلك القيمة الحقيقية للمؤسسات المسعرة، وهذا بسبب نقص المعلومات لدى المتعاملين في السوق.

3-1 تعريف التنظيم المالي: يمكن تعريف التنظيم على أنه مجموعة من الآليات والقواعد التي تكفل حسن سير العمل، واستقرار الأسواق، ومن الناحية المالية، يشمل الإجراءات التنظيمية للبنوك (القواعد الاحترازية)، وللخدمات المالية الأخرى (التأمين وصناديق الاستثمار)، وللأسواق والمنتجات المالية، فضلا عن الإجراءات الرقابية للأسواق المالية⁽¹²⁾.

على المستوى الوطني، توكل مهمة التنظيم للحكومات والبنوك المركزية، ولمجموعة من السلطات المستقلة، على غرار سلطة الأسواق المالية (AMF) المنشأة في فرنسا سنة 2003 بهدف الإشراف على السير الحسن والشفافية في الأسواق المالية الفرنسية.

3-2 مبررات التنظيم المالي للسوق المالية: تخضع السوق المالية لقوانين محددة ومفصلة، وهذه القوانين تشمل تنظيم السوق الأولية التي تنظم الاكتتاب في الأسهم الجديدة المصدرة، وكذلك تنظيم السوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأسهم التي سبق

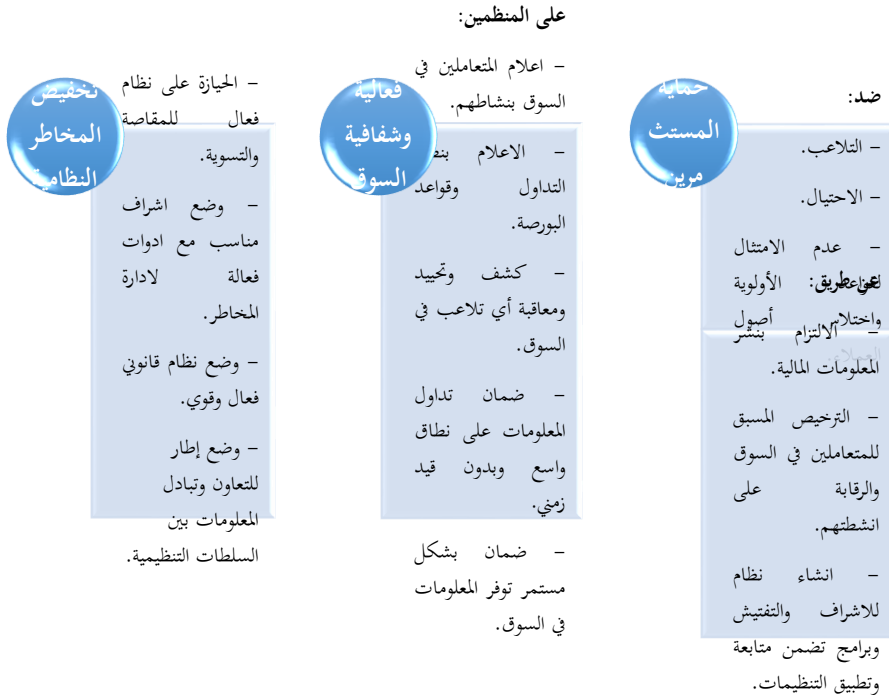
الاكتتاب فيها، وبالنظر لأهمية السوق المالية، فإنها تتعدد الجهات التي تشرف عليها في جميع معاملاته، وأن القوانين تحدد الأعضاء الذين يشاركون في إدارة وتنظيم هذه السوق، ويدخل فيهم السماسرة، وممثلو البنوك وممثل الحكومة.

وتحدد السوق المالية مبرراتها في خضوعها للتنظيم في العناصر التالية⁽¹³⁾:

- طبيعة الأوراق التي يجري عليها التعامل؛
- طبيعة التعامل في هذه الأسواق؛
- الخطورة التي تتولد في الاقتصاد عند اضطراب هذه الأسواق.

3-3 أهداف التنظيم المالي: تتمثل مهمة الهيئة التنظيمية للسوق المالي في ضمان حماية المستثمرين، وضمان سلاسة عمل السوق المالية، ولأجل تحقيق هذا الهدف المزدوج، يتم اعتماد مجموعة من القواعد والإجراءات في مختلف مجالات الأنشطة التي ليمارسها المتعاملون في السوق المالية، كما يمكننا إضافة هدف ثالث للتنظيم المالي، يتمثل في تخفيض المخاطر النظامية.

الشكل رقم 03: أهداف التنظيم المالي للسوق المالية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

LA COSUMAF, **les fondements de la régulation financière**, feuille de travail, octobre 2007, p: 04.

3-4 مضمون التنظيم المالي للسوق المالية⁽¹⁴⁾: ينبغي على المنظمين اتخاذ القواعد والإجراءات التي تستند إلى سلطتهم التنظيمية المخولة لهم، وعليه فهم مطالبون بتحديد المبادئ التنظيمية التي تحكم تنظيم السوق، والوساطة المالية، وتستند هذه الأنشطة على مجموعة من المبادئ الأخلاقية التي يحددها المنظم، وتخضع لاحترام جميع اللاعبين في السوق.

3-4-1 تأطير الأنشطة في السوق المالية :

أ- **تحديد المبادئ الأخلاقية:** يتوجب على جميع المتعاملين في الأسواق المالية، بما في ذلك المنظمين أنفسهم الالتزام بالقواعد الأخلاقية، هذه الأخيرة يمكن تعريفها بأنها "مجموعة من الواجبات والقواعد التي تفرض على المتعاملين لدى ممارستهم لأعمالهم المهنية⁽¹⁵⁾، وفي الجانب المالي، يمكن تعريفها بأنها "الإصلاح الأخلاقي للسوق من خلال الالتزام الذاتي للمتعاملين⁽¹⁶⁾، ونسجل في هذا المجال مبدئين أساسيين يحكمان الأخلاقيات في السوق المالية هما: مبدأ أولوية العميل، ومبدأ نزاهة السوق.

ب- **تنظيم السوق:** تتولى السلطات التنظيمية تحديد المبادئ العامة لتنظيم وعمل السوق، وكذا القواعد المتعلقة بتنفيذ المعاملات في هذه الأسواق، وتمكن هذه المهمة السلطات التنظيمية من ممارسة الاحتكار التنظيمي للسوق، وعموما تحصر جميع الدول على إخضاع السوق المالية لسلطتها في إطار قانوني يسمح لها بالمراقبة المستمرة لأنشطة السوق إدراكا منها لأهميته، وتأثيره، في حالة حدوث أية اختلالات أو أزمات محتملة على الاقتصاد الوطني.

إن تنظيم السوق المالية يمر عبر تحديد الإطار القانوني لعنصرين أساسيين هما:

- مراقبة المؤسسات الناشطة في السوق؛

- تسوية المعاملات في السوق.

ج- **مراقبة الوساطة المالية:** تتميز أنشطة الوساطة المالية بالتنوع الذي يعكس الخيارات غير المحدودة لتسيير الأصول الاجتماعية التي تحققت بفضل الابتكار المالي⁽¹⁷⁾، ويقع تنظيم هذه الأنشطة ضمن اختصاص المنظمين، الذين يمنحون إضافة إلى ذلك الموافقة اللازمة لممارسة هذه الأنشطة، ويحددون الإطار القانوني لهؤلاء الوسطاء من خلال إصدار لائحة عامة واجبة التطبيق، وفي هذا الإطار نسجل فئتين رئيسيتين من الأنشطة التي تتبع نظامين قانونيين مختلفين: أنشطة التسيير الفردية، وأنشطة التسيير الجماعية.

يتم تسيير الحقوق الفردية للمستثمرين في السوق المالية من طرف الوسطاء المعتمدين الذين يمارسون مهنتهم بترخيص مسبق، ويخضعون لمجموعة من الالتزامات الإدارية والمالية

والأخلاقية الصارمة، بينما يتم تسيير الحقوق الجامعية للمستثمرين في السوق المالية من طرف هيئات إدارة مصالح المستثمرين التي تعرف بـ "هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة" (OPCVM)⁽¹⁸⁾، وتأخذ هذه الهيئة مسميات أخرى في دول مختلفة، بينما يتمثل هدفها في إعفاء صغار المستثمرين من التسيير المباشر لأموالهم، خصوصا في ظل عولمة الاقتصاد، والتعقيد المتزايد للأدوات المالية، وبنحهم عائدا أفضل من خلال تمكينهم إلى الوصول بشكل جماعي لمجالات استثمارية غير متاحة للاستثمارات بمبالغ متواضعة، كما تسمح هذه الهيئات بالتقليل من الخطر إلى درجة حيث تعتمد على التنوع في الاستثمارات⁽¹⁹⁾.

3-4-2 تأطير المعلومة المالية في السوق المالية: تمثل الوقاية الموضوع الرئيسي لأي نشاط تنظيمي، وتعتبر القطاعات التي تخضع للتنظيم معنية أكثر من غيرها بالخطر، على غرار القطاع البنكي والمالي أين تعدد وتنوع فيها المخاطر بشكل كبير، وغالبا ما يرتبط هدف عملية التنظيم بعملة الوقاية من المخاطر، وليس القضاء على المخاطر، وهذا بسبب أن المنظم للسوق لا يملك إلا معلومات ناقصة حول خصائص المؤسسات الناشطة، والإجراءات التي يمكن أن تتخذها⁽²⁰⁾.

إن استراتيجية الوقاية من المخاطر المتعلقة بنشر المعلومات، ترتبط بتأطير صارم للمعلومات بشكل قبلي وبعدي، فمن جانب تقع على المنظمين مسؤولية حماية مصالح المستثمرين بتحديد المحتوى الدقيق للمعلومات المقدمة من الشركات المصدرة للأوراق المالية، والوسطاء الماليين، قبل دخولهم إلى السوق المالي، ومن جانب آخر، يقع على المنظمين مسؤولية تحديد مجموعة القواعد الاحترازية التي يخضع لها المتعاملون بعد حصولهم على الترخيص لمزاولة نشاطهم في السوق المالية، وهذا في سبيل التقليل من احتمال وقوع المخاطر، والحد من تأثيراتها السلبية.

4- الأزمات المالية وإشكالية التنظيم المالي:

يعتبر العديد من الاقتصاديين أن الأزمات المالية لها سياقها الخاص المرتبط أساسا بالابتكارات المالية، وتحرير النظام المالي، وسهولة الحصول على الائتمان، وهي تحدث بصفة دورية بشكل يطرح التساؤل حول فعالية التنظيم المعتمد في الأسواق المالية.

4-1 مفهوم الأزمات المالية: من أبرز التعريفات للأزمات المالية تعريف (Mishkin 1996) بأنها "اختلال غير خطي في الأسواق المالية، بحيث تتفاقم فيها مشكلات الاختيار المعاكس⁽²¹⁾، والمخاطر المعنوية⁽²²⁾، فتصبح الأسواق غير كفاءة، بمعنى انخفاض قدرتها على أداء دورها كقناة لتمويل المستثمرين، وهو ما قد يؤدي إلى حدوث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي⁽²³⁾.

ويشير هذا التعريف إلى أن المعلومات غير المتماثلة قد تؤدي إلى حدوث أزمات مصرفية، وأزمة الدين، وأزمات متعلقة بتدهور أسعار الأصول في الأسواق المالية⁽²⁴⁾، ويقصد بأزمة الدين عجز و/أو عدم قدرة المؤسسات والأفراد على سداد التزاماتهم للبنوك التجارية، مما قد يؤثر على ميزانيتها، وقد تكون أزمة دين داخلية (محلية) أو خارجية (دولية)، مما قد يؤدي إلى حدوث أزمة البنوك نتيجة لانخفاض إيراداتها، والتي قد تؤثر في بعض الأحيان على قدرتها في منح الائتمان.

ويشير بعض الاقتصاديين إلى أن الأزمات المالية قد تتكون من ثلاثة أنواع من الأزمات، متمثلة في أزمة عملة، وأزمة مصرفية، وأزمة دين⁽²⁵⁾.

ويلعب تدهور أسعار الأصول في الأسواق المالية دورا هاما في تصعيد الأزمات المالية والمصرفية، ويقصد باختيار سوق الأسهم بالانخفاض الحاد في سعر الأسهم، ومع زيادة مشكلات الاختيار المعاكس، والمخاطر المعنوية في الأسواق المالية، فإنها تتسبب في انخفاض أكبر في صافي القيمة السوقية لأصول المؤسسات، وبالتالي فإن هذا الانخفاض يقلل من رغبة المقرضين في منح الائتمان، ويؤدي إلى زيادة المخاطر المعنوية للمؤسسات التي تسعى للاقتراض لتمويل الاستثمارات، مما يترتب عليه انخفاض في النشاط الاقتصادي.

4-2 أزمة الرهن العقاري: فرض الرهن العقاري هو قرض ممنوح لشخص ملائمة المالية ضعيفة، وهو المتسبب الرئيسي في أزمة الرهن العقاري الذي عرفه العالم سنة 2008، حيث أقدمت البنوك الأمريكية مع بداية سنة 2002 على التوسع في منح القروض العقارية، تزامنا آنذاك مع تطور سوق العقارات في أمريكا، وانخفاض معدلات الفائدة،

ومن الناحية النظرية كان جميع المعنيين في هذه العملية مستفيدين، فالمقترض يأمل في امتلاك مسكن، البنك ينقل الخطر عن طريق التوريق، السمسار يحصل على عمولات، والدائنين في أمان بفعل الارتفاع المتزايد لقيمة العقارات (تحصيل الأموال عن طريق الرهن)⁽²⁶⁾.

لقد ساهمت هذه القروض في حدوث فقاعة العقارات، وعوض أن تكون قيمة العقارات المتزايدة ضمانا لدفع القروض من خلال عملية الرهن، حدث العكس، بانخفاض قيمتها نتيجة الفقاعة في مقابل ارتفاع تلقائي لقيمة الفائدة المترتبة عن القرض، الأمر الذي أدى إلى تدهور الملائة المالية للمقترضين وتوالى بعد ذلك انهيار كبرى البنوك الأمريكية على غرار بنك Lehman Brothers سنة 2005، لتليها كبرى بنوك باقي دول العالم التي اكتسبت قروض الرهن العقاري عن طريق التوريق مما أدى إلى انخفاض أسهمها بشكل عام وكلي في البورصة، وتحدث الأزمة المالية التي أدت بدورها إلى حدوث أزمة سيولة بين البنوك غير القادرة على إقراض بعضها البعض، وغير قادرة على الإيفاء بالتزاماتها المستحقة، لتصبح الأزمة فيما بعد ذات بعد اقتصادي.

3-4 دور التنظيم المالي في الحد من الأزمات المالية: لقد أظهرت أزمة الرهن العقاري حاجة الأسواق المالية لتنظيم مالي يهتم أكثر بالمخاطر النظامية⁽²⁷⁾ ويركز على مراقبة المتعاملين، وأنشطتهم في السوق المالية، وعلى هذا الأساس، لابد لكل عملية تنظيم مالي أن تعنى بالعناصر الأساسية التالية:

- اعتماد سياسة احترازية كلية وجزئية تخص البنوك، والمؤسسات المالية، والمتعاملين في السوق (وقد تم إصدار الاتفاق الثالث للجنة بازل التي تعنى بالرقابة المصرفية على البنوك سنة 2010 كرد فعل للأزمة المالية)؛

- ارتكز التنظيم المالي - خصوصا بعد الأزمة المالية الأخيرة - على تدعيم الجانب الدفاعي للسوق المالية، وهو جانب مهم لاستعادة الثقة، غير أنه لابد من دفع التنظيم المالي نحو تدعيم القدرة التنافسية في السوق؛

- تشجيع وتدعيم التعاون في إطار مؤسساتي بين مختلف المتعاملين في السوق المالية، والسلطات التنظيمية، وهذا بهدف تدعيم المركز المالي للأسواق؛

- تسهيل الوصول إلى الأسواق المالية على الصعيد الدولي؛
- تدعيم المعلومة المالية في الأسواق من خلال رفع احتكار القلة الممارس من طرف وكالات التنقيط العالمية التي تعتبر حكما وطرفا في نفس الوقت، باعتبار أنها تقوم بتنقيط المؤسسات المسعرة والتي تدفع لها في نفس الوقت، والحل يكمن في إمكانية رفع عدد هذه الوكالات، أو إنشاء وكالة تنقيط وطنية؛
- إنشاء غرفة مقاصة لتسجيل الصفقات المبرمة في السوق، خصوصا في ظل تنامي سوق المشتقات المالية التي يتميز نشاطها بالغموض، وفي كثير من الحالات بتحمل مخاطر عالية من جانب بعض المتعاملين⁽²⁸⁾.

إن مستقبل التنظيم المالي يركز على ثلاثة محاور أساسية: كيفية تصميم إطار تنظيمي يحد من تقلبات الأزمات المالية، وكيفية تعزيز مقاومة المتعاملين في السوق المالية للصدمات، والبحث عن تحقيق التوازن بين القواعد والتدابير التنظيمية⁽²⁹⁾.

خاتمة:

تمكنا من خلال دراستنا لموضوع هذا البحث من رصد مجموعة من النتائج التي على أساسها قمنا باختبار الفرضيات، وعليه ثبت لنا صحة ونفي الفرضيات وفق الشكل التالي:

- **الفرضية الأولى:** ثبت لنا صحة هذه الفرضية، حيث تعتبر السوق المالية في وقتنا المعاصر السمة الغالبة للاقتصاد العالمي، وهي تتطلب تبني فكر الاقتصاد الليبرالي الحر، وتوفير رؤوس الأموال بالدرجة الأولى، لتحقيق تطورها ونموها، إضافة إلى عوامل وعناصر أخرى تأتي في الدرجة الثانية، على غرار وجود الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق، وتنوع المتعاملين والمنتجات، وحياسة وسائل الاتصال الحديثة.

- **الفرضية الثانية:** ثبت لنا صحة هذه الفرضية، فالسوق المالية سجلت تطورا كبيرا منذ نشأتها تماشيا مع تطور النشاط الاقتصادي، وهذا أدى إلى تزايد حدة المخاطر كما ونوعا، إلى درجة أنه لا يمكن حصرها ولا عدها في مجموعة محددة أو مصنفة، حيث تختلف نوعية ودرجة السوق المالية.

– **الفرضية الثالثة:** ثبت لنا صحة هذه الفرضية جزئياً، حيث يهدف التنظيم المالي للسوق المالية – بغض النظر عن إمكانية وجود اختلافات بين الدول – إلى حماية المستثمرين، وضمان أمن أنشطة السوق، غير أنه لا بد من إضافة هدف ثالث مهم للغاية، يتمثل في تخفيض المخاطر النظامية التي تعتبر من أهم المخاطر التي تواجه الأسواق المالية، وسببا مباشرا في حدوث وتفاقم الأزمات المالية.

– **الفرضية الرابعة:** ثبت لنا عدم صحة هذه الفرضية، فاستمرار حدوث الأزمات المالية لا يعكس بالدرجة الأولى نقص فعالية التنظيم المعتمد في الأسواق المالية، بل يعتبر من بين أسبابها التي تساهم في تفاقم حدتها في حالة ضعف التنظيم المعمول به

– المراجع:

- ^{1/} مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مذكرة تدريسية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، 2010، ص ص: 03-05.
- ^{2/} نادية أبو فخره مكاي، **اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية**، مكتبة النهضة العربية، الطبعة الأولى، 1990، ص: 15.
- ^{3/} طارق محمد خليل الأعرج، **الأسواق المالية**، مقرر دراسي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، ص: 03.
- ^{4/} كمال توفيق خطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، ورقة بحثية، جامعة اليرموك – اربد، ص: 04.
- ^{5/} مصطفى رشدي شبيحه & زينب حسن عوض الله، **النقد والبنوك والبورصات**، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1992، ص: 455.

^{6/}Braudel F, **civilisation matérielle, économie et capitalisme**, XV^e-XVIII^e siècles, Armand Collin, 1979.

^{7/} [Erwan Le Saout](#), **Introduction aux marchés financiers**, economica, avril 2013.

^{8/} ترتبط المخاطرة بعدم التأكد من تحقيق العوائد النقدية المتوقعة، كما يمكن تصنيفها حسب مصادرها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

^{9/} قتيبة إبراهيم، **إدارة مخاطر الاستثمارات المالية**، ورقة بحثية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2010، ص: 04.

^{10/} لؤي بطاينة، المخاطر السياسية والأسواق المالية، من الموقع الإلكتروني (أطلع عليه يوم 16 أكتوبر 2013): <http://main.omandaily.om/?p=23449>

^{11/} Paul Milan, **comment expliquer les crises financières et réguler le système financier?**, feuille de travail, juin 2013, p: 02.

^{12/} Paul Milan, op-cit, p: 06.

^{13/} رفعت السيد العوضي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

^{14/} Daniel Ebénézer KEUFFI, **la régulation des marchés financiers dans l'espace OHADA**, thèse du doctorat en droit, Université de Strasbourg – Université de Dschang, 2010, pp: 47-87.

^{15/} P. VLAISLOIR, **déontologie: conformité et autorégulation?**, revue: analyse financière n° 22, Jan-Février, Mars 2007, P: 01.

^{16/} C. LAVIALLE, **les normes déontologiques boursières**, JCP E, n° 17, 1993-1, P: 215.

^{17/} A. COURET, **innovation financière et règle de droit**, recueil Dalloz Sirey, 1990, Chronique, P: 135.

^{18/} OPCVM: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

^{19/} /لأكثر تفصيل راجع:

- P. BEZARD, Rép. Dalloz Sociétés, v° fonds communs de placement.

- T. BONNEAU, **les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil**, RTD Civ, 1991, P: 1.

- R. ROBLOT et M. GERMAIN, **les OPCVM**, 2e éd., ANSA, 1995.

^{20/} T. CAZENAVE et autres, **Crise et régulation**, in M-A FRISON-ROCHE, les risques de régulation, presses de sciences-Po/Dalloz, 2005, P: 4.

^{21/} يقصد بمشكلات الاختيار المعاكس هي المشكلات التي تنتج عن تقديم المؤسسات المالية ائتمان إلى عملاء ذو جدارة ائتمانية منخفضة مما قد يؤدي إلى عدم قدرتهم على السداد.

^{22/} يقصد بالمخاطر المعنوية تلك المخاطر التي قد تواجه المقرض (البنك) نتيجة اتجاه المقرض (العميل) إلى الاستثمار في مشروعات ذات درجة خطر مرتفعة ويعتبرها المقرض غير مقبولة لأنها قد تتسبب في حالة الخسارة في عدم استرداده لأمواله.

^{23/} Frederic S Mishkin, **Understanding financial crisis, a developing country perspective**, NBER, Working paper series, wp 5600, May 1996, p: 17.

^{24/} Goetz Von Peter, **Asset prices and banking distress, a macro economic approach**, Bank for International Settlements, October 2004, pp: 1-2.

^{25/} Jahangir Azia & all, **Currency crisis: in search of common elements**, IMF working paper, wp/00/67, USA 2002, p: 05.

^{26/} مثلت قروض الرهن العقاري حصة 24% من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في أمريكا سنة 2006.

^{27/} مخاطر التدهور المفاجئ للاستقرار المالي الذي ينقص من قدرة النظام المالي على أداء وظيفته الأساسية، وتوفير الخدمات المالية، مع تداعيات سلبية على الاقتصاد الحقيقي.

^{28/} Paul Milan, op-cit, p: 07.

^{29/} CHRISTIAN NOYER, **Quelle régulation financière pour l'après-crise?**, banque de France, revue de la stabilité financière, N° 13, quel avenir pour la régulation financière?, Septembre 2009, p: 08.

دور الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية في إدارة الأزمات المالية العالمية

سليمة بوقصة - جامعة سعد دحلب البليدة

منصور مليكة - المركز الجامعي تيبازة

الملخص:

في ظل التغيرات المتسارعة في مجال الأعمال في الأسواق العالمية التي يشهدها العالم، أصبح دور الإفصاح من الجانب المحاسبي بارزا نظرا لما يوفره من معلومات مالية وغير مالية تساعد العديد من الأعوان الاقتصاديين داخل وخارج الأسواق المالية، إلا أن سوء استخدام هذا المبدأ أو التحايل في الإفصاح لأغراض خاصة إلى جانب غياب الشفافية على مستوى الأسواق المالية هذا يؤدي حتما إلى حدوث أزمات مالية ليس فقط على المستوى المحلي بل على المستوى العالمي وهذا بسبب ما يسمى بعدوى الأزمات المالية، لهذا سارع المجتمع الدولي لإبراز أهمية الأخذ بمبدأ الإفصاح والشفافية وهذا من خلال العمل على توحيد معايير الإفصاح والإبلاغ المالي على المستوى العالمي.

المقدمة:

نظراً لما يشهده العالم اليوم من تقدم علمي وتقني كبيرين بحيث يمكن لمس تأثيراته الواضحة على أغلب مناحي الحياة البشرية والاقتصادية بوجه الخصوص، فقد أصبح الاعتماد على البيانات والمعلومات الصحيحة والدقيقة ضرورة جداً لكل مهتم. لهذا يلاحظ أن أغلب البلدان الحديثة وعلى الرغم من اختلاف أنظمتها المحاسبية وحتى السياسية أخذت تسن القوانين والأنظمة والتعليمات التي تركز على دور وأهمية الإفصاح عن المعلومات والبيانات وخاصة المالية .

إن تزايد التقلبات التي يشهدها اقتصاد السوق العالمي وكذلك شدة وحدة التنافس فيما بين المصالح والنوايا المختلفة للأطراف المعنية والمستفيدة من هذا الشأن، نرى أن مهمة مراقبة ومراجعة نشاطات وأداء هذه الوحدات الاقتصادية وخاصة المالية منها ازداد بشكل ملحوظ وبالأخص بعد الاهتمام الملحوظ بقوانين وإجراءات الحوكمة التي أخذت تفرض نفسها بعد الأزمات والنكسات المالية التي تعرضت لها الكثير من الشركات

العالمية، والتي تساعد في مجملها على التأكد من سلامة وصحة ودقة وشفافية البيانات والمعلومات المالية المقدمة للجهات المستفيدة منها.

إشكالية الدراسة:

من خلال ما تم ذكره ولإثراء هذا الموضوع ارتأينا طرح الإشكالية التالية : هل الالتزام بالإفصاح والشفافية في الأسواق المالية يجنب الوقوع في أزمات مالية عالمية ؟

نموذج الدراسة:

وستتم الإجابة على هذه الإشكالية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الأسواق المالية والأسواق المالية الدولية

المبحث الثاني: الأزمة المالية من المنظور المحاسبي

المبحث الثالث: دور الإفصاح والشفافية في إدارة الأزمات المالية العالمية

المبحث الأول: الأسواق المالية والأسواق المالية الدولية

لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي ودعامة قوية من دعائمه لأنها تشمل إحدى آليات الهامة في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مسارها الصحيح وسنحاول في هذا المبحث إعطاء نظرة حول الأسواق المالية.

المطلب الأول: بنية السوق المالي:

يعتبر السوق المكان الذي يلتقي فيه العرض لرؤوس الأموال من طرف الأعوان الاقتصاديين الذين هم في حالة فائض والطلب عليها من طرف الأعوان الذين هم في حالة عجز ويتم الجمع بين الفئتين عن طريق وسطاء مختصين في المجال، ويعتبر السوق المالي جزء من سوق رؤوس الأموال فقد قسمت هذه الأخيرة إلى جزأين الأول هو الذي تتبادل فيه رؤوس الأموال قصيرة الأجل و يدعى بالسوق النقدية والثاني هو الذي تتبادل فيه رؤوس الأموال طويلة الأجل ويدعى السوق المالية، وقد عرف السوق المالي على انه ما هو إلا المكان الذي يهيئ الفرصة للأرصدة النقدية عن حاجة مالكيها التي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها من أصحاب الخبرة والمهارة من المنتجين وأصحاب المبادرات الصناعية وغيرها ويتم ذلك من خلال الوسطاء¹ ومنه السوق المالي هو سوق يقام في

مكان ثابت يتولى الإشراف عليه وإدارته هيئة لها نظامها الخاص تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، تنعقد جلساته في أوقات محددة

حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين الخاصة بالبيع والشراء .

أما عن تصنيف الأسواق المالية فهناك عدة تصنيفات: ii

أولاً : قد تصنف إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية ويعرف السوق الأولى أو سوق الإصدار بذلك السوق الذي يتم فيه طرح الإصدارات الجديدة، من الأوراق المالية، بمساعدة مؤسسات مالية لديها الخبرة في الإصدار والتوزيع تسمى بنوك استثمار، أما السوق الثانوي أو سوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق طرحها في سوق الإصدار.

ثانياً: كما قد تصنف طبقاً لتاريخ استحقاق الأصول المالية التي يتم تداولها داخل هذه السوق إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، أسواق النقد هي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول... الخ.

أما أسواق رأس المال فهي تلك الأسواق التي يتم تداول الأصول المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية طويلة الأجل.

ثالثاً: قد تصنف الأسواق المالية طبقاً لتوقيت تسليم الأصول المالية إلى أسواق جاهزة التي يتم فيها تداول الأصول المالية بغرض التسليم الفوري للأصل، وأسواق مستقبلية فيتم فيها تداول أنواع معينة من الأصول المالية تسمى عقود المستقبلية، وهي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية، والأصول المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد يحدد سعرها وقت إنشاء العقد.

يتكون السوق المالي من طالبوا وعارضوا رؤوس الأموال وسماسرة:

أ- عرضوا رؤوس الأموال: وهم الفئة التي يفوق دخلها نفقاتها التي لديها فائض في السيولة ونميز منها، المستثمرين التأسيسيين، هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، العائلات : تعتبر مدخراتها فئة جوهرية للمقترضين.

المستثمرون التأسيسيون: هم هيئات تعمل على جمع مدخرات الأفراد مقابل خدمة تقدمها لهم، أي كان نوعها، ثم تقوم باستثمار هذه الأموال قصد الحصول على الفائدة وأهمها: صندوق الضمان الاجتماعي، صندوق المعاشات، صناديق البطالة، شركات التأمين ...

أما هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، هي عبارة عن شركات أو صناديق مهمتها توظيف أموال للعائلات أو الهيئات في الأوراق المالية، كما تهتم بتسيير محفظة القيم المنقولة، وتتضمن هذه الهيئات شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت، شركات الاستثمار ذات رأسمال المتغير، صناديق التوظيف الجماعي، نوادي الاستثمار.

ب- طالبوا رؤوس الأموال: هم الفئة التي يفوق نفقاتها دخلها، وبالتالي لديها عجز مالي فتقوم بإصدار أوراق مالية في السوق المالي قصد الحصول على مدخرات الفئة التي لديها فائض، ونجد منها المؤسسات العمومية والخاصة والدولة والجماعات العمومية، ولقد حصرت خاصية الطلب على رؤوس الأموال في الدولة والمؤسسات العمومية والخاصة، باعتبارهم من أهم المتعاملين الاقتصاديين الذين هم في حاجة إلى تمويل خارجي لكن هذا لا ينبغي وجود متعاملين آخرين مثل البنوك التي قد تتدخل كطالبة لرؤوس أموال إذا قامت بإصدار سندات لتغطية عجزها .

أما عن السماسرة أو الوسطاء فهم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية، وعادة ما يكون الوسيط شخص معنوي أو شخص طبيعي الذي يقوم بمجموعة من الأعمال مثل: أعمال السمسرة، صناعة الأسواق، تنفيذ الأوامر.⁶

هناك أسواق مالية تجاوز تبعاً لطبيعتها اليومية ونشاطاتها الاقتصادية حدود البلدان التي تعمل فيها فصارت هذه الأسواق تعرف بالأسواق الدولية.

المطلب الثاني: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الدولية

أولا : مفهوم الأسواق المالية الدولية:

هي الأسواق التي تجري فيها عمليات التداول لمختلف المؤسسات العالمية، وبالتالي فهي تتجاوز الإطار المؤسساتي لدولة، أو هي الأسواق التي توجد فيها البلدان الصناعية المتطورة في العالم الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وإنجلترا... الخ
كما تتميز الأسواق المالية بما يلي:

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في السوق المالية الوطنية لبلد ما، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي؛
- ارتفاع نسبة مساهمة البلدان في الأسواق العالمية (الولايات المتحدة الأمريكية 33%، اليابان 32%، إنجلترا 9.5%؛
- اعتماد شبكة الاتصالات الدولية؛

• انتشار الشركات المتعددة الجنسيات عبر مختلف دول العالم، وإشباع استثماراتها، ونشوء الحاجة إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية الدولية؛

- الارتباط الواضح فيما بين الأسواق المالية، من خلال تقلباتها مما أدى إلى عالميتها .
- إن هذه الخصائص المذكورة كمعايير للتمييز الدولي للأسواق المالية يجعل الأمر مركزا في عدد محدود من الأسواق التي مازالت تعد من أبرز الأسواق في العالم، وبصفة عامة تنقسم الأسواق المالية في العالم إلى ثلاث مجموعات رئيسية:

- 1- أسواق متقدمة، تشمل أسواق أمريكية وأوروبية ويابانية ؛
- 2- أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي كأسواق استراليا ونيوزيلندا وكندا؛
- 3- أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية.

ثانيا :عوامل قيام الأسواق المالية الدولية:

- 1- انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في أوروبا في البداية، ثم مع الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، وذلك لتلبية المتطلبات المختلفة لحركات رؤوس الأموال والسلع والخدمات ؛

- 2- تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجهة نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية قد أسهم في بروز أسواق مالية أوروبية وأمريكية ؛
- 3- تراكم الدخول البترولية للدول المصدرة للبترول مما أدى إلى توجيه الفوائض إلى ثلاث أمور رئيسية :

- شراء حصص من أسهم الشركات الغربية؛
 - تقديم الديون إلى البلدان النامية غير البترولية بشكل مباشر من خلال المؤسسات المصرفية أو الأسواق المالية الغربية؛
 - الاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات، في الدول الرأسمالية.
- 4- تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية، والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية، وبالتالي توفير تسهيلات لتداول الأدوات الاستثمارية، وكذا تحويل الأموال؛
- 5- نشوء الأسواق المالية المحلية في كافة الدول النامية، وهذا ما أسهم في تعبئة المدخرات وتوجيهها دولياً؛
- 6- زيادة الوعي بنشاطات الأسواق المالية، مهد للتحول نحو الأسواق المالية، الأكثر تطوراً في العالم؛
- 7- دخول الشركات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات، وإعادة استثمارها في الأسواق المالية الدولية ؛
- 8- دور التدخل الحكومي الإيجابي في قيام بتعزيز الأسواق المالية.

ثالثاً: مميزات الأسواق المالية الدولية عن الأسواق المالية المحلية:

- 2- المعاملات الدولية تتطلب تحمل مخاطر أسعار صرف العملات، بينما الأسواق المحلية قليلة التأثير بهذا الخطر؛
- 3- الأسواق المالية الدولية تتحمل مخاطر السياسات المتعلقة بالنزاعات والصراعات والحروب؛
- 4- تتحمل الأسواق المالية الدولية مخاطر تشريعية، وتكاليف إضافية وفقاً للقوانين والتعليمات السارية في كل بلد؛

- 5- قيمة المعاملات التي تجري في الأسواق المالية الدولية، تكون ضخمة؛
- 6- معدل مساهمة السوق المالية في تعبئة المدخرات الأجنبية؛
- 7- نضج واستقرار المؤشرات البورصة، والتي تعكس بدقة حركة السوق المالي؛
- 8- التقلبات والتأثيرات التي تحدث في الأسواق المحلية تكون قصيرة المدى، وعلى المستوى المحلي، بينما تأثيرات الأسواق العالمية يكون على المستويين المحلي والدولي.

المبحث الثاني: الأزمة المالية من المنظور المحاسبي

المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية:

يمكن تعريف الأزمة من الناحية الاجتماعية، بأنها تلك الحالة التي تؤدي إلى توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف، مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة .

أما المفهوم العلمي لها: فيشير إلى أنها موقف أو حدث مفاجئ غير متوقع فيه إثارة، وعنف، ومدته الزمنية قصيرة ، ولكن مايكل بريشر يرى أنها ليست بالضرورة أن تكون قصيرة بل قد تمتد إلى عدة أشهر.

لذا يمكن القول أن الأزمة هي عبارة عن تزايد وتراكم مستمر لإحداث وأمر غير متوقعة، على مستوى جزء من النظام أو النظام كله، بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه ماديا ونفسيا، وسلوكيا. ^{IV}

من مجمل المفاهيم المقدمة نستخلص التعريف التالي للأزمة المالية: هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف، وتعتبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي^V.

تعرف الأزمة الاقتصادية عموماً، بأنها "انقطاع في مسار النمو الاقتصادي حتى انخفاض الإنتاج أو عندما يكون النمو الفعلي أقل من النمو الاحتمالي...، فالأزمة تحدث فوضى في الأسواق حيث تسبب الاختناقات والإفلاس والبطالة...⁶، شهدت فترة التسعينات، حدوث أزمات مالية عديدة كانت آثارها حادة وخطيرة هددت الاستقرار

الاقتصادي والسياسي للدول، وأدت عدوى تلك الأزمات المالية إلى انتشارها لتشمل الدول النامية والمتقدمة على درجات مختلفة وهذا كنتيجة للعلاقات الاقتصادية والمالية التي تشهدها هذه الدول واندماجها في المنظمة العالمية للتجارة، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980-1999 تعرض أكثر من ثلثي دول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، وأن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية ذات الأسواق الناشئة.

ولقد واجه الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن أزمة مالية حقيقية عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث ظهرت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008، ومن المتوقع أن تمتد لثلاث سنوات أو أكثر، وقد كشفت الأزمة الراهنة عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية والتي تمثلت مظاهرها في أزمة سيولة نقدية، ومرهونات عقارية أدت إلى انهيار العديد من المصارف وإعلان إفلاسها، وإنهاءا بتدني أسعار الأسهم وانخفاض مؤشرات البورصة وانهيار العديد منها، كما امتدت تداعياتها على اقتصاديات الدول العربية^{vii}

المطلب الثاني: التلاعب المحاسبي والأزمات المالية:

إن أحد الأسباب الرئيسة وراء الأزمة المالية، يعود إلى التلاعب المحاسبي الذي أدى إلى خداع الدولة والمستثمرين، ولجوء مكاتب المحاسبة إلى أساليب ملتوية للالتفاف حول قواعد الشفافية المصارحة.

إن الأسباب الحقيقية التي كانت وراء نشوء الأزمة المالية العالمية الراهنة، وهذا ما يؤيده الكثير من الكتاب الأجانب الذين تناولوا الموضوع في العديد من المناسبات ترجع إلى نقاط يمكن اختصارها فيما يلي^{viii}

1. ضعف الإفصاح المحاسبي والمالي، عن البيانات والمعلومات الضرورية المقدمة للجهات المستفيدة، وفي حالة وجودها فهي غير شفافة بشكل يمكن اعتمادها بشكل مطلق؛
2. ضعف الإجراءات الرقابية الداخلية الفعالة، التي من خلالها يمكن متابعة النشاطات، وبالتالي الكشف عن أي تجاوزات، وحتى عمليات الغش والتزوير والاحتيال التي قد

تتضمنها البيانات والمعلومات المفصّل عنها، والتي قد تكون أحد المصادر الأساسية المعتمدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل المستفيدين؛

3. ضعف قوانين وإجراءات الحوكمة، وعدم فعالية دور المساءلة الإدارية والقانونية، التي تساهم بشكل فعال في التماهي في الأخطاء، وإعادة تكرار المحاولات السابقة للتزوير والغش والخذاع بعيداً عن المساءلة الإدارية والقانونية التي لن تكون الرادع، لمثل هذه المحاولات بل على العكس من ذلك فهي تسهم في استمرارها وتشجيعها على الممارسات الخاطئة؛

4. هذا وبطبيعة الحال إضافة إلى تفشي ظاهرة الفساد المالي والإداري الذي يرافق عدم وجود أجهزة رقابة حاکمة لكافة النشاطات وبالأخص المالية منها، هذه الظاهرة التي تلعب الدور المهم في بعض الأحيان في إيصال المؤسسات والوحدات الاقتصادية إلى الهاوية والسقوط في متاهات المديونية التي من المحتمل أن تؤدي بها إلى الإفلاس التام، كما حدث في العديد من حالات إفلاس الشركات الكبيرة الوارد ذكرها لاحقاً.

لقد كشفت العديد من الدراسات والتقارير المعدة في أعقاب الانهيارات والأزمات المالية الناتجة عن حالات الفساد المالي والإداري التي تعرضت لها الكثير من الشركات العالمية خلال السنوات الماضية ، عن فشل تلك الشركات في عملية إعداد التقارير، ولاسيما التقارير المالية ، ويشير Spivey في هذا الصدد إلى أن هناك العديد من القضايا التي تثير الاهتمام وتستحق النقاش، ربما يمثل أبرزها على حد تعبيره ، مستوى المصادقية التي تتمتع بها شركات المحاسبة والتدقيق وجودة المعايير المهنية التي تستند إليها وكذلك جودة التقارير التي تعدّها الشركات المعنية ، ولاسيما التقارير المالية^{ix}.

وتعد فترة الثمانينات والتسعينات أمثلة على حالات الفساد المذكورة والتي ارتبطت بأسماء كبريات الشركات العالمية أمثال شركة Maxwell، وشركة Bcci، وشركة Polly Peck في المملكة المتحدة وشركة، Crédit Lyonnais في فرنسا وشركة، Metalgesellschaft & Schneider في ألمانيا، فضلاً عن فشل البنك التجاري الكندي Canadian Commercial Bank، في حين تمثلت حصة اليابان في فشل شركة Yamaichi، ثم أزمة القروض والمدخرات Saving & Loans في الولايات

المتحدة الأمريكية، وحالات أخرى لشركات مماثلة عبر الأزمات المالية التي اجتاحت غرب آسيا في النصف الثاني من سنة 1997، والتي أثارت الشكوك حول إمكانية الاعتماد على الكشوف المالية للشركات، ودور كبرى شركات المحاسبة والتدقيق الدولية في إعداد التقارير بشأن ذلك^x، ولعل أحدث قضايا الفساد الناشئ عن تواطؤ كبرى الشركات العالمية الخاصة بالمحاسبة والتدقيق والذي كان وراء انهيار العديد من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية بين أواخر سنة 2001 والنصف الأول من سنة 2002 أمثال شركة Enron للطاقة، وشركة WorldCom للاتصالات، وشركة Xerox المتخصصة في الآلات النسيج، وتمثلت في مصادقة المدققين الذين يعملون في شركة Arther Anderson على كشوف مالية لم تكن تعبر عن حقيقة ما كان يجري في تلك الشركات آنذاك^{xi}.

إن كارثة شركة Enron وغيرها من الشركات لم تؤثر على الشركات بذاتها والشركات الأخرى وعموم اقتصاديات بلدانها وحسب، بل إنها أثارت الشكوك حول مصداقية شركات المحاسبة والتدقيق وأهلية أعضائها وكفاية المعايير المهنية (المحاسبية والتدقيقية) ومستوى الالتزام بتطبيقها، وقد أشار البعض في هذا المجال إلى فشل بعض المدققين في الإيفاء بمسؤولياتهم المهنية وميل البعض الآخر منهم إلى افتراض النوايا الحسنة من جانب المسؤولين في الشركات الخاضعة للتدقيق، إلى جانب ضعف عمليات الضبط والإشراف على المهنة وفهم حقيقة التهديد الناشئ من ارتباط أجور المدققين وخدماتهم الاستشارية برضا زبائنهم⁶، فضلا عن فشل التقارير المالية للشركات المذكورة، في معالجة العديد من القضايا والإفصاح عنها مثل^{xiii}.

- الإفصاح عن العقود الآجلة للمشتقات المالية المرتبطة بنشاطات الشركات أو معالجتها بالشكل المناسب، وكذلك الإفصاح عن نشاطات التمويل من خارج الميزانية، والتي شملت على مطلوبات غير معلن عنها من قبل الشركات وبما يزيد عن البليون دولار أمريكي؛
- الإفصاح عن نتائج أعمال الوحدات الخاصة المؤسسة من قبل الشركات (والتي يتم إدارتها من قبل موظفين يتقاضون مكافآت كبيرة لقاء ذلك) بشكل منفصل عن نتائج أعمال تلك الشركات؛

• توضيح الأرباح السنوية للشركات، وتعديل التقارير المالية المدققة، وتقديم النسخ المعدلة إلى هيئة التداول في سوق الأوراق المالية .

وتعد الأساليب المستخدمة في إدارة شؤون الشركات والمعايير التي تحكم سلوكيات الأفراد العاملين فيها ضمن المستويات الإدارية كافة ومستوى تنفيذهم للمسؤوليات المناطة بهم من الأسباب الأخرى التي كانت وراء الأزمات المالية وانحيار الشركات، فقد كان الولاء غير الموجه إلى المكان والشخص المناسبين يقع في قلب الأزمات الأخيرة التي تعرضت لها الشركات، فالموظفون والمدراء العاملون فيها كانوا قد، منحوا ثقتهم إلى أشخاص غير مؤتمنين على واجباتهم داخل الشركات، تجاه حملة الأسهم، وإطاعة القوانين في الوقت الذي كان بإمكان هؤلاء الموظفين والمدراء إثارة التساؤلات حول مختلف القضايا المشكوك في مصداقيتها وانسجامها مع مصالح حملة الأسهم والآخرين من أصحاب المصلحة^{xiv} لقد ترتب على حالات الفساد السابقة للشركات الكثير من الآثار المالية، والاقتصادية، والاجتماعية من بينها انخفاض الأسعار السوقية لأسهم الشركات في البورصات المالية، والخسائر المالية الفادحة التي أضرت بمصالح حملة الأسهم، والآخرين من أصحاب المصلحة، ولاسيما العاملين في تلك الشركات الذين تعرضوا إلى فقدان وظائفهم وضياع حقوقهم في صناديق الادخار، والاهم مما سبق انخفاض المستوى العام للثقة في مهنة المحاسبة والتدقيق وجودة المعايير التي تستند إليها، الأمر الذي أثار انتباه المتخصصين وأصحاب العلاقة، ودفع إلى الساحة بتساؤلات عديدة حول أهمية إعادة النظر بالاطر التنظيمية والمالية والمحاسبية والرقابية، الكفيلة بحماية حقوق حملة الأسهم وأصحاب المصلحة الآخرين في مفهوم حوكمت الشركات والدور الذي من الممكن أن تؤديه الحوكمة الجيدة للشركات، وذلك من خلال تنظيم الممارسات السليمة للقائمين على إدارتها وفي مختلف المجالات التي تنطوي ضمن في هذا الشأن من خلال إرساء أسس العلاقات الشفافة بين الأطراف المعنية في تلك الشركات وتحديد واجبات ومسؤوليات كل منها وكذلك تعزيز جودة الممارسات المحاسبية والتدقيقية وإعداد التقارير المالية في

شكل مجموعة من المبادئ والمعايير ذات الصلة بحوكمت الشركات والصادرة عن مختلف الهيئات والمنظمات والمجالس المهنية المتخصصة.

المبحث الثالث: دور الإفصاح والشفافية في إدارة الأزمات المالية العالمية

لقد أصبحت عبارة الإفصاح والشفافية عبارتان متلازمتان تدلان على مفهوم جديد في تسيير الشركات وهو حوكمت الشركات الاقتصادية، وترتبط عبارة الإفصاح والشفافية من جهة أخرى بمفهوم كفاءة السوق المالية، فالإفصاح والشفافية معيارا لحوكمت الشركات ولكفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: الإفصاح المحاسبي ومستخدمي البيانات المالية:

في ظل التغيرات الدولية والمحلية التي باتت تؤثر في النظام الاقتصادي لدول العالم، أصبح من الأهمية بمكان الاهتمام بالبعد الإعلامي المحاسبي باعتباره أحد الأبعاد التي تركز عليها المحاسبة كأداة للتوصيل والاتصال لتوفير احتياجات المستثمرين الحاليين والمرتقبين وغيرهم ... من معلومات تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية وغيرها ... وتعظيم قدرتهم على تحليل فرص الاستثمار المتاحة في الشركات المطروحة أسهمها في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يحقق جذبا لمدخرات الأفراد في اتجاه تدبير رؤوس الأموال لتمويل الشركات .

لذلك، فمن الأهمية بمكان توافر نظام معلومات محاسبي يسمح بتوفير القدر الكافي من المعلومات الملائمة لترشيد الاختيار بين البدائل الاستثمارية وبما يتفق وسلوك المستثمرين نحو المخاطرة، استنادا إلى مبدأ الإفصاح عن المعلومات التي توفرها التقارير والقوائم المالية المنشورة والتي نرى عدم كفايتها وملائمتها لاتخاذ القرار الاستثماري .

وهكذا برزت أهمية البعد الإعلامي المحاسبي لخلق مناخ استثماري يتسم بالمصداقية والملائمة والشفافية يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية خاصة أنها قرارات تتعلق بالمستقبل، لذلك يجب عدم المبالغة في أهمية المعلومات المستمدة من النظم المحاسبية التاريخية، بل يجب الاهتمام بالمحاسبة كنظام للإعلام والتوصيل والإفصاح عن نتائج

الأحداث الاقتصادية الماضية والحاضرة والمستقبلية إلى مجموعة الأفراد الذين سوف يستخدمون هذه المعلومات بطرق مختلفة ولأغراض مختلفة .

الفرع الأول: الإفصاح المحاسبي (تعريفه . أنواعه):

1- مفهوم الإفصاح بشكل عام والإفصاح المحاسبي بشكل خاص:

الإفصاح في اللغة العربية البيان والظهور والوضوح، وما تبين به من الشيء من الدلالة وغيرها: اتضح أي بان وبذا يكون الإفصاح مع ذكاء هو البيان، والبيان إظهار المقصود بأول لفظ، وهو من الفهم وذكاء القلب مع اللسان وأصله الكشف والظهور^{xv}، حسب التعريف الوارد في قاموس بارون المصري^{xvi}، فإن الإفصاح يعني من الناحية المصرفية معلومات تتعلق بشروط الائتمان التي تتطلبها القوانين الاتحادية أو المحلية والتي تعطى للعملاء، وهو مطلوب عادة في كافة القروض الاستهلاكية وقروض الرهن العقاري السكني، إن الفقرات التي يشملها الإفصاح هي تكاليف التمويل التي يشار إليها عادة كنسبة مئوية سنوية وكطريقة احتساب الفائدة والحد الأدنى للدفعات الشهرية، وكذلك إجراءات لتسوية المنازعات الحاصلة نتيجة الأخطاء في فواتير (كشوف) المصاريف، كما يتعين على البنوك الإفصاح عن الأسباب التي تؤدي إلى رفض طلبات القروض المقدمة لها.

وأما من ناحية الأوراق المالية^{xvii}، فيقصد بالإفصاح الإعلان عن المعلومات ذات الصلة بمشتري الأوراق المالية، إن قانون الأوراق المالية لعام 1933 وغيرها من الأنظمة، تتطلب من مصدري الأسهم إعطاء المشتريين معلومات كافية لاتخاذ قرار رشيد، والأمر متروك للزبون لتقييم المعلومات واتخاذ قرار الشراء، حيث أن هيئة تبادل الأوراق المالية لا تهمها ما تم بيعه من أسهم، لكن ما يعينها هو أن كافة المعلومات ذات الصلة بهذه الأسهم كانت قد قدمت إلى الجهة المشتري التي على ضوءها تم اتخاذ قرار الاستثمار الرشيد.

وأما محاسبياً^{xviii}، فقد عُرف على أنه: تقدم للمعلومات والبيانات إلى المستخدمين بشكل صحيح ومضمون وملائم لمساعدتهم على اتخاذ القرارات، لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين والمستخدمين الخارجيين بآن واحد.

يعرف البعض الإفصاح بأنه تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية، بنشر وإعلان البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها، وأوضاعها المالية والاقتصادية وتقديمها بصفة دورية، وكذلك في الحالات

الاستثنائية للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية، وإدارات البورصات وحملها إلى الجمهور وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين والمحتملين وغيرهم بكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليه، ويضيف البعض شرطاً آخر لتحقيق الشفافية، وهو أن تكون هذه المعلومات والبيانات المفصح عنها معبرة عن المركز الحقيقي والواقعي للشركة، وكحد أدنى يجب أن يتضمن الإفصاح معلومات تساعد مستقبلها على اتخاذ قرار الاستثمار، وهو ما يعرف بفكرة الأهمية أو مادية المعلومة، والتي يمكن تعريفها بأنها المعلومات التي قد يؤدي حذفها أو تحريفها إلى التأثير على القرارات الاقتصادية التي يتخذها مستخدمو المعلومات .

ولكن من خلال المفهوم السابق، نلاحظ أن مفهوم الإفصاح هو مفهوم نسبي فهو ينطلق من فكرة عامة تتمثل في التعبير الصادق عن الحقيقة، لكنه يتأرجح بين كفتي التكلفة، والمنفعة المرجوة فنلاحظ تفاوتاً في تحديد المعنى الدقيق المقصود وذلك تبعاً لظروف المنشأة وهذا بدوره أبرز عدة أنواع للإفصاح.

2- أنواع الإفصاح:

يمكن تقسيم الإفصاح المحاسبي إلى عدة أنواع وذلك كالآتي:^{xix}

أ- الإفصاح الكافي: ويقصد به توفير الحد الأدنى من المعلومات التي يطلبها مستخدمو القوائم المالية، وبما أن المستثمر من أهم فئات مستخدمي البيانات المالية فغن الإفصاح يكون كافياً عند توفر المعلومات

الضرورية لقرارات الاستثمار، وتشكل المعلومات اللازمة لقرار الاستثمار الحد الأدنى الذي من المفروض أن تؤمنه التقارير المالية.

ب- الإفصاح العادل: يرتبط هذا المستوى بالنواحي الأخلاقية والأدبية عند نشر المعلومات، ويكون الإفصاح عادلا عند معاملة كافة فئات مستخدمي البيانات المالية الخارجية بصورة متماثلة ومتساوية، مما يعني تزويدهم بنفس كمية المعلومات وفي نفس الوقت.

ج- الإفصاح التام: يرتبط هذا النوع من الإفصاح بنشر جميع المعلومات الملائمة لمستخدمي التقارير المالية، وقد يترتب على هذا الإفصاح العديد من السلبيات التي قد تؤثر على المنشأة ومساهميها.

الفرع الثاني: مستخدمو البيانات المالية:

من مستخدمي القوائم المالية والأطراف الأخرى، نظرا لاحتمالات تعارض مصالح الفئات المختلفة التي تكون في حاجة إلى المعلومات ، فتغليب فئة معينة من مستخدمي المعلومات ، سوف يعطي لها ميزة نسبية تؤثر علي عدالة توزيع المنافع بين مستخدمي المعلومات المحاسبية .

وقسمت لجنة مبادئ المحاسبة المنبثقة من مجمع المحاسبين القانونيين الأمريكيين (AICPA) ^(xx):

1- المستخدمون المباشرين: وهم الملاك، الدائنون، الموردون، الجهات الضريبية، العملاء، العاملون.

2- المستخدمون غير المباشرين وهم المحللون الماليون، الجهات الحكومية، نقابات العمال

.....

وكذلك فإن هناك اتجاهين في تحديد مستخدمي القوائم المالية ^(xxi):

- افتراض إن مستخدمي القوائم المالية غير معروفين وأن لهم احتياجات غير مباشرة ولذلك فإن التقارير تهدف إلى خدمة كل الأغراض والاستخدامات؛
- افتراض أن مستخدمي القوائم المالية معروفون، ويمكن تحديد احتياجاتهم الخاصة من المعلومات، وبالتالي فإن هذه التقارير يمكن إعدادها، بحيث تحتوي علي معلومات موجهة لاستخدام محدد.

ويتفق الباحث مع الجمع بين المدخلين في إعداد القوائم المالية، حيث يتم إعداد القوائم المالية ذات استخدام أو غرض معين، وذلك لخدمة الأطراف المعروف احتياجاتهم من المعلومات، وإعداد قوائم مالية ذات استخدام أو غرض عام، لتوفير الاحتياجات المشتركة لكافة الأطراف الأخرى، التي يصعب تحديدهم أو احتياجاتهم من المعلومات .

المطلب الثاني: قواعد الشفافية:

2- المقصود بالشفافية: يقصد بالشفافية، قيام الشركة أو الجهة بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص والمتعاملين في السوق وإتاحة الفرصة لمن يريد الاطلاع عليها، وعدم حجب المعلومات في ماعدا تلك التي يكون من شأنها الأضرار بمصالح الشركة أو الجهة، فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها على أن تكون هذه البيانات والمعلومات المالية وغير المالية معبرة عن المركز الحقيقي للشركة، وتوجد عدة شروط يجب توافرها في أي معلومة أو إجراء يتصف بالشفافية منها :

- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب، حيث أن الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها، ويعلن عنها أحيانا فقط لاستيفاء الشكل، ونستشهد على ذلك بميزانيات الشركات التي تنشر بعد شهور أو سنوات من صدورها؛

- أن تكون واضحة على النحو الذي يزيل غموض الألفاظ غير المفهومة، أو التي تستخدم بعض عبارات المعايير المحاسبية، مثل صافي الربح قبل الفوائد دون الإشارة إلى قيمة الفوائد أو صافي الربح قبل الضريبة دون الإشارة إلى الخسوع والإعفاء من الضريبة لصافي الربح .

3- الأبعاد الأساسية وراء ضرورة الالتزام بالشفافية والنزاهة الدولية في الإفصاح المحاسبي^{xxii}:

البعد الأول: أن انتشار ما يسمى بالهندسة المالية Financial engineering، وهي مزيج من الرياضيات والإحصاء التي تأخذ صورة صياغات رياضية معقدة أحيانا، من أجل تقييم مستويات المخاطرة والعائد ومن ثم الحكم على قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ للأصول المالية، وأصبح المتعاملون في البورصات يعملون وفق صيغ رياضية جامدة لتوقيتات البيع والشراء، وشاع بينهم مصطلحات مثل بيتا وجاما وسيجما وما

شابه ذلك من دون إدراك طبيعة الفروض التي بنيت عليها مثل هذه النماذج، عندما أصبح من السهل تسميم نتائج هذه الصيغ إذا لم تكن المعلومات المتاحة صحيحة أو لا تتسم بالشفافية والمصادقية^{xxiii}.

البعد الثاني: إن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من صغار المستثمرين، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعداداً لتحمل ما يترتب على تغيرات أسعار الأوراق المالية من خسائر، كما أن آثار تقلب أسعار الأسهم على صغار المستثمرين تكون مدمرة نظراً لأنهم غالباً ما يضاربون بكل ثرواتهم، ونظراً لضعف القدرات الفنية لهم، فإنهم لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليل الأسهم، في ظل سوق مال تغيب فيها الشفافية والإفصاح، وبالتالي فإن توفير الشفافية وضمأن الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني^{xxiv}.

البعد الثالث: إن هناك تغييراً هيكلياً في طبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية واستراتيجياتهم في عالم اليوم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية أقرب إلى صالات للمضاربة منها إلى كوتها ساحات للاستثمار، ومن ثم فإنها في حاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى توافر المعلومات بشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق لزيادة فترة الاحتفاظ بالسهم بصفة خاصة أو الورقة المالية بصفة عامة.

البعد الرابع: إن التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو المضاربة سواء مشروطة أو غير مشروطة، أو إشاعة الأخبار الكاذبة، إلى غير ذلك من الممارسات غير القانونية، يمثل جريمة لا بد من أن يعاقب عليها القانون بصرامة منعا للتحيز، لكي يمنع من تسول له نفسه من القيام بذلك، و يحمي السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية، ومن ثم فإن الالتزام بقواعد شفافية الإفصاح في البورصة ينبغي أن تكون شاملة وتسد كل الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق البورصة على نحو يضر باستقرارها^{xxv}.

البعد الخامس: إن قواعد الالتزام بشفافية الإفصاح المحاسبي تضمن استقرار السوق كبورصة لندن^{xxvi}، وستعمل على تقليل الحاجة إلى تدخل الدولة من وقت إلى آخر لضمان استقراره، إذ غالبا ما تدعى الدولة إلى التدخل في حال حدوث انهيار في سوق الأوراق المالية وتراجع مستويات الثقة بها، وذلك حفاظا على مصالح المتعاملين فيها، عندما تكون السوق مقننة بحزمة متكاملة من قواعد الإفصاح والشفافية المدعمة بالعقوبات الصارمة في حالة المخالفة، فإن احتمالات تعرض السوق للتقلب تقل، ومن ثم تقل تكلفة تدخل الدولة في السوق من الناحية المالية.

البعد السادس : إن قواعد الشفافية، سوف تساهم في التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها، أما عندما تتغير الأسعار لأسباب غير مفهومة وتجري تعاملات لا ندري من أين مولت أو إلى أين ستذهب، فإن أبواب التلاعب بالسوق تنفتح على مصراعيها، وتكون النتيجة ضياع ثروات الناس لمصلحة المتلاعبين بالبورصة، إن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساو لجموع المتعاملين في البورصة، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحيدة وخالية من أي تحيز مثلما يحدث في البورصة الألمانية^{xxvii}، بحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع.

البعد السابع : إن ضخامة الآثار المالية الناتجة عن العواقب الاقتصادية التي تترتب على أي تغير ولو بسيط في مؤشر البورصة، مؤداه أن تنعكس من البورصة على القطاع الحقيقي في المجتمع فكل أزمة مالية غالبا ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي، نظرا لانتشار التوقعات التشاؤمية، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وازدياد حالات الانهيار الاقتصادي لذا فمن الضروري الالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح المحاسبي^{xxviii}.

المطلب الثالث: الإفصاح والشفافية معيارا لكفاءة الأسواق المالية:

للسوق المالية الكفاءة دور فعال في جلب التمويل للمؤسسة الاقتصادية، خاصة بعد تراجع دور الدولة في النشاط الاقتصادي واللجوء إلى الخصوصية، بالإضافة إلى عدم

قدرة القنوات البنكية على التمويل اللازم، كل ذلك جعل للسوق المالية الكفاء دور فعال في تمويل المؤسسة، ويظهر ذلك من خلال الشروط التي فرضها المشرع على شروط التسجيل في سوق الأوراق المالية .

والسوق الكفاء هي التي توفر إذن رؤوس أموال لاستثمارها في مشاريع مربحة، ولا يتم ذلك إلا من خلال توفر المعلومات عن تلك الأصول المالية، وتمكين المتعاملين في السوق المالي من التعامل في الوقت المناسب بهذه المعلومات، ويجمع الباحثون على أن توفر المعلومات ووصولها إلى كافة المستثمرين بأقل تكلفة، من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية، فالتغيير في المعلومات حول العرض والطلب يؤدي حتما إلى التغيير في سعر الورقة المالية، مما يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، أو ما يسمى بالكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات .

وعليه، فإن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظم المعلومات المالية، وإتاحتها أمام المتعاملين في السوق المالي من مستثمرين وإدارة هذه السوق، وكذا الجهات الحكومية، ومراقبي الحسابات، فالمعلومة المالية هي القلب النابض في السوق المالي، من جهة أخرى فإن من الأسباب التي تجعل من الشفافية والإفصاح معيارا لكفاءة السوق المالي، ما نشهده اليوم من تطور لما يسمى بالهندسة المالية وشيوع مصطلحات دون إدراك لمحتواها عند كثير من المتعاملين في السوق المالي، المؤشرات الرياضية مصممة لقياس درجة الخطر تبنى على ما يتوفر من معلومات، واستعمال هذه المؤشرات انتهى إلى أن كثيرا من الأوراق المالية آمنة بينما هي في منتهى الخطورة، وعليه فإنه إذا كانت تلك النماذج قائمة على معلومات غير صحيحة، فإنها ستؤدي إلى استنتاجات خاطئة مما يؤدي إلى زعزعة الثقة في هذه السوق، وبالعكس فإنه كلما كانت المعلومات المتوفرة صحيحة، أي التقيد بمبدأ الإفصاح والشفافية فإن تلك النماذج الرياضية تؤدي إلى استنتاجات صحيحة مما يعزز الثقة في السوق ويكرس كفاءتها .

كذلك فإن الإفصاح والشفافية يعززان كفاءة السوق المالي لما توفره المعلومات المتاحة أمام صغار المستثمرين، مما يؤدي إلى التقليل نوعا ما مما يسمى بسياسة القطيع التي يتبعها

صغار المستثمرفن نظرا لعدم قدرتهم على التحللل المالي من جهة ، ولعدم توصلهم بالمعلومات من جهة أخرى .

المطلب الرابع: دور الإفصاح المالي في الوقاية من الجرائم البورصة^{xxix}

تهدف التشريعات المقارنة إلى حماية سوق الأوراق المالية من كل الممارسات التي تؤثر في أداء هذه الأسواق التي لو حدث ما يسيء لأدائها لأدت إلى أزمات اقتصادية ومالية لا يمكن توقع آثارها .

ولعل المتتبع للآزمات الاقتصادية العالمية يرى أن السبب الأساسي لحدوثها وقوع ممارسات غير قانونية حدثت في سوق الأوراق المالية، وبالتحديد فإن السبب الرئيسي في حدوث الآزمات المالية العالمية على مر التاريخ المالي العالمي، يعود إلى عدم احترام قواعد الإفصاح المالي والشفافية .

وما تجدر الإشارة إليه منذ البدء أن هذه السلوكيات غير المشروعة التي تحدث في الأسواق المالية والمسببة للآزمات المالية العالمية ليس سببها هذه المرة الدول النامية، كما جرت العادة على إرجاع أي أسلوب غير مرضي إلى هذه الدول، بل أن أغلب الآزمات المالية العالمية كانت متأتية من ممارسات ارتكبت داخل البورصات الغربية الأكثر تقدما، ولعل أشهر الأمثلة على ذلك ما يسمى بأزمة فقاعة شركات الانترنت ولاسيما، شركة وورلدكوم worldcom، التي أفلست سنة 2002 بسبب فضائح التزوير في الحسابات.

كما يرجع الباحثون، أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية التي تعرف بأزمة الكساد الكبير سنة 1929 والتي كادت أن تعصف بالنظام الرأسمالي إلى انعدام الشفافية، والإفصاح، والرقابة الداخلية على أسواق الأوراق المالية الأمريكية، حيث قامت عدة شركات بالتلاعب بالأرقام المحاسبية المنشورة لإظهار أنها في وضعية جيدة، فارتفعت قيمة أسهم هذه الشركات إلا أنه سرعان ما انكشفت حقيقة تلك الأرقام فانخفضت قيمة أسهم هذه الشركات، وانهارها بالتبعية، مما خلق حالة كساد كبير في الولايات المتحدة الأمريكية بعدما واصل مؤشر دوجونز في الانخفاض لمدة ثلاث سنوات إلى غاية 1932، أين

انتهى الأمر بإنشاء هيئة تداول أوراق مالية وتم إصدار قانون الأوراق المالية عام 1932 والذي يعد قانونا للإفصاح .

لقد دلت هذه الإشارات التاريخية إلى أن الأزمات العالمية مرتبطة بالانهيارات التي حدثت في البورصات المختلفة، هذه الانهيارات يعود السبب الرئيسي في حدوثها إلى مخالفات مبدأ الإفصاح سواء في جانبه الإيجابي أو السلبي، أي عدم التقيد بهذا المبدأ أصلا من الشركات المستثمرة في البورصة أو تقوم بنشر معلومات خاطئة .

والمعلومة الاقتصادية والمالية هي جوهر التعامل في سوق الأوراق المالية، والتي يتم الحصول عليها عن طريق الإفصاح المالي من طرف المتعاملين في هذه السوق، فالإفصاح يوفر مناخا عادلا للاستثمار، ويزيد من فرصة نمو السوق، وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي في البلد فقد أثبتت الدراسات الاقتصادية أن معدل النمو الاقتصادي يمكن رفعه برفع معدل التداول في البورصة .

والتقيد بمبدأ الإفصاح كما ينص عليه القانون يمنع القائمين على إدارة الشركة المسعرة في البورصة من استغلال المعلومات الامتيازية قبل إعلانها للجمهور، وذلك تحت طائلة الجزاءات العقابية، وهكذا فرض القانون على المطلعين على المعلومات التزام بعدم استغلال المعلومة التي لم يطلع الجمهور عليها بموجب واجب الإفصاح .

وعليه فإنه كلما ازداد العمل بمبدأ الإفصاح والشفافية، أي كلما كانت المعلومات متاحة للجمهور وللمستثمرين خصوصا كلما نقص التعامل المحظور لهذه المعلومات الامتيازية، فالعلاقة إذن علاقة طردية، فالبورصة التي لا تفرض قواعد صارمة للإفصاح المالي تظهر فيها سلوكيات غير مشروعة أهمها استغلال معلومات سرية لم تعلن للجمهور لتحقيق مكاسب أو لدرء خسائر، وهو ما يعرف بجريمة العالم بأسرار الشركة .

وما يلاحظ في تاريخ الجرائم البورصية أن جريمة استغلال معلومات امتيازيه لم تكن لتحدث إلا بخرق لواجب الإفصاح وهي من أكثر أنواع الجرائم البورصية حدوثا.

ومن جهة أخرى فإن التحايل على مبدأ الإفصاح بنشر معلومات خاطئة فإنه سلوك مجرم في حد ذاته وهو ما يعرف بجريمة نشر معلومات خاطئة، ذلك أن بعض المشاركين

في البورصة قد يعمدون إلى نشر معلومات غير دقيقة وغير صحيحة عن وضعية تلك الأسهم المتداول فيها مما يهز ثقة السوق .

كما أن التقيد بمبدأ الإفصاح يجعل من المعلومات متاحة عن الشركات المسعرة في البورصة بشكل رسمي الأمر الذي يمنع حدوث الإشاعات داخل سوق البورصة، كذلك فإن مبدأ الإفصاح والشفافية وما يوفره من عدالة في الاستثمار يمنع التلاعب بأسعار الأوراق المالية أو ما يسمى بالمضاربة غير المشروعة .

وما يلاحظ أن النصوص الماسة بشفافية المعاملات داخل سوق البورصة، إنما هي نصوص نستطيع القول أنها نصوص احتياطية لمبدأ الإفصاح والشفافية، الذي يجعل التقيد الصارم به من السوق المالي سوقاً كفؤاً خالية من أية ممارسات غير قانونية أو غير أخلاقية كذلك، لأن الهدف الأسمى من مبدأ الشفافية والإفصاح هو جعل السوق المالي تراعى فيها المعايير الأخلاقية في التعامل وهو أساس كل تطور .

الخاتمة

أصبح موضوع الإفصاح والشفافية محل اهتمام المتخصصين في عالم المال والأعمال، وكذا المنظمات والهيئات الدولية الحكومية منها وغير الحكومية، بل وأصبحت مقياسين يعرف بهما مدى تطور كل منشأة مالية، ومعياراً لمدى تطبيق مبادئ الحوكمة الرشيدة للمؤسسات، ولكفاءة الأسواق المالية، ليس فقط لمنافعه الاقتصادية والمالية على المؤسسة، بل لأن التقيد الصارم بهما يمنع تصرفات غير قانونية تحدث من حين لآخر في أسواق المال، لأجل هذا فقد كانا أحد أهم المبادئ الأساسية للمنظمة الدولية لهيئات سوق المال.

وقد أخذت التشريعات الوطنية المنظمة لأسواق المال بهذا المبدأ (الإفصاح)، تبعاً للظروف الاقتصادية والسياسية لكل دولة، ولكن مع تعاضد أهمية المبدأ في الوقاية من التصرفات غير القانونية والتي هي مجرمة في كثير من الأحيان، فإن الاتجاه السائد حالياً هو نحو عالمية قواعد الإفصاح والشفافية، وهذا بسبب الأهمية المعترف بها للإفصاح والشفافية في الوقاية من وقوع الأزمات المالية العالمية.

i - حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، أدواتها المشتقة ، دار الكندي ، الأردن ، 2002، ص3.

ii عبد البداوي عبد الحافظ ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية ، نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي ، مصر ، 1999 ، ص14.

iii جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، طبعة أولى ، الأردن ، 2002، ص26/27

iv بلعوز بن علي، عبو هودة:- الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، في موقع www.4shared.com

v موضوع: بحث حول الأزمة المالية العالمية: تعريفها، أسبابها
 و نتائجها F_gz=cache: http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:JdZLrdQJ:etudiantssetif.3arabiyate.net/montada-f20/topic-t5482.htm+%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D8%A8%D8%A7%D8%A8+%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A4%D8%AF%D9%8A%D8%A9+%D9%84%D9%84%D8%A7%D8%B2%D9%85%D8%A9+%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9+%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%A5%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9&cd=5&hl=ar&ct=clnk&gl=eg 08:34 2010/04/29 م

vi محمد عبد الغني حسن هلال: مهارات إدارة الأزمات، دون تاريخ، ص 51.

vii مفتاح صالح، معاري فريدة:- قراءة في الأزمة المالية العالمية رؤية شرعية إسلامية، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، يومي 6/7 أفريل 2009، جامعة الأمير عبد القادر - قسنطينة، في موقع www.4shared.com

viii.National Accountant, the official journal of the National Institute of Accountants/ Australia, various articles through the 2008-2010 issues

ix Spivey, Stephen," Corporate Governance & The Role of Government «, International Journal of Disclosure & Governance, Vol.1, No. 4, Seb. , 2004, p.310

x Institute of International Finance (IIF), Equity Advisory Group, Policies of Corporate Governance & Transparency in Emerging Markets " , Feb. , 2002 , p.3-4.

xi Hitt, A. & Others, Strategic Management : Competitiveness & Globalization, South- Western College Publishing. 5th ed, 2001, p. 333.

xii Melancon, Barry, C. " A new Accounting Culture « , AICPA, [www.aicpa.org / pubs / jofa / / Melancon .htm](http://www.aicpa.org/pubs/jofa/Melancon.htm), p.45.

xiii خوري - نعيم، أين يقف الأردن من التحكم المؤسسي، المؤتمر العلمي المهني الخامس، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، 2003، ص 7-10.

xiv March, Randall, " Behavioral Finance in Corporate Governance Independent Directors & Non-Executive Chairs «, Discussion Paper No. 2037 , Harvard Institute of Economic Research- May, 2004, p. 3

xv <http://thinkexist.com/dictionary/meaning/disclosure/> , the information was viewed

xvi9 . Dictionary of Banking Terms, 5th edition, by Thomas P. Fitch, published by Barron's Educational Series, Inc

xvii Previous source

xviii حلوة حنان، محمد رضوان. نظرية المحاسبة . منشورات جامعة حلب - 1990 . 212.

xix حسين علي خشارمة، "مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المشابهة المندمجة في

الأردن"، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 17، العدد 01، 2003، ص: 91.

(xx) Accounting Principle board, Statement No.4 : Basic Concepts and Accounting Principles Underlying Financial Statements Of Business Enterprises, AICPA, New York 1970, pp 33 - 35

(xxi) Eldon S. Hendriksen , Accounting Theory , Richard D Irwin , Inc ., Homewood Illinois , 1982 , p.70 .

xxii - د. محمد إبراهيم السقا: مقالة بجمريدة الاقتصادية الإلكترونية الصادرة عن جامعة الكويت (يعنوان: لماذا الإفصاح والشفافية بالبورصة). المنشورة في 8 يونيو 2011.

- xxiii - Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali: "The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan" The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010, Pages 170-186.
- xxiv - Alexandro Broedel Lopes, Roberta Carvalho de Alencar: "Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case", The International Journal of Accounting Volume 45, Issue 4, December 2010, Pages 443-464.
- xxv - George Emmanuel Iatridis: "Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism" International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 2, April 2011, Pages 88-102.
- xxvi - George Iatridis: "Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market" International Review of Financial Analysis, Volume 17, Issue 2, 2008, Pages 219-241.
- xxvii - Jan Muntermann, Andre Guettler: "Intraday stock price effects of disclosures: the German case", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 17, Issue 1, February 2007, Pages 1-24.
- xxviii - Kun Wang, Sewon O, M. Cathy Claiborne: "Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China", Journal of International Accounting Auditing and Taxation, Volume 17, Issue 1, 2008, Pages 14-30.
- xxix - حمزة عبد الوهاب، أهمية الإفصاح المالي في الوقاية من الجرائم البورصة وموقف المشرع الجزائري منه، جامعة
dr.jugehamza.overblog.com/article116512943.html باجي مختار عنابة،

قائمة المراجع

- 1- حسين بن هاني ، الأسواق المالية ، طبيعتها ، تنظيمها ، أدواتها المشتقة ، دار الكندي ، الأردن 2002.
- 2- عبد البداوي عبد الحافظ ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية ، نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي ، مصر 1999.
- 3- جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، طبعة أولى ، الأردن ، 2002.

- 4- بلعوز بن علي، عبو هودة: - الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي
وبديل البنوك الإسلامية، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة،
www.4shared.com في موقع
- 5- موضوع: بحث حول الأزمة المالية العالمية: تعريفها، أسبابها
نتائجها http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache%
:gz_FJDzLrdQJ:etudiantssetif.3arabiyate.net/montada-
f20/topic-
t5482.htm+%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D8%A8%
D8%A7%D8%A8+%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A4%D8%
%AF%D9%8A%D8%A9+%D9%84%D9%84%D8%A7%D8%B
2%D9%85%D8%A9+%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D
9%84%D9%8A%D8%A9+%D9%88%D8%A7%D9%84%D8%A
5%D9%82%D8-AA%D8%B5%D8%A7%D8-AF%D9%8A%
D8%A9&cd=5&hl=ar&ct=clnk&gl=eg
- 6- محمد عبد الغني حسن هلال: مهارات إدارة الأزمات، دون تاريخ.
- 7- مفتاح صالح، معاري فريدة:- قراءة في الأزمة المالية العالمية رؤية شرعية إسلامية، الملتقى الدولي
حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، يومي 7/6 أفريل 2009، جامعة الأمير
عبد القادر - قسنطينة، في موقع www.4shared.com
- 8- حوري، نعيم، " أين يقف الأردن من التحكم المؤسسي "، المؤتمر العلمي المهني الخامس،
جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، 2003.
- 9- حلوة حنان، محمد رضوان. نظرية المحاسبة، منشورات جامعة حلب- 1990.
- 10- حسين علي خشارمة، "مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية
المشابهة المندمجة في الأردن"، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد 17، العدد 01، 2003.
- محمد إبراهيم السقا: مقالة بجريدة الاقتصادية الالكترونية الصادرة عن جامعة الكويت (بعنوان: لماذا
الإفصاح والشفافية بالبورصة). المنشورة في 8 يونيو 2011
- 11- حمزة عبد الوهاب، أهمية الإفصاح المالي في الوقاية من الجرائم البورصة وموقف المشرع الجزائري
منه، جامعة باجي مختار عنابة، -drjugehamza.over-blog.com/article-
116512943.html

-
- 12- National Accountant, the official journal of the National Institute of Accountants/ Australia, various articles through the 2008- 2010 issues
 - 13- Spivey, Stephen," Corporate Governance & The Role of Government «, International Journal of Disclosure & Governance, Vol.1, No. 4, Seb. , 2004.
 - 14- Markets «, Feb. 2002.
 - 15- Hitt, A. & Others, Strategic Management: Competitiveness & Globalization, South- Western College Publishing. 5th ed, 2001.
 - 16- Melancon, Barry, C. " A new Accounting Culture «, AICPA, 2002 www.aicpa.org. Institute of International Finance (IIF), Equity Advisory Group, Policies of Corporate Governance & Transparency in Emerging org / pubs / jofa / oct 2002 / Melancon .htm .
 - 17- Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali: " The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan" The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010
 - 18- -Alexsandro Broedel Lopes, Roberta Carvalho de Alencar: "Disclosure and cost of equity capital in emerging markets The Brazilian case", The International Journal of Accounting Volume 45, Issue 4, December 2010
 - 19- -George Emmanuel Iatridis: "Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism". International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 2, April 2011.

-
- 20- - George Iatridis: "Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market"
 - 21- International Review of Financial Analysis, Volume 17, Issue 2, 2008
 - 22- Jan Muntermann, Andre Guettler: "Intraday stock price effects of on disclosures the German case", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 17, Issue 1, February 2007.
 - 23- Kun Wang, Sewon O, M. Cathy Claiborne: "Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China", Journal of International Accounting Auditing and Taxation, Volume 17, Issue 1, 2008
 - 24- March, Randall, " Behavioral Finance in Corporate Governance Independent Directors & Non-Executive Chairs ", Discussion Paper No. 2037, Harvard Institute of Economic Research – May, 2004.
 - 25- Accounting Principle board , Statement No.4 : Basic Concepts and Accounting Principles Underlying Financial Statements Of Business Enterprises , AICPA , New York 1970
 - 26- E Idon S. Hendriksen , Accounting Theory , Richard D Irwin , Inc ., Homewood Illinois , 1982 - 26
 - 27- Dictionary of Banking Terms, 5th édition, by Thomas P. Fitch, published by Barron's Educational Series, Inc .

الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل بورصة القيم المنقولة

فاطمة عاشور

المركز الجامعي لتيبازة

مقدمة:

إن التحولات العميقة التي يشهدها الاقتصاد الجزائري منذ أكثر من عقد من الزمن وبصفة خاصة تلك المتمثلة في التحول من النظام الاقتصادي الاشتراكي الموجه من طرف السلطات المركزية إلى النظام البرلماني، استوجبت إيجاد منظومة قانونية متكاملة تتمثل في صدور مجموعة من القوانين التي تمهد السبيل لتحرير السوق وفتحها على شتى المجالات أمام الاستثمار الخاص ومن بين الميادين الاقتصادية الهامة مجال الاستثمار في القيم المنقولة، والذي برزت ملامحه الأولى بصدور مرسوم الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 بإصدار القانون 88_03 المتعلق بصناديق المساهمة. والقانون 88/01 المؤرخ في 1988/01/02 المتعلق بالقانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.

وقانون النقد و القرض لسنة 1990 الذي رسخ لأهمية إنشاء السوق المالية و لم يتحقق الأمر إلا بصدور المرسوم التشريعي 93/10 الصادر في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لتدخل الجزائر هي أيضا التجزئة العالمية في مجال سوق المال و لكن هذا الإطار التشريعي في الجزائر تميز بنقائص مما استدعى تعديل المرسوم التشريعي 93/10 بموجب الأمر 96/10 الصادر في 10 يناير 1996، ثم عدل مرة ثانية بموجب القانون 03/04 الصادر في 17 فبراير 2003 الذي أعطى نفسا تشريعا جديدا لعمل البورصة وأدخل مفاهيم قانونية جديدة.

والمتنبع لمسار بورصة القيم المنقولة يمكن أن يميز لها مرحلتين متباينتين مرت بهما هما:

. **مرحلة التدخل التشريعي 10/93** والتي أنشأت بموجب هذا المرسوم الأراضية التشريعية لتنظيم وعمل البورصة، هذه المرحلة التي تدعمت بعدة مراسيم منها المرسوم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

. **مرحلة التدخل التشريعي 04/03** حيث غير بموجب هذا المرسوم التشريعي تشكيلة بورصة القيم المنقولة، كما وضع بعض المفاهيم التي كانت غامضة من قبل والتي تأثر على الحركة في البورصة.

وعليه نطرح الإشكالية التالية: ما هي الأسس القانونية التي اعتمد عليها المشرع في وضعة الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل البورصة ؟

وهل هذا الإطار كاف لمواجهة متغيرات الداخلية والعالمية التي يمر بها سوق المال ؟

وسوف ندرس من خلال هذا البحث العلمي الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل بورصة القيم المنقولة في مرحلتها المتباينتين.

المبحث الأول: مرحلة التدخل التشريعي بموجب مرسوم 10/93

إن سوق رؤوس الأموال هو الإطار الأمثل لجمع رؤوس الأموال طويلة الأجل من خلال إصدار قيم منقولة ضرورية لتمويل المشروعات، وتكون مدة إنجاز المشروع وتسديد القروض طويلة أيضا، بالإضافة إلى أن هذه السوق باستطاعتها مساعدة الكثير من المؤسسات على تنويع مصادر تمويلها والسير بها نحو مستقبل أفضل ، ولهذا كان من الضروري إنشاء مكان لتداول رؤوس الأموال وهو البورصة، وسوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى نشأة البورصة ثم إلى تشكيلة البورصة .

المطلب الأول : نشأة بورصة القيم المنقولة:

تم تأسيس بورصة الجزائر في 09 ديسمبر 1990 تحت اسم شركة القيم المنقولة « svm » استنادا إلى المادة الأولى من القانون 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، يقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ قدره 320000 دج و يدير الشركة مجلس إدارة مكون من 08 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة¹ وسميت بشركة القيم المنقولة تفاديا لكلمة البورصة

التي لها دلالة أيديولوجية من جهة، وانعدام الإطار القانوني الذي ينظم عمليات البورصة في التشريع التجاري الجزائري في تلك الفترة الزمنية من جهة ثانية.

وتحولت بعد ذلك هذه الشركة إلى بورصة الجزائر بصدر المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة حيث جاء نص المادة الأولى منه:

"تؤسس بورصة للقيم المنقولة وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا للتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

إلا أن هذا المرسوم الذي نشأت بموجبه البورصة لم يتطرق إلى تعريفها كما لم يتطرق إلى طبيعتها القانونية أو طبيعة عملها وهو الأمر المهم من الناحية القانونية، وقد اكتفى المرسوم التشريعي 10/93 بتشكيلها وتحديد مهامها ويمكن أن تعرف البورصة على أنها: " السوق المالية الطويلة الأجل التي تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشروعات الجديدة أو التوظيف في المشروعات القائمة وتساعد على انتقال رأس المال من المدخر إلى المستثمر"ⁱ.

وتعتبر البورصة المؤشر الاقتصادي الذي يعكس درجة نمو وتقدم الاقتصاد القومي فضلا عن دورها الهام في جذب المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وبالتالي فهو سوق هام تقدم المشروعات ما تحتاج إليه من موارد مالية ضرورية سواء لاستثمارها في نشاطها الإنتاجي أو لإضافة وحدات إنتاجية جديدةⁱⁱⁱ.

وتعرف البورصة أيضا على أنها المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من العمل وفي ظل انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق أصبحت البورصة أكثر من ضرورة، ذلك أنها الوسيلة الفعالة في تمويل الاقتصاد وتدعيمه.

وتوجد ثلاث أنواع من البورصة هي بورصة الأوراق المالية ، وبورصة البضاعة، وبورصة العملة الصعبة وبالنسبة للنوعين الثاني والثالث يكون موضوع التعامل فيهما البضاعة أو العملة الصعبة أما النوع الأول والمعتمد حاليا في الجزائر يكون موضوع تداوله

الأوراق المالية التي تعتبر التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً^{iv}.

وتكمن أهمية البورصة في مساهمتها في ترقية الادخار على المدى الطويل، وتنشيط وإنعاش التجديدات المالية، كما تساهم في محاربة الاكتناز، وذلك بفتح قنوات الموارد المالية نحو النشاطات الأكثر إنتاجية.

المطلب الثاني: تشكيلة البورصة وفقاً للمرسوم 10/93:

رغم أن المرسوم التشريعي 10/93^v لم يتطرق إلى تعريف البورصة لكنه وضع الإطار العام، والأجهزة التي تقوم على سير عملها والسهر على أدائها للمهام التي أنشئت من أجلها، وتشمل بذلك البورصة: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة لتسيير بورصة القيم ووسطاء عمليات البورصة.

الفرع الأول: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

أنشئت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بموجب نص المادة 03 والمادة 20 من المرسوم 10/93 إلا أن هذا المرسوم لم يعرف اللجنة كما أنه لم يحدد طبيعتها القانونية، وإنما اختصرت مواده الواردة في الباب الثالث على تحديد تشكيلتها ومهامها فقط:

أولاً: تشكيلة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة: تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طبقاً لنص المادة 20 من رئيس اللجنة يعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات وستة أعضاء هم حسب التشكيلة التالية:

- ✓ قاض يقترح من وزير العدل؛
 - ✓ عضو يقترح من محافظ بنك الجزائر؛
 - ✓ عضو يقترحه وزير المالية؛
 - ✓ أستاذ التعليم العالي خبير في المجال المالي؛
 - ✓ عضوين من بين الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- ولا يجوز للرئيس والأعضاء الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأي معاملات تجارية حول أسهم منقولة في البورصة، وتستفيد اللجنة من إعانة تسيير تمنح لها من قبل ميزانية وتتقاضى أتاوى على الأعمال والخدمات التي تؤديها طبقاً لنص المادة 28.

ثانيا : مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: تتمثل مهمة لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة من خلال الحرص على^{vi} :

— حماية المستثمرين في القيم المنقولة: تسهر اللجنة على حماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للادخار؛

— حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها: حيث تحدد اللجنة قواعد سير البورصة، وتتكفل بسن القواعد المتعلقة بشروط قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة وكذلك شروط التداول في بورصة القيم المنقولة وتنظيم عمليات المقاصة... إلخ

وتقوم هذه اللجنة أساسا بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات، ولها وظائف تأديبية وتحكيمية.

أ - الوظائف القانونية: لقد حددتها المواد من 31 إلى 34 من المرسوم 10/93 وتقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم سوق المال بإعداد أنظمة تتعلق بما يلي:

. لها سلطة اعتماد وتأهيل الوسطاء في عملية البورصة؛

. تحديد القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عملية البورصة وعلى هيئات

التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وكل ماسكي وحافضي الحسابات؛

. تنظيم عمليات المقاصة وتحديد شروط التبادل في مجال القيم المنقولة وتسيير

حافطة القيم المنقولة، كما تحدد الشروط اللازم إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء والزبائن؛

. وتقوم بعملية نشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة أسعار قيمها.

ب _ الوظيفة الرقابية: لقد حددت المواد من 35 إلى 50 من المرسوم 10/93 بمجل

مهام المراقبة والرقابة التي أوكلت إلى لجنة مراقبة عمليات البورصة والمتمثلة في:

. تسهر على رقابة مدى احترام المتدخلين في سوق الأحكام القانونية، والتنظيمية

التي تحكم سوق المال؛

. إجراء تحقيقات من أجل تفعيل دور الرقابة لدى الشركات التي تلجأ إلى الادخار

في عمليات البورصة ويمكن طلب إمدادهم من أجل التحقيقات بأي وثائق؛

. يمكن للجنة في حالة وقوع مخالفات تضر بالمستثمرين أن تطلب من المحكمة المتابعة القضائية ووضع حد للمخالفات وإبطال أثارها وعلى الجهة القضائية المختصة أن تفصل في الأمر بصفة استعجالية بل ويمكن أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي " المادة 40 من المرسوم 10/93؛

. تعين اللجنة مراقبا تفوضه لحضور اجتماعات البورصة من أجل تسوية أي نزاع عارض، كما للمراقب الحق خلال الاجتماع بتعليق تحديد السعر أو عدد من الأسعار المادة 46، 47.

ج - الوظيفة التأديبية و التحكيمية : تقوم اللجنة مقام المحكمة أثناء أداء مهامها الوظيفية التي تنشأ عند المساس بأي حق من حقوق المستثمرين أو الإخلال بالقوانين وتقوم بمهامها التأديبية والتحكيمية.

أنشئت ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتشكل من ^{vii} :

-عضوين من ضمن أعضاء اللجنة عن طريق الانتخاب؛
- قاضيين يعينهما وزير العدل مراعيًا في اختيارهما الكفاءة في المجالين الاقتصادي و المالي.
ويتولى رئاسة الغرفة التأديبية والتحكيمية رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة .

تتكفل الغرفة التأديبية والتحكيمية بالمهام على جانبيين هما :

***الجانب التحكيمي^{ix} :** لا تتدخل غرفة التأديب والتحكيم كمحكم في تسوية جميع النزاعات التي قد تشب في بورصة القيم المنقولة، بل هي مقيد بمجال النزاعات ذات الطابع التقني الناتجة عن عدم الفهم والقراءة الجيدة للقوانين والأحكام المسيرة للبورصة.
ولم يتوقف المشرع الجزائري عند تحديد الشروط المتعلقة بموضوع النزاع، بل حدد صفة الأشخاص التي تتدخل في حالة وقوع النزاع وهم:

الخلافات بين الوسطاء في عملية البورصة، الخلافات بين الوسطاء ولجنة تنظيم عمل البورصة، وكذا الخلافات بين الوسطاء والشركات المصدرة للأوراق المالية، الخلافات بين الوسطاء والزبائن.

وعلى ضوء هذه الأحكام يتبين لنا ضرورة أن يكون الوسيط في عمليات البورصة هو أحد أطراف النزاع كي ينعقد اختصاص الغرفة في المجال التحكيمي، وعليه فإن سلطة

التحكيم جد محدودة ومقيدة، كما أن المشرع لم يتكفل ببيان كيفية ممارسة الاختصاص التحكيمي الممنوح للجنة .

كما أن المرسوم التشريعي 10/93 لم يبين لنا من خلال الأحكام القانونية كيفية اتخاذ الحكم التحكيمي ومدى إلزاميته ولا كيفية تنفيذه، وربما يعود ذلك إلى نوع النزاع الذي ينصب محله على مجرد اختلاف في تفسير القوانين واللوائح .

***الجانب التأديبي^{ix}:** تختص اللجنة في النظر بكل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في مخالفات الأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

ويمكن أن تطبق في حالة ارتكاب مخالفات العقوبات المتفاوتة الدرجة في شكل إنذار، توبيخ، سحب الاعتماد، حظر النشاط كلياً أو جزئياً، مؤقتاً أو نهائياً. كما لها أن تفرض غرامات مالية، وأن ترفع المخالفات للتسوية إلى الجهات القضائية المختصة.

وتكون قرارات اللجنة قابلة للطعن فيها بالإلغاء من طرف القاضي الإداري كما هو الحال في القرارات الإدارية، وتكون الطعون من اختصاص مجلس الدولة، وهي موقوفة التنفيذ طبقاً لنص المادة 57 في ميعاد شهر من تاريخ تبليغ القرار موضوع الطعن^x.

المطلب الثالث: شركة تسير بورصة القيم المنقولة:

هي عبارة عن شركة أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة تتكفل بضمان سير المعاملات على القيم المنقولة المتداولة في البورصة أنشئت بموجب نص المادة 15 من المرسوم التشريعي 10/90.

هي شركة ذات أسهم مملوكة كلياً من طرف الوسطاء تمارس مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹.

وتسهر في إطار احترام قواعد تنظيم السوق وسيره على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة، أو من طرف الأشخاص الذين يتصرفون لحساب

- التأكد من أن رؤوس الأموال التي يأتي بها زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا.

ومن أجل القيام بهذه المهام المذكورة يمكن للوسطاء في عمليات البورصة، أن يعينوا أعوانا من بين المستخدمين، ويسجل الأعوان لدى اللجنة التي تسلمهم بطاقة مهنية طبقا لنص المادة 10 و11.

كما يلتزم الوسطاء في عملية البورصة القيام بمهمة إدارة القيم لحساب الزبائن وأن يبرموا مع زبائنهم عقود التفويض، يفوضون من خلالها الزبائن الوسطاء في إدارة القيم المنقولة لحسابهم، وبذلك يكون هناك غطاء قانوني واضح لتسيير هذه القيم المنقولة. وتتضمن عقود التفويض التزامات تقع على عاتق الوسيط بضرورة تحرير تقارير دورية يقدمها إلى الزبون كل ستة أشهر على الأكثر، يفصل من خلالها العمليات التي أجراها لحساب زبونه.

وقد منح قانون 10/93 صلاحية اعتماد الوسطاء للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أنه قيد هذه الصلاحية بضرورة تسبب قرار رفض الاعتماد، ويحق لطالب الاعتماد في حالة رفض اللجنة الطعن في قرارها، أما بالنسبة للوسيط الذي تم منحه الاعتماد فيلتزم بتقديم ضمان.

المبحث الثاني: مرحلة التدخل التشريعي بموجب قانون 04/03

جاء قانون 04/03^{xii} المتعلق ببورصة القيم المنقولة ليعدل ويتمم المرسوم 10/93، وقد أحدث تغييرات عميقة فيما يخص تنظيم وتسيير بورصة القيم المنقولة، فقد أحدث هيأت جديدة تعنى بتنظيم عمليات البورصة ونقصد هنا المؤتمر المركزي على السندات، هذه الهيئة التي كانت غائبة قبل 2003.

كما حدد الطبيعة القانونية للجنة تنظيم عمليات البورصة، وهو الأمر المهم من الجانب القانوني، والذي كان غامضا وفيه لبس في المرسوم 10/93 الذي تطرق إلى اللجنة، ومهمتها، وتشكيلها، إلا أنه لم يحدد طبيعتها القانونية.

كما وسع من دائرة الأشخاص المكلفين بالوساطة في عملية البورصة، وحدد مهام الوسيط، وسوف نتطرق إلى كل هذه النقاط بصفة مستقلة.

المطلب الأول: المؤتمر المركزي على السندات:

لقد كانت تشمل بورصة القيم المنقولة قبل 2003 على لجنة تنظم العمليات وشركة القيم المنقولة، وقد أضاف التعديل التشريعي 04/03 هيئة جديدة وهي المؤتمر المركزي على السندات حيث عدلت المادة 02 من المرسوم 04/03 المادة 03 من المرسوم 10/93 والتي أصبحت تشمل بورصة القيم المنقولة على:

. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتشكل سلطة سوق القيم المنقولة وتدعى في صلب النص لجنة؛

. شركة لتسيير بورصة القيم؛

. المؤتمر المركزي على السندات.

ومن خلال هذا النص فقد دعمت بورصة الجزائر بهيئة جديدة هي المؤتمر المركزي على السندات، وهي عبارة عن شركة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم يديرها مدير عام ومسيران رئيسيان يعينون من قبل وزير المالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة.

يتكون رأسمال هذه الشركة ذات الأسهم من 65 مليون دينار على الأقل، ويساهم في تأسيس رأسمال كل من⁶:

* بنك الخارجي الجزائري؛

* القرض الشعبي الجزائري؛

* البنك الوطني الجزائري؛

* بنك الفلاحة و التنمية الريفية؛

* الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛

* مجمع صيدال؛

* مؤسسة تسيير فندق الأوراسي؛

* مؤسسة رياض سطيف؛

* بنك الجزائر؛

* الخزينة العمومية.

كما يمكن أن يفتح الاكتتاب في رأسمال الشركة على شكل سندات لشركة تسيير القيم المنقولة، والوسطاء في عمليات البورصة، وكذلك الشركات المصدرة للبورصة. كما يمكن لغير هؤلاء، الاكتتاب في رأسمال المؤتمن المركزي للسندات في حالة موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

وقد ارتفع رأسمال الشركة الذي بلغ 75 مليون دينار جزائري سنة 2002 إلى 240 مليون دينار جزائري سنة 2010، تحوزها 06 بنوك عمومية، وثلاث شركات مسعرة في البورصة هي صيدال، مؤسسة تسيير نزل الأوراسي، وشركة رياض سطيف.

مهام المؤتمن المركزي لسندات: لقد وجدت هذه الشركة " المؤتمن المركزي على السندات " من أجل تسوية وتسليم المعاملات على السندات المبرمة في السوق، والتي تقوم بها تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتمثل مهامها في ثلاث وظائف أساسية^{xiv} هي:

أولاً: وظيفة الحفظ: فهو يمسك حسابات السندات باسم المهنيين، إذ يقوم الوسيط المالي بمسك الحسابات الخاصة بالمستثمرين، ويتولى المؤتمن المركزي على السندات مسك حساب الوسيط المالي.

ثانياً: وظيفة حركة تداول السندات: متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر أثناء عملية بيع أو شراء السندات، القيام بعملية التقييم القانوني للسندات، وقيد حسابات السندات والأوراق المالية في حساب الدائن و المدين.

ثالثاً: وظيفة إدارة السندات: إدارة السندات تمكن المتدخلون المعتمدون من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها، فهو يسمح للزبائن بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات وضع قيد الدفع، زيادة رأس المال حسب التعليمات التي تصل من أصحاب الملكية.

وبالإضافة إلى هذه المهام الأساسية الثلاثة يمكن للمؤتمن المركزي أن يتولى مهمة:

. تقنين الأدوات المالية؛

. جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب الشركات التي تقوم بالإصدار؛

. نشر المعلومات المتعلقة بالسوق المالية.

أنشئت هذه الشركة من أجل إدارة وتنظيم السندات المالية في البورصة وحفظها و ترقيمها، هذه العملية التي لم تنظمها قوانين البورصة السابقة ولم تحدد لها إطارا.

المطلب الثاني: تحديد الطبيعة القانونية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

لقد أحدث المرسوم التشريعي 10/93 بموجب المادة 20 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إلا أنه لم يحدد طبيعتها القانونية، وقد اكتفى بتحديد تشكيلتها ومهامها، هذا ما تداركه المشرع عند تعديل نص المادة 20 بموجب المرسوم 04/03 حيث جاء فيها: "تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي".

وقد حددت هذه المادة بدقة الطبيعة القانونية للجنة التي تعد سلطة ضبط للمعاملات في البورصة، وتعتبر سلطات الضبط مؤسسات جديدة من المؤسسات المكونة لجهاز الدولة حيث لم يظهر هذا النوع من السلطات في القانون الجزائري إلا مع بداية التسعينات^{xv}.

وقد ظهر مفهوم سلطات الضبط لأول مرة في المجال المالي بصدور القانون المتعلق بالنقد والقرض 10/90^{xvi}، الذي أنشئ بموجبه مجلس النقد والقرض الذي يعد سلطة ضبط مستقلة في القطاع المالي.

ودعم القانون 04/03 القطاع المالي بسلطة ضبط جديدة خاصة بالمعاملات المالية داخل البورصة، وتعتبر سلطة الضبط بمثابة سلطة مكلفة بمهمة الضبط، فهي لا تكتفي بالتسيير، وإنما تراقب النشاط المالي لتحقيق التوازن.

المطلب الثالث: التوسيع في دائرة الوسطاء في عملية البورصة:

لقد جاء نص المادة 06 من المرسوم 10/93 عاما وغير دقيق وبدليل استعماله كلمة "يمكن" وقد حول هذا النص لأي شخص طبيعي أو معنوي تعتمده اللجنة الحق في ممارسة عملية الوساطة في البورصة، ولكن بتعديل نص المادة 06 بموجب المادة 04 من المرسوم 04/03 جاء فيها: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد

من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، و البنوك و المؤسسات المالية .

فقد اقتضت عملية الوساطة بموجب هذا النص على الأشخاص المعنوية دون الأشخاص الطبيعية مثل ما كان عليه الوضع سابقا.

*الوسطاء شركات تجارية؛

*الوسطاء بنوك؛

*الوسطاء مؤسسات مالية.

ويضيف النص أنه للقيام بعملية الوساطة في البورصة يستوجب إنشاء شركة تجارية وفقا لما هو معمول به في القانون التجاري ضمن نوع محدد من أنواع الشركات التجارية التي ينظمها القانون غرضها الوحيد هو عملية الوساطة في البورصة.

كما أشرك البنوك والمؤسسات المالية في عمل البورصة، باعتبارها عضو فعال في الجهاز المالي، وكذلك خبرتها في تسير الأمور المالية.

وما نستنتجه مما سبق أن المرسوم 04/03 أوكل مهمة الوساطة لخبراء في إدارة الأموال لما لهذه المهمة من أثر بالغ في السير الحسن لعمل البورصة، وإعطائها دفعا جديدا يحقق لها الاستقرار ويقلص المخاطر مما يدفع لتوسيع دائرة التعامل بالقيم المنقولة في البورصة .

i د شمعون شمعون البورصة - بورصة الجزائر - أطلس للنشر سنة 1993 صفحة 97-80

ii د فؤاد مرسى التمويل المصرفي للتنمية الاقتصادية منشأة المعارف الاسكندرية 1980 صفحة 264 .⁶

iii د سهير محمد السيد حسن النقود و التوازن الاقتصادي ، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة و النشر و التوزيع 1985 صفحة 331 .⁶

iv د محمد صالح الحناوي أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع الطبعة الثانية 1997 صفحة 05

المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة .

vi Rachid Zouaimai les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie édition HOUMA 2005.

vii - راجع المادة 51 من المرسوم التشريعي 10/93 .

- viii راجع المادة 52 من المرسوم التشريعي 10/93 .
- ix راجع المادة 53 من المرسوم التشريعي 10/93 .
- طبق لنص المادة 09 من القانون العضوي لمجلس الدولة 01/98 مجلس الدولة يختص ابتدائيا و نهائيا بالطعون ضد القرارات التنظيمية و الفردية الصادرة عن السلطات الادارية المركزية و الهيئات العمومية الوطنية^X و المنظمات المهنية و الوطنية .
- xi وقد حددت هذه المهام طبقا لنص المادة 07 من المرسوم التشريعي 10/90 .
- قانون 04/03 المؤرخ في 17 فبراير 2003 يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 مايو^{xii} 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- xiii المادة 19 مكرر 03 من القانون 04/03 .
- xiv راجع المادة 19 مكرر 02 من القانون 04/03 .
- راجع أكثر تفاصيل حفيظة زوار لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام سنة 2004/2003 كلية الحقوق بن عكنون .
- قانون 10/90 ألغي بموجب الأمر 11/03 المؤرخ في 26 غشت 2003 المتعلق بالنقد و القرض^{xvi}
- Zouaimai les autorités administratives indépendantes et la régulation économique en Algérie édition HOUMA 2005.^{xvi}

توصيات الملتقى:

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

بتاريخ 27 و28 نوفمبر 2013 تم تنظيم الملتقى العلمي الوطني حول: بيئة الأعمال الداعمة لتطوير الأسواق المالية وتفعيلها، من طرف معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالمركز الجامعي لتيبازة، وبعد يومين من تدخلات الأساتذة المحاضرين وفق البرنامج المحدد للملتقى، وبعد النقاش العلمي الجاد من قبل الحضور من أساتذة وطلبة، وبعدها تم الخروج بعدة اقتراحات التي نراها قد تساهم في تفعيل السوق المالي بالجزائر:

- 1- تعبئة وتحفيز الادخار الفردي والمؤسسي، ونشر الثقافة البورصية من خلال الوسائط التربوية كالإذاعة، التلفزة والجرائد، والمؤسسات الرسمية التعليمية بمختلف أطوارها.
- 2- ضرورة تأهيل العنصر البشري المدرب والمؤهل، من خلال إنشاء مؤسسات متخصصة توفر الإطارات المؤهلة علميا والمتخصصة في مجال الاستثمار المالي.
- 3- استكمال الإطار التشريعي لحماية المستثمرين في السوق المالي، من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة.
- 4- العمل على إزالة الصعوبات والعراقيل أمام الاستثمار الأجنبي من خلال خلق بيئة محفزة. تشجيع المؤسسات المالية على تأسيس صناديق استثمار تساعد على تنشيط التداول في البورصة، والتنويع في الأدوات المالية.
- 5- تعزيز مبادئ الشفافية والإفصاح من أجل خلق مناخ ثقة بين مختلف المتعاملين في السوق المالي.
- التزام الشركات المقيدة بالبورصة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد ومعايير المحاسبة الدولية.
- 6- التحسين المستمر لأنظمة الدفع والتداول لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، مع إدخال خدمة التداول عن بعد.

-
- 7- ضرورة تحقيق التكامل بين البورصات العربية ضمانا لتدفق رؤوس الأموال إقتداء بالنموذج الأوروبي.
- 8- ضرورة اهتمام الجامعة الجزائرية بموضوع الأسواق المالية، من خلال تنظيم ملتقيات وأيام دراسية، وفتح تخصصات على مستوى الليسانس والماستر تعنى بالأسواق المالية.

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieure et de la Recherche Scientifique

Centre Universitaire de Tipaza



DAFATIR EL BOUHOUT EL ILMIA

Revue scientifique réalisée par le centre universitaire de Tipaza

Numéro Spécial du colloque Scientifique National

**" L'ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES FAVORABLE
AU DEVELOPPEMENT ET A LA DYNAMISATION
DES MARCHES FINANCIERS "**

27 - 28 Novembre 2013

ISSN / 2335 1837

Numéro 3 : Décembre 2013

Numéro Spécial du colloque Scientifique National

L'ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES FAVORABLE

AU DEVELOPPEMENT ET A LA DYNAMISATION

DES MARCHES FINANCIERS

27 - 28 Novembre 2013

طبع
العالمية للطباعة و الخدمات



الجزائر 2013

SOMMAIRE

1/ le marché financier algérien : réalité et perspectives.....

.....DEBBOUB Youcef **07-46**

2/ la tenue de compte-conservation de titres en

Algérie.....ZERFA Zahia **47-59**

3/ The impact of the central bank role to improve the financial market
environnement.....

.....BENSLIMANE Nadjib/ BOUTOUBA Mohamed **60 -86**

Le marché financier algérien : réalité et perspectives

PROFESSEUR. DEBBOUB Youcef

- L'université d'Alger 3

Communication faite lors du colloque Novembre 2013.

Le marché financier a organisé par le centre universitaire de Tipaza portant sur l'environnement des affaires favorables au développement et à la dynamisation des marchés financiers, les 27 et 28 Novembre **igérien: réalité et perspectives**

I- De la nécessité d'un marché financier :

L'adoption, depuis 1967, par l'Algérie d'un mode de régulation administré centralement de l'économie va vite révéler ses limites : surcoûts des projets, pénuries de biens, développement du marché parallèle, politique de crédit laxiste, endettement extérieur...autant de facteurs que qui vont inciter les pouvoirs publics à lancer à partir de 1988 des réformes structurelles portant sur l'autonomie de gestion de l'entreprise publique, la libéralisation des prix, la libéralisation du commerce extérieur, l'encouragement des investissements étrangers, la privatisation des entreprises publique, le rééchelonnement de la dette extérieure adossée à un programme d'ajustement structurel préconisé par le FMI...

Ces réformes sont censées accélérer le passage de l'économie algérienne vers une économie de marché. Cependant, si durant l'époque du système de régulation administré centralement de l'économie, le rôle du trésor dans le financement des investissements est prépondérant à travers la banque algérienne de développement (BAD) pour le financement à long terme et les banques commerciales pour le financement à moyen terme, il n'en est plus de même depuis 1988/1989. En effet, le trésor va se

désengager du financement des investissements productifs et que, dorénavant, c'est aux organes responsables de l'entreprise publique qu'incombe la décision d'initier, d'évaluer et de réaliser les projets d'investissement. Concernant le financement, le nouveau mécanisme économique va offrir aux entreprises publiques plusieurs possibilités en la matière, notamment : l'autofinancement, les crédits bancaires, les interventions de soutien à travers la bonification de taux d'intérêt, de réescompte privilégié par la Banque Centrale, le recours au marché financier.

Il est toutefois difficile à l'entreprise de dégager des profits suffisants pour l'autofinancement dans un contexte de concurrence et où les pressions sur les marges bénéficiaires (charges fiscales, financières, sociales...) sont importantes. Le recours aux crédits bancaires ne va pas non plus être obtenu sans difficultés. En effet, les banques devenues régies par la commercialité vont être très prudentes dans l'octroi des crédits demandés puisqu'elles doivent tenir compte, notamment, de leur difficulté à collecter l'épargne, des risques liés aux crédits à consentir. Par ailleurs, depuis 1988, les conditions d'accès au refinancement sont devenues plus sévères pour les banques commerciales : les crédits à long terme ne sont plus refinançables alors que le réescompte à moyen terme est devenu plus contraignant en termes de durée (trois ans maximum). De plus, les montants accordés au financement par les banques sont désormais plafonnés. Enfin, les banques sont tenues de respecter un certain nombre de ratios⁽ⁱ⁾.

Au total, la faiblesse des ressources bancaires, les indicateurs sévères de contrôle des banques (ratios, réescompte...), le nouveau rôle conféré aux établissements de crédit régis désormais par la commercialité, le désengagement du trésor en matière de financement des investissements productifs plaident en faveur du recours au marché financier en Algérie. Cependant, ce dernier n'existe pas encore et sa création devient nécessaire pour compléter

et diversifier les sources de financement dans la phase de transition vers l'économie de marché⁽ⁱⁱ⁾.

Pour les réformateurs, une série d'arguments⁽ⁱⁱⁱ⁾ plaident en faveur de la mise en place d'un marché financier en Algérie :

la modernisation de la gestion de la dette publique : en effet, le recours du trésor public à la Banque Centrale pour combler l'insuffisance de ses recettes, sévèrement réglementé par la loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit, impose à ce dernier de recourir à de nouvelles techniques de collecte de l'épargne ;

- la mobilisation de l'épargne à long terme et son orientation vers l'investissement productif ;
 - la possibilité qu'il offre aux entreprises à mettre en place une politique d'appel public à l'épargne qui renforcerait leurs fonds propres, contribuant ainsi à améliorer leur structure financière ;
 - le marché financier constitue une autre alternative de placement pour les épargnants qui utilisent jusqu'à présent leur épargne dans des placements immobiliers ou dans des activités spéculatives du secteur informel ;
 - le marché financier pourrait être le cadre approprié pour permettre les opérations de redéploiement et de restructuration industriels (fusions, absorptions...).
- D'autres avantages pourraient être offerts par le marché financier^(iv) :

- la stimulation des innovations financières ;
- l'attraction de l'épargne étrangère; en effet, la multiplicité des diverses formes de placement inciterait les investisseurs étrangers à réduire le niveau des rapatriements de leurs capitaux et à accroître les fonds au bénéfice de l'économie nationale ;
- l'émergence d'un actionnariat privé grâce à l'ouverture du capital des entreprises publiques.

I- Cadre institutionnel et fonctionnel du marché financier algérien :

Le fonctionnement d'un marché financier nécessite :

- l'existence de structures organiques de base, en particulier : une instance de réglementation, de surveillance et de contrôle des opérations du marché ; une institution boursière (Bourse), des intermédiaires financiers par lesquels il faut passer pour accéder à la Bourse ; un dépositaire central des titres ; des teneurs de compte conservateur de titres ; une chambre de compensation ;
- la pluralité d'intervenants sur le marché financier en qualité d'offreurs et demandeurs de capitaux :

Les émetteurs :

Il s'agit des personnes morales qui, pour le financement de leurs activités interviennent sur le marché financier en faisant appel public à l'épargne. Naturellement pour user de ce droit, ces personnes morales sont astreintes à des obligations d'information et de publicité qui sont sensées permettre aux investisseurs de fonder leurs décisions en toute connaissance de cause.

Les émetteurs potentiels en Algérie qui peuvent intervenir sur le marché obligataire et le marché d'actions sont :

- l'Etat : les bons du trésor par ex, émis par le gouvernement constitue un instrument important du marché obligataire émergent ;
- Les entreprises : Un certain nombre d'entreprises publiques peuvent émettre des obligations (SONATRACH, SONELGAZ...) sur ce marché. Avec l'ouverture du capital des entreprises publiques économiques à l'actionnariat privé national ou étranger, principe consacré par la nouvelle législation, ces entreprises peuvent jouer un rôle important sur le marché des actions.

De même les entreprises privées peuvent émettre des titres de capital sur le marché des actions à condition d'ouvrir

leur capital à l'actionnariat privé, ce qui implique un changement dans le statut de la plupart des entreprises du secteur non étatique constituées à l'heure actuelle sous la forme de société à responsabilité limitée (SARL).

Cependant le caractère familial des entreprises et la réticence des propriétaires de partager le profit et/ou le contrôle constituent une limite à une telle possibilité.

- les banques commerciales publiques peuvent être des émetteurs potentiels sur le marché obligataire.

Les Investisseurs :

- les investisseurs potentiels les plus importants sont à l'heure actuelle :
- les compagnies d'assurance, les caisses de retraite ;...
- les entreprises privées et publiques ;
- les particuliers et ménages, notamment les hauts cadres et les professions libérales, détenteurs d'argent liquide et qui souhaitent investir dans l'achat de titres financiers pour diversifier leur placement et réaliser des profits. ;
- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Les structures de base du marché financier étant définies, les investisseurs et émetteurs potentiels identifiés, il serait opportun de présenter les différentes catégories de titres prévus par la législation algérienne.

• Les produits financiers :

La batterie de valeurs mobilières définie par la législation algérienne ^(v) est de type classique. Les différentes catégories prévues sont :

Les valeurs mobilières représentant un droit de propriété : les actions, les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote ;

Les valeurs mobilières représentant un droit de créance : les titres participatifs, les obligations ;

Les valeurs mobilières à caractère mixte:
les obligations convertibles en actions, obligations avec bons de souscriptions ;

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : les SICAV et les FCP.

• Enfin l'existence d'un cadre législatif et réglementaire fixant les normes d'accès et de fonctionnement du marché :

L'admission des titres en Bourse :

L'introduction d'une entreprise en Bourse confère à celle-ci un certain nombre d'avantages qui ont été identifiés par la pratique ^(vi) : la facilitation de sa transmission ; la facilitation du désengagement de certains partenaires ; l'amélioration de sa notoriété nationale, parfois internationale ; l'amélioration de ses performances ; la diversification et l'augmentation de ses sources de financement ; la facilitation de la prise de contrôle d'une autre société ou de fusion ; La valorisation de ses titres...

Cependant, l'opération d'introduction est lourde, complexe, génératrice de frais, ne se réduit pas à un simple mécanisme de financement, mais constitue une opération relevant d'un appel public à l'épargne qui est régi par la législation et la réglementation en vigueur ^(vii). Autrement dit, l'entreprise qui souhaite faire admettre ses titres à la cotation doit remplir un certain nombre de conditions :

Les conditions d'admission des titres financiers sur le marché principal :

- Etre une société par actions conformément aux dispositions du code de commerce ;
- Avoir un capital minimum de 500.000.000 DA ;
- Avoir deux années d'existence ;
- Avoir publié les états financiers certifiés des trois exercices précédents celui au cours duquel la demande d'admission est présentée ;
- Avoir établi deux bilans approuvés par l'assemblée générale des actionnaires ;
- Avoir réalisé des bénéfices durant l'exercice précédent sa demande d'admission ;
- Justifier de l'existence d'une cellule d'audit interne ou de sa mise en place au cours de l'exercice qui suit l'admission ;
- Les actions qui font l'objet d'une demande d'admission doivent être entièrement libérées ;
- Justifier du dépôt de titres auprès du dépositaire central des titres en vue de bénéficier des prestations de cet organisme en matière de conservation, d'administration, de règlement et livraison des titres ;
- Présenter un rapport d'évaluation de ses actifs ;
- Diffuser dans le public un nombre de titres représentant au moins 20% du capital total de la société ;
- Les titres offerts au public doivent être répartis auprès d'un nombre minimal de 150 actionnaires au plus tard le jour de l'introduction.
- Présenter un projet de notice d'information, établie selon les conditions fixées par une instruction de l'autorité du marché financier ^(viii) et soumis au visa de celle-ci.

Les conditions d'admission des titres de capital sur le marché de la petite et moyenne entreprise (PME) :

- La petite et moyenne entreprise doit avoir le statut de société par actions

-La société doit avoir publié les états financiers certifiés des deux derniers exercices, sauf dérogation de l'autorité de régulation du marché financier ; il n'existe pas de conditions de bénéfices et de capital minimum. En revanche la société doit procéder à une ouverture de son capital social à un niveau minimal de 10%, au plus tard le jour de l'introduction.

La cotation des titres :

Le marché financier secondaire permet, en particulier, grâce à une confrontation des demandes et des offres portant sur chacun des titres cotés, d'établir le prix auquel pourront se réaliser les transactions. Le marché boursier algérien est un marché dirigé par les ordres; cela signifie que l'établissement des cours résulte de la confrontation de l'ensemble des ordres d'achat et de vente présentés sur le marché, pendant la séance de Bourse. Le cours d'un titre résulte de la confrontation des ordres d'achat et de vente des titres dans un même lieu ; seule cette confrontation générale centralisée est censée permettre l'établissement d'un prix « juste » (fixing), c'est-à-dire identique pour tous les intervenants quel que soit l'importance des transactions ^(ix). Dans un système de cotation par fixing unique, une séance de négociation boursière est conduite uniquement pour un titre à la fois.

Sur les marchés gouvernés par les ordres, les titres peuvent avoir des problèmes de liquidité.

IV- Les opérations réalisées sur le marché financier algérien :

Une série d'opérations d'appel public à l'épargne ont été réalisées aussi bien sur le marché primaire que boursier. Elles ont portées aussi bien sur les titres de créance que sur les titres de capital.

Il ressort des données sur le nombre de titres cotés en Bourse, des transactions réalisées sur le marché boursier, ce qui suit :

- Le nombre d'obligations cotées est faible; cela est dû au fait, qu'en principe, ces titres font plus l'objet d'échange sur le marché dit de gré à gré que sur le marché boursier ;
- Les titres de capital admis en Bourse, lieu privilégié et indiqué de leur cotation sont également insignifiants, au regard du potentiel de l'économie algérienne, ce qui n'est pas de nature à favoriser la profondeur du marché;
- Le faible volume des transactions;
- Des séances sans cotations;
- Le pourcentage du capital admis à la cotation est faible (20%);
- La liquidité du marché est faible;
- La Bourse d'Alger, seize (16) ans après son lancement demeure l'une des plus petites place au monde avec une capitalisation de 15,7 milliards DA^(x) qui représente moins de 0,1% du PIB^(xi).

Le marché obligataire :

Le marché obligataire corporatif a connu un développement plus conséquent que le marché des actions, et ce, depuis 2004, année qui consacre son décollage. Cela est dû, entre autre, au fait que les titres à taux fixe fournissent aux entreprises une série d'avantages : l'élimination du risque de change et de la prime de risque associée aux emprunts à l'étranger ; un risque réduit de taux d'intérêt et un coût attractif ; un risque moindre de liquidité ; une flexibilité des échéances.... De nombreux émetteurs publics et même privés (AIR ALGERIE, SONELGAZ, CEVITAL, DAHLI....) se sont ainsi financés sur le marché obligataire. Beaucoup d'émissions ont été placées auprès du grand public et non auprès des institutionnels seulement. Le décollage du marché obligataire a certainement été facilité par les « repères » appelés courbe de taux construits par le trésor grâce aux émissions d'obligations assimilables ; cette courbe de taux servant désormais de référence pour les autres emprunteurs qui, en ajoutant une marge de risque peuvent fixer le taux

auquel ils peuvent se faire financer sur le marché. La dématérialisation des titres rendue possible par la mise en place du dépositaire central des titres (Algérie clearing) a grandement facilité le lancement des opérations obligataires en mettant fin aux manipulations de papier, aux lourdeurs administratives et aux lenteurs des opérations de règlement-livraison des titres.

De leur côté, les banques ont également trouvé leurs intérêts dans les opérations d'emprunts obligataires : perception de commissions, instrument de placement de leur liquidité excédentaire....

Pour les investisseurs, la souscription aux titres obligataires est plus sûre ; en tout cas le degré de volatilité est beaucoup plus réduit sur les titres à revenu fixe que sur les titres à revenu variable.

Le développement relatif du marché obligataire va être stoppé puisque depuis 2009 aucune opération d'emprunt obligataire n'a été lancée.

Le marché boursier :

Les obligations corporatives cotées en Bourse :

Les obligations émises sur le marché primaire n'ont pas toutes été admises à la cotation, excepté celles des entreprises suivantes :

- SONATRACH (1999-2002) ;
- SONELGAZ (2006-2011), (2008-2014) ;
- AIR ALGERIE (2007-2010) ;
- ALGERIE TELECOM (2007-2011) ;
- DAHLI (2009-2016).

Les obligations cotées en Bourse sont actuellement celles de SONELGAZ (date d'échéance 01/06/2014) et de DAHLI (date d'échéance 11/01/2016).

Les obligations assimilables du trésor (les lignes) cotées en Bourse :

Afin de réhabiliter le rôle de la finance de marché des capitaux dans le financement sain (non inflationniste) de l'économie nationale, dynamiser la Bourse d'Alger et propulser ses activités, il a été procédé en date du 11 février 2008 à l'introduction des Obligations Assimilables du Trésor (O.A.T) au niveau du parquet de la Bourse d'Alger. Cette introduction des titres du trésor vise la diversification de l'offre de titres financiers et l'amélioration des conditions de fructification de l'épargne sur le marché boursier ainsi que la pérennisation des entreprises de marché (la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs et le Dépositaire Central des Titres) en leur assurant les niveaux d'activités nécessaires à leur maintien et développement. Actuellement, vingt quatre Obligations Assimilables du Trésor sont listées au niveau de la cote officielle de la Bourse d'Alger cumulant un encours de 277 milliards de dinars algériens ^(xii).

Les Obligations Assimilables du Trésor présentant des maturités de 7, 10 et 15 ans sont négociées par les Spécialistes en Valeurs du Trésor (SVT), à concurrence de cinq séances par semaine.

Les transactions réalisées sur les valeurs d'Etat sont pratiquement inexistantes, et ce, depuis 2009 en raison de la surliquidité des institutions financières qui les détiennent et de l'absence de risque lié à ces titres.

Les actions cotées à la Bourse :

Les actions cotées en Bourse sont celles des entreprises suivantes :

- ERIAD SETIF (1999) ; ce titre a été radié de la cote en 2006 ;
- GROUPE SAIDAL (1999) ;
- HOTEL-EL-AURASSI (2000) ;
- ALLIANCE ASSURANCES (2011) ;

- NCA ROUIBA (2013).

Il faut également rappeler que ERIAD SETIF (cotée en 1999) a été radiée de la cote en 2006.

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) :

L'insuffisance des titres admis en Bourse auquel s'ajoute le manque de liquidité sur le marché secondaire expliquent l'inexistence d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

En effet, la seule SICAV (SICAV CELIM) qui n'est toujours pas ouverte au public, ne peut produire que des résultats peu probants comme le montre l'évolution des résultats de celle-ci et de son actif net de 1999 à 2011 en (DA).

Les OPCVM ne peuvent connaître un véritable essor que lorsque le marché aura généré suffisamment d'instruments financiers et qu'il y ait des institutions et des particuliers disposant d'épargne prêts à les acheter.

V-Les contraintes de développement du marché financier algérien :

Une série de contraintes de différentes natures empêchent l'essor du marché financier algérien :

Le marché informel :

La présence de ce marché qui n'incite nullement les ménages à orienter leurs épargnes vers l'investissement sur les actifs financiers constitue donc une véritable entrave au développement du marché financier.

La pression fiscale :

En plus de l'impôt sur revenu global auquel sont soumis les revenus de l'épargne en valeurs mobilières, il faut relever que la charge fiscale grevant les revenus de l'épargne se

trouve, très souvent bien plus pesante que celle des autres catégories de revenus ^(xiii).

De ce fait, le système fiscal algérien ne donne pas suffisamment de motivation aux investisseurs à orienter leur épargne vers les actifs financiers dotant que celle-ci est déjà insuffisante en montant en raison de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages.

La situation des entreprises publiques économiques :

L'efficience d'un marché financier repose sur des entreprises économiques saines et performantes. S'il est logique que la Bourse commencerait par admettre à la cotation les entreprises rentables, il faut relever que beaucoup de ces entreprises ne sont pas éligibles dans l'immédiat à l'introduction en Bourse du fait de leur situation financière déséquilibrée.

Par ailleurs, peu d'entreprises publiques économiques ont une comptabilité saine et sincère et ne remplissent pas toutes les conditions exigées par la législation et la réglementation relative à l'introduction en Bourse ^(xiv).

Manque de profondeur du marché :

La Bourse d'Alger a, depuis son lancement, accueilli trois (3) entreprises publiques à savoir, HOTEL AL AURASSI, SAIDAL, ERIAD SETIF (celle-ci a été radiée de la cote en 2006) et deux (2) entreprises privées, ALLIANCE ASSURANCE et NCA-ROUIBA, ce qui n'offre pas un choix diversifié pour les investisseurs en matière d'investissement dans les produits financiers.

Par ailleurs l'étroitesse du marché se traduit par l'absence de liquidité des titres qui est généralement moindre lorsque les échanges se font sur des marchés de taille réduite où l'offre et la demande sont peu importantes.

La faiblesse du flottant des sociétés cotées :

L'ouverture du capital d'une entreprise publique à un seuil minimum de 20 % reste insuffisante.

La faiblesse du flottant constitue une réelle entrave pour la dynamisation du marché d'autant plus qu'il s'agit, à travers la privatisation des entreprises publiques par le biais de la Bourse, d'élargir l'actionnariat populaire et de réaliser la démocratisation économique qui doit aller de paire avec la démocratie politique.

Les contraintes sociales et culturelles :

La culture financière est très peu répondue, tant au niveau des managers que des ménages. C'est ce que montre le sondage portant sur un échantillon de 40 entreprises :

« 93% des dirigeants d'entreprises sondés, ignorent l'existence même d'un marché financier en Algérie ainsi que ses mécanismes et ses avantages. Quant aux épargnants, ils ne connaissent pas ou n'ont jamais entendu parler de la Bourse des valeurs mobilières, ils ignorent qu'ils peuvent investir en Bourse et fructifier ainsi leurs économies. »^(xv)

De plus le facteur religieux n'est pas de nature à contribuer à la dynamisation du marché financier car les ménages confondent souvent entre dividende et intérêt ;

Les contraintes politiques :

Tout investisseur cherche le maximum de garanties pour ses investissements. Dans ce cadre la stabilité politique reste le facteur primordial pour la création et le fonctionnement effectif d'un marché financier. En effet l'investisseur en Bourse doit être convaincu, que quelque soit l'équipe gouvernementale au pouvoir, les lois qui régissent le marché boursier sont garanties. De même la confiance envers la crédibilité des Institutions de l'Etat est nécessaire pour les épargnants, sinon la méfiance s'installera et bloquera l'évolution du marché boursier.

Les difficultés de mutation du secteur privé :

L'option de l'Algérie en faveur du régime socialiste en 1962 a fait que la majorité des entreprises privées ont été (et sont) constituées sous la forme de sociétés à

responsabilité limitée (SARL) car elles ont débuté comme des affaires familiales, dont les propriétés ne sont pas prêts à ouvrir leur capital. A chaque fois qu'une société a besoin d'argent pour financer un investissement donné, elle fait appel à l'autofinancement ou aux crédits bancaires.

En l'absence d'une culture boursière, et pour des raisons psychologiques, les entreprises du secteur privé sont réticentes à changer leur statut en SPA pour éventuellement utiliser la Bourse des valeurs mobilières pour financer leurs futurs investissements.

L'insuffisance de la mise à niveau des acteurs du marché :

Un certain nombre d'insuffisances et anomalies aux niveaux organisationnel, humain, matériel, procédurier,... caractérisent l'ensemble des acteurs du marché^(xvi) :

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières :

Bien que considérés comme véhicules privilégiés de promotion et de stimulation du marché, en particulier, dans ses premières phases de développement,

car permettant aux petits épargnants, non initiés aux valeurs mobilières d'une manière générale et à la gestion d'un portefeuille, en particulier, d'accéder aux marchés financiers, aux promoteurs de réaliser des gains potentiels, le nombre des OPCVM demeure réduit à une SICAV qui n'est même pas ouverte au public et qui ne respecte pas souvent les dispositions réglementaires relatives à ces organismes.

Le fonds de garantie clientèle :

La législation algérienne^(xvii) a prévu la création d'un fonds de garantie clientèle^(xviii) qui serait alimenté par des contributions obligatoires des intermédiaires en opérations de Bourse et des produits des amendes et éventuellement soutenu par la société de gestion de la Bourse des valeurs.

Le fonds dont la gestion a été, conformément à la législation en vigueur, confiée à la COSOB, n'a pas encore été mis en place. Il est donc absolument urgent de le créer avant qu'un événement ne se produise et qui impliquerait son intervention, auquel cas, ce sera un coup très dur pour l'intégrité du marché, la confiance des épargnants et, la notoriété et la crédibilité de la COSOB.

La chambre de compensation :

Un tel organisme, pourtant nécessaire, n'a pas été prévu par la législation algérienne et n'a donc pas été mis en place ; la compensation étant confiée à la SGBV, ce qui ne relève en principe pas de ces missions.

VI- Les mesures nécessaires pour la dynamisation du marché financier :

La relance et la redynamisation du marché financier algérien passe par la nécessité de prendre un certain nombre de mesures et de mettre en œuvre une série d'actions :

L'augmentation des offres des titres financiers :

Le processus de privatisation par le marché financier a été bien amorcé et a connu un engouement certain de la part du public comme le montrent les offres publiques de vente du groupe SAIDAL et de EGH EL AURASSI, révélant ainsi une demande potentielle importante d'investissement dans les valeurs mobilières. Toutefois ce processus de privatisation a été interrompu.

Pour permettre l'augmentation de titres cotés et augmenter par là-même le nombre de souscripteurs, générant ainsi une activité boursière appréciable, l'Etat doit affirmer clairement sa volonté de relancer le programme de privatisation par le biais de la Bourse en déplaçant le niveau d'ouverture de capital pour prétendre instaurer une véritable économie de marché, redonner confiance aux investisseurs et supprimer les incertitudes nées des chutes des cours des premières sociétés cotées.

Cependant pour privatiser une entreprise publique celle-ci est soumise à des préalables nécessaires à la réalisation de l'opération : situation économique et financière acceptable, gestion transparente, respect au droit boursier....autant d'handicaps qui font que seul un nombre limité d'entreprises publiques peuvent être éligible au marché boursier. Ce qui implique l'assainissement des entreprises candidates à l'introduction en Bourse, la réhabilitation du système d'information économique suivant les règles de transparence et de fiabilité et passe donc, par la promotion et la profession dans les domaines d'audit financier, comptable, ...

La quasi-totalité des entreprises privées sont constituées sous forme de société à responsabilité limitée (SARL), de type familiale, réfutent la cession d'une partie du capital à des personnes « étrangères » et donc le partage de leurs bénéfices avec de nouveaux investisseurs. Malgré l'évolution des mentalités qui apparaît à travers la perception par certains opérateurs privés, que le marché financier peut être une solution très pratique pour assurer à la fois la pérennité de leurs entreprises réglant ainsi les problèmes de succession et constituer une alternative pour le financement continu de leurs activités de production et d'investissement, comme le montre l'introduction en Bourse de deux (2) entreprises privées : Alliance Assurance et NCA-Rouïba, il n'en demeure pas moins que, pour des raisons psychologiques, les entreprises du secteur privé sont réticentes à changer leur statut en SPA pour éventuellement la Bourse des valeurs mobilières pour financer leurs investissements. C'est pourquoi il est nécessaire, en particulier :

- de multiplier les séminaires de formation et de sensibilisation des patrons d'entreprises en mettant en relief les particularités du mode de financement par le recours au marché financier et les avantages qu'offre l'introduction en Bourse.

- de prévoir des incitations fiscales qui peuvent également jouer un réel stimulant pour les entreprises désireuses de s'introduire en bourse, notamment les exonérations relatives à l'Impôt sur le Bénéfice des Sociétés (IBS).

Promotion d'une culture boursière :

Il est nécessaire de mettre en place une véritable stratégie de communication et de sensibilisation qui toucherait le grand public et les émetteurs potentiels de titres et ce, par :

- la diffusion d'émissions de vulgarisation à la télévision et à la radio en vue de faire connaître les produits et les mécanismes du marché boursier,
- l'organisation de portes ouvertes au niveau de l'entreprise de marché pour démystifier la Bourse,
- la mise à la disposition des citoyens des dépliants expliquant le rôle des intervenants du marché financier, le fonctionnement de ce dernier, les titres qui s'y échangent et les avantages qu'ils procurent aux investisseurs ,.... en vue de les familiariser avec le lexique ésotérique et de le faire entrer dans les mœurs langagiers au quotidien.

L'encouragement de l'investissement dans les produits financiers :

Des mesures d'ordre fiscal peuvent contribuer à l'encouragement des épargnants à orienter leur capacité de financement à l'acquisition de valeurs mobilières. A cet effet, il serait approprié d'accorder des exonérations totales des revenus des placements et des plus-values de cession de titres cotés en Bourse.

Il y a lieu également d'encourager l'émission de titres qui attirent les épargnants comme l'émission d'obligations à revenu variable qui est susceptible d'atténuer le risque anticipé des épargnants longtemps découragés par des taux d'intérêts négatifs.

Il faut essayer d'intégrer la Bourse dans les coutumes et les mœurs des ménages pour le placement de leur épargne dans les produits financiers et ce, en multipliant les compagnes

de sensibilisation à travers les différents supports médiatiques (radio, télévision, journaux, séminaires, etc.)

La mobilisation de l'épargne institutionnelle :

Il y a lieu de mobiliser les ressources d'épargne accumulée par les compagnies d'assurance, caisses de retraite, SICAV, capital risque qui sont difficile d'accès aujourd'hui.

- Les compagnies d'assurance et les retraites complémentaires :

Les compagnies d'assurance qui sont des sociétés d'assurance générale, ont un horizon d'investissement à court et moyen terme et donc, limité pour faire des placements à long terme ; par ailleurs, elles sont obligées de maintenir 50% de leurs actifs en titres du trésor. La réduction de ce ratio est de nature à orienter ces réservoirs institutionnels d'épargne vers le développement du marché financier, d'autant que la bonne situation financière de l'Etat est bonne et que le marché primaire des valeurs du trésor semble actif puisqu'il existe, actuellement, des titres dont les échéances sont de 7,10 et même 15 ans.

De plus, il y a lieu, en effet, de trouver des moyens d'encourager le développement de l'assurance vie en Algérie, quitte à procéder par étape, en mettant en place des régimes de retraite complémentaire à coté de la caisse nationale de retraite (CNR). Il serait approprié à ce que les contributions à ces régimes soient exempts d'impôt, au moins jusqu'à un certain pourcentage du revenu d'un contribuable et administrées par des organismes (sociétés d'assurance par exemple) qui les placeraient notamment dans le marché financier.

- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières :

Si les banques algériennes ont eu à intervenir sur le marché financier, dans le cadre d'un certain nombre d'opérations : emprunts obligataires, offres publiques de vente..., elles se

contentent, en revanche d'occuper une position de « wait and see » en matière de création d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières considérés comme véhicules privilégiés de stimulation du marché financier, notamment, dans ses premières phases de développement, car permettant aux particuliers qui sont des épargnants potentiels mais qui n'ont pas, généralement, les connaissances techniques nécessaires pour procéder à des arbitrages entre leurs besoins de liquidité à court terme et leurs besoins de sécurité à long terme d'accéder aux marchés financiers. C'est pourquoi il est important d'encourager la création de SICAV qui permette l'accumulation de cette épargne pour l'orienter vers les investissements dans les valeurs mobilières, contribuant ainsi au développement du marché financier.

Il est clair que le développement des réservoirs institutionnels d'épargne doit aller de pair avec le développement du marché financier.

La création d'un climat de confiance :

La création d'un climat favorable aux investissements aussi bien pour les résidents que pour les étrangers est indispensable pour accélérer la croissance économique de l'Algérie et la diversification de son économie. Le développement du marché financier, des organismes de collecte de l'épargne, la stabilité des grandes variables macroéconomiques sont des conditions nécessaires, mais pas suffisantes pour atteindre ces objectifs.

En effet, un certain nombre de conditions doivent être remplies : l'existence d'un véritable Etat de droit : traitement identique devant la loi des résidents et des non-résidents ; respect strict du droit de propriété ; indépendance du système judiciaire ; adaptation de la réglementation relative au monde des affaires aux normes internationales ; application par les organismes concernés de manière transparente et dans le respect des normes de bonne gouvernance ; élimination des lourdeurs

bureaucratiques et administratives ; l'existence d'un climat politique et sociale stable et où règne une confiance entre les investisseurs et les autorités publiques.

Les investissements des étrangers qui prennent la forme d'investissements de portefeuille sont peu probables au stade actuel de développement du marché financier. En effet, on peut affirmer à la suite de J.BUSSIERES que « le marché des valeurs du trésor n'a pas la profondeur voulue pour accueillir le volume de transactions des grands gestionnaires de portefeuille internationaux. Le marché des obligations corporatives est encore à ses premiers balbutiements et le marché des actions est très loin d'avoir la diversité de titres nécessaires et la capitalisation voulue pour attirer l'intérêt de ces gestionnaires »^(xix).

En revanche, cette amélioration du climat des affaires qui serait favorable à l'épargne, à l'investissement et notamment aux investissements directs étrangers (financements directs par des sociétés étrangères, Project Financing, crédits par des banques internationales, recours au marché obligataire international) qui apportent des technologies de pointe, des techniques efficaces de management, de recyclage de la main d'œuvre,

L'amélioration de l'environnement macroéconomique :

Le développement du marché financier passe également par une amélioration de l'environnement macroéconomique. Nous visons en particulier : la lutte contre l'inflation, la lutte contre l'économie informelle qui laisse une faible part de l'épargne pour le placement dans les valeurs mobilières, la réhabilitation du système d'information économique suivant les règles de transparence et de fiabilité, ce qui passe par la promotion de la profession dans les domaines d'audit, financier, ...

La mise à niveau des acteurs :

Le développement du marché financier passe également par la modernisation de l'organisation actuelle du marché financier et la mise à niveau des différents acteurs :

Compléter l'édifice institutionnel du marché financier :

Dans ce cadre, il y a lieu de mettre en place un fonds de garantie clientèle et une chambre de compensation.

La création d'une agence de notation :

Les émetteurs de titres doivent fournir des informations comptables et financières de qualité, c'est-à-dire répondant aux normes internationales pour permettre aux investisseurs de procéder à l'analyse de ces informations, détecter éventuellement les risques liés aux émetteurs et, donc, fonder leurs décisions d'orienter leur épargne vers les entreprises les plus performantes. Si l'autorité du marché financier algérien a mis en place une réglementation appropriées qui exige des sociétés voulant faire appel au marché financier qu'elles communiquent des informations pertinentes, il se trouve que malheureusement l'investisseur algérien ne dispose pas, en général, des connaissances nécessaires pour analyser les informations fournies de façon pertinente. La création d'agence de notation trouve donc toute sa justification. La mise en place d'une agence de notation est possible pour peu qu'il y ait de la volonté politique. En effet, la Banque d'Algérie a mis en place une centrale des bilans^(xx) qui contient pratiquement toutes les informations pertinentes relatives aux sociétés et, notamment, leur endettement à court et moyen terme. Cette centrale aura ainsi à sa disposition toutes les informations nécessaires pour porter un jugement sur la solvabilité des sociétés et, donc, sur la cote de crédit de l'emprunteur. Il s'agit pratiquement des informations qui sont au cœur d'une fonction de notation. Cette agence, une fois bien établie, et disposant d'un volume d'affaires élevé pour être rentable, pourrait, comme le suggère J. BUSSIERES être « privatisée et transformée en agence de notation. »^(xxi)

Les avantages que présente la notation, qui est, en principe, une évaluation indépendante et objective de la solvabilité d'une société, pour les marchés financiers sont nombreux et concernent aussi bien :

- les émetteurs qui voient leur image de marque s'améliorer auprès des épargnants, des institutions de financement, ce qui leur permet de se financer à des coûts moins élevés ;
- les investisseurs qui peuvent mieux fonder leurs décisions d'investissement ;
- que le marché financier lui-même qui ne peut que se développer puisque devenant plus transparent, plus sécurisé et plus liquide.

La formation des acteurs :

Il y a lieu de procéder à :

- la multiplication de cycles de formation à l'intention des professionnels du marché, en particulier les intermédiaires en opérations de Bourse qui exerce une série d'activités (négociation, conseils en placement, gestion de portefeuille,...), le personnel des entreprises de marché (la société de gestion de la Bourse des valeurs mobilières et le dépositaire central des titres), des teneurs de compte conservateur, des organismes de placement collectifs en valeurs mobilières ainsi que de l'autorité de régulation du marché.
- l'introduction des modules d'enseignement sur le marché financier dans les universités, les lycées et les collèges.

La mise en place d'un système de paiement moderne :

La modernisation du système de paiement est de nature à développer le marché financier en ce sens qu'elle renforce la sécurité des opérations, permet le traitement d'un grand nombre de transactions, adapte le système local de paiement aux normes internationales... autant d'éléments qui sont susceptibles de renforcer la confiance des investisseurs. La modernisation des infrastructures de

paiement initiée par les autorités publiques doit être poursuivie pour améliorer l'ensemble du système des paiements. Cette exigence est d'autant plus importante qu'un système de paiement inadapté et inefficace encourage l'utilisation du numéraire, ce qui réduit le développement du secteur formel et de ce fait, détourne l'épargne des investissements dans les valeurs mobilières.

Le plan de modernisation et de développement du marché financier algérien

La situation de léthargie dans laquelle se trouve le marché financier algérien va faire réagir les autorités publiques qui vont manifester leur volonté de relancer ce dernier. Dans ce cadre un plan de développement a été mis en place dont la conception a été élaborée avec la coopération et l'assistance du PNUD. Les principaux points portent sur :

Le développement des métiers et services en vue de répondre aux prestations liées aux investissements dans les valeurs mobilières :

les courtiers en produits financiers pour garantir la bonne exécution des transactions ; les négociateurs en produits financiers pour faciliter et augmenter les transactions, augmenter la transparence et la liquidité du marché ; les spécialistes des risques pour anticiper ces derniers et intervenir pour les gérer ; les conseillers en placement pour conseiller les investisseurs en titres en les aidant à diversifier leur épargne ; les analystes financiers pour permettre aux investisseurs d'investir de manière efficace et aider les entreprises à être plus visibles ; les analystes techniques pour analyser l'évolution des cours des titres permettant ainsi aux investisseurs d'être mieux informés facilitant ainsi leur prise de décision dans l'achat ou la vente des produits financiers ; les gestionnaires de portefeuille pour définir et gérer avec les clients des stratégies d'investissement et de rendement pertinentes de portefeuille en vertu d'un mandat ou de gérer des produits

d'épargne collective (SICAV, FCP...) ; l'ingénierie financière pour accompagner les entreprises dans la recherche de financement approprié contribuant ainsi à l'extension de ces dernières ; les conservateurs de titres pour matérialiser les transactions et les flux pour tous les acteurs du marché, fournir les preuves et contrôler ainsi les transactions garantissant par là même la sécurité des marchés.

Les entités appelées à fournir ces prestations doivent éventuellement obtenir des agréments auprès des autorités compétentes à des conditions d'accès (niveaux de fonds propres à respecter, besoins en personnel, connaissances des dirigeants, principes déontologiques à respecter...)

L'introduction de nouveaux systèmes « marché » et « intermédiaire et post marché » :

Le système « marché » de la SGBV ne permet pas de mettre en place l'ensemble des fonctions prévues par la réglementation (par exemple la cotation en continue) ; cumule des traitements fastidieux pour collecter les ordres et opérer la séance de cotation ; difficile à faire évoluer...aussi, les experts recommandent vivement de mettre en place un système qui redonne confiance aux acteurs de la place et qui permette d'envisager une augmentation appréciable du nombre de sociétés cotées.

Le système « post marché » est bien maîtrisé chez Algérie clearing mais son éditeur (Euroclear) a cessé de maintenir l'application ; par ailleurs les traitements de back-office (gestion des opérations sur titres, garde des titres...) sont quasi inexistantes au niveau des IOB et des TCC, ce qui ne facilite pas la tenue de position titres, aussi il est recommandé de doter les intermédiaires d'une infrastructure moderne afin de se mettre à niveau surtout si on anticipe une augmentation de l'activité, se professionnaliser en mettant en place des outils sophistiqués s'appuyant sur des données fiables et

actualisées en accédant aux données du marché, aux informations institutionnelles relatives aux sociétés cotées.

Dans les futurs systèmes « marché » le moteur de cotation constitue un élément central du marché dirigé par les ordres (cas du marché algérien) car il permet d'assurer la rencontre entre l'offre et la demande, de permettre des transactions, de fournir des cours de référence des titres cotés. Il intègre également des fonctions permettant d'animer le marché, tout comme il intègre la typologie des différents ordres. Il intercepte tous les prix qui se forment sur le marché et les diffusent à tous les souscripteurs, met à jour en temps réel le site internet de la Bourse, procède au calcul de ratios financiers et d'indices ; ce qui permet une visibilité de la tendance boursière. Le nouveau système permet également d'automatiser la diffusion de l'information concernant les sociétés cotées et de faciliter les communications électroniques entre les intermédiaires en opérations de Bourse, les entreprises de marché et l'autorité de régulation du marché,... autant de facteurs qui sont de nature à sensibiliser les investisseurs aux activités commerciales et aux affaires internes des sociétés cotées et à instaurer une meilleure transparence qui permet de gagner la confiance des investisseurs.

Le système permet également d'accéder à distance à la Bourse pour passer des ordres ou les annuler, d'avoir une vision du marché grâce aux « news », aux graphiques des cours, ...tout comme il permet une surveillance du marché grâce à ses fonctions d'analyse des comportements sur le marché, d'alerte lorsque survient une situation anormale (volumes et cours inhabituels), manipulation de cours^(xxii).

Concernant le système « intermédiaires et post marché » il est nécessaire d'envisager de nouvelles fonctions pour le système dépositaire (prêts/emprunts de titres...), de prévoir de nouvelles modalités de gestion et de routage des ordres: la récupération des ordres d'achat, vente, souscription sur le marché primaire (OPV, OPA) au travers des canaux de

distribution bancaires ; la validation automatique avant de les transférer à la banque (contrôle de la position de titres pour les ordres à la vente et de la couverture espèce pour les ordres à l'achat) ; la mise à disposition des clients des informations de marché au travers des canaux de distribution bancaire.

Il est également recommandé de mettre en place un niveau canal de distribution, la Bourse en ligne, qui constitue en fait une solution relativement simple mais qui peut augmenter de façon importante le nombre d'investisseurs à la Bourse.

L'amélioration de la gouvernance des acteurs :

La commission d'organisation et de surveillance des opérations de Bourse :

Il y a lieu d'opérer une redistribution des prérogatives entre la COSOB qui régule et contrôle le marché, la SGBV et le dépositaire central le font fonctionner sous sa supervision ; la Bourse prend la responsabilité de l'admission et du contrôle de ses membres, l'admission des valeurs sur ces marchés et du contrôle des obligations qui en résultent. Le dépositaire central admet et contrôle ses adhérents.

La société de gestion de la Bourse des valeurs mobilières :

Il est recommandé d'enrichir la gouvernance de la SGBV en faisant évoluer la composition de son conseil d'administration qui regrouperait des administrateurs représentants des IOB, des administrateurs « indépendants » issus des entreprises et des investisseurs institutionnels, un administrateur représentant l'Etat et la direction générale du trésor (DGT) en tant qu'émetteur.

Le dépositaire central des titres :

Il est recommandé d'une part, d'enrichir la gouvernance d'Algérie clearing en faisant évoluer la composition de son conseil d'administration issue des intermédiaires/ teneurs

de comptes (majorité), des émetteurs, de la direction générale du trésor, la Banque d'Algérie, le directeur général de la SGBV sans oublier le directeur général du dépositaire ; d'autre part de doter le dépositaire central du pouvoir d'inspection et de sanction sur ses adhérents.

Les intermédiaires en opérations de Bourse :

Les activités des IOB portent sur un nombre très limité d'opérations ; il faut donc professionnaliser les IOB et les doter de pouvoirs « agressifs » sur le plan commercial et financier afin qu'ils soient en mesure de répondre aux besoins des investisseurs et des sociétés cotées en leur offrant tous les services nécessaires : réception, transmission des ordres et leur bonne exécution ; assurer leur négociation ; prodiguer des conseils en matière de stratégie industrielle de financement ; gérer leur portefeuille ; animer le marché des titres ; offrir la contrepartie ; analyser les tendances du marché...

Le marché boursier :

Il y a lieu de :

- mettre en place des mécanismes de marché afin de soutenir la liquidité en rendant systématique la mise en œuvre de contrats d'animation sur le marché,
- renforcer la responsabilité de l'introducteur en l'obligeant à publier une note de recherche qui justifie la valorisation proposée et à accompagner la société pendant au moins deux (2) ans minimum après son introduction (contrat d'animation, recherche...).
- mettre en place un fonds de garantie de marché afin de remplacer la contrepartie défaillante et couvrir le risque de marché. Ce fonds est indispensable car sur un marché dirigé par les ordres, on ne choisit pas sa contrepartie.

Le renforcement de l'encadrement législatif du marché financier :

Il y a lieu d'intégrer les éléments de réforme retenus, en particulier concernant l'autorité de régulation, les entreprises de marché, l'introduction des nouveaux métiers, la certification professionnelle, l'intégrité et la transparence du marché, les nouveaux produits financiers, la mise à niveau des régimes de sanction.

Les mesures relatives à la stimulation et à l'accroissement de l'offre et de la demande des titres et celles concernant la mise en place d'une architecture moderne et sécurisée sont de nature à améliorer le fonctionnement du marché et surtout favoriser son développement. Certaines actions nécessitent de modifier la loi et les règlements, d'autres, de mettre en place de nouveaux systèmes et certaines, peuvent être mises en œuvre immédiatement.

Conclusion :

Les conditions nécessaires pour permettre le fonctionnement normal du marché financier ont été réalisées : mise en place des acteurs, autorité de régulation, société de gestion de la bourse des valeurs mobilières, intermédiaires en opérations de bourse, teneurs de compte conservateurs de titres, dépositaire central des titres ; élaboration du cadre réglementaire régissant le déroulement des activités. Un certain nombre d'opérations d'appel public à l'épargne ont été effectuées aussi bien par des entreprises publiques que privées, concrétisant ainsi certains des objectifs attendus de la mise en place du marché financier en Algérie, notamment, l'utilisation de nouvelles possibilités de financement non inflationniste de l'investissement basées sur l'utilisation directes des ressources d'épargne existante, une nouvelle alternative de placement pour les épargnants...

La mise en place du marché financier et le démarrage effectif de la Bourse d'Alger ont incontestablement permis à l'Algérie de combler un retard historique difficilement acceptable lorsque l'on sait qu'au milieu des années 80, la quasi-totalité des pays en développement étaient déjà dotés de place boursière.

L'émission de l'emprunt obligataire par SONATRACH en janvier 1998 a constitué la première opération sur le marché des capitaux en Algérie. Cette opération, nouvelle en Algérie, faut-il le rappeler, a connu un véritable engouement des épargnants qui s'explique probablement par la confiance accordée à cette entreprise qui affiche une bonne santé financière qui est connue et réputée auprès des particuliers, ainsi que par les conditions attrayantes de cet emprunt : un taux d'intérêt de 13% ainsi qu'une prime d'émission de 2,5%.

L'emprunt obligataire de SONATRACH a été suivi, en 1998, par l'augmentation de capital d'ERDIAD SETIF, première entreprise publique à ouvrir son capital par appel public à l'épargne ; l'ouverture de capital par une offre publique de vente du GROUPE SAIDAL, de l'EGH EL-AURASSI, auxquelles s'ajoutent l'augmentation de capital d'ALLIANCE ASSURANCES (2011) et l'ouverture de capital de NCA ROUIBA (2013). D'autres opérations d'emprunts obligataires ont été lancées par SONELGAZ, AIR ALGERIE, GROUPE CEVITAL...

Malgré cette modeste avancée qui constitue en soi un progrès, un certain nombre de contraintes de différentes natures rendent difficile le développement des deux (2) compartiments, primaire et secondaire, qui composent le marché financier :

- les retards accumulés dans le domaine de la formation financière spécialisée : gestion de portefeuille, gestion des risques... ;

- le manque manifeste d'une culture boursière des investisseurs potentiels et les retards accumulés dans les domaines de la formation relative aux métiers des titres ;
- l'absence d'une stratégie de communication financière efficace de nature à susciter et à entretenir l'intérêt des investisseurs pour les produits boursiers ;
- l'absence d'un système régulier d'information et d'analyse financière des entreprises faisant appel public à l'épargne ;
- les hésitations qui perdurent quant à la privatisation des entreprises par le biais de la Bourse – pourtant considéré partout dans le monde, comme un élément moteur pour la promotion et le développement du marché financier - avec comme corollaire, le maintien de l'offre des titres dans une très faible dimension, affectant négativement la profondeur du marché qui reste insignifiante ;
- les entreprises privées empêtrées dans des problèmes de mise à niveau sur le plan organisationnel, de gestion, de management...et qui ne sont pas, pour la plupart, éligibles à l'introduction en Bourse.
- le manque de liquidité des titres cotés, dû à l'étroitesse du marché ;
- l'absence de mise à niveau des acteurs du marché qui souffrent d'un déficit en matière d'organisation, d'équipement et de qualification ;
- l'inexistence d'agence de notation ;
- l'inexistence d'une chambre de compensation pour sécuriser les opérations boursières ;
- l'absence de mécanismes appropriés d'animation de marché ;
- l'absence d'OPCVM susceptible de canaliser l'épargne vers l'investissement dans les valeurs mobilières.

Toutes ces insuffisances et déficiences n'ont pas été sans conséquences néfastes puisqu'elles se sont traduites par un désintérêt des investisseurs pour le marché boursier et sa désaffection par les entreprises puisque quatre (4)

seulement ont été introduites en Bourse entre 1999 et 2013. Ainsi s'explique la morosité et la stagnation du marché boursier algérien.

Comment inverser cette tendance ? Une série de mesures et d'actions ont été préconisées dans ce travail, qui selon nous, peuvent relancer et dynamiser ce marché pour peu qu'elles soient mises en pratique. Les recommandations préconisées semblent appropriées puisque les propositions relatives au plan de modernisation et de développement élaboré en 2012 par les experts du PNUD, à la demande des autorités publiques algériennes, vont dans le même sens. Ayant un lien direct avec l'objet de notre travail, il nous a paru absolument nécessaire d'exposer les grands axes de ce plan, censé moderniser et redynamiser le marché financier algérien.

L'importance donnée à l'offre de titres pour impulser le redémarrage du marché va-t-elle inciter les pouvoirs publics à relancer la privatisation des entreprises via la Bourse, d'autant que ce mode de privatisation est transparent et constitue un élément essentiel pour la promotion du marché. Dans une telle perspective, les entreprises à privatiser par le canal de la Bourse seront-elles des entreprises « locomotives » qui vont tirer le marché ou des « wagons » qui vont rester sur les quais ?

Par ailleurs, la part du capital à mettre sur le marché va-t-elle être plus conséquente que ce qui a été jusqu'à présent (20%) car la profondeur du marché favorise la liquidité du titre, élément crucial dans la dynamisation du marché ?

Les entreprises privées, si elles sont éligibles à l'introduction en Bourse, vont-elles affronter de nouveaux défis en se soumettant aux contraintes de la transparence, à l'obligation de publication d'informations (financières, comptables...), à la distribution de dividendes aux actionnaires, au changement de leur statut juridique si elles sont constituées en SARL comme l'exige le droit boursier

et, surtout, accepter le jugement du marché qui affiche régulièrement le cours de leurs titres.

Les banques vont-elles enfin s'impliquer davantage dans la prise en charge des nouvelles activités offertes par la mise en place du marché boursier, gestion de portefeuille, conseil en placement, analyse des risques,... ? Vont-elles se lancer dans la création d'OPCVM pour essayer de mobiliser l'épargne en vue de la canaliser vers l'investissement dans les produits financiers ?

Les universités vont-elles s'engager véritablement dans le lancement de formation relative aux différents métiers liés aux titres ?

Comment améliorer l'image ternie de la Bourse d'Alger auprès de très nombreux investisseurs dans un environnement économique caractérisé par une inflation et où le marché parallèle est toujours florissant ?

Autant de questions auxquelles il est difficile de répondre dans l'immédiat. Alors c'est le « wait and see » qui nous permettra d'avoir des réponses à ces quelques interrogations et de connaître le sort que réservent les autorités publiques au marché financier algérien : l'agonie ou l'émergence.

ⁱ Il s'agit des ratios entre les fonds propres et les engagements, ratios de liquidité, ratios entre les fonds propres et les concours à chaque débiteur, ratios entre les dépôts et les placements qui sont fixés par la Banque Centrale.

ⁱⁱ Youcef DEBBOUB. « Le nouveau mécanisme économique en Algérie ». OPU. 2000. Page 158.

ⁱⁱⁱ Le rapport de présentation accompagnant le projet du décret législatif n° 93-08 relatif à l'organisation de la Bourse des valeurs mobilières

^{iv} Opcit. Youcef DEBBOUB. Page 159.

^v Deux textes juridiques régissent les titres à émettre et à négocier sur le marché financier :

-Le décret exécutif n° 91-170 du 28 mai 1991 déterminant les différentes formes de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission (ce texte n'a pas été suivi d'application).

-Le décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance N° 75-59 du 26 septembre 1975 portant code de commerce qui consacre un chapitre aux valeurs mobilières.

^{vi} M.G Darmon . « Le droit de l'introduction en bourse ». Ed Revue Banque. Paris. 2003. Page 16/24.

J.Hamon, B.Jacquillat. « La bourse Ed que sais-je? » Paris .2011. Page 3/26.

^{vii} Pour l'Algérie il s'agit du code de commerce, du décret législatif n° 93-10 du 23/05/1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières ; du règlement COSOB n° 96-02 du 22/06/1996, relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières ; l'instruction COSOB n° 97-03 du 30/11/1997 portant application du règlement cité ci-dessus.

^{viii} Instruction COSOB n° 97/03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.

^{ix} Euronext-Paris-actions, ainsi que XETRA à Francfort, NYSE, la Bourse Tokyo par exemple ont adopté un modèle de marché dirigé par les ordres.

^x www.sgbv.dz consulté le 14/10/2013.

^{xi} « La disponibilité des financements entrave l'émancipation de la Bourse en Algérie ». In Revue Maghreb Emergent du 13/04/2013.

^{xii} www.mf.gov.dz consulté le 14/10/2013.

^{xiii} BOUDERBALLA. « La fiscalité de l'épargne ». document polycopié. 15 Juin 1996.

^{xiv} Article. « Quid de l'efficiencia des entreprises à capitaux publics ». Nadja DJAIDIR. In El Watan. 27/02/2010.

^{xv} Sondage réalisé par Inès MILI dans le cadre de son mémoire de DSEB intitulé « La liquidité des marchés boursiers Cas : la Bourse d'Alger –compartiment actions ». Novembre 2011. Page 108.

^{xvi} Rapports annuels COSOB 2008. 2009 et 2011.

^{xvii} Article 64 du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières.

^{xviii} Règlement COSOB n° 04/03 du 09/09/2004 relatif au fonds de garantie.

^{xix} Jacques BUSSIERES. « Réflexions à propos d'un débat ». Article publiée dans l'ouvrage de Abdellatif BENACHENHOU intitulé : DU BUDGET AU MARCHE. Ed ALPHA. 2004. Page 245.

^{xx} Règlement N° 96-07 du 03 Juillet 1996 portant organisation et fonctionnement de la centrale de bilans.

^{xxi} Opcit. Jacques BUSSIERES. Page 245.

^{xxii} ERIC PEZET. « Réforme du marché financier algérien. Système d'information ». Alger le 5 décembre 2012.

Bibliographie :

Ouvrages :

- ARNOULD Daniel. « La bourse et les produits boursiers. Marchés, indices, actions, produits dérivés ». Edition Ellipses. Paris 2004.
- BELLETANTE Bernard. « La Bourse son fonctionnement son rôle dan la vie économique ». Edition Hatier. Paris 1992.
- BENACHENHOU Abdellatif. « DU BUDGET AU MARCHÉ ». Edition ALPHA. 2004.
- BENHALIMA Ammour. « pratique des techniques bancaires avec références à l'Algérie ». Edition DAHLAB. 1997.
- BORDES Christian. HAUTCOEUR Pierre-Cyrille. « Monnaie, banque et marchés financiers ». 9^e Edition NOUVEAUX HORIZONS. Paris 2010.
- BRACK Estelle. « SYSTEMES BANCAIRES ET FINANCIERS DES PAYS ARABES. Vers un modèle commun ? ». Edition L'Harmattan Comprendre le Moyen-Orient. Paris.2012.
- CHARDOILLET Eric. SALVAT Marc. TOURNYOL DU CLOS Henri. « L'essentiel des marchés financiers : FRONT OFFICE, POST-MARCHÉ ET GESTION DES RISQUES». Edition EYROLLES. Paris 2011.
- DEBBOUB Youcef . « Le nouveau mécanisme économique en Algérie ». Edition OPU. 2000.
- GOLBERG-DAMON Muriel. « Le droit de l'introduction en bourse » Edition Revue Banque. Paris 2003.
- GITMAN Lawrence. JOEHNK Michael. « Investissement et marchés financiers ». 9^e Edition. PEARSON Education. Paris 2008.
- HAMON Jacques, JACQUILLAT Bertrand. «La Bourse » Edition que sais-je? Paris 2011.
- JACQUILLAT Bertrand. SOLNIK Bruno. PERIGNON Christophe . « MARCHES FINANCIERS : Gestion de portefeuille et des risques. 5^e Ed DUNOD. Paris 2009.
- JAFFEUX Corynne. « bourse et financement des entreprises » Edition Précis Dalloz .Paris 1997.
- LEHMANN Paul-Jacques. « Economie des marchés financiers ». Edition de boeck. Bruxelles 2011.

- VERNIMEN Pierre. QUIRY Pascal. LE FUR Yann « Finance d'entreprise » Edition DALLOZ. Paris 2013.

Textes Réglementaires :

Lois :

- Décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières modifié et complété par l'Ordonnance n° 96-10 du 10 janvier 1996 et la Loi n° 03-04 du 17 février 2003.
- Loi N° 03-04 du 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la Bourse des valeurs mobilières.
- Loi n° 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit.
- Code de commerce selon les dernières modifications loi N° 05-02 du 06 février 2005. Edition 2008.

Ordonnance :

- Ordonnance N° 94-03 du 31 décembre 1994 portant loi de finances pour 1995.
- Ordonnance du 10/10/1996 modifiant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.
- Ordonnance n°96-08 du 10 janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (SICAV et FCP).
- Ordonnance n°96-10 du 10 Janvier 1996, modifiant et complétant le décret n°93-10 du 23 Mai 1996 relatif à la bourse des valeurs mobilières.

Décrets :

- Décret exécutif n° 91-170 du 28 mai 1991 déterminant les différentes formes de valeurs mobilières ainsi que les conditions de leur émission.
- Décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance N° 75-59 du 26 septembre 1975

portant code de commerce qui consacre un chapitre aux valeurs mobilières.

- Décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières modifié et complété par l'Ordonnance n° 96-10 du 10 janvier 1996 et la Loi n° 03-04 du 17 février 2003.
- Décret législatif n° 93-12 du 5 octobre 1993 relatif à la promotion de l'investissement.
- Décret exécutif n° 94-175 du 13 juin 1994, portant application des articles 21,22 et 29 du décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.
- Décret exécutif n°94-176 du 13 juin 1994, portant application de l'article 61 du décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.
- Décret exécutif n° 94-319 du 17 octobre 1994 portant attributions, organisation, et fonctionnement de l'APSI.
- Décret exécutif n°96-102 du 11 mars 1996 portant application de l'article 32 du décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.
- Décret exécutif n°96-474 du 28 décembre 1996 relatif à l'application des articles 8 et 23 de l'ordonnance n° 96-08 du 10 janvier 1996 relative aux OPCVM.
- Décret exécutif n°98-170 du 20 Mai 1998 relatif aux redevances perçues par la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

Arrêtés :

- Arrêté du 2 août 1998 portant application de l'article 3 du décret exécutif n°98-170 du 20 mai 1998 relatif aux redevances perçues par la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.
- Arrêté du 5 août 1998 portant application de l'article 52 de l'ordonnance n° 96-08 du 10 janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (SICAV) et (FCP).
- Arrêté du 13 Août 1998 portant application de l'article 36 de l'ordonnance n° 96-08 du 10 janvier 1996 relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

- Arrêté du 29 mai 1999 portant adaptation du plan comptable national à l'activité des intermédiaires en opérations de bourse.
- Arrêté du 14 mai 2002 portant plan comptable des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

Rèlements :

- Règlement COSOB n° 96-02 du 22 Juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.
- Règlement COSOB n° 96-03 du 03 Juillet 1996 relatif aux conditions d'agrément, aux obligations et au contrôle des intermédiaires en opérations de bourse.
- Règlement COSOB n° 97-03 du 18 Novembre 1997 relatif ou règlement général de la bourse des valeurs mobilières.
- Règlement COSOB n° 97-04 du 25 novembre 1997 relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.
- Règlement COSOB n°12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement COSOB n° 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.
- Règlement COSOB n° 04/03 du 09/09/2004 relatif au fonds de garantie.
- Règlement COSOB n°2000-02 du 20 Janvier 2000 relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.
- Règlement COSOB n °12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n ° 97-03 du 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières.

Instructions :

- Instruction COSOB n°97-02 du 30 novembre 1997 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

- Instruction COSOB n° 97-03 du 30/11/1997 portant application du règlement COSOB N° 96-02 du 22/06/1996, relatif à l'information à publier par les sociétés et organismes faisant appel public à l'épargne lors de l'émission de valeurs mobilières.
- Instruction COSOB n° 98-01 du 30 Avril 1998 relative à l'admission de valeurs mobilières aux négociations en bourse.

Les rapports annuels :

- Rapport annuel COSOB 2005.
- Rapport annuel COSOB 2006.
- Rapport annuel COSOB 2007.
- Rapport annuel COSOB 2008.
- Rapport annuel COSOB 2009.
- Rapport annuel COSOB 2010.
- Rapport annuel COSOB 2011.
- Rapport annuel COSOB 2012.

Autres Documents :

- Brochure COSOB « le teneur de compte conservateur de titres ».
- Guide d'introduction en bourse SGBV.
- SGBV « plan de relance de la Bourse d'Alger » (2005/2006).
- BOUDERBALLA. « La fiscalité de l'épargne ». Document photocopié. 15 Juin 1996.
- X.LEROY « Potentiel du marché des capitaux algérien. Modèle d'organisation et de fonctionnement. Phase 1. Evaluation et conception/conception du schéma cible ». Alger. 5 décembre 2012.
- ERIC PEZET « Réforme du marché financier algérien. Système d'information ». Alger le 5 décembre 2012.

Sites Internet :

www.cosob.org

www.sgbv.dz

www.mf.gov.dz

La tenue de compte-conservation de titres en Algérie

ZERFA Zahia

De nos jours, les marchés financiers occupent une place prépondérante dans le développement des économies nationales et internationales et ce par rapport à la canalisation de l'épargne vers ces marchés qui permettent le financement d'un nombre important des investissements. Ce ne sont plus des marchés qui, comme autre fois fonctionnaient au ralenti, ils enregistrent des volumes et des montants d'échanges très importants d'année en année.

Cette poussée a amené les acteurs des différents marchés à aller vers de multiples modernisations et innovations en matière de produits et processus dont la dématérialisation des titres qui s'est avérée nécessaire pour le bon fonctionnement et le déroulé des opérations.

A l'instar des autres marchés, le marché financier algérien, qui a été créé par le décret législatif 93-10 du 23 mai 1993 modifié et complété par la loi 03-04, s'est doté, en 2004, d'un dépositaire central des titres ; c'était le passage des titres matérialisés à des titres dématérialisés.

1. Bref historique du marché financier algérien

Comme mentionné supra, le marché financier algérien a été créé par le décret législatif 93-10 du 23 mai 1993 modifié et complété par la loi 03-04 et est passé par plusieurs étapes :

En 1988 : L'année 1988 a révélé le début d'importantes réformes du secteur économique tracées par un ensemble de textes juridiques dont la loi n° 88-01 du 12/01/1988 qui avait pour conséquence le désengagement de l'Etat de la gestion des entreprises publiques qui sont devenues des entreprises publiques autonomes sous forme de sociétés par

actions (SPA) et dont les fonds de participation détenaient la totalité de leurs actions à la place de l'Etat ;

En 1990 : L'assemblée générale des fonds de participation a décidé de créer le 09 septembre 1990 une bourse de valeurs mobilières sous la dénomination de « société de valeurs mobilières », avec un capital social de 320 000.00 dinars, souscrit et réparti équitablement entre les actionnaires qui sont les huit fonds de participation ;

En 1992 : Les statuts de la SVM sont modifiés par son assemblée générale, en augmentant son capital social à 9 320 000 dinars et en remplaçant la dénomination de SVM par la « Bourse des Valeurs Mobilières » ;

En 1993 : L'année 1993 a été marquée par la promulgation du décret législatif n° 93-10 relatif à la bourse des valeurs qui constitue le premier texte légal régissant le marché financier en Algérie. Ce décret a institué les organismes composant le marché financier algérien et a conduit à la dissolution de la bourse des valeurs mobilières ;

En 1996 : Cette année a connu la création effective de l'autorité du marché financier algérien sous la dénomination de « Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse » ;

En 1997 : Durant cette année deux organismes importants pour le marché financier ont été créés, la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV) et les départements intermédiaires en opérations de bourse au sein des banques et des compagnies d'assurance ;

En 1998 : L'année 1998 fût l'année de la première émission de valeurs mobilières en Algérie avec l'emprunt obligataire SONATRACH pour une échéance de cinq années et un taux d'intérêt de 13% ;

En 1999 : Cette année représente l'événement historique de la création du marché secondaire avec l'introduction du premier titre qu'est le titre de capital « ERIAD SETIF » ;

En 2003 : Le décret législatif n° 93-10 a été complété et modifié durant cette année en instituant un nouvel organisme, Algérie Clearing, au sein du paysage financier algérien et en imposant la dématérialisation des titres ;

En 2012 : La bourse d'Alger, par la promulgation du règlement COSOB n °12-01 du 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n ° 97-03 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières, a connu la création d'un nouveau compartiment dédié à la petite et moyenne entreprise.

2. Cadre institutionnel du marché financier algérien

Le décret législatif n° 93-10 du 23/05/1993, relatif à la Bourse des valeurs mobilières, modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17/02/2003, a institué les différents intervenants sur le marché financier algérien, à savoir :

- **La commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) :** elle représente l'autorité du marché et a pour principales missions l'organisation et la surveillance du marché financier, en veillant à la protection des épargnants, au bon fonctionnement, et à la transparence de ce marché ; elle est dotée des pouvoirs réglementaire, de surveillance et de contrôle et disciplinaire et arbitral ;

- **La société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV) :** constituée le 25/05/1997, sous forme d'une société par actions, son capital social actuel s'élève à 475 200 000, 00 de dinars, libéré et réparti entre les intermédiaires en opérations de bourse actionnaires ; ses principales missions consistent à:

- Fixer, sous le contrôle de la COSOB, les règles d'admission des sociétés à la cote, ainsi que d'organiser l'introduction en Bourse des valeurs mobilières ;
- Assurer le processus de cotation et organiser matériellement les séances de cotation ;

- Communiquer au public toutes les données et statistiques relatives au marché.

▪ **Le dépositaire central des titres « Algérie Clearing » :**

La loi n° 03-04 du 17/02/2003, modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10, a institué pour la première fois un dépositaire central des titres sous forme d'une société par actions dont le capital est souscrit par les banques et sociétés cotées en bourse;

▪ **Les intermédiaires en opérations de bourse (IOB) :**

Le statut des intermédiaires en opérations de bourse a été défini par le décret législatif n° 93-10, qui a confié l'exclusivité des négociations des valeurs mobilières au sein de la bourse, et l'exercice des activités de gestion de portefeuille et de placement aux IOB. A l'heure actuelle huit IOB sont agréées par la COSOB à savoir : La BADR, BDL, CNEP Banque, BNA, BEA, le CPA, la BNP Paribas El-Djazair et la Société Générale Algérie.

▪ **Les teneurs de comptes-conservateurs de titres –TCC**

: qui sont habilités par la COSOB à assurer la garde et l'administration de titres qui leurs ont été confiés par leurs titulaires.

3. Forme de détention des titres avant la mise en place du dépositaire central des titres en Algérie

Lors des premières années de la création du marché financier algérien, entre 1998 et 2004, toutes les émissions de titres ont été réalisées dans la forme matérialisée sous forme de certificats regroupant un certain nombre de titres.

Le certificat matérialisé revêt deux formes :

- La forme nominative, pour les titres de capital à savoir les actions de l'ERAD SETIF, EGH EL AURASSI et SAIDAL;

- La forme au porteur, pour les titres de créance à savoir les obligations SONATRACH.

Le certificat d'actions ou d'obligations comporte toutes les caractéristiques de l'opération qui concernent le nom de l'émetteur, la catégorie du titre, la durée, l'échéance, la valeur nominale, le nombre d'actions ou d'obligation et le cas échéant les nom et prénom du détenteur (certificat nominatif) ainsi que le taux d'intérêt et le coupon pour les titres obligataires.

➡ **Les faiblesses de ce système**

Les titres matérialisés sont sources de coûts, de lenteurs, d'erreurs et de risques:

▪ **Coûts :**

- Les titres matérialisés doivent être gérés par les sociétés émettrices en créant à leur niveau un service titres qui nécessite un personnel et des moyens dédiés à cette activité;
- Les titres matérialisés demandent une impression des certificats avec un format papier spécifique;
- A chaque opération d'achat et/ou de vente, sur le marché secondaire, l'émetteur doit procéder au changement des titres en détruisant l'ancien et en émettant un nouveau certificat au nom du nouveau détenteur;
- Les titres perdus sont suivis par l'émetteur et un duplicata doit être émis à cet effet.

▪ **Lenteurs :**

- Les délais de règlement-livraison peuvent atteindre les deux mois vu que cette opération passe par un circuit assez long (client-IOB-Bourse-émetteur- bourse-IOB-client);
- Le paiement des dividendes, des intérêts et le remboursement du capital demandent que le client se déplace à une agence bancaire pour encaisser son dû;
- Le paiement des dividendes, des intérêts et le remboursement du capital demandent une gestion administrative très lourde au sein des banques.

- (dé coupement des coupons d'intérêt, apposition de cachets au dos des certificats d'actions, ...etc.) ;
- Les reliquats des titres non vendus (contenus dans un certificat dont une partie est vendue) sont indisponibles jusqu'à réception par l'investisseur du certificat de titres pour le solde (de plusieurs jours à plusieurs semaines).

▪ **Erreurs :**

- Les vendeurs peuvent ne pas encaisser leurs dividendes pour la période de détention;
- Les dividendes peuvent être payés en trop (par oubli d'estampillage).

▪ **Risques :**

- Risque de perte ;
- Risque de vol.

4. La dématérialisation des titres

Suite aux insuffisances du système de matérialisation des titres, les pouvoirs publics algériens ont engagé une réflexion sur la dématérialisation des titres et de ce fait la création d'un dépositaire central des titres et d'un système de règlement et de livraison moderne.

La dématérialisation des titres consiste au remplacement des titres matérialisés par des comptes titres qui sont débités ou crédités à chaque opération d'achat, de vente ou d'opérations sur titres (division ou regroupement d'actions, attribution d'actions gratuites....etc.).

La dématérialisation des titres en Algérie découle de la loi 03-04, Elle est devenue effective à partir de l'année 2005 et consiste à remplacer les titres physiques par des inscriptions en compte chez les teneurs de comptes conservateurs de titres. Elle permet, en outre, de faciliter tant la gestion informatisée des dépôts de titres que d'assurer un déroulement rapide et sécurisé des transactions boursières.

► Les titres dématérialisés assurent :

- Une circulation plus rapide des titres (les délais de règlement/livraison ne peuvent excéder trois jours ouvrables vu que l'opération consiste en un débit/crédit des comptes titres et espèces);
- Une sécurité du système de règlement/livraison qui est géré et centralisé par un dépositaire central ayant un système fiable et sécurisé;
- Un paiement plus rapide et efficace des revenus et du principal : les comptes espèces sont débités le jour même du paiement des revenus ou le remboursement du capital sans que le client ait à se déplacer pour présenter son titre;
- Une liquidité accrue du marché dans la mesure où les transactions peuvent se dénouer dans des délais plus rapides ;
- Un rapprochement du fonctionnement du marché des standards internationaux.

La dématérialisation des titres qui a débuté à compter de l'année 2005 en Algérie et ce pour les titres émis avant 2004, a connu depuis son démarrage une progression significative tel qu'indiqué dans le tableau ci-dessous (Situation au 30 novembre 2013):

BANQUES	E.G.H EL AURASSI			Groupe SAIDAL		
	Avoirs clients	Avoirs en propre	TOTAL	Avoirs clients	Avoirs en propre	TOTAL
BADR	55 537	—	55 537	123 716	—	123 716
BDL	42 762	—	42 762	47 281	1 000	48 281
BEA	239 451	37 856	277 307	151 278	16 793	168 071

BNA	69 569	—	69 569	119 884	300	120 184
CNEP Banque	18 254	—	18 254	47 170	—	47 170
CPA	57 261	17 510	74 771	164 398	39 373	203 771
BNP Paribas	—	—	—	180	—	180
TOTAL	482 834	55 366	538 200	653 907	57 466	711 373
Pourcenta ge (%)	40,24 %	4,61 %	44,85 %	32,70 %	2,87 %	35,57 %

Source : Algérie Clearing

5. Le dépositaire central des titres « Algérie Clearing »

Algérie Clearing est une société par actions, créée par la loi 03-04, dont la participation au capital est ouverte uniquement aux intermédiaires en opérations de bourse, sociétés émettrices de titres et la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs. Le Trésor public et la Banque d'Algérie étant des actionnaires de droit.

En 2013, son capital social, s'élevant à 240 millions DZD, est détenu par huit (08) actionnaires: la CNEP-Banque (17,8%) ; la BEA (17,8%); la BNA (17,8%) ; la BADR (17,8%); la BDL (13,6%) ; EGH El-Aurassi (8,59%); le CPA (4,43%) et le Groupe SAIDAL (2,34%).

Toute nouvelle demande de participation au capital du dépositaire central de titres est soumise à l'approbation de la COSOB sur proposition du conseil d'administration d'Algérie Clearing.

➡ **Les fonctions d'Algérie Clearing**

Chargé du règlement livraison des transactions sur titres, le dépositaire central est un organisme qui assure trois fonctions principales :

▪ **La fonction de conservation** : en tenant les comptes titres ouverts au nom des professionnels du marché à savoir les teneurs de compte conservateurs de titres.

Les titres admis au système dépositaire sont conservés dans des comptes structurés et identifiés par :

- ✓ Code valeur ;
- ✓ Code adhérent ;
- ✓ Nature de compte (comptes de conservation, de provision ou de sortie) ;
- ✓ Catégorie d'avoirs (Avoirs clients, avoirs TCC, OPCVM ou indifférenciés).

▪ **La fonction de circulation des titres par virement de compte à compte** : Le système de règlement et de livraison des titres géré par le dépositaire central permet de réaliser automatiquement et de manière simultanée le règlement et la livraison des titres ayant fait l'objet d'opérations entre les intermédiaires habilités.

▪ **La fonction d'administration des titres** : il permet aux professionnels d'exercer les droits attachés aux titres (mise en paiement, augmentation de capital...), selon les instructions reçues des propriétaires.

Il assure aussi :

- La codification des instruments financiers ;
- La dématérialisation des titres émis avant 2004 ;
- La collecte des informations nominatives à la demande des sociétés émettrices.

► Les partenaires

Les partenaires d'Algérie Clearing sont :

- Les teneurs de compte-conservateurs de titres habilités par la COSOB ;
- La Banque d'Algérie qui est la banque de règlement (le dénouement espèces des transactions se fait en monnaie banque centrale).

► Les adhérents

Les adhérents d'Algérie Clearing sont :

- Les banques et établissements financiers ;
- Les intermédiaires en opérations de bourse (I.O.B.) ;
- Les spécialistes en valeurs du Trésor (S.V.T.) ;
- Les personnes morales émettrices des titres ;
- Les dépositaires centraux étrangers de titres.

► Les titres admis aux opérations

Sont admis aux opérations les titres suivants :

- Les valeurs mobilières (actions, obligations....) cotées ou non cotées en bourse ;
- Les valeurs du Trésor;
- Les titres de créances négociables ;
- Les parts ou actions d'OPCVM ;

Le dépositaire central peut également admettre à ses opérations des titres physiques.

6. Les teneurs de compte-conservateurs de titres

L'entrée en activité, en 2004, du Dépositaire Central des Titres en Algérie (Algérie Clearing), en charge de la conservation et du règlement - livraison des titres transigés sur le marché financier, a permis l'émergence d'une nouvelle activité de marché jusque là inexistante dans notre pays appelée la tenue de compte- conservation de Titres (TCC).

L'exercice de cette activité est prévu par la loi n° 03-04 du 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif

n° 93 – 10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières et les textes subséquents.

L'activité de la tenue de compte - conservation de Titres consiste à réaliser les opérations suivantes :

- La garde (conservation) et l'administration, au nom de leurs titulaires, des titres qui lui sont confiés;
- L'exécution des instructions reçues des titulaires de compte (dénouement des opérations sur valeurs mobilières, nantissement, transfert...);
- La réalisation des opérations sur titres (paiement de dividendes, de coupons d'intérêts et remboursement de capital...);
- La diffusion au profit des titulaires de toutes les informations relatives à la situation de leurs comptes et à l'exécution de leurs instructions (avis d'exécution, relevé des avoirs, relevé comptable...).

► **Conditions d'habilitation ou d'autorisation en qualité de teneur de compte-conservateur de titres :**

L'activité de tenue de compte-conservation de titres ne peut être exercée qu'après habilitation ou autorisation par la COSOB.

Les entités autorisées ou pouvant être habilitées en qualité de teneur de compte conservateur de titres sont :

- Les banques et les établissements financiers,
- Les intermédiaires en opérations de bourse,
- Les sociétés émettrices pour les titres qu'elles émettent et qu'elles gèrent directement,
- Les institutions autorisées à effectuer des opérations de banques prévues par les dispositions législatives et réglementaires qui les régissent.

Pour être habilité, par la COSOB, le requérant doit répondre aux exigences ci-dessous mentionnées :

Pour les banques, les établissements financiers et les intermédiaires en opérations de bourse	Pour les émetteurs de titres (gestion des titres nominatifs qu'ils émettent)
<ul style="list-style-type: none"> • Présenter une demande d'habilitations auprès de la commission ; • S'engager au respect du cahier de charges et des règles de tenue de compte-conservation de titres définis par la commission ; • Désigner un responsable chargé de l'activité de tenue de compte-conservation ayant un diplôme de l'enseignement supérieur et justifiant d'une préparation professionnelle suffisante ; • Disposer d'une structure autonome ; • Disposer de moyens humains et matériels suffisants et avoir un dispositif de control interne ; • Appliquer les principes et les règles de la comptabilité titres ; • Adhérer à Algérie Clearing. 	<ul style="list-style-type: none"> • présenter une demande d'autorisation auprès de la commission ; • S'engager au respect du cahier des charges et des règles de tenue de compte-conservation de titres définis par la commission ; • Disposer d'une structure autonome ; • Disposer de moyens humains et matériels suffisants et avoir un dispositif de contrôle interne ; • Appliquer les principes et les règles de la comptabilité titres ; • Adhérer à Algérie Clearing.

➡ **Teneurs de comptes habilités par la COSOB**

A coté des six banques publiques (BADR, BEA, BNA, BDL, CNEP Banque et CPA) habilitées en 2004, la BNP Paribas El Djazair a été habilitée en 2005 pour exercer l'activité de tenue de compte conservation de titres.

Bibliographie

1. Décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières modifié et complété par l'Ordonnance n° 96-10 du 10 janvier 1996 et la Loi n° 03-04 du 17 février 2003. ;
2. Loi N° 03-04 du 16 Dhou El Hidja 1423 correspondant au 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la Bourse des valeurs mobilières ;
3. Règlement COSOB n °12-01 du 18 Safar 1433 correspondant au 12 janvier 2012 modifiant et complétant le règlement n ° 97-03 du 17 Rajab1418 correspondant au 18 novembre 1997 relatif au règlement général de la bourse des valeurs mobilières ;
4. Règlement COSOB N° 03-01 du 15 Mouharrem 1424 Correspondant au 18 Mars 2003 portant règlement général du dépositaire central des titres ;
5. Instruction à l'usage des adhérents, Algérie Clearing, octobre 2011 ;
6. Cahier de charge des teneurs de comptes-conservateurs de titres, COSOB, 2004.
7. www.cosob.org
8. www.sgbv.dz
9. www.algerieclearing.dz

The impact of the central bank role to improve the financial market environment

BENSLIMANE Najib

-Centre Universitaire de RELIZANE

BOUTOUBA Mohammed

- Centre Universitaire de RELIZANE

Abstract:

The economic theories show that financial markets are stable and never mis-priced which the experience (the current credit crisis) doubts this to be patently untrue. Efficient market theories tell us that central banks are unnecessary; most economists say that the efficient market theories are correct and central banks are necessary, but cannot explain why. Some central banks think money supply is important to monetary policy while others think money supply is unimportant for monetary policy.

Today the general consensus is that the central banks have made mistakes and inadvertently created the conditions leading up to the current credit crisis. Unfortunately, when we turn to the economic orthodoxy for an opinion on what went wrong and how we can fix it we find there is not even an established framework by which we can discuss the issue.

1. Introduction:

Until the beginning of the second half of the twenty-first century's first decade, scientists and central banks had arrived to a consensus about most elements of monetary policy strategy and prudential supervision of the financial System. Then, starting in August 2007, the world was shocked by the description "once-in-a-century credit tsunami." by Alan Greenspan, former Chairman of the Federal Reserve. The credit tsunami not only had strongly shaken the world economy, resulting in the most severe

worldwide economic contraction since the Great Depression, but has also put in doubt the basic policy strategies used to manage the economy. However, with the collapse of Lehman Brothers bank in September 2008, the world of central banking changed forever. The worldwide financial crisis revealed that some of the basic assumptions Related to the central bank consensus were no longer tenable, requiring a major rethinking on what the role of the central bank should be. This has led to a new focus on macro-prudential regulation and supervision, that is, regulation and supervision of the financial system that focuses on system-wide risk, rather than just the riskiness of individual financial institutions, as an important policy tool to promote a healthy economy.

2. The Friedman school and central banks :

The Efficient Market Hypothesis of Milton Friedman leads to only one conclusion is that central banks distorted financial markets and should be abolished. If markets are self-optimizing, then free market forces should be allowed to set interest rates. Banks should be permitted to lend and borrow on whatever terms they deem appropriate, guided only by the market forces of the supply and demand for capital.

In an interview shortly before his death, Friedman was asked: ‘...would it be preferable to abolish the Fed entirely and just have government stick to a monetary growth rule?’. Friedman replied: ‘Yes, it’s preferable, and there’s no chance at all of it happening.’ (Reason magazine, 2006). Apparently, Friedman’s position on central banking looks radical.

Today’s economic orthodoxy parrots Friedman’s reverence of free markets, but does not apply his intellectual rigor in extrapolating what efficient markets imply about the role of central banking.

2.1 the conditions of the Efficient Market:

The most important condition for markets to operate efficiently is that they be left alone, free to operate without interference or manipulation. If market prices are pushed around and manipulated by external forces, for example by government interference, then the markets cannot be expected to behave as efficient markets should (Paul Woolley, 2010). In addition, we can summarize these conditions as follows:

1. Asset price bubbles do not exist; the prices of all assets are always correct;
2. Markets, when left alone, will converge to a steady equilibrium state;
3. That equilibrium state will be the optimum state;
4. Individual asset price movements are unpredictable;
5. However, the distributions of asset price movements are predictable.

2.2 criticisms to efficient markets Friedman's view:

Many others think that financial markets as Friedman's view cannot work well in the real world except by chance because:

1. There are many equilibrium;
2. Only one of them is Pareto efficient;
3. For all other equilibrium, the whims of market participants cause the welfare of the young to vary substantially in a way that they would prefer to avoid, if given the choice. (Farmer, Venditti, 2012).

3. The Keynes/Minsky school Hypothesis of Financial Instability:

Hyman P. Minsky developed an original business cycle theory based on a Financial conception of economic fluctuations, and more specifically, on the 'Financial Instability Hypothesis' (FIH) (Minsky, 1986). This theory is mainly based on the succession of two phases during the business cycle: first, a process of transition toward greater financial fragility of the economy which builds up in the

expansionary phase; second, the transition from a financially fragile situation to a situation of recession and then of large amplitude economic crisis.

Minsky's commentators usually point out two central features characterizing his business cycle theory. First, his approach is considered as a continuation of the theory of economic fluctuations developed by Keynes in the *General Theory* (Keynes, 1973). Minsky indeed developed an approach where one could recognize the main themes developed by the Keynesian fundamentalists: the role of uncertainty and the behaviors it generates, the dynamic instability of market economies, the role of money and liquidity preference. The second often pointed out feature is the endogenous nature of his approach of fluctuations. For most commentators, the FIH is based on the behaviors of private economic agents which endogenously create processes of Financial and economic instability.

3.1. Central banks role according to Minsky's view:

In Minsky's approach, stabilizing economic activity, that is, setting new initial conditions in order to contain the amplitude of time series, is essentially the concern of the government, and of the central bank.

Minsky views budget deficits and interventions by the central bank as lender-of-last-resort as extremely effective instruments for stabilizing economic fluctuations. Even if full employment is not achieved, these instruments help to limit the drop in income and in liquidity during economic recessions and during the onset of a financial crisis.

The main purpose of this type of intervention is to offset debt-deflation phenomena or the different forms of financial instability that market economies experience. For Minsky these phenomena also emphasize the need for an extended interpretation of the role of lender of last resort. This is why he distinguishes three aspects of this type of

intervention (Minsky, 1986). First, when funds are lacking in the money market (a situation generally synonymous with substantial falls in the value of the claims agents exchange for liquidity), the central bank must intervene by increasing the amount of money in circulation. Second, during the financial restructuring period that follows a crisis, the central bank must take care to favor recourse to long-term rather than short-term borrowing by acting accordingly on interest rates. Finally, the central bank is responsible for guiding the development of the financial system, both through regulations and banking system surveillance, in order to restrain speculative banking (excessive reliance on liability management in particular).

The inclusion of the role of institutional mechanisms implies that Minsky's theory does not simply describe the cycle as a endogenous mechanical phenomenon, as a succession of phases of the following sort: increase of financial fragility financial crisis gradual return to more safe and sound finance.

A central bank takes interest in financial markets, in major part, because markets serve as allocators of capital. Capital is allocated productively in rational markets since prices which equal intrinsic values send correct signals as to where capital should be allocated. But capital is misallocated in bubbles, when prices deviate from intrinsic values. Free markets are best if they result in rational markets, but central bank intervention, such as popping bubbles, might be called for in markets which are not rational (Shefrin, Stat man, 2011).

4. The monetary policy before the 2008 financial crisis:

The crisis poses serious challenges to the conventional, pre-crisis views and approaches of central banks and other financial supervisors.

4.1. Central bank role Before the Crisis

The science of monetary policy had several implications for the strategy of monetary policy, some of

which were generally agreed to by almost all central bankers and others which were accepted by most central bankers, but for which there was not complete consensus.

4.1.1. Flexible Inflation as a goal

The monetary policy strategy that follows from the eight principles of the new neoclassical synthesis is referred to in the academic literature as “flexible inflation targeting” (Svensson, 1997). It involves a strong, credible commitment by the central bank to stabilize inflation in the long-run, often at an explicit numerical level, but also allows for the central bank to pursue policies to stabilize output around its natural rate level in the short run.

Many central banks that have an independent monetary policy follow the general principles of flexible inflation targeting, they do have very different approaches to the communication strategy surrounding it. Some central banks have announced an explicit numerical inflation objective and treat it as a target, and these are classified a full-fledged inflation targeters, while others are reluctant to be so explicit.

Such as practical case, the Federal Reserve has arrived to a consensus decision to stabilize inflation, but was not being disposed to announce an explicit inflation objective. Instead, the Federal Reserve reports on the individual FOMC members’ projection of inflation in the long-term under adequate monetary policy. In effect, the Fed provides the long-term inflation objective for each FOMC member, but has not requested that the members agree on a common objective for inflation. The Federal Reserve has therefore not yet espoused an inflation objective agreement, but it does not make belong to the inflation targeting camp. however, the FOMC members long-term inflation projections all are defined in a strict range between 1 ½ and 2%, and so they are not far from committing to a specific inflation objective and not very

large modifications in their communication strategy would move them to the inflation targeting camp (Mishkin, 2008).

The European Central Bank was being disposed to announce an explicit numerical inflation objective, but are unfavorable to treat it as a target because they believe that this would not give them sufficient flexibility. They are reluctant to be classified as inflation targeters because they believe that the use of the word “target” might lead the public to expect them to hit the inflation targets too precisely or over too specific a horizon.

Despite these apparent differences in communication strategy, the basic approach of Central banks with an independent monetary policy before the crisis were very similar. They adhered to the eight principles of the new neoclassical synthesis and were willing to conduct monetary policy under a strong commitment to stabilize inflation in the long term. Indeed, Svensson (2002) argues that any central bank that indicates that it will pursue the standard objective function which involves minimizing both inflation and output gap in an inter-temporal setting is effectively a flexible inflation targeters. Before the crisis, almost all central banks with an independent monetary policy fell into this classification.

4.1.2. Risk Management and Certainty Equivalence:

Under the assumptions of the linear quadratic framework, the optimal policy is certainty equivalent:

This policy can be characterized by a linear time-invariant response to each shock, and the magnitude of these responses does not depend on the variances or any other aspect of the probability distribution of the shocks. In such an environment, optimal monetary policy does not focus on tail risk which might require risk management. Furthermore, when financial market participants and wage and price setters are relatively forward-looking, the optimal policy under commitment is characterized by considerable

inertia, which is commonly referred to as gradualism. (Woodford, 2003).

Indeed, the actual course of monetary policy before the crisis was typically been very smooth in the United States as well as in many other industrial economies. For example, the Federal Reserve usually adjusted the federal funds rate in increments of 25 or 50 basis points (that is, $1/4$ or $1/2$ percentage point) and sharp reversals in the funds rate path were rare. Numerous empirical studies have characterized monetary policy before the crisis using Taylor style rules in which the policy rate responds to the inflation gap and the output gap; these studies have generally found that the fit of the regression equation is improved by including a lagged interest rate that reflects the smoothness of the typical adjustment pattern.

Although in many ways central banks have conducted monetary policy under a certainty equivalence strategy, central bankers were not completely comfortable with this approach to monetary policy. While a linear-quadratic framework may provide a reasonable approximation to how optimal monetary policy operates under fairly normal circumstances, this approach is less likely to be adequate for thinking about monetary policy when there is risk, even if small, of particularly poor economic performance. First, the dynamic behavior of the economy may well exhibit nonlinearities, at least in response to some shocks (Kim, Morley, and Piger, 2005). Furthermore, the use of a quadratic objective function does not reflect the extent to which most individuals have strong preferences for minimizing the incidence of worst-case scenarios. Therefore, given that the central bank's ultimate goal of maximizing the public welfare, there is a case for monetary policy to reflect the public's preferences to avoid particularly adverse economic outcomes.

The discomfort with a certainty equivalence approach to monetary policy led central bankers to exposit a “risk management” approach to the conduct of monetary policy even before the crisis. Alan Greenspan indeed described his thinking about monetary policy as exactly such an approach (Greenspan, 2003), although he was not very explicit about what this meant. However, it is clear that even before the crisis, central bankers were aware that they had to worry about risks of very bad economic outcomes. Specifically, they were aware that in some circumstances the shocks hitting the economy might exhibit excess kurtosis, commonly referred to as “tail risk” in which the probability of relatively large disturbances is higher than would be implied by a Gaussian distribution.

4.1.3. Financial Stability Policy and Monetary Policy: the Dichotomy

Even before the crisis, central bankers were aware that financial disruptions could have a serious negative impact on the economy. This is why many central banks not only issued reports on monetary policy, but also published *Financial Stability Reports* to discuss potential threats to the financial system. Nonetheless, the general equilibrium modeling frameworks at central banks did not incorporate financial frictions as a major source of business cycle fluctuations. This naturally led to a dichotomy between monetary policy and financial stability policy in which these two types of policies are conducted separately. Monetary policy instruments would focus on minimizing inflation and output gaps. It would then be up to prudential regulation and supervision to prevent excessive risk taking that could promote financial instability.

Although I would characterize most central bankers as having supported the dichotomy between monetary policy and financial stability policy, there were views that monetary policy should address financial stability issues,

particularly with regard to responding to potential asset price bubbles.

4.1.4. (Central banks - Asset Price Bubbles) debate: Leaning or Cleaning

An active debate in central banks before the crisis focused on how central banks should respond to potential asset price bubbles. Because asset prices are a central element in the transmission mechanisms of monetary policy, the theory of optimal monetary policy requires that monetary policy responds to asset prices in order to obtain good outcomes in terms of inflation and output. Hence, the issue of how monetary policy might respond to asset-price movements is whether it should respond at all but whether it should respond over and above the response called for in terms of objectives to stabilize inflation and employment. Another way of stating the issue is whether monetary policy should try to pop, or slow the growth of possibly developing asset-price bubbles to minimize damage to the economy when these bubbles burst? Alternatively, should the monetary authorities not respond directly to possible asset price bubbles, but instead should respond to asset price declines only after a bubble bursts to stabilize both output and inflation? These two positions have been characterized as *leaning* against asset price bubbles versus *cleaning* up after the bubble bursts and so the debate over what to do about asset price bubbles has been characterized as the “lean” versus “clean” debate.

Even before the crisis, there was no question that asset price bubbles have negative effects on the economy. As Dupor (2005) has emphasized, the departure of asset prices from Fundamentals can lead to inappropriate investments that decrease the efficiency of the economy. Furthermore, the bursting of bubbles throughout history has been followed by sharp declines in economic activity.

The clear cut dangers of asset-price bubbles led some economists before the crisis, both inside and outside central banks - such as Borio and Lowe (2002), and White (2004) -to argue that central banks should at times “lean against the wind” by raising interest rates to stop bubbles from getting out of hand. They argued that raising interest rates to slow a bubble’s growth would produce better outcomes because it would either prevent the bubble or would result in a less severe bursting of the bubble, with far less damage to the economy.

The opposing view to the “leaning against the wind” view that asset prices should have a special role in the conduct of monetary policy over and above that implied by their foreseeable effect on inflation and employment is often referred to as the “Greenspan doctrine,” because he argued that monetary policy should not try to lean against asset price bubbles, but rather should just clean up after they burst (Greenspan, 2002). There are several elements of this argument.

First, bubbles are hard to detect. In order to justify leaning against a bubble, a central bank must assume that it can identify a bubble in progress. That assumption was viewed as highly dubious because it is hard to believe that the central bank has such an informational advantage over private markets. If the central bank has no informational advantage, and if it knows that a bubble has developed, the market will almost surely know this too, and the bubble will burst. Thus, any bubble that could be identified with certainty by the central bank would be unlikely ever to develop much further.

A second objection against leaning against bubbles is that raising interest rates may be very ineffective in restraining the bubble, because market participants expect such high rates of return from buying bubble-driven assets. By definition, bubbles are departures from the behavior that is normally incorporated within models, and so the tools of

monetary policy are unlikely to work normally in abnormal conditions.

A third objection is that there are many asset prices, and at any one time a bubble may be present in only a fraction of assets. Monetary policy actions are a very blunt instrument in such a case, as such actions would be likely to affect asset prices in general, rather than solely those in a bubble.

Fourth, although some theoretical models suggested that raising interest rates could diminish the acceleration of asset prices, others suggest that raising interest rates would cause a bubble to burst more severely, thus doing even more damage to the economy (Kohn, 2006). This view was supported by historical examples, such as the monetary tightening that occurred in 1928 and 1929 in the United States and 1989 in Japan, suggesting that raising interest rates may cause a bubble to burst more severely, thereby increasing the damage to the economy (Stone , 2005). Another way of saying this is that bubbles are departures from normal behavior, and it is unrealistic to expect that the usual tools of monetary policy will be effective in abnormal conditions.

Finally, there was a view that the monetary authorities had the tools to keep the harmful effects of a bursting bubble at a manageable level, as long as they respond in a timely fashion. This was true even if interest rates fell and approached the zero lower bound, and so the conventional tool of lowering the policy interest rate was no longer an option. The economy could be stimulated by either: 1) managing expectations so that the policy rate would be viewed as staying low for an extended period, thereby lowering long-term interest rates, 2) risk and term premiums could be lowered by purchasing securities, thereby changing their relative supply, and 3) by exchange rate interventions to lower the value of the domestic

currency, thereby increasing foreign demand for domestic production (Reinhart, 2010).

The bottom line from this analysis was that the cost of leaning against asset-price bubbles was likely to be high, while the costs of bursting bubbles could be kept low. Instead of trying to lean against bubbles, this analysis supported an approach in which central banks just clean up after the bubble afterwards. This approach was fully consistent with monetary policy focusing on stabilizing inflation and employment without a special focus on asset price bubbles.

The Greenspan doctrine held great sway in the central banking world before the crisis. However, there was an opposite view. the Bank of England argued for raising interest rates more than could be justified in terms of the Bank of England's objectives for inflation over its normal policy horizon (Bank of England ,2004). According to the minutes of those meetings, the advocates believed that such a move would reduce the risks that high house-price appreciation and the rapid accumulation of household debt would lead to an abrupt adjustment process, with serious negative consequences for the economy. Mervyn King, the Governor of the Bank of England, did not advocate leaning against the wind but did suggest that, to prevent a buildup of financial imbalances, a central bank might extend the horizon over which inflation is brought back to target (King, 2004a).

5. The role of central banks after the crisis

The current financial crisis has revealed three primordial lessons which are essential for the central banks' future role in crisis prevention and resolution.

First, the financial instability accelerates the contagion risks, especially in financially integrated market (the euro area).

Second, the cleaning monetary policy has a high cost compared to the leaning one, because of the arbitrary materialization of financial instabilities which lead to intense recessionary that carry risks for medium-term price stability.

And third, the previous policy measures taken by both of national authorities and central banks were not enough to deal with the accumulation of risks and imbalances that didn't let possibility to keep the financial stability. As well as, the stable macroeconomic environment with stable prices is not a sufficient to let it.

Consequently, the post-crisis period requires a new role of central banks as stability guardians and crisis managers.

5.1. The future role of central banks: financial stability and supervision

The importance of financial stability for central banks has been acknowledged in the European Treaty. The ESCB (The *European System of Central Banks*) shall contribute to the smooth conduct of policies pursued by the competent authorities relating to the prudential supervision of credit institutions and the stability of the financial system. (Article 127/5, European Treaty).

The ECB has already taken over some tasks in European macro-prudential supervision which was established with the European Systemic Risk Board (ESRB) in January 2011. The ECB is an integral part of the ESRB, providing analytical, statistical and administrative support. This is a clear recognition of the important role that central banks have gained over time in monitoring financial stability and the acquired stock of financial market expertise. In principle, the active use of macro-prudential policy could provide a new array of previous policy instruments which can lean against financial imbalances and asset bubbles.

The recent events in the crisis have revealed vulnerabilities in the monetary union, reflecting an incomplete financial architecture. Two prominent examples are the sudden and large reversals of financing flows and the degree by which banks and their own sovereign have become intertwined. Effectively, these developments endanger the financial stability in the euro area as a whole. Neither the financial resources of some member states nor the institutional framework proved adequate to solve the problems on the level of the member states. Therefore we are invited to rethink elements of the financial architecture at the European level, including the tasks of the central bank.

In my view, a future European financial architecture should include a fully-fledged financial market union which rests on three pillars.

-First, a banking supervisory authority with sufficient instruments and competencies to implement on a level playing field the regulatory framework. This authority should in particular have the competence to order the closure and the resolution of non-viable institutions. The resolution of non-viable banks should no longer be a rare exception. For that, the best example is the 464 banks that were closed in USA since 2008.

-Second, a resolution authority and a coherent regulatory framework for the resolution of systemically important banks. The costs of a resolution shall ultimately be borne by a fund. This fund needs to be financed by the financial sector itself to unwind systemically relevant financial institutions without relying on public finances and ultimately taxpayers' money.

-Third, deposit insurance should be organized or at least further harmonized.

it is important to stress that we need all of the just mentioned three elements. The banking supervision can

only work efficiently if it has access to the relevant information, for example on the deposits. It can only act effectively if it has the adequate instruments in its toolbox, such as the closure of a non-viable bank.

However, there is several conditions should be fulfilled:
-**Firstly**, any new task in banking supervision may not prejudice price stability as our primary objective. Monetary policy and banking supervision have to be kept separate. This calls for separate decision making bodies within the institution. 14 out of 17 national central banks in the euro area engage in banking supervisory today already without any negative impact on their monetary policy mandate.

-**Secondly**, the Central Banks' independence may not be impaired by the new task. Monetary policy by definition is independent. Banking supervision by its very nature is not. It must be subject to parliamentary and judicial control. We're open to this request to show accountability to the parliament and the council of ministers.

-**Thirdly**, the Central Banks must be equipped with all instruments it needs to perform banking supervision effectively and efficiently. The Central Banks will only engage in banking supervision if it gets a comprehensive tool box.

The implementation of a banking supervision is closely linked to the possibility of direct banking recapitalization via a technological database system (like the ESM: European Stability Mechanism) in the future and should not least therefore be advanced without undue delay. However, the task is complex and banking supervision in itself is too important to present solutions under time pressure that will not work in practice. We should therefore take the time it takes to get it right.

5.2. Financial stability and monetary policy

Having reviewed the additional tasks that central banks are asked to take over, a question regards the

implications for the practice of monetary policy. The crisis has clearly demonstrated how essential financial stability is for the effective conduct of monetary policy. Financial market developments have always been an integral part of monetary policy considerations and have influenced the design of non-standard measures. However, monetary analysis and financial market analysis should play an even greater role for the conduct of monetary policy – particularly with regard to financial imbalances and financial fragilities.

There are three main areas to incorporate the lessons from the crisis.

First, we are faced with the fact that the smooth functioning of the financial sector is key for macroeconomic outcomes and monetary policy transmission. We saw that adverse financial conditions can have strong and impairing effects on the effectiveness of monetary policy. Academia and central banks have already taken up this research agenda and macroeconomic models and monetary policy assessments are refined in that regard. For instance, the work by Cúrdia and Woodford (2010) has provided an important advancement by introducing central bank balance sheet considerations into the New-Keynesian framework. Corsetti *et al.* (2012) complemented this with interlink ages between the sovereign and the real economy. Moreover, many new modeling approaches now account for liquidity and credit constraints in macroeconomic models. Still, the links and the channels between the financial sector, the real economy and their ultimate impact on output and inflation still leaves many questions open addressed for central bankers and academics.

Second, the two-pillar monetary policy strategy foresees that we take into account monetary and credit developments – particularly to ensure a medium- to long-run orientation. Over time monetary analysis at the Central Banks has been continuously refined and deepened. In the crisis it was crucial to better gauge short-term risks from

financial flows and imbalances. And also in the future, its scope and methodology needs to be kept continuously updated. In particular, the analysis should encompass not only a detailed understanding of banks' behavior, but also developments in the shadow banking sector as provider of private sector liquidity. In order to conduct these types of analyses detailed data on financial intermediaries and their transactions is crucial.

And third, a flexible framework to implement monetary policy has allowed us to react swiftly to the instabilities during the crisis. In fact, most of non-standard measures have focused on providing adequate liquidity to financial institutions and did not require changes to operational framework. The adjustments were merely on the parameters of the existing framework.

Yet, the provision of liquidity by central banks needs to be linked to a clear assessment of solvency of the counterparties. Only by being able to distinguish solvent from insolvent financial institutions can central banks continue to fulfill their mandate of being lenders of last resort to the financial system. Detailed information on the health of financial institutions and the capacity of the central bank to resolve insolvent banks would ensure that liquidity provision is kept to the circle of solvent banks.

5.3. Financial instability:

The present crisis is a new reminder of the inadequacy of the theoretical framework of the gap between conventional theory – based on the hypothesis of efficiency, rationality, neutrality and self-regulating market mechanisms – and actual experience.

The most developed countries of the world are shocked because at the epicenter of the crisis are the most sophisticated and “deep” financial systems of them. Thus, financial dysfunction can no longer be attributed to underdeveloped financial institutions or governance

shortcomings, which were commonly considered to be the cause of the repeated financial crises in developing and transition economies in the 1980s and 1990s. There is now increasing recognition of the need to reintroduce the notion of financial instability in the theoretical framework (Borio, 2013; Blanchard, 2013). The causes of the repeated financial crises lie in the very nature of finance, because they have followed fairly similar patterns, regardless of where and when they have occurred. The intrinsically stable supposed markets are not destabilized by the External shocks and occasional mismanagement which may accentuate financial vulnerability or trigger a financial crash (Reinhart and Rogoff, 2009). The goods markets, where suppliers and purchasers are clearly distinct and where some material factors (e.g. productivity, costs and stocks) set limits to price movements. in financial markets, such limits are much scarcer or simply do not exist. It's not the case for the financial markets that do not function like the goods markets, which produced this recurrent financial instability (Aglietta and Brand, 2013). Unlike in other markets, most agents can be buyers as well as sellers in financial markets. This may lead to "manias", when most investors anticipate price increases and buyers outnumber sellers, followed by "panics", when prices are expected to fall and buyers disappear from the market. on financial markets, unlike other markets, rising prices encourage – rather than discourage – demand for financial assets, and the opposite is true when demand is falling, thus leading to overshooting. Investors can maximize their gains by incurring debt: when the expected gains are higher than the cost of the debt, higher leveraging increases the ratio of profits to capital. If borrowers are able to provide collateral in the form of financial assets that are rising in price, lenders will be willing to meet their demand for credit. And as that credit is partly used for buying more financial assets, their prices will continue to increase, thereby feeding back the whole process and inflating a speculative bubble. In other words, there is a close correlation between

credit supply and demand: they both grow in parallel during expansionary phases and validate the increase in asset prices, with no endogenous adjustment forces in the financial markets to stop the process (Aglietta and Brand, 2013).

The perception that financial markets are inherently unstable and potentially irrational challenges the orthodox view that they are essentially not only stable and efficient themselves, but also help to stabilize the economy as a whole. In that view, access to credit is supposed to smooth expenditure, as non-financial agents can borrow during bad times and repay their debts during good times. Financial markets are therefore seen as playing a countercyclical role.

5.4. Credit for Money:

The fact that savings are not a prerequisite for higher fixed capital formation leads to the conclusion that the provision of credit (more specifically bank credit), rather than money, should be the focus of the analysis (Stiglitz, 2013). Credit expansion creates deposits, and consequently money, and not the other way around.

This contrasts with the monetarist tradition that assumes that “high-powered money” issued by central banks determines the amount of credit and other monetary aggregates – an assumption that has been invalidated by recent experience, which shows how massive money creation by a central bank can have little, if any, impact in terms of increasing credit to the private sector. More importantly, by focusing excessively on the quantity of money, economists and monetary authorities have given less importance to how it should be utilized. Money is not neutral, in particular because it is not distributed evenly among all economic actors when it is created. Oversimplified monetarist views of monetary creation miss this essential point, and yet the view of Cantillon and Wicksell and others is the opposite.

5.5. Central banks remit broadening:

The broadening of central banks remits as well as the diversification of the types and the number of the instruments which they should be used, including for macro-prudential regulation and for keeping track of what is being financed in the economy, and policy coordination between central banks and other economic authorities help to achieve the goal of financial stability. All this requires a reassessment of the idea that central banks must maintain their independence (Blanchard, 2013). The rationale for their independence was to keep them free from political pressures as they implemented their (supposedly) technical responsibility of controlling inflation. Even in cases where their mandate was limited to one single goal (monetary stability) with one single instrument (policy interest rates), their “technical” nature was debatable. With the progressive broadening of their mandate and their use of more instruments (already under way), they have assumed wider responsibilities in a comprehensive approach to macroeconomic and financial policy.

The current financial crisis revealed the need to have another look at the role of central banks, as well as the concept of their “independence” to guarantee the sole task of ensuring stability of prices of goods and services. This need has never been more evident than during this crisis. The crisis obliged central banks to take more and more unconventional measures, which highlighted the gap between the theoretical basis for the concept of central bank independence and the need, derived from experience, to involve the monetary authorities in efforts to stabilize financial markets in the interests of the economy as a whole. The traditional view holds that the private financial sector is efficient, even to the extent of being able to ease the impact of shocks on the real economy. The assumptions that financial institutions always have correct information about current and future economic developments, and that the government mismanagement leads to financial crises, were the reason-base to exclude the possibility of

mismanagement by financial institutions and markets. The Central bank independence from government did not prevent the financial crisis, as it is confirmed by the present crisis which has turned that hypothesis upside down, as it was caused by the private sector. as a consequence, the central banks must combine their action with their governments, in order to response to the crisis, and giving help to financial institutions considered “too big to fail” in order to arrive to financial rescue of them.

A further step forward would be to accept that central banks must play an active role in the implementation of a growth and development strategy. Monetary stability, in the sense of price stability, is insufficient to secure stable financial conditions for the real economy. Moreover, financial stability depends on the performance of the real sector of the economy, because, in severe crisis situations, banks have tended to accumulate non-performing loans and eventually fail. Thus, supporting economic growth should not be considered merely a supplementary responsibility of central banks; it constitutes the very basis of financial and monetary stability.

Conclusion:

The current financial crisis requires some fundamental reviewing about the detailed elements of monetary policy strategy. It is now recognized that the financial sector plays a very prominent role in the macro economy and makes it highly nonlinear at times. This requires that we abandon the linear-quadratic framework for defining how to conduct monetary policy when there is a financial disruption. There is now a very important case for a risk management framework that factors in tail risks that can produce very adverse outcomes for the economy. There are policy options that can complement traditional tools of bank regulation and the tools of monetary policy in reining in the excesses in the financial system. Macro-

prudential policies aim to constrain excessive growth in lending during booms, and thereby attain both a more viable long-term growth in lending. So, monetary policy is to lean against credit bubbles (but not asset-price bubbles per se), rather than just cleaning up after the bubble has burst. Using monetary policy to contribute in realizing the financial stability goals and research on the best credit conditions monitoring so that its decisions to use monetary policy to restrict excessive risk are based on the correct information will be the priority for research in the future.

the financial crisis has made it clear that the interactions between the financial sector and the aggregate economy imply that monetary policy and financial stability policy are strongly interfered.

References :

- Reason magazine “Can we Bank on the Federal Reserve” November 2006,
<http://www.reason.com/news/show/38384.html>.
- Paul Woolley (2010), Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy , THE Future of finance And the theory that underpins it, *The LSE Report*, London School of Economics and Political Science.
- Farmer, Roger E A, Carine Nourry and Alain Venditti (2012), “The Inefficient Markets Hypothesis: Why Financial Markets Do Not Work Well in the Real World”, CEPR Discussion Paper No. 9283.
- Hersh Shefrin, Meir Statman, (November 2011), Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes, Santa Clara University, USA.
- Minsky H.P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University press, New Haven.
- Keynes, J.M. (1973), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, reprinted in *The Collected*

Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII, Mac Millan, London.

- Svensson, Lars E.O. (1997). "Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts," *American Economic Review*, vol. 87 (March), pp. 98-114.
- Mishkin, Frederic S. (2008). A Whither Federal Reserve Communication, a speech delivered at the Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, (July 28) (www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080728a.htm)
- Svensson, Lars E.O. (2002), "Monetary Policy and Real Stabilization", in *Rethinking Stabilization Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, 261-312.
- Woodford, Michael (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- Kim, Chang-Jin, James Morley, and Jeremy Piger (2005). "Nonlinearity and the Permanent Effects of Recessions," *Journal of Applied Econometrics*, vol. 20 (no. 2), pp. 291-309.
- Greenspan, Alan (2003). "Opening Remarks," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy: 1-7
- Dopor, Bill (2005). "Stabilizing Non-fundamental Asset Price Movements under Discretion and Limited Information," *Journal of Monetary Economics*, vol. 52 (May), pp. 727-47.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe (2002). "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," BIS Working Paper 114 (Basel: Bank for International Settlements, July).
- White, William (2004). "Making Macroprudential Concerns Operational," speech delivered at a Financial Stability Symposium organized by the Netherlands Bank, Amsterdam, October 26, www.bis.org/speeches/sp041026.htm.
- Greenspan, Alan (2002). "Opening Remarks," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium *Rethinking Stabilization Policy*: 1-10.

- Kohn, Donald (2006). "Monetary Policy and Asset Prices," speech delivered at "Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice," a European Central Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, Frankfurt, March 16.
- Gruen, D., M. Plumb, and A. Stone (2005). "How Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?" *International Journal of Central Banking*, vol. 1 (December), pp. 1-31.
- Reinhart, Carmen M. and Vincent R. Reinhart (2010) "After the Fall," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, manuscript, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2010/reinhart-paper.pdf>.
- Bank of England (2004), MPC Minutes, January, p. 8; March, p. 9; April, p. 9; and August, p. 9.
- King, Mervyn (2004a). Remarks made in a panel discussion on Alan Greenspan's speech on Risk and Uncertainty in Monetary Policy delivered at the American Economic Association Annual Meeting in San Diego, January 3, www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech209.pdf.
- Curdia, Vasco and Michael Woodford (2010). "Conventional and Unconventional Monetary Policy," Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* (July/August): 229-264.
- Borio C (2013). Macroeconomic and the financial cycle: Hamlet without the Prince? Voxeu, 2 February; available at: www.voxeu.org.
- Blanchard O (2013). Rethinking macroeconomic policy. Voxeu, 9 May; available at: www.voxeu.org.
- Reinhart C and Rogoff K (2009). *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Aglietta M and B rand T (2013). *Un New Deal pour l'Europe*. Paris, O dile Jacob.
- Stiglitz J (2013). The lessons of the North Atlantic crisis for economic theory and policy. Voxeu, 9 May; available at: www.voxeu.org.